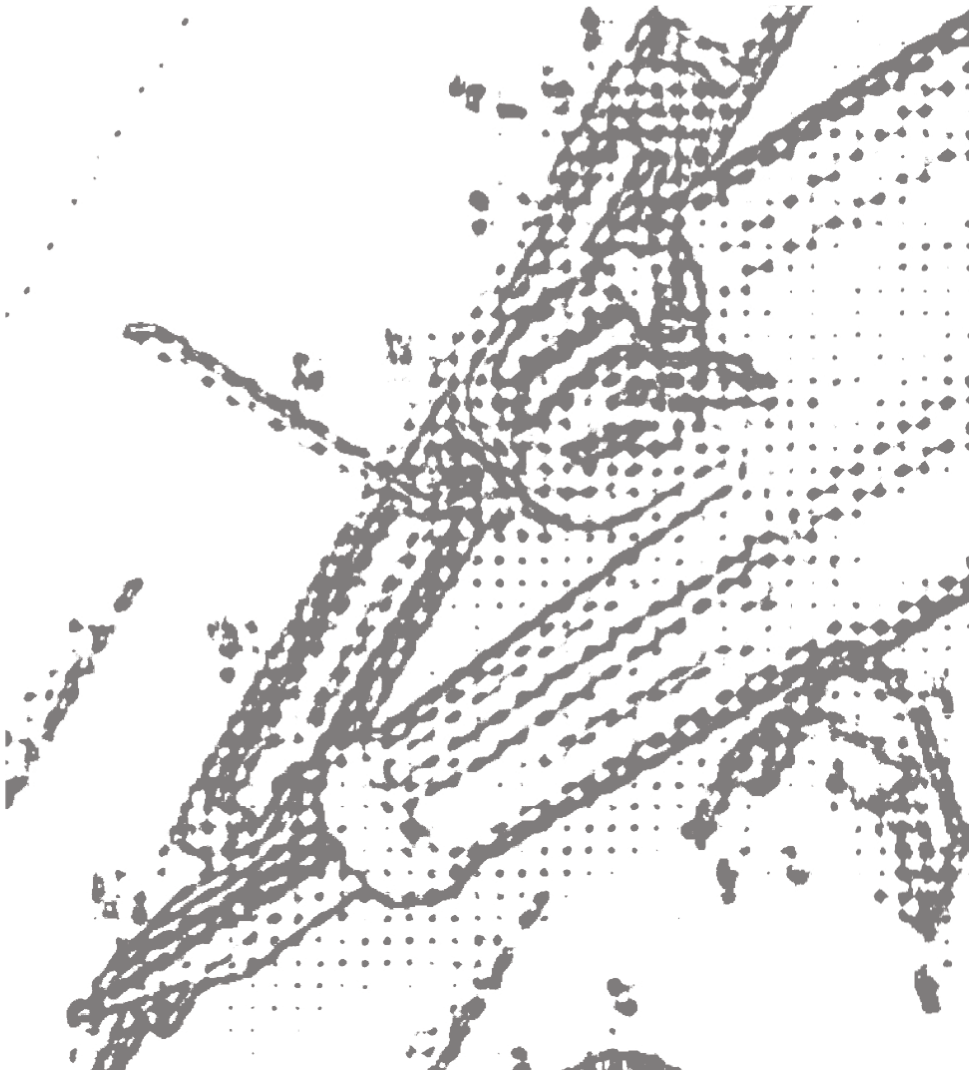
INSTYTUT ALLERHANDA

Working Paper 1/2010

Pochodne i strukturyzowane instrumenty finansowe - „sprawcy" czy „ofiary" kryzysu finansowego?

Zarys wybranych zagadnień związanych z regulacjami prawnymi

Andrzej Świderski



Instytut Allerhanda
Plac Nowy 8/5
31-056 Kraków

instytut@allerhand.pl
www.allerhand.pl
tel. 12 423 04 22

Czerwiec 2010

© 2010 by Andrzej Świderski. All right reserved. Krótkie fragmenty tekstu, nie więcej niż dwa akapity, mogą być cytowane bez uzyskania pisemnego zezwolenia, pod warunkiem, że zostanie przywołane w odnośniku dokładne źródło.

Pochodne i strukturyzowane instrumenty finansowe - „sprawcy" czy „ofiary" kryzysu finansowego?

Zarys wybranych zagadnień związanych z regulacjami prawnymi

Andrzej Świderski

Streszczenie

Artykuł jest próbą umiejscowienia pochodnych oraz strukturyzowanych instrumentów finansowych w systemie prawa Unii Europejskiej, jak również w prawie amerykańskim i polskim. Załamanie na rynku kredytów hipotecznych w USA doprowadziło do wezwań o zaostrzenie przepisów, by chronić stabilność i bezpieczeństwo systemu finansowego. Banki i pozostałe instytucje finansowe przekształciły (poprzez sekurytyzacje) większość wierzytelności wysokiego ryzyka w instrumenty typu ABS, MBS lub CDO. Następnie inicjatorzy sekurytyzacji sprzedawali te aktywa na rynkach papierów wartościowych instytucjom ubezpieczeniowym, funduszom hedgingowym i inwestycyjnym oraz innym inwestorom na całym świecie, przenosząc nie tylko prawa do płatności z aktywów, lecz również związane z nimi ryzyko kredytowe. Problemem nie jest rosnąca złożoność instrumentów finansowych, lecz jak zapewnić inwestorom dostęp do informacji niezbędnych do analizy parametrów ryzyka i jakości zabezpieczenia w różnych produktach finansowych. Kolejna przeszkoda to odbudowanie zaufania rynku do instrumentów strukturyzowanych, co może być trudne do osiągnięcia bez zmiany nastawienia emitentów produktów strukturyzowanych wobec inwestorów. Przedmiotem rozważań są konstrukcja pochodnych i strukturyzowanych instrumentów finansowych, ich definicje prawne oraz bezpieczeństwo systemu finansowego.

Słowa kluczowe: derywaty, instrumenty finansowe rynku OTC, pochodne instrumenty finansowe, strukturyzowane instrumenty finansowe, kryzys finansowy

* Opracowanie jest rozszerzoną oraz uzupełnioną wersją artykułu „Pochodne oraz strukturyzowane instrumenty finansowe – *„sprawcy" czy „ofiary" ostatniego kryzysu finansowego?"*, zaprezentowanego na Ogólnopolskiej Konferencji Naukowej „Bezpieczeństwo rynku finansowego", 28 maja 2010 r. na Wydziale Prawa, Administracji i Ekonomii Uniwersytetu Wrocławskiego. Autor, mając w pamięci długie dyskusje podsumowujące Konferencję oraz jej poszczególne części, a stanowiące inspirację dla dalszych analiz, pragnie złożyć wyrazy podziękowania innym prelegentom, uczestnikom oraz organizatorom Konferencji za ich wkład w tę publikację. Niemniejsze podziękowania składam Pawłowi Kłosiewiczowi, Pawłowi Sobolewskiemu, oraz nade wszystko Wojciechowi Rogowskiemu za wnikliwą analizę, przedstawione uwagi i spostrzeżenia, przy czym wszelkie ewentualne błędy lub nieścisłości obciążają wyłącznie autora tekstu.

Derivatives and Structured Financial Instruments – "Perpetrators" or "Victims" of the Last Financial Crisis?

The outline of selected issues related to legal regulations*

Andrzej Świderski

Abstract

This article seeks to explain the position of derivatives and structured financial instruments in the system of European Union law, as well as in the U.S. and Polish law. The collapse of the subprime mortgage market has led to calls for greater regulation to protect financial stability and safety of the global financial system. Banks and other financial institutions have created most of the high-risk debt (securitisations) into asset-(ABS) and mortgage-backed securities (MBS) or collateralised debt obligations (CDO). Next securitisation originators have sold these assets on the stock markets to insurance companies, hedge funds, financial or investment firms, and other investors around the world, transferring to them not only the rights to the asset or mortgage payments but also the related credit risk. The main difficulty is not the increasing complexity of derivative financial instruments but how to provide investors all the information they need to analyse risk parameters and collateral quality in various financial products. Another one trouble is rebuilding market confidence in structured assets which may be difficult to achieve without changing the attitude of the issuers of structured notes to investors. The consequences of construction of derivatives and structured financial products, legal definitions, and safety of the financial system are discussed.

Key words: derivatives, derivative financial instruments, OTC financial instruments, structured financial instruments, financial crisis

* This paper is revised and expanded version of the article *"Derivatives and Structured Financial Instruments – "Perpetrators"* or *"Victims" of the Last Financial Crisis?"* that was written as a summary of the Author's speech at the Polish Nationwide Conference "Safety of the Financial System" on May 28, 2010 in Wroclaw. The author also appreciates the comments of organizers, speakers, and participants at presentations at the "Safety of the Financial System" Conference. Finally, the author would like to thank the following people for helpful comments on earlier drafts: Paweł Kłosiewicz, Paweł Sobolewski, and particularly warmly Wojciech Rogowski for insightful analysis of this paper. Any errors or omissions are the sole responsibility of the author.

Working Paper Instytutu Allerhanda 1/2010

Pochodne i strukturyzowane instrumenty finansowe – „sprawcy" czy „ofiary" kryzysu finansowego?

Zarys wybranych zagadnień związanych z regulacjami prawnymi

Andrzej Świderski

Instytut Allerhanda

swiderski@allerhand.pl

Spis treści:

Wprowadzenie 6

Aspekty ekonomiczno-prawne 7

a) Klasyfikacje występujące w literaturze ekonomicznej 8
b) Główne typy instrumentów pochodnych 14
c) Strukturyzowane instrumenty finansowe 19

Derywaty i „struktury" w obowiązujących przepisach prawa, ze wskazaniem zakresu proponowanych zmian 25

a) Rynki regulowane 26
b) Produkty inwestycyjne oferowane podmiotom prywatnym 31
c) Rynki over-the-counter 35

Wpływ na bezpieczeństwo rynku finansowego 39

Podsumowanie 44

Bibliografia 47

Spis schematów:

Schemat 1. Stadia kryzysu finansowego 7

Schemat 2. Podziały instrumentów pochodnych 13

Schemat 3. Podziały pochodnych i strukturyzowanych instrumentów finansowych 24

Schemat 4. Rynki instrumentów finansowych w Polsce 30

Schemat 5. Bezpieczeństwo rynku finansowego 43

Wprowadzenie

Pochodne lub strukturyzowane instrumenty finansowe w minionych trzech latach stały się jednym z głównych zagadnień analizowanych przy okazji rozważań nad przyczynami, przebiegiem, czy też skutkami obserwowanych trudności. Zapoczątkowany w Stanach Zjednoczonych kryzys wywarł istotny wpływ na cały rynek finansowy. Złożone instrumenty finansowe traktowane były jeśli nie jako wyłączna przyczyna, to jeden z głównych czynników skutkujących obserwowanymi w ostatnich latach perturbacjami w prawidłowym funkcjonowaniu rynku finansowego. Niewątpliwie derywaty pozwoliły przenieść ryzyko kredytowe poza sektor nieruchomości oraz instytucji finansowych, które przyznawały różnego rodzaju pożyczki lub kredyty podmiotom o niskiej zdolności kredytowej, przy czym były one nie źródłem ryzyka, a jedynie jego nośnikiem. Przepisy oraz teoria prawa karnego, z oczywistych względów i w sposób nie budzący wątpliwości, jednoznacznie wykluczają możliwość przypisania winy podmiotom innym niż osoby fizyczne, nadto mającym zdolność kierowania swoim postępowaniem w chwili popełnienia danego czynu bądź zaniechania. Jednakże z uwagi na ogromną różnorodność znajdujących się w obrocie instrumentów finansowych oraz nierzadko wysoki stopień ich złożoności [1], kusząca była perspektywa zdjęcia odpowiedzialności z osób, które w sposób co najmniej mało przemyślany korzystały z dorobku inżynierii finansowej. Próbowano przenieść odpowiedzialność bezpośrednio na instrumenty wspomagające proces zarządzania określonymi rodzajami ryzyka finansowego, czyli obarczyć winą nie sprawców, a narzędzia.

Próbie ekskulpacji osób odpowiadających za zarządzanie ryzykiem w instytucjach finansowych sprzyjał zarówno niski stan ogólnej wiedzy obywateli, nie tylko państw Unii Europejskiej, w przedmiocie edukacji finansowej [2], tym bardziej w kwestii pochodnych bądź strukturyzowanych instrumentów finansowych, jak również niska precyzja, przejrzystość oraz koherencja regulacji prawnych w tym przedmiocie. Aktualnie forsowane w Europie oraz Stanach Zjednoczonych ograniczenia możliwości stosowania przedmiotowych instrumentów przez instytucje finansowe oraz przedsiębiorstwa mogą spowodować więcej szkód niż pożytku dla bezpieczeństwa rynku finansowego, gdyż nie bardzo wiadomo czym – jeśli w ogóle – można spróbować zastąpić derywaty. Proponowane w pracach organów Unii

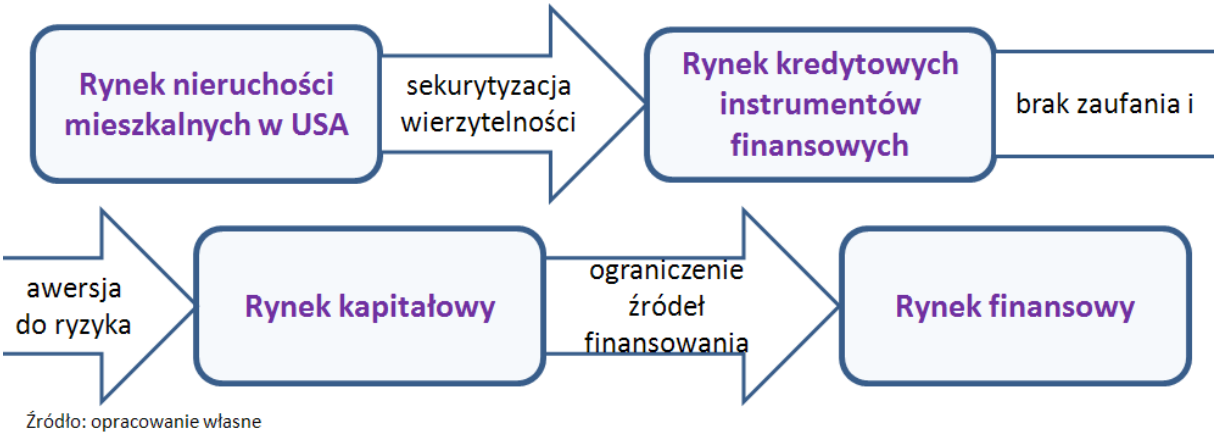
[1] Liczące 500-800 s. prospekty emisyjne dla strukturyzowanych instrumentów finansowych, trafiających na rynek finansowy w drodze ofert publicznych, nie są wyjątkiem, a raczej pewną normą.

[2] Por. *Financial services: Commission encourages better financial education for EU citizens*, Brussels, 18 December 2007 oraz pozostałe opracowania, dostępne na stronie internetowej Komisji Europejskiej pod adresem: http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/capability/index_en.htm, czy M. Iwanicz-Drozdowska, P. Błędowski, *Edukacja ekonomiczna: jak radzą sobie inni*, Rzeczpospolita, 19.01.2010 r.

Europejskiej rozwiązania legislacyjne, opierające się w większości na prostej implementacji *stricte* ekonomicznych definicji, pojęć oraz zwrotów do krajowych systemów prawa (jeżeli nie liczyć rozszerzenia zakresu przedmiotowego oraz podmiotowego dla nadzoru nad funkcjonowaniem rynków finansowych), nakazują przyjrzeć się, czy przedmiotowe terminy mogą sprostać wymaganiom stawianym przez zasady techniki prawodawczej oraz prawidłowej legislacji obowiązujące w państwach członkowskich.

Podstawowe cele artykułu, realizowane w następnych częściach pracy, sprowadzają się do przedstawienia klasyfikacji pochodnych oraz strukturyzowanych instrumentów finansowych, dokonywanych w literaturze ekonomicznej, wskazania doktrynalnych definicji dla głównych typów derywatów i instrumentów strukturyzowanych (część koncentrująca się na aspektach ekonomiczno-prawnych) oraz analizy treści regulacji (wraz z zakresem proponowanych zmian) obowiązujących w Stanach Zjednoczonych i państwach Unii Europejskiej, ze szczególnym uwzględnieniem Polski dla trzech obszarów rynku finansowego (część dotycząca prawnych aspektów), jak również oceny wpływu derywatów oraz produktów strukturyzowanych na bezpieczeństwo rynku finansowego, uwzględniając bezpieczeństwo jego uczestników (ostatnia merytoryczna część pracy). Pozwoli to w sposób spójny przedstawić obecny stan prawny w przedmiocie regulacji dotyczących pochodnych i strukturyzowanych instrumentów finansowych oraz umożliwi sformułowanie ewentualnych wniosków *de lege ferenda*.

Schemat 1. Stadia kryzysu finansowego



Źródło: opracowanie własne

Aspekty ekonomiczno-prawne

Konieczność odniesienia się do kwestii *stricte* ekonomicznych w niniejszym opracowaniu wprost wynika z obowiązujących przepisów prawa Unii Europejskiej oraz

polskich norm prawnych. Przykładowo, nawet gdyby całkowicie pominąć ilość oraz ogromne zróżnicowanie co do struktury lub właściwości instrumentów klasyfikowanych w ramach zbiorczej kategorii instrumenty finansowe *sensu largo* i spróbować dokonać analizy relewantnych przepisów obowiązującego prawa, to zrozumienie tychże nie będzie możliwe bez uprzedniego, gruntownego przeanalizowania aspektów ekonomicznych [3]. Przyczyny tego stanu tkwią zarówno w sposobie regulacji, czy precyzyjniej – braku bądź fragmentarycznej regulacji kwestii o charakterze materialno-prawnym w przepisach Unii Europejskiej dotyczących instrumentów rynku finansowego [4], jak i w częstych problemach z polskimi tłumaczeniami dyrektyw oraz rozporządzeń UE, gdzie ten sam termin lub zwrot może być różnie nazywany lub definiowany w poszczególnych aktach prawnych. W przypadku Polski przedmiotowa sytuacja (nadawanie różnym terminom jednakowego znaczenia bądź takim samym terminom różnych znaczeń) ma negatywny wpływ na bezpieczeństwo obrotu, spójność systemu prawa oraz należyte wypełnianie traktatowego obowiązku prawidłowej implementacji przepisów.

Przedmiotem analiz będzie klasyfikacja instrumentów finansowych występująca w literaturze ekonomicznej, za wskazaniem kryteriów stanowiących ich podstawę, jak również – uzupełnione o dorobek doktryny prawnej – ekonomiczne charakterystyki głównych typów pochodnych oraz strukturyzowanych instrumentów finansowych. Celem przeprowadzanych weryfikacji jest ocena, czy prezentowane przez ekonomistów podziały są rozłączne i wyczerpujące, a definicje – wystarczająco spójne i precyzyjne.

a) Klasyfikacje występujące w literaturze ekonomicznej

Kategoria pochodnych instrumentów finansowych [5] *sensu largo* obejmuje swym zakresem różnego rodzaju typy, czy też warianty derywatów, zaczynając od relatywnie prostych konstrukcji jak przykładowo kontrakty typu *forward*, kończąc na złożonych, wzajemnie ze sobą powiązanych strukturach piętrowych, których wartość zależy od kilku-

[3] Na problem autonomizacji pojęć języka finansowego i używania ich niejako w zastępstwie pojęć cywilistycznych, bądź równolegle z nimi w języku prawnym oraz na zagrożenia związane z tym stanem zwraca uwagę m.in. A. Chłopecki, *Instrumenty pochodne w polskim systemie prawnym (rozważania na kanwie „toksycznych opcji")*, PPH 2009, nr 7, s. 4-8. Zjawisko to określane jest często jako „ekonomizacja prawa".

[4] *Ibidem*, s. 4.

[5] Z polskich publikacji książkowych koncentrujących się na temacie instrumentów pochodnych por. m.in. A. Chłopecki, *Opcje i transakcje terminowe. Zagadnienia prawne*, Warszawa 2001 (aspekty prawne), T. Nieborak, *Pochodne instrumenty finansowe. Aspekty prawnopodatkowe*, Warszawa 2004, koncentrujący się na aspektach prawnych oraz prawno-ekonomicznych oraz A. Sopoćko, *Rynkowe instrumenty finansowe*, Warszawa 2005 (aspekty ekonomiczne), zaś spośród nowszych źródeł anglojęzycznych – J.C. Hull, *Options, Futures, and Other Derivatives*, 7th ed., New Jersey 2009 oraz R.L. McDonald, *Derivatives Markets*, 2nd ed., Boston 2005.

bądź nawet kilkunastu parametrów bazowych (przykładem może być złożony strukturyzowany syntetyczny instrument finansowy typu CDO[3] z wbudowanymi tzw. tęczowymi opcjami azjatyckimi z barierami). Różnorodność derywatów implikuje konieczność ich podziału na mniejsze grupy bądź subkategorie o pewnych wspólnych cechach lub właściwościach, celem ich usystematyzowania, pozwalającego bardziej efektywnie identyfikować poziom określonych rodzajów ryzyka. Wykorzystywanie różnego rodzaju klasyfikacji w literaturze ekonomicznej nie jest tak powszechne, jak *prima facie* mogłoby się zdawać [6], zaś stosowane w większości monografii podziały trudno traktować jako rozłączne, szczególnie w odniesieniu do instrumentów strukturyzowanych, gdyż jest to utrudnione na skutek liczby rodzajów tych instrumentów występujących w obrocie. Można jednak przyjąć, iż publikacje ekonomiczne szczegółowo opisują analizowane typy i warianty instrumentów finansowych [7]. Proponowane próby usystematyzowania pochodnych oraz strukturyzowanych instrumentów finansowych opierają się w zdecydowanej większości przypadków na jednym wybranym kryterium jako *fundamentum divisionis*, spotkać jednak też można podziały bazujące na dwóch bądź większej liczbie kryteriów [8], co warto podkreślić – przy zachowaniu wysokiego stopnia przejrzystości.

Pierwsza z przedstawianych klasyfikacji opiera się na **kwocie wymaganej do nabycia danego instrumentu finansowego** i odnosi się ją do kredytowych instrumentów pochodnych *sensu largo* (podział na ***funded*** oraz ***unfunded credit derivatives***). W przypadku instrumentów kredytowych w pełni opłaconych w chwili ich nabycia (***funded credit derivatives***) – przykładem może być instrument typu *Credit Linked Note*, CLN – inwestujący w taki instrument sprzedaje zabezpieczenie przed określonym rodzajem ryzyka kredytowego i z góry wpłaca ustaloną w umowie sumę pieniężną nabywcy zabezpieczenia (cena instrumentu

[6] Autorzy często koncentrują się na meritum, czyli przykładowo mechanizmach wyceny poszczególnych rodzajów bądź typów instrumentów finansowych, wysokości oprocentowania, czy też kwantyfikacji określonych rodzajów ryzyka – tytułem przykładu por. B. Tuckman, *Fixed Income Securities: Tools for Today's Markets*, 2nd ed., Hoboken, New Jersey 2002, *passim*.

[7] Wymóg ten zdają się spełniać m.in. następujące tytuły: M.J.P. Anson, F.J. Fabozzi, M. Choudhry, R-R. Chen, *Credit Derivatives Instruments, Applications, and Pricing*, Hoboken, New Jersey 2004, M. Choudhry, *Fixed Income Securities and Derivatives Handbook: Analysis and Valuation*, Princeton, New Jersey 2005, F.J. Fabozzi (red.), *The Handbook of Mortgage-Backed Securities*, 6th ed., New York 2006, F.J. Fabozzi, A.K. Bhattacharya, W.S. Berliner, *Mortgage-Backed Securities: Products, Structuring, and Analytical Techniques*, Hoboken, New Jersey 2007, F.J. Fabozzi, H.A. Davis, M. Choudhry, *Introduction to Structured Finance*, Hoboken, New Jersey 2006, D.J. Lucas, L.S. Goodman, F.J. Fabozzi, *Collateralized Debt Obligations: Structures and Analysis*, 2nd ed., Hoboken, New Jersey 2006, J.M. Tavakoli, *Structured Finance and Collateralized Debt Obligations: New Developments in Cash and Synthetic Securitization*, 2nd ed., Hoboken, New Jersey 2008.

[8] Por. D.M. Chance, *Analysis of Derivatives for the CFA Program*, Baltimore 2003, s. 7 *in fine*, schemat 1-1 oraz B. Rudolph, K. Schäfer, *Derivative Finanzmarktinstrumente: Eine anwendungsbezogene Einführung in Märkte, Strategien und Bewertung*, Zweite Auflage, Heidelberg 2010, s. 17, schemat 2.1.

finansowego) – płatność jest gotówkowym zabezpieczeniem spłaty zobowiązań bazowych. Nabywca zabezpieczenia jest wystawcą instrumentu finansowego (ewentualnie emitentem papieru wartościowego) i jeżeli wskazane w umowie zdarzenie kredytowe nie wystąpi, jest on zobligowany do zapłaty ustalonej kwoty wykupu w terminie płatności. Gdy takie zdarzenie nastąpi – cena wykupu zostanie pomniejszona proporcjonalnie w relacji do rzeczywistych wpływów, których spłatę ten instrument zabezpieczał (powiązanie ceny wykupu z kwotą spłaconych wierzytelności bazowych). Szczegóły zależą od tego, czy zdecydowano się na rozliczenie rzeczywiste, czy jedynie na rozliczenie różnic [9]. W przypadku pochodnych kredytowych (***unfunded credit derivatives***), których typowym przykładem może być *Credit Default Swap* (CDS), sprzedający zabezpieczenie nie dokonuje z góry żadnych płatności nabywcy zabezpieczenia, co jest główną różnicą w porównaniu z poprzednią grupą. Przy braku wystąpienia zdarzenia bądź zdarzeń kredytowych objętych umową w czasie jej obowiązywania, kwota w ustalonej wysokości jest wypłacana podmiotowi sprzedającemu zabezpieczenie z końcem okresu, na jaki ją zawarto. Podmiot sprzedający zabezpieczenie jest zobowiązany do dokonania płatności jedynie w przypadku wystąpienia zdarzenia, z którym umowa taki obowiązek wiąże, zaś kwotę (ewentualnie sposób jej wyliczenia), terminy oraz sposób płatności ustala umowa [10].

Najbardziej powszechny podział opiera się na **kryterium miejsca zawierania transakcji oraz obrotu** instrumentami finansowymi i pozwala wyróżnić instrumenty rynku giełdowego (*exchange-trade*) oraz instrumenty rynku OTC (*over-the-counter*), tłumaczone często jako instrumenty rynku pozagiełdowego [11]. Stanowi on również pewien punkt wyjścia dla dalszych klasyfikacji.

---

[9] M. Choudhry, *An Introduction to Credit Derivatives*, Oxford 2004, s. 14-15 oraz M.J.P. Anson, F.J. Fabozzi, M. Choudhry, R-R. Chen, *op.cit.*, s. 2-7.

[10] *Ibidem*.

[11] Semantycznie takie tłumaczenie jest uzasadnione, jednak przykładowo brzmienie art. 15 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. 2005, nr 183, poz. 1538 z późn. zm.) wywołuje liczne wątpliwości, jeżeli sens zwrotu wprost nie wynika z kontekstu, w którym go użyto. *De lege lata* w Polsce rynek pozagiełdowy jest bowiem częścią rynku regulowanego, a nadto jest organizowany przez spółkę prowadzącą rynek pozagiełdowy (rynek pozagiełdowy *sensu stricto*). Rynkiem spełniającym takie wymogi będzie częściowo (2 z 4 platform obrotu) polski rynek nieskarbowych instrumentów dłużnych *Catalyst*, jednak niewątpliwie nie może być on utożsamiany przykładowo z rozumieniem rynku OTC w Stanach Zjednoczonych. Rynek *over-the-counter* w ujęciu amerykańskim to rynek pozagiełdowy *sensu largo*, obejmujący zarówno transakcje instrumentami finansowymi nie notowanymi na rynkach giełdowych (również instrumenty, które ten status z jakichś względów utraciły), zawierane bezpośrednio pomiędzy zainteresowanymi podmiotami, gdzie wymogi związane z obrotem – jeśli wogóle występują – są istotnie mniejsze niż na rynkach giełdowych (*third market* – tzw. trzeci rynek, występujący obok *primary* i *secondary market* w USA) oraz rynek indywidualnie negocjowanych kontraktów handlowych, gdzie strony w umowach ramowych (np. *2002 ISDA Master Agreement*) same ustalają warunki zawierania pomiędzy nimi przyszłych transakcji oraz ich przedmiot, określany jako tzw. czwarty rynek (*fourth market*).

Jedna z ciekawszych kategoryzacji bazuje na rozróżnieniu stopnia **prawdopopodobieństwa dokonania przyszłych płatności** wynikających z treści umowy i dzieli pochodne instrumenty finansowe na **zobowiązania terminowe (*forward commitments*)**, czyli kontrakty w których dwie strony zobowiązują się do wykonania w przyszłości określonych zobowiązań po cenie i na warunkach określonych w chwili zawierania umowy (należą tu m.in. transakcje *forward*, *futures* oraz swapy) oraz **wierzytelności warunkowe, ewentualne (*contingent claims*)** [12], gdzie dokonanie płatności z instrumentów finansowych zależy od wystąpienia określonych zdarzeń lub okoliczności, przykładowo złożenia drugiej stronie oświadczenia woli przez podmiot uprawniony z instrumentu finansowego (m.in. opcje, warranty, niektóre obligacje strukturyzowane, czy też instrumenty typu *Asset-Backed Securities* – czyli ABS – z opcją wcześniejszej spłaty) [13].

Istotna, szczególnie w odniesieniu do instrumentów strukturyzowanych, jest **klasyfikacja w oparciu o aktywo lub parametr bazowy** [14], co umożliwia segmentację rynku derywatów na kilkanaście, jeżeli nie na kilkadziesiąt różnych kategorii. Taka fragmentaryzacja nie wydaje się być konieczna, celowa, ani nawet przydatna, stąd podział ograniczy się do wyodrębnienia sześciu grup, dla których parametrem bazowym są:

1) właściwości kredytów bądź pożyczek,
2) wysokość stóp procentowych,
3) kursy walutowe,
4) cena lub wartość określonych instrumentów finansowych,
5) cena określonych towarów lub metali szlachetnych oraz
6) poziom wskazanych indeksów.

Przydatność podziału wynika z faktu, iż pozwala on na identyfikację źródeł ryzyka, gdyż wskazuje towar, instrumentr finansowy, wskaźnik bądź parametr mający wpływ na cenę powiązanego z nim derywatu, przez co systematyzuje kategorie instrumentów finansowych.

Ostatnia z szerzej analizowanych typologii koncentruje się na wskazaniu tzw. bloków konstrukcyjnych oraz określeniu ich liczby, czyli ustaleniu **podstawowych instrumentów**

[12] Zwrotem *contingent claims* określa się również całą grupę instrumenty pochodne – por. *inter alia* J. Rogers, *Strategy, Value and Risk – The Real Options Approach: Reconciling innovation, strategy and value management*, Basingstoke 2002, s. 57, P. Wilmott, S. Howison, J. Dewynne, *The Mathematics of Financial Derivatives: A Student Introduction*, New York 1995, s. 4 i 14, czy J. Detemple, *American-Style Derivatives: Valuation and Computation*, Boca Raton 2006, *passim*.

[13] Podział ten jest widoczny m.in. w następujących publikacjach: D.M. Chance, *op.cit.*, s. 2-7 oraz J.M. Syz, *Property Derivatives: Pricing, Hedging and Applications*, Chichester 2008, s. 16 i 40.

[14] Podział na 5 kategorii stosują m.in. M.J.P. Anson, F.J. Fabozzi, M. Choudhry, R-R. Chen, *op.cit.*, s. 1 *in principio* (brak indeksów jako parametru bazowego) oraz S.N. Neftci, *An Introduction to the Mathematics of Financial Derivatives*, 2nd ed., London 2000, s. 2-3 (nie wymieniono w tym kontekście kredytów lub pożyczek).

pochodnych (scharakteryzowanych w następnej części artykułu), które są wykorzystywane do tworzenia nowych rodzajów derywatów lub instrumentów strukturyzowanych. Opcje oraz umowy typu *forward* są powszechnie kwalifikowane do tej grupy przez ogół Autorów piszących o pochodnych instrumentach finansowych. Dla niektórych [15] są to jedyne typy, które mogą być zaliczone do tej kategorii, gdyż *swap* tworzą dwie, zawierane równolegle między tymi samymi stronami transakcje typu *forward*, zaś kontrakt typu *futures* to zawierana dwukrotnie na rynku giełdowym wystandaryzowana umowa typu *forward* (izba rozliczeniowa zawiera umowę z każdą ze stron – dwie funkcjonalnie oraz podmiotowo powiązane transakcje typu *forward*). Architektura znaczącej liczby złożonych instrumentów strukturyzowanych o charakterze zabezpieczającym jednoznacznie wskazuje, iż były one tworzone raczej z wykorzystaniem swapów (najczęściej używany był CDS), niż równoległych forwardów, co potwierdza zasadność traktowania tego derywatu jako elementu konstrukcyjnego. Wątpliwości mogą dotyczyć traktowania w tym charakterze kontraktów typu *futures*, ze względów wyżej wskazanych oraz z uwagi na fakt, iż poza opcjami na różne typy *futures* (*futures options*, *options on futures*) trudno wskazać inne derywaty bazujące na tym typie kontraktów. Jednak sukcesywnie rosnąca od końca lat 80. XX wieku na amerykańskich giełdach wartość obrotów [16] i fakt, iż pełnią one na rynku giełdowym podobną rolę, co kontrakty *forward* dla rynku *over-the-counter*, pozwalają na zaliczenie ich do kategorii podstawowych instrumentów pochodnych [17]. Nie bez znaczenia jest również treść obowiązujących przepisów prawa w przedmiocie rynku kapitałowego, zarówno polskich i dyrektyw Unii Europejskiej, które wymieniają te cztery podstawowe typy derywatów [18].

Prócz przedstawionych wyżej klasyfikacji, w literaturze występują i inne podziały, przykładowo bazujące na **ilości źródeł niepewności, ryzyka** (*single-name credit derivatives*

[15] Tak *inter alia* J. Detemple, *op.cit.*, *passim* oraz Ch.Ch. Tan, *Demystifying Exotic Products: Interest Rates, Equities and Foreign Exchange*, Chichester 2010, s. 27.

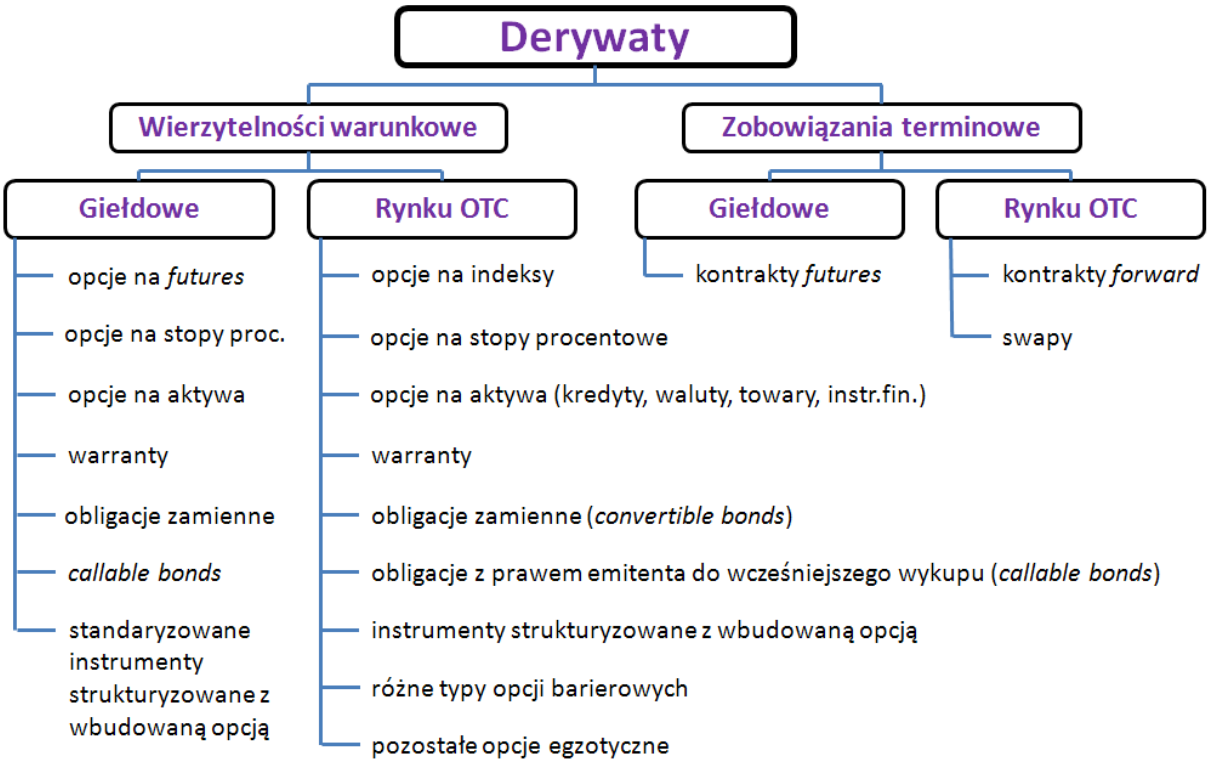
[16] J.C. Hull, *op.cit.*, s. 333. Autor jako przyczyny tego stanu podaje (*ibidem*, s. 336) wyższą płynność obrotu kontraktami *futures* niż instrumentami bazowymi na które je wystawiono, natychmiastową wiedzę o zmianach ceny *futures* (może być to utrudnione w odniesieniu do towaru lub instrumentu finansowego będącego parametrem bazowym), czy wreszcie liczbie aktywów lub wskaźników, które mogą stanowić parametr bazowy (również i derywaty OTC – *vide* instrument typu *IRS futures*).

[17] *Vide inter alia* P. Boyle, F. Boyle, *Derivatives: the Tools that Changed Finance*, London 2001, s. 13, A.M. Chisholm, *Derivatives Demystified: A Step-by-Step Guide to Forwards, Futures, Swaps and Options*, Chichester 2004, s.1-2, D.N. Chorafas, *Introduction to Derivative Financial Instruments: Options, Futures, Forwards, Swaps, and Hedging*, New York 2008, *passim*, B.A. Eales, M. Choudhry, *Derivative Instruments: A Guide to Theory and Practice*, Oxford 2003, s. 1, czy też R.W. Kolb, J.A. Overdahl, *Financial Derivatives*, 3rd ed., Hoboken, New Jersey 2003, s. 2.

[18] Por. treść wskazanych przepisów z polskich (ustawa oraz rozporządzenie) i europejskich aktów prawnych (załącznik do dyrektywy), szerzej analizowanych w części „Rynki regulowane" niniejszego opracowania.

dla jednego oraz *multi-name credit derivatives* dla wielu źródeł ryzyka) [19], **stopniu złożoności** (derywaty pierwszej, drugiej i kolejnych generacji) [20], **emitencie** (instrumenty finansowe emitowane przez państwa, jednostki samorządu terytorialnego, czy też przedsiębiorstwa i instytucje finansowe) [21] czy wreszcie **charakterze ucieleśnionych w nich praw** (instrumenty dłużne oraz instrumenty udziałowe) [22]. Zarówno te jak i wcześniej wskazane podziały dają sposobność na wskazanie cech lub właściwości poszczególnych grup instrumentów finansowych, a tym samym – pozwalają w pewnym stopniu uporządkować rynek derywatów oraz instrumentów strukturyzowanych (*vide* poniższy schemat).

Schemat 2. Podziały instrumentów pochodnych



Źródło: opracowanie własne, na podstawie D.M. Chance, *Analysis of Derivatives for the CFA Program*, Baltimore 2003, s. 7, exhibit 1-1.

[19] A.N. Bomfim, *Understanding Credit Derivatives and Related Instruments*, San Diego 2005, s. 6.

[20] R. Bruyère, R. Cont, R. Copinot, L. Fery, *Credit Derivatives and Structured Credit: A Guide for Investors*, Chichester 2006, *passim*.

[21] W. Grabowski, *Instrumenty pochodne a współczesne kryzysy finansowe*, Warszawa 1998, s. 26-27. Autor wskazuje również 5 innych kryteriów podziału finansowych instrumentów pochodnych (złożoność instrumentu, miejsce dokonywania obrotu, rodzaj ryzyka, rodzaj instrumentu bazowego oraz sposób zamknięcia kontraktu).

[22] F.J. Fabozzi (red.), *The Handbook of Financial Instruments*, Hoboken, New Jersey 2002, s. 2-3.

b) Główne typy instrumentów pochodnych

Kontrakt typu ***forward*** to zawierana poza rynkiem regulowanym lub alternatywnym systemem obrotu konsensualna, kauzalna umowa wzajemna, dwustronnie zobowiązująca, lecz na ogół jednostronnie zabezpieczona (przez nabywcę; najczęściej poprzez zapłatę depozytu, choć możliwe jest także zabezpieczenia rzeczowe), w której strony *ex ante* w drodze negocjacji ustalają, która z nich ma w przyszłości obowiązek nabyć, a która sprzedać określony w kontrakcie instrument bazowy (towar, waluta, instrument finansowy lub ustalony wskaźnik bądź parametr), w ilości, po cenie, w miejscu i terminie oraz zgodnie ze sposobem rozliczenia (rzeczywiste bądź różnic w cenach) uzgodnionymi w kontrakcie. Umowy te cechował niski stopień standaryzacji, co było elementem wyróżniającym w stosunku do kontraktów typu *futures*, jednak praktyka obrotu przyczyniła się do zawierania transakcji na podobnych warunkach przez strony (zarówno na rynku pierwotnym jak i wtórnym dominują transakcje międzybankowe). Obniżenie stopnia standaryzacji jest aktualne jedynie w odniesieniu do kontraktów o wysokiej wartości bądź konieczności uwzględnienia nietypowych warunków bądź parametrów dla zawieranej transakcji. Kontrakty *forward* zawierane są głównie celem ochrony przed ryzykiem stopy procentowej (FRA, *Forward Rate Agreement*), ryzykiem kursowym na rynku walutowym – przykładowo poprzez zawartą transakcję *forward* bez rzeczywistej dostawy (NDF, *Non-Deliverable Forward*) – lub ryzykiem zmiany cen danego towaru na rynku (*forward* towarowy z rozliczeniem rzeczywistym).

Kontrakty typu ***futures*** są zawierane oraz handlowane na rynku giełdowym przy wykorzystaniu izby rozrachunkowej (rozliczeniowej), która jest stroną tych kontraktów (układ zbywca–izba rozrachunkowa–nabywca, czyli *de facto* dwie odrębne umowy sprzedaży, których stroną jest izba rozliczeniowa – *clearinghouse*), przejmując na siebie ryzyko rozliczenia transakcji [23]. Standaryzacji podlegają parametry transakcji takie jak: instrument bazowy, wolumen kontraktu, dzień rozliczenia lub dzień dostawy, termin wygaśnięcia, sposób rozliczenia, czy nawet cena wykonania kontraktu (ale dopiero od momentu zawarcia kontraktu – wcześniej jest to jedyny negocjowalny parametr). Główne różnice pomiędzy kontraktami *futures* a *forward* [24], poza uprzednio wskazanym różnym stopniem standaryzacji umów oraz dwustronnym zabezpieczeniem wykonania zobowiązań przez strony (obowiązek zapłaty depozytów zabepieczających (*margin*) w wysokości wymaganej przez izbę, zależnej

[23] Por. R.L. McDonald, *op.cit.*, s. 142, T. Nieborak, *op.cit.*, s. 191.

[24] *Vide inter alia* J.C. Hull, *op.cit.*, s. 39-40, R.L. McDonald, *ibidem* oraz T. Nieborak, *op.cit.*, s. 192-193.

od aktualnej sytuacji na rynku i utrzymywania ich na odpowiednim poziomie aż do rozliczenia transakcji), związanym z udziałem izb rozliczeniowych w transakcjach *futures* i przejęciem przez nie ryzyka transakcyjnego, to: sposób zawarcia umowy (*futures* – na giełdzie, *forward* – w drodze indywidualnych negocjacji między stronami), płynność rynku (wysoka dla transakcji *futures*, niższa dla *forward*), możliwość wyboru instrumentu bazowego (w przypadku *futures* ograniczona przez regulacje giełdowe, a pozostawiona woli stron w umowach *forward*), termin rozliczenia transakcji (codzienne rozliczenia w przypadku *futures* oraz na ogół jedynie w dniu wykonania umowy dla transakcji *forward*), czy wreszcie kwestia wcześniejszego „rozwiązania" umowy, które dla transakcji *forward* wymaga zgody drugiej strony [25], zaś na rynku *futures* odbywa się poprzez zawarcie transakcji odwrotnej („zamknięcie pozycji").

Swap jest pozagiełdową [26] konsensualną, kauzalną oraz wzajemną umową dwustronnie zobowiązującą, na mocy której strony określają zarówno zasady dokonywania okresowych płatności [27], jak i moment właściwy dla pomiaru relewantnych parametrów instrumentu bazowego, stanowiących podstawę dla wyznaczenia wielkości strumieni pieniężnych. W najprostszym wariancie strona (*fixed leg*) zamierzająca ustabilizować dany, istotny dla niej przykładowo z uwagi na prowadzoną działalność parametr (może to być cena towaru, stopa procentowa, kurs dla ustalonej pary walut, itp.), podlegający bądź mogący podlegać zmianom, zawiera umowę, zobowiązując się dokonywać płatności w pewnej kwocie [28] na rzecz drugiej strony w ustalonych terminach [29], jeżeli przedmiotowy parametr będzie przykładowo wyższy niż wskazany w umowie (gdy będzie niższy – obowiązek dokonania płatności spoczywa na drugiej stronie). Z uwagi na charakter niniejszej publikacji, nie jest

[25] Najczęściej warunki umowy *expressis verbis* nie wykluczają możliwości skorzystania z instytucji kompensaty lub potrącenia (tak R.L. McDonald, *op.cit.*, s. 142, przyp. 9), jednak mając na względzie, iż w transakcjach *forward* nie do przecenienia jest renoma kontrahenta, często będąca nawet *sui generis* zabepieczeniem wykonania zobowiązań wynikających z tych kontraktów, trudno bezkrytycznie aprobować takie rozwiązanie.

[26] Nie wyklucza to jednak możliwości notowań *futures* na określone swapy o wysokim stopniu standaryzacji – przykładem może być *5-Year Interest Rate Swap Futures* notowany na Chicago Mercantile Exchange.

[27] Takie jak kierunek, wielkość i terminy przepływów pieniądza oraz kwota kontraktu związanego z danym parametrem (*notional amount*) oraz ustalona stała wartość dla sztywnego parametru (kupon swapowy, *swap coupon*), będąca punktem odniesienia.

[28] Najczęściej jest to iloczyn kwoty kontraktu (*notional amount*) oraz różnicy między umowną wartością sztywnego parametru a jego aktualną wartością. Kierunek płatności (kto w jakiej sytuacji płaci) określa umowa.

[29] Zasadą jest że terminy płatności dla stron nie są symetryczne – w większości przypadków strona stabilizująca dany parametr (*fixed leg*) dokonuje ewentualnych płatności raz w roku (kwota kontraktu x różnica po roku), zaś druga strona (*floating leg*) – dwa razy, co pół roku (połowa iloczynu kwoty kontraktu i różnicy między wartościami parametru po pół roku oraz połowa iloczynu kwoty kontraktu i różnicy między wartościami parametru po roku).

nawet możliwe wymienienie głównych podziałów [30], a tym bardziej szczegółowa analiza poszczególnych typów tych instrumentów pochodnych. Warto jednak wskazać, iż zdecydowana większość transakcji swapowych zawierana jest obecnie na rynkach pozagiełdowych, głównie w oparciu o umowę ramową (wraz z licznymi załącznikami, protokołami oraz dokumentacją dodatkową lub modyfikującą treść tej umowy) *2002 ISDA Master Agreement*, opracowaną przez *International Swaps and Derivatives Association, Inc.*, co pozwoliło na zwiększenie stopnia standaryzacji tej kategorii derywatów. Dotyczy to jedynie prawnych aspektów (warunki ekonomiczne są indywidualnie negocjowane przez strony dla każdej transakcji), lecz pozwoliło na istotną minimalizację ryzyka prawnego, jak również zwiększyło wartość obrotów na rynku tych instrumentów finansowych (dostępność umów wzorcowych precyzyjnie określających prawa i obowiązki stron).

W polskim piśmiennictwie *swap* bywa nazywany „umową zamiany", względnie „umową wymiany" [31]. Za stosowaniem zwrotu umowa zamiany przemawia zarówno jedyna w polskim prawie definicja legalna kontraktu *swap* [32], brzmienie art. 555 kc w zw. z art. 604 kc oraz powszechny brak sprzeciwu przedstawicieli doktryny dla takiego stanowiska. Argumentację za drugą z przedstawionych możliwości stanowią literalne brzmienie art. 45 kc w zw. z art. 603 tejże ustawy (prawa majątkowe nie są rzeczami, stąd przepisy o zamianie można stosować jedynie *per analogiam*) jak i brak *iunctim* dla pierwszej pary przepisów (art. 555 kc w zw. z art. 604 kc), czyli wyrażonej *expressis verbis* normy prawnej nakazującej „*stosować przepisy o sprzedaży rzeczy do zamiany praw, ponieważ kodeksowa regulacja umowy zamiany sprowadza się do nakazu odpowiedniego stosowania przepisów o sprzedaży*" [33]. Kwestia ta ma w praktyce marginalne znaczenie, bowiem powszechnie stosowany w Polsce jest termin angielski.

---

[30] Por. I. Tymuła, *Swapy finansowe*, Warszawa 2000, s. 87, gdzie znaleźć można bardziej szczegółowe omówienie klasyfikacji swapów.

[31] Tytułem przykładu por. T. Nieborak, *op.cit.*, *passim*, jednak wskazana argumentacja (*ibidem*, s. 203) nie przesądza, dlaczego – w przekonaniu Autora – właściwsze jest tłumaczenie nazwy *swap* jako umowa wymiany. Więcej argumentów (*vide* wątpliwości związane ze stosowaniem do swapów przepisów o umowie zamiany) za tym stanowiskiem przedstawia K. Semczuk, *Charakter prawny kontraktu swap*, s. 8-9 (publikacja dostępna na WWW pod adresem http://www.e-finanse.com/artykuly/26.pdf), lecz jednocześnie wskazuje, iż doktryna nie kwestionuje zasadności uznania czynności zamiany praw za umowę zamiany.

[32] Zawiera ją § 3 pkt 8 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 12 grudnia 2001 r. w sprawie szczegółowych zasad uznawania, metod wyceny, zakresu ujawniania i sposobu prezentacji instrumentów finansowych (Dz. U. 2001, nr 149, poz. 1674 z późn. zm.), gdzie kontrakt swap jest to „***umowa zamiany*** *przyszłych płatności na warunkach z góry określonych przez strony*". Wspomniany akt prawny definiuje na własne potrzeby również i inne podstawowe typy instrumentów pochodnych, takie jak kontrakty *forward*, *futures* oraz opcje (§ 3, pkty 5-7).

[33] K. Semczuk, *op.cit.*, s. 9.

Umowa opcji analizowana od strony prawnej to umowa nienazwana (w polskim systemie prawa brak jest kompleksowej regulacji), konsensualna (do zawarcia kontraktu konieczne są zgodne oświadczenia woli stron umowy), odpłatna (nabywca opcji jest zobowiązany do zapłaty tzw. premii opcyjnej), wzajemna [34] oraz dwustronnie zobowiązująca (korelatem obowiązków wystawcy opcji jest obowiązek zapłaty premii przez nabywcę). Umowa opcyjna to umowa asymetryczna w zakresie rozłożenia ryzyk między stronami, bowiem obciążają one wyłącznie wystawcę opcji [35]. Eksponując zaś aspekty ekonomiczne – opcja (rozumiana jako jednostronne, kształtujące oświadczenie woli złożone przez uprawnionego [36]) to prawo jej nabywcy umożliwiające zakup (opcja *call* – kupna) albo zbycie (opcja *put* – sprzedaży) określonej ilości instrumentu bazowego, po z góry ustalonym kursie (cena wykonania), w pewnym przedziale czasu (opcja amerykańska) albo w ustalonym terminie (opcja europejska), w zamian za zapłatę wystawcy opcji stosownej premii. Istotne znaczenie dla właściwości opcji mają następujące parametry:

i) instrument bazowy – opcje towarowe i opcje finansowe;
ii) pozycja – krótka [37], *short* (wystawca opcji ma obowiązek sprzedać bądź odkupić dany instrument bazowy) bądź długa, *long* (nabywca opcji ma prawo odkupić bądź sprzedać dany instrument bazowy);
iii) typ: opcja kupna (*call option*) [38] – prawo do nabycia określonego instrumentu bazowego, w ustalonym czasie i warunkach, po wyznaczonej z góry cenie oraz opcja sprzedaży (*put option*) – prawo do zbycia określonego instrumentu bazowego, w określonym czasie i warunkach, po wyznaczonej z góry cenie;
iv) możliwość wykonania opcji – opcje europejskie (wykonanie może nastąpić jedynie w ostatnim dniu przed ich wygaśnięciem) i opcje amerykańskie (można je wykonać w każdym dniu aż do ich wygaśnięcia);

[34] Tak m.in. K. Kaczanowski, G. Wiaderek, *Przenoszenie praw z opcji*, Glosa 1997, nr 3, s. 1, T. Nieborak, *op.cit.*, s. 176-178, M. Romanowski, *Charakter prawny kontraktu opcyjnego*, PPH 1999, nr 5, s. 27 oraz S. Włodyka, *Umowy w obrocie gospodarczym i ich charakterystyka*, [w:] S. Włodyka (red.), *Prawo umów handlowych*, wyd. 2, Warszawa 2006, s. 112. Odmiennie zaś – A. Chłopecki, *Opcje...*, s. 158.

[35] Celowo pomijam w tym miejscu kwestie związane z tzw. strukturami opcyjnymi.

[36] Tak *inter alia* S. Włodyka, *Umowy...*, s. 109 oraz 111.

[37] Zajęcie pozycji krótkiej możliwe jest wyłącznie na rynku pierwotnym, bowiem przy transakcjach na rynku wtórnym (zbycie opcji) dochodzi jedynie do cesji praw.

[38] Wśród opcji kupna wyróżnić można tzw. opcje pokryte (*covered options*) – gdy wystawca opcji posiada instrument bazowy będący przedmiotem umowy i zarazem przyszłego rozliczenia oraz tzw. opcje niepokryte (*naked options*) – gdy wystawca tegoż instrumentu nie posiada.

v) sposób rozliczenia – opcje rzeczywiste (przy wykonaniu opcji ma miejsce fizyczna dostawa instrumentu bazowego po cenie wykonania) i nierzeczywiste, nazywane różniczkowymi, gdzie następuje jedynie wypłata różnicy między ceną rozliczeniową a ceną wykonania;

vi) „pieniężność" (*moneyness*) opcji [39] – opcje „w cenie" (*in-the-money*, ITM – gdy aktualny poziom ceny bazowej pozwala uzyskać profit przy wykonaniu opcji), „po cenie" (*at-the-money*, ATM – cena wykonania odpowiada cenie bazowej) oraz opcje „poniżej ceny" (*out-of-the-money*, OTM – gdy wykonanie opcji przez uprawniony z niej podmiot jest ekonomicznie nieopłacalne).

Na wycenę opcji wpływ ma zarówno wartość wewnętrzna opcji (*intrinsic value*), czyli określenie na ile opcja w danym momencie jest „w cenie" [40] oraz wartość czasowa (*time value*), zależna od okresu pozostałego do jej wygaśnięcia. Przyczyn ogromnej popularności opcji na rynkach finansowych upatrywać można nie tylko w samej strukturze tego instrumentu finansowego [41], lecz przede wszystkim ze względu na ilość różnego rodzaju strategii inwestycyjnych wykorzystujących opcje [42], określanych jako struktury opcyjne lub struktury złożone. Pozwalają one na osiąganie zysków zarówno przy wysokiej, jak i niskiej zmienności cen (*volatility*) instrumentu bazowego, przy spadkach, jak i przy wzrostach indeksów giełdowych, czy nawet w tzw. trendzie bocznym, jednak warunkiem *sine qua non* jest wybór strategii odpowiedniej do sytuacji na danym rynku, co zadaniem prostym bynajmniej nie jest.

[39] Jest to wartość jedynie na dany moment (podlega zmianom w czasie) i nie zależy od zajętej pozycji. Pieniężność opcji to relacja aktualnej ceny bazowej opcji (bieżąca cena instrumentu bazowego opcji) do ceny wykonania (ustalonej przy zawarciu transakcji ceny, po której uprawniony z opcji może wykonać swoje prawo).

[40] Nawet w sytuacji „znacznie poniżej ceny" (*deep out-of-the-money*) wartość ta jest niemniejsza niż zero, gdyż potencjalnie zawsze istnieje możliwość zmiany na korzyść uprawnionego z opcji.

[41] Poza cechami wskazanymi powyżej warto odnotować wbudowaną w opcje dźwignię finansową (możliwość multiplikacji zakładanych zysków, ale nierzadko również i strat) oraz asymetrię ryzyka ponoszonego przez strony umowy opcyjnej, która jest immanentnie związana z każdą opcją. Dla nabywcy opcji poziom potencjalnej maksymalnej straty z transakcji ogranicza się do wysokości zapłaconej premii opcyjnej, nieznany jest jednak ewentualny zysk, zaś dla wystawcy opcji sytuacja jest dokładnie odwrotna – znana jest wysokość premii za wystawienie opcji, lecz nieznana potencjalna strata (pomijam naturalne ograniczenie maksymalnej straty dla wystawionej opcji sprzedaży), gdy sytuacja na rynku finansowym kształtować się będzie odmiennie od przewidywań wystawcy opcji (wariant *plain vanilla* – bez tzw. barier oraz innych klauzul skutkujących ograniczeniem odpowiedzialności).

[42] Tytułem przykładu – G. Cohen w publikacji *The Bible of Options Strategies*, New Jersey 2005 szczegółowo opisuje niemal 60 różnego rodzaju strategii inwestycyjnych opierających się na opcjach.

c) Strukturyzowane instrumenty finansowe

Litertura ekonomiczna nie wypracowała spójnej definicji **strukturyzowanych instrumentów finansowych**, którą można uznać za powszechnie uznawaną [43]. Trudności związane z definiowaniem oraz klasyfikacją [44] są efektem hybrydowego charakteru takich instrumentów. Łączą one bowiem cechy oraz właściwości typowe dla wcześniej opisanych derywatów (opcji, swapów oraz transakcji typu *forward*), z elementami występującymi na ogół jedynie w papierach wartościowych o charakterze dłużnym (np. obligacje) albo udziałowym (przykładowo certyfikaty inwestycyjne), co pozwoliło stworzyć miriady różnych kombinacji, definiujących warunki przepływów pieniężnych (*cash flows*) z wierzytelności bazowych do inwestorów, które przyjęły formę instrumentów finansowych. Wskazać można, jednak z uwagi na charakter opracowania – w sposób wybitnie skrótowy, charakterystyki poszczególnych instrumentów, które można uznać za podstawowe dla danej kategorii strukturyzowanych instrumentów finansowych, co pozwoli na pewne usystematyzowanie tej klasy oraz umożliwi identyfikację wspólnych cech lub właściwości.

Jedną z pierwszych kategorii instrumentów strukturyzowanych, która pojawiła się na rynkach finansowych, były szeroko rozumiane ***Asset-Backed Securities*, ABS** [45], czyli będące

[43] Brak jest nawet powszechnie akceptowanego stanowiska w kwestii o tak fundamentalnym znaczeniu, jak definicja pochodnych instrumentów finansowych i jej zakres przedmiotowy. Zdecydowana większość Autorów traktuje pochodne instrumenty finansowe (derywaty) oraz strukturyzowane instrumenty finansowe jako dwie odrębne kategorie, gdzie *fundamentum divisionis* stanowi kwota inwestowanych w zakup środków finansowych (*vide* wcześniej opisany podział na *funded* oraz *unfunded credit derivatives*) – pełna bądź niemal pełna (przy pewnym ustalonym poziomie dyskonta) w przypadku instrumentów strukturyzowanych i stanowiąca co najwyżej jakiś niski procent nominalnej kwoty transakcji odnośnie do derywatów (tak *inter alia* J.M. Tavakoli, *Collateralized Debt Obligations and Structured Finance: New Developments in Cash and Synthetic Securitization*, Hoboken, New Jersey 2003 oraz szczególnie F.J. Fabozzi, H.A. Davis, M. Choudhry, *op.cit.*, s. 1-22, gdzie Autorzy szczegółowo analizują zarówno prawne, jak i doktrynalne definicje instrumentów strukturyzowanych i ich zakres przedmiotowy oraz cechy, funkcje i właściwości tych instrumentów, zaś w polskiej literaturze przedmiotu takie stanowisko prezentuje m.in. P. Sobolewski, *Instrumenty pochodne na współczesnych rynkach finansowych*, Bank i Kredyt 2009, dodatek Instrumenty finansowe w globalnej gospodarce, s. 5). Odmienny pogląd („struktury" jako pewna grupa wyodrębniona spośród instrumentów pochodnych) prezentują m.in. J.C. Hull, *op.cit.*, *passim*, czy T.J. Andersen, *Global Derivatives: A Strategic Risk Management Perspective*, London 2006.

[44] Stosowany jest podział na wiele kategorii w oparciu o instrument bazowy – m.in. kredyt (pożyczka), waluta, stopa procentowa, wartość indeksu/-ów oraz inny instrument finansowy (najczęściej papiery wartościowe).

[45] Kategoria w tym rozumieniu obejmuje ogół sekurytyzowanych aktywów, wliczając w to również papiery wartościowe zabezpieczone kredytami hipotecznymi (*Mortgage-Backed Securities*, MBS), które co do zasady tworzą odrębną grupę. Początkowo (lata 80. XX wieku) miała miejsce wyłącznie sekurytyzacja kredytów hipotecznych, stąd zwrot ABS *sensu stricto* zaczął być utożsamiany – nie do końca semantycznie poprawnie – z sekurytyzacją aktywów innych niż kredyty hipoteczne. W początkach XXI wieku instrumenty finansowe zabezpieczone kredytami hipotecznymi praktycznie zdominowały rynek sekurytyzowanych aktywów, w 2002 r. mając udział na poziomie ponad 81% (A. Davidson, A. Sanders, L.-L. Wolff, A. Ching, *Securitization: Structuring and Investment Analysis*, Hoboken, New Jersey 2003, s. 5), przy czym załamanie na rynku nieruchomości mieszkalnych w USA z 2007 r. zapoczątkowało zmiany tych proporcji na korzyść innych aktywów. Mając na względzie, iż konstrukcja obu grup instrumentów jest zbliżona (m.in. struktura, przepływ

efektem procesu sekurytyzacji [46] papiery wartościowe zabezpieczone pulą jednolitych rodzajowo, lecz niepłynnych aktywów [47]. Analizując aspekty prawne – są to w pełni opłacone instrumenty finansowe (*vide* opis *funded credit derivatives*) o charakterze dłużnym (struktury *pay-through*) bądź udziałowym (struktury *pass-through*), mające charakter wierzytelności warunkowych (*contingent claims*) i emitowane przez niezależne finansowo oraz organizacyjnie spółki celowe (nazywane *Special Purpose Vehicle*, SPV, *Special Purpose Entity*, SPE, bądź też *Special Purpose Company*, SPC), będące spółkami kapitałowymi o niskim poziomie kapitalizacji, zajmującymi się wyłącznie emisją tego typu instrumentów. Parametrem bazowym i zarazem zabezpieczeniem rzeczowym dla tych instrumentów strukturyzowanych mogą być dowolne aktywa, o ile tylko generują przez okres objęty umową przychody w przewidywalnej wysokości. Najczęściej będą to różnego rodzaju kredyty i pożyczki – od kredytów hipotecznych i samochodowych, przez przychody z wynajmu powierzchni handlowych, należności leasingowe bądź z kart kredytowych, po płatności okresowe. Następnym etapem, po wyborze aktywa mającego stanowić parametr bazowy, jest proces budowania puli wierzytelności – jej właściwości (m.in. rodzaj oprocentowania, warunki i terminy spłat, zdolność kredytowa dłużników, ustanowione zabezpieczenia) będą mieć wpływ na strukturę instrumentu strukturyzowanego – w oparciu o kryterium ryzyka kredytowego. Modyfikację parametrów puli, stosownie do potrzeb przyszłych inwestorów, umożliwiają takie konstrukcje prawne jak podporządkowanie transz (*subordination agreement*) [48] oraz możliwość użycia instrumentów pochodnych, takich jak umowy *forward*, swapy, czy też opcje. Pozwala to emitować na podstawie jednej puli wierzytelności nawet

---

środków pieniężnych od dłużników bazowych do inwestorów, czy wykorzystywane zabezpieczenia spłaty wyemitowanych instrumentów), zasadne jest ich łączne omówienie.

[46] Zwięźle na temat sekurytyzacji – por. A. Świderski, *Kryzys finansowy 2007-2009 jako efekt dysfunkcji legislacyjnych w systemie prawa*, HUK 2009, nr 2, s. 177-181. Bardziej pogłębione analizy tego procesu znaleźć można w licznych zagranicznych (głównie anglojęzycznych) publikacjach, takich jak m.in. A. Davidson, A. Sanders, L.-L. Wolff, A. Ching, *op.cit.*, J. Deacon, *Global Securitisation and CDOs*, Chichester 2004, Ch.A. Stone, A. Zissu, *The Securitization Markets Handbook: Structures and Dynamics of Mortgage- and Asset-backed Securities*, Princeton 2005, J.M. Tavakoli, *Collateralized...* czy J.M. Tavakoli, *Structured...* oraz w następujących polskich monografiach (aspekty ekonomiczne): S. Gudkova, *Sekurytyzacja należności kredytowych banków*, Warszawa 2002, A. Kosiński, *Sekurytyzacja aktywów na świecie i w Polsce*, Warszawa 1997, I. Pyka (red.), *Przesłanki i formy sekurytyzacji aktywów podmiotów gospodarczych*, Katowice 2003 oraz J. Zombirt, *Sekurytyzacja w świetle bankowych regulacji europejskich*, Warszawa 2002, zaś aspekty prawne szerzej analizuje I. A. Raczkowska, *Sekurytyzacja wierzytelności bankowych*, Warszawa 2001.

[47] Rozumiane jako zasoby majątkowe o wiarygodnie określonej wartości, które nie mogą być szybko zamienione na gotówkę.

[48] Polega ono na podziale transz w taki sposób, by transze podporządkowane miały zostać spłacone dopiero po zaspokojeniu nabywców transz nadrzędnych (*senior tranches*), zaś przypadki zaprzestania obsługi spłaty zadłużenia uderzą najpierw w niższe transze. Nagrodą za przejęcie dodatkowego ryzyka kredytowego jest odpowiednio wyższe oprocentowanie transz podporządkowanych w relacji do transz nadrzędnych.

kilkanaście rodzajów strukturyzowanych instrumentów finansowych o diametralnie różnych profilach ryzyka inwestycyjego, mających przełożenie na potencjalną dochodowość tych instrumentów.

Kolejną grupę produktów strukturyzowanych stanowią instrumenty typu **CDO** (***Collateralized Debt Obligation***)[49], czyli tzw. zobowiązania zabezpieczone długiem, przyjmujące najczęściej formę prawną obligacji lub tzw. obligacji strukturyzowanych. Charakter prawny oraz etapy procesu tworzenia instrumentu strukturyzowanego wyglądają analogicznie jak w poprzednim przypadku, zaś główne różnice dotyczą aktywów bazowych oraz większej złożoności instrumentu strukturyzowanego stanowiącego efekt tych prac, co przekłada się na istotny wzrost znaczenia podmiotów zaangażowanych w tworzenie architektury instrumentu (podmiot tworzący pulę i zarządzający aktywami (*servicer*, *asset manager*), gwarant emisji (*underwriter*)[50] oraz szczególnie *trustee*[51], który ma za zadanie chronić interesy inwestorów i nadzorować prawidłowy przepływ płatności oraz informacji). Złożoność struktury jest pochodną różnych aktywów wykorzystywanych do tworzenia tego instrumentu finansowego i będących rzeczowym zabezpieczeniem spłaty, które często znajdują również odzwierciedlenie w jego nazwie. Mogą być to m.in. instrumenty finansowe należące do omówionej w poprzednim akapicie grupy (taki instrument może być różnie określany, m.in. jako ABS CDO, MBS CDO, czy też *structured finance* CDO, SFCDO), obligacje emitowane przez przedsiębiorstwa i podmioty prywatne (CBO, *Collateralized Bond Obligations*), inne instrumenty o charakterze dłużnym lub pożyczki bankowe (CLO, *Collateralized Loan Obligation*), a nawet inne instrumenty typu CDO (struktury piętrowe[52]

[49] Wyjaśnienie akronimu w wersji amerykańskiej – dla wersji angielskiej byłoby to *Collateralised Debt Obligation*.

[50] Najczęściej jest nim bank, który jest aranżerem (*originator*) procesu, tworzącym we współpracy z podmiotem zarządzającym aktywami oraz agencjami ratingowymi strukturę instrumentu typu CDO. Jego obowiązkiem jest również wybór podmiotu zajmującego się obsługą prawną emisji (wspomaga gwaranta emisji przy utworzeniu SPV oraz opracowuje prawną część procesu kreacji instrumentów strukturyzowanych – zapewnia zgodność z obowiązującymi przepisami prawa) i wreszcie prawidłowa wycena instrumentu oraz jego sprzedaż na rynku finansowym (*underwriting sensu stricto*). Przychody z tej działalności do niskich nie należą (wynagrodzenie jest wypłacane z przychodów osiąganych przy emisji), co tłumaczy dużą aktywność banków w tej roli.

[51] Tłumaczenie „powiernik" nie jest właściwe, gdyż w przypadku emisji instrumentów finansowych termin ten ma zupełnie inne znaczenie niż w polskim języku prawniczym. Podstawową różnicą z instytucją powiernictwa jest odpowiedzialność za powierzone mienie (*trustee* odpowiada jedynie za rażące niedbalstwo oraz winę umyślną, lecz nie ponosi odpowiedzialności za błędną ocenę sytuacji, chyba że mieści się ona w którejś z powyższych kategorii – *vide* C.A. Hill, *Securitization: A Low-Cost Sweetener for Lemons*, Washington University Law Quarterly, vol. 74, no. 4, 1996, s. 1098–1099).

[52] Każde kolejne „przepakowanie" instrumentu multiplikuje poziom ryzyka kredytowego w postępie geometrycznym, utrudniając jego prawidłowe oszacowanie – uwzględniając liczne wcześniejsze modyfikacje na niższych poziomach oraz złożoność struktur typu CDO, identyfikacja oraz kwantyfikacja wszystkich parametrów ryzyka w sposób pewny może nie być możliwa już w przypadku instrumentów typu CDO^3.

typu CDO^2 bądź CDO^3) lub derywaty kredytowe (*Collateralized Synthetic Obligation*, CSO), gdy z różnych względów konieczna bądź pożądana jest restrukturyzacja przepływów pieniężnych. Paradoksalnie to właśnie łatwość zmiany parametrów ryzyka w powiązaniu z możliwością multiplikacji potencjalnych zysków dzięki derywatom wbudowanym w ten rodzaj instrumentu stały się, w powiązaniu ze złożonością oraz „piętrowością" tych instrumentów, jednymi z przyczyn utraty do nich zaufania przez inwestorów.

O ile w przypadku produktów strukturyzowanych typu CDO wykorzystanie derywatów przy jego tworzeniu było tylko jedną z wielu możliwości, to w przypadku ***Credit-Linked Note,* CLN** swap kredytowy (w analizowanym przykładzie – *Credit Default Swap*, CDS) jest immanentnie wpisany w architekturę podstawowej wersji tego instrumentu o hybrydowym charakterze. Od strony prawnej jest to w pełni opłacony dłużny instrument finansowy, mający charakter wierzytelności warunkowej (określone w umowie zdarzenia kredytowe mają wpływ na kwoty wypłacane nabywcom tego instrumentu). Parametrami referencyjnymi są określone cechy oraz właściwości związane z terminowym spłacaniem kredytów, stanowiących zabezpieczenie wyemitowanych instrumentów. Podmiot udzielający pożyczek bądź kredytów równocześnie emituje instrumenty typu CLN (wartość emisji powinna odpowiadać nominalnie kwocie udzielonych pożyczek bądź kredytów), dla których kwota okresowych płatności jest zależna od wysokości oprocentowania wierzytelności referencyjnych (premia co do zasady powinna być wprost proporcjonalna do skali ponoszonego ryzyka). Pozyskane od inwestorów środki finansowe są przeznaczane na zakup instrumentów finansowych o niskim ryzyku braku spłat (np. obligacje skarbowe państw stabilnych politycznie oraz gospodarczo), a uzyskiwane w ten sposób zyski dodatkowo zabezpieczają wypłacane inwestorom odsetki. Gdy dłużnicy bazowi terminowo i w pełnej wysokości spłacają swoje zobowiązania, inwestorzy otrzymują określone umową płatności w pełnej wysokości do momentu zapadalności instrumentu typu CLN (przejęcie ekspozycji na ryzyko kredytowe przez inwestorów/nabywców CLN), kiedy to spłacana jest kwota nabycia tego instrumentu. Jeżeli jednak wystąpią okoliczności wskazane w umowie jako zdarzenie kredytowe (np. wysokość spłat pożyczek referencyjnych jest poniżej progu ustalonego w umowie tworzącej instrument typu CLN), wówczas CLN jest umarzany, zaś nabywcy odzyskują jedynie pewną, ustaloną w umowie część wpłaconej kwoty (*recovery rate*).

Ostatnia z analizowanych grup instrumentów finansowych to ***Insurance-Linked Securities,* ILS**, czyli różnego rodzaju strukturyzowane produkty ubezpieczeniowe, służące cesji precyzyjnie określonych rodzajów ryzyka związanych z sektorem ubezpieczeń i reasekuracji. Instrumenty te podzielić można – *fundamentum divisionis* stanowi rodzaj

ponoszonego ryzyka – na dwie grupy, gdzie pierwszą tworzą instrumenty strukturyzowane z parametrem referencyjnym bazującym na ryzykach o charakterze katastroficznym (m.in. huragany, trzęsienia ziemi, trąby powietrzne, zabezpieczenie przed wieloma rodzajami ryzyka), a drugą – instrumenty oparte o inne ryzyka, takie jak pogodowe (parametrem referencyjnym może być przykładowo ilość lub częstotliwość opadów, zmiany lub wysokość temperatur powietrza, bądź inne ustalone w umowie kryteria), obniżenia wartości rezydualnej (*residual value*) [53], ryzyko ubezpieczenia braku spłat należności z kart kredytowych lub kredytów i pożyczek, czy wreszcie ryzyko związane z umowami ubezpieczenia na życie i zdrowie. Emisja przyjmuje często formę obligacji, bądź obligacji strukturyzowanych, a konstrukcja instrumentu przypomina CLN, tyle że w przypadku wystąpienia zdarzenia kredytowego strukturyzowany instrument pochodny ma właściwości przysługującej emitentowi opcji *in-the-money*, a nie swapu kredytowego [54]. Z uwagi na charakter prawny umów ubezpieczenia i reasekuracji oraz możliwe utrudnienia z tego wynikające (szczegółowy nadzór nad instytucjami prowadzącymi działalność ubezpieczeniową lub reasekuracyjną oraz ograniczenia związane z jej zakresem przedmiotowym i zasadami przenoszenia ryzyka związanego z ubezpieczeniami na inne podmioty), planowana struktura procesu sekurytyzacji winna te odrębności uwzględniać, a nadto być zgodna z obowiązującymi przepisami prawa. Zwiększone koszty przeprowadzenia procesu są jednak rekompensowane przez wartość rynku ubezpieczeniowego, szacowaną na koniec roku 2008 na ok. 37 mld USD [55].

Naturalną konsekwencją wskazanej w poprzednich akapitach złożoności produktów strukturyzowanych, aż do załamania rynku w 2008 r., była sytuacja, gdy praktycznie wyłącznie od podmiotu tworzącego strukturę oraz ramy prawne dla nowego instrumentu finansowego zależało, jakie będą jego cechy oraz właściwości (szczególnie w odniesieniu do CDO). Struktury opcyjne w instrumentach strukturyzowanych pozwalają bowiem tworzyć przed potencjalnymi inwestorami wizje wysokich przyszłych zysków, nie eksponując nadmiernie informacji o warunkach, jakie winny zostać spełnione do ich osiągnięcia, ani tym bardziej skali ryzyka związanego z inwestycją. Stan wynikły z obowiązywania regulacji nie

[53] Jest to wartość przedmiotu na moment jego sprzedaży (w przypadku umowy leasingu jest to wartość przedmiotu objętego umową po zakończeniu okresu amortyzacji, która pozwala na jego nabycie). Instrument tego rodzaju zabezpiecza leasingodawcę przed stratami, które mają miejsce, gdy wartość rezydualna jest niższa od wartości przewidywanej na moment zawarcia umowy leasingu, przykładowo w odniesieniu do leasingu samolotów lub licznych flot samochodów.

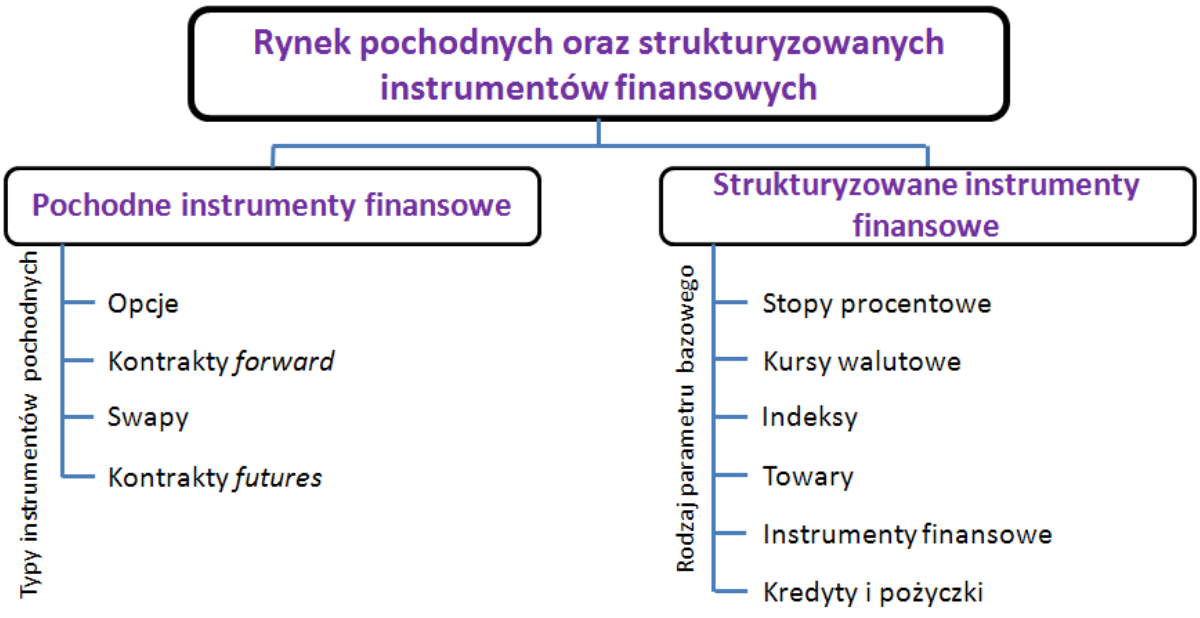
[54] E. Banks, *Synthetic and Structured Assets: A Practical Guide to Investment and Risk*, Chichester 2006, s. 144-146.

[55] P. Barrieu, L. Albertini, *Introduction*, [w:] P. Barrieu, L. Albertini (red.), *The Handbook of Insurance-Linked Securities*, Chichester 2009, s. 1.

przystających do poziomu rozwoju rynku derywatów oraz instrumentów strukturyzowanych nie sprzyja ani przejrzystości tych rynków (trudności w porównywaniu instrumentów oraz prawidłowej ocenie poziomu ryzyka inwestycyjnego), ani tym bardziej ochronie interesów inwestorów. Kryzys finansowy stał się impulsem do przyspieszenia oraz intensyfikacji prac nad zmianą regulacji dotyczących rynku finansowego i podmiotów na nim funkcjonujących, a jednym z priorytetów stała się poprawa transparentności w odniesieniu do strukturyzowanych instrumentów finansowych oraz funkcjonowania rynku *over-the-counter*.

W świetle ostatnich doświadczeń należy się jednak zastanowić, czy mająca *de lege lata* miejsce rezygnacja z precyzyjnego zdefiniowania w aktach prawnych regulujących obrót instrumentami finansowymi nawet podstawowych typów instrumentów pochodnych i traktowanie ich jako pojęć o ustalonej konotacji są uzasadnione, skoro w literaturze ekonomicznej brak jest pełnej zgodności nie tylko co do klasyfikacji instrumentów finansowych, lecz również odnośnie do definicji oraz znaczenia poszczególnych terminów. Aprioryczne rozumienie przez ustawodawcę pojęć z zakresu finansów implikuje istotne ryzyko prawne – zakres znaczeniowy definicji w literaturze ekonomicznej jest wybitnie nieostry, co dodatkowo zwiększa wątpliwości interpretacyjne związane z przyporządkowaniem instrumentu finansowego do określonej kategorii, a pośrednio wpływa również na zakres praw i obowiązków dla podmiotów uprawnionych bądź zobowiązanych z tego instrumentu.

Schemat 3. Podziały pochodnych i strukturyzowanych instrumentów finansowych



Źródło: opracowanie własne

Derywaty i „struktury" w obowiązujących przepisach prawa, ze wskazaniem zakresu proponowanych zmian

Internacjonalizacja przepływu kapitału pomiędzy krajowymi lub regionalnymi rynkami papierów wartościowych oraz obrotu instrumentami finansowymi, zarówno giełdowymi jak i na rynku *over-the-counter sensu largo* [56], nie wystąpiła w podobnym stopniu w przypadku przepisów prawa regulujących te obszary działalności, pomimo obserwowanych w skali globalnej tendencji do ujednolicania norm prawnych w obszarze rynku kapitałowego. Nawet w krajach Unii Europejskiej, gdzie ambitnym założeniem była pełna integracja rynków finansowych państw członkowskich [57], proces ten napotyka na liczne trudności lub ograniczenia. Problemy wynikają z różnic w systemach prawa i sposobie regulacji poszczególnych zagadnień, fragmentaryzacji rynku finansowego oraz nadzoru nad funkcjonowaniem rynków krajowych na szczeblu wspólnotowym. Znaczenie ma także długotrwała oraz sformalizowana procedura stanowienia prawa unijnego, co utrudnia sprawne i szybkie reagowanie na zmiany mające miejsce na rynku finansowym.

W prawie Unii Europejskiej dotyczącym rynku finansowego, podobnie jak i w prawie polskim, dominuje tzw. podejście sektorowe (trzy główne obszary to bankowość, ubezpieczenia oraz papiery wartościowe), niekiedy dodatkowo uzupełniane regulacjami przekrojowymi (typu dyrektywa 2002/65/WE, dotycząca sprzedaży konsumentom usług finansowych na odległość [58]), tworząc skomplikowaną „mozaikę regulacyjną" (*regulatory patchwork*). Poza segmentacją rynków z uwagi na sektor, stosowane są również podziały z uwagi na podmioty podlegające regulacji (w przypadku obszaru „papiery wartościowe" wyróżnić można m.in. instytucje finansowe, fundusze inwestycyjne UCITS, fundusze inwestycyjne *non*-UCITS, ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe), czy stopień regulacji danego fragmentu rynku finansowego (np. rynek giełdowy, pozagiełdowy, alternatywny system obrotu, czy też obszary nieregulowane przepisami na poziomie Unii Europejskiej, jak ma to miejsce w przypadku tzw. strukturyzowanych depozytów terminowych). Tę „mozaikę wspólnotową" dodatkowo rozbudowują regulacje krajowe państw członkowskich (w przypadku Polski będą to ustawy regulujące rynek finansowy i jego poszczególne sektory

[56] Por. uwagi odnośnie do zakresu przedmiotowego zwrotu, poczynione w przypisie 11.

[57] Por. treść *Communication from the Commission Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan*, COM (1999) 232 final, 11.05.1999.

[58] *Dyrektywa 2002/65/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 23 września 2002 r. dotycząca sprzedaży konsumentom usług finansowych na odległość oraz zmieniająca dyrektywę Rady 90/619/EWG oraz dyrektywy 97/7/WE i 98/27/WE* (Dz.U. L 271 z 9.10.2002, str. 16) ze zmianami.

wraz z licznymi rozporządzeniami wykonawczymi) oraz dodatkowo odpowiednie przepisy prawa giełdowego (statuty, regulaminy, uchwały, itp.) w przypadku rynku regulowanego.

Trudno jednak nie dostrzec, iż występujące w latach 2007-2008 turbulencje na globalnym rynku finansowym miały swoje źródła w Stanach Zjednoczonych – skutkiem jest konieczność uwzględnienia w podstawowym zakresie również i amerykańskiej legislacji [59]. Skrótowe wskazanie wybranych zagadnień, w większości dotyczących jedynie aspektów definicyjnych, koncentrować się będzie na trzech kolejno omawianych obszarach rynku pochodnych oraz strukturyzowanych instrumentów finansowych, mianowicie na (i) rynku regulowanym (rynki giełdowe), (ii) rynku różnie nazywanych produktów inwestycyjnych, sprzedawanych bądź oferowanych klientom „detalicznym" oraz (iii) rynku OTC *sensu largo*. Przedmiotem rozważań będą regulacje obowiązujące w Stanach Zjednoczonych oraz Unii Europejskiej, niekiedy poszerzone o projekty zmian w przepisach i uzupełnione polskimi regulacjami, wraz ze wskazaniem ewentualnych odrębności, jeżeli takowe będą mieć miejsce. Pozwoli to zapewnić przejrzystość oraz umożliwi całościowe i spójne przedstawienie poszczególnych zagadnień w różnych systemach prawa.

a) Rynki regulowane

W Stanach Zjednoczonych obrót instrumentami finansowymi (w myśl amerykańskich przepisów, *de iure* są one klasyfikowane jako papiery wartościowe) regulują zarówno przepisy federalne (akty prawne o zasięgu krajowym), stanowe, jak i przepisy wydawane przez organy sprawujące nadzór nad danym rynkiem (typu *Securities and Exchange Commission*, SEC lub *Commodity Futures Trading Commission*, CFTC) oraz przepisy normujące działalność na danym rynku (mogą to być statuty, regulaminy, zasady dokonywania transakcji, itp.). Kluczowe znaczenie ma **definicja papierów wartościowych**, która w ustawach *Securities Act of 1933* (sec. 2(a)(1) tej regulacji) oraz *Securities Exchange Act of 1934* (sec. 3(a)(10) ustawy) różni się jedynie nieznacznie [60], jeżeli pominąć fragment

[59] Wskazane w dalszej części przepisy nie są enumeratywnym wyliczeniem aktów prawnych lub przepisów regulujących dany zwrot lub termin, a jedynie mają na celu przybliżenie sposobu definiowania oraz zakresu przedmiotowego poszczególnych definicji związanych z pochodnymi lub strukturyzowanymi instrumentami finansowymi.

[60] Section 2(a)(1) of the *Securities Act of 1933* (15 U.S.C. 77b (a)(1)) – „*The term ''security'' means any note, stock, treasury stock, security future, bond, debenture,* ***evidence of indebtedness,*** *certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization, certificate, or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security,* ***fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights****, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or****,*** *in general, any interest or instrument commonly known as a ''security''****,*** *or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for,* ***guarantee of****, or*

końcowej części definicji w drugim ze wskazanych aktów prawnych. W obu wyżej wskazanych aktach prawnych również niemal identycznie (dwie nieistotne różnice o charakterze technicznym w treści przepisów) „zdefiniowano" (głównie poprzez odesłanie do treści ustawy *Gramm-Leach-Bliley Act* z 1999 r., *vide* odpowiednio sec. 2A jednej oraz sec. 3A drugiej regulacji, zatytułowane „*Swap Agreements*") umowy swapu, zaś krótkie definicje opcji oraz kontraktu typu *futures* znaleźć można w *the Commodity Exchange Act* (są to przepisy §1a (26) „*Option*" oraz §1a (31) „*Security future*" tej regulacji). Sposób definiowania (długa, lecz nie enumeratywna „wyliczanka" przykładów dla definicji papieru wartościowego oraz krótki ogólny opis dla pozostałych określeń), jak i precyzja ustalenia zakresu przedmiotowego definicji nie odbiega tym samym znacząco od aktualnie stosowanych polskich i europejskich rozwiązań w tym względzie.

W Europie najważniejsze akty prawne regulujące pochodne oraz strukturyzowane instrumenty finansowe rynku regulowanego i obrót nimi to pakiet MiFID [61], pakiet aktów prawnych w przedmiocie prospektu emisyjnego [62], pośrednio również regulacje dotyczące

---

warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing". Section 3(a)(10) of the *Securities Exchange Act of 1934* (15 U.S.C. 78c (a)(10)) – „*The term ''security'' means any note, stock, treasury stock, security future, bond, debenture, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement* ***or in any oil, gas, or other mineral royalty or lease, any*** *collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or in general, any instrument commonly known as a ''security''****;*** *or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing;* ***but shall not include currency or any note, draft, bill of exchange, or banker's acceptance which has a maturity at the time of issuance of not exceeding nine months, exclusive of days of grace, or any renewal thereof the maturity of which is likewise limited***".

W obu definicjach pominięto długą listę wyłączeń spod obowiązywania wskazanych regulacji (sec. 3 *Exempted Securities* dla pierwszej ustawy oraz odpowiednio – sec. 3(a)(12) i sec. 3(a)(29) dla drugiej). Stan prawny obu regulacji uwzględnia nowelizację P.L. 111-72, zatwierdzoną 13.10.2009 r. Zaznaczenie różnic w obu regulacjach – A.Ś.

[61] Zwrot obejmuje następujące regulacje: ***dyrektywa 2004/39/WE*** *Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG* (Dz.U. L 145 z 30.4.2004, s. 1) wraz ze zmianami, ***dyrektywa*** *Komisji* ***2006/73/WE*** *z dnia 10 sierpnia 2006 r. wprowadzająca środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez przedsiębiorstwa inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy* (Dz.U. L 241 z 2.9.2006, s. 26) oraz ***rozporządzenie*** *Komisji* ***(WE) nr 1287/2006*** *z dnia 10 sierpnia 2006 r. wprowadzające środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do zobowiązań przedsiębiorstw inwestycyjnych w zakresie prowadzenia rejestrów, sprawozdań z transakcji, przejrzystości rynkowej, dopuszczania instrumentów finansowych do obrotu oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy* (Dz.U. L 241 z 2.9.2006, s. 1).

[62] W skład pakietu wchodzą następujące akty prawne: ***dyrektywa 2003/71/WE*** *Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniające dyrektywę 2001/34/WE* (Dz.U. L 345 z 31.12.2003, s. 64), ***rozporządzenie*** *Komisji* ***(WE) nr 809/2004*** *z dnia 29 kwietnia 2004 r. wykonujące dyrektywę*

przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) [63]. Stosowana terminologia nie jest jednolita – dominują definicje legalne, często tworzone jedynie na użytek jednego aktu normatywnego, co powoduje, iż te same pojęcia lub zwroty mogą mieć wyraźnie różniące się znaczenia w innych aktach prawnych. Podstawowe znaczenie ma – wątpliwej jakości legislacyjnej – **definicja instrumentów finansowych**, którą zawiera załącznik I sekcja C do dyrektywy 2004/39/WE. Jest to przykładowe wyliczenie kategorii instrumentów (m.in. instrumenty rynku pieniężnego, czy kredytowe instrumenty pochodne), ich typów (*inter alia* swapy, opcje), towarów, instrumentów lub wskaźników mogących stanowić parametr bazowy (papiery wartościowe, stopy procentowe, indeksy, itd.), możliwych sposobów rozliczania transakcji (na przykładzie towarowych instrumentów pochodnych) czy wreszcie konkretnych instrumentów finansowych (*Forward Rate Agreement*, FRA, także *Contract for Difference*, CFD), przy czym kryteria wyróżnienia nie są w tym wyszczególnieniu konsekwentnie stosowane [64]. W przypadku wskazanych w kilku miejscach w treści regulacji typów instrumentów pochodnych, zastanawia utożsamianie transakcji typu *forward* (określanych w polskiej wersji jako „umowy terminowe") z instrumentem finansowym typu FRA, co może być o tyle mylące, iż w polskich ustawach, rozporządzeniach oraz przepisach giełdowych termin „kontrakty terminowe" jest konsekwentnie używany na określenie transakcji *futures* (transakcje *forward* występują jako „umowy *forward*"). Pominięcia nie można jednak tłumaczyć pozagiełdowym charakterem transakcji *forward* i zamierzeniem pozostawienia ich poza zakresem regulacji, gdyż pojawiający się wielokrotnie w tych wyliczeniach zwrot „*inne kontrakty na instrumenty pochodne odnoszące się do (...)*" jednoznacznie taką ewentualność wyklucza. Poszczególne instrumenty finansowe lub ich typy nie są jednak definiowane na poziomie Unii Europejskiej – kwestie materialno-prawne związane z funkcjonowaniem rynków finansowych na obszarze

---

2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie informacji zawartych w prospektach emisyjnych oraz formy, włączenia przez odniesienie i publikacji takich prospektów emisyjnych oraz rozpowszechniania reklam (Dz.U. L 149 z 30.4.2004, s. 1) ze zmianami oraz ***rozporządzenie*** *Komisji* ***(WE) nr 1569/2007*** *z dnia 21 grudnia 2007 r. ustanawiające zgodnie z dyrektywami 2003/71/WE i 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady mechanizm ustalenia równoważności standardów rachunkowości stosowanych przez emitentów papierów wartościowych z krajów trzecich* (Dz.U. L 340 z 22.12.2007, s. 66) i ***dyrektywa 2004/109/WE*** *Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE* (Dz.U. L 390 z 31.12.2004, s. 38).

[63] Obejmują one wielokrotnie nowelizowaną ***dyrektywę*** *Rady z dnia 20 grudnia 1985 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS)* ***(85/611/EWG)*** (Dz.U. L 375 z 31.12.1985, s. 3) ze zmianami.

[64] Obrazowo można stwierdzić, iż całość przypomina nie tyle starannie ułożoną mozaikę, co rozrzucone puzzle.

Wspólnoty (w tym przepisy o charakterze technicznym oraz część definicyjną) pozostawiono w gestii państw członkowskich, co powyższych problemów bynajmniej nie rozwiązuje.

Zarysowany wyżej problem niejednolitej terminologii oraz braku precyzji przy określaniu zakresu przedmiotowego w wielu definicjach o fundamentalnym znaczeniu dla prawa rynku kapitałowego jest nawet bardziej widoczny w przypadku polskich regulacji [65]. Przykładem tego stanu, mogącym wywoływać istotne problemy praktyczne oraz mieć doniosłe konsekwencje dla podmiotów zawierających transakcje i uczestniczących w obrocie na rynku kapitałowym, jest treść art. 3 pkt 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Artykuł ten zawiera otwartą definicję papierów wartościowych [66], co może utrudnić ustalenie, czy analizowany produkt finansowy jest papierem wartościowych, czy jedynie instrumentem finansowym. Możliwa jest także sytuacja, gdy stworzony w oparciu o prawo innego państwa pochodny instrument finansowy, tam będący papierem wartościowym, zachowa ten status również i w Polsce, chociaż taki sam instrument (czyli mający te same cechy i właściwości) zbudowany na podstawie polskich przepisów prawa, będzie mógł zostać zaklasyfikowany jedynie jako instrument finansowy. Skutkiem jest brak możliwości przeprowadzenia oferty publicznej [67] dla takiego instrumentu, będący przykładem zjawiska odwrotnej dyskryminacji, która jednak nie jest zakazana przez prawo wspólnotowe. Definicję instrumentu finansowego (art. 2 ust. 1 ustawy o obrocie instr.fin.) również nie sposób uznać za poprawną legislacyjnie, jednak większość istniejących wad jest pochodną niedopracowanego wyliczenia z wcześniej analizowanego załącznika do dyrektywy 2004/39/WE, zaś niektóre uchybienia z polskiej wersji tego dokumentu zostały nawet skorygowane [68]. Innym wartym podkreślenia przykładem starań polskiego ustawodawcy, popartych działaniami w kierunku pewnego

---

[65] A. Chłopecki, *Instrumenty...*, s. 4-5, jako jaskrawy przykład tego stanu wskazuje definicję instrumentów finansowych w kilku polskich ustawach, dochodząc do trafnej konkluzji, iż w polskim systemie prawa brak jest pełnej i sensownej definicji instrumentu finansowego, zwracając również uwagę na dalsze negatywne konsekwencje takiej sytuacji.

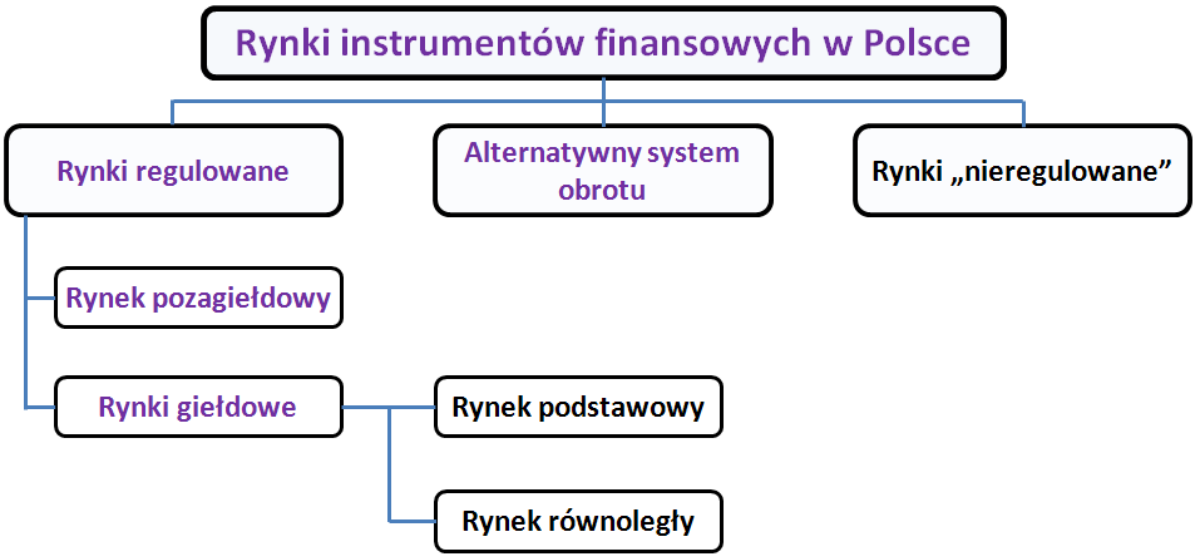
[66] Por. treść punktu a *in fine* („*inne zbywalne papiery wartościowe, w tym inkorporujące prawa majątkowe odpowiadające prawom wynikającym z akcji lub z zaciągnięcia długu, wyemitowane na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego*") oraz punktu b („*inne zbywalne prawa majątkowe, które powstają w wyniku emisji, inkorporujące uprawnienie do nabycia lub objęcia papierów wartościowych określonych w lit. a, lub wykonywane poprzez dokonanie rozliczenia pieniężnego (prawa pochodne)*").

[67] Pojęcie „emisji" w polskich ustawach regulujących rynek kapitałowy jest zarezerwowane wyłącznie do papierów wartościowych – por. art. 3 pkt 11 oraz art. 3 pkt 12 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi w powiązaniu z art. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. 2005, nr 184, poz. 1539 z późn. zm.; tekst jednolity Dz.U. 2009, nr 185, poz. 1439).

[68] Por. treść art. 2 ust. 1 lit. d oraz e ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, dotyczących towarowych instrumentów pochodnych (ale różne są sposoby rozliczenia) z brzmieniem punktu 5 i 6 sekcji C załącznika I do przedmiotowej dyrektywy, gdzie to rozróżnienie nie jest *prima facie* dostrzegalne.

uporządkowania klasyfikacji instrumentów finansowych w polskim prawie oraz terminologii, może być brzmienie art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. f ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Fragment dotyczy instrumentów finansowych niedopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym ani w alternatywnym systemie obrotu i stanowi jedyny przykład, gdzie – z oczywistych względów – pominięto transakcje typu *futures* (mimo, iż występują one w sekcji C załącznika I [69]) oraz użyto zwrotu „umowy *forward*" w miejsce permanentnie stosowanego w treści art. 2 ust. 1 ustawy jednego z jej rodzajów, czyli kontraktu *Forward Rate Agreement,* FRA. W polskich aktach prawnych rangi ustawowej brak jest uszczegółowienia czterech głównych typów instrumentów pochodnych, lecz definicje legalne znaleźć można w aktach prawnych niższej rangi [70], co jednak ogranicza zakres ich stosowania. *De lege ferenda* należałoby albo zrezygnować z prób polskiego tłumaczenia podstawowych typów instrumentów finansowych, pozostawiając w definicjach legalnych terminy angielskie (*vide* wskazane *supra* rozporządzenie), które są powszechnie używane zamiast różnych polskich tłumaczeń, bądź też – co wydaje się być lepszym rozwiązaniem – starać się w tłumaczeniach europejskich aktów prawnych oraz w polskich regulacjach ujednolicić terminologię, pozostawiając w celach informacyjnych określenia angielskie.

Schemat 4. Rynki instrumentów finansowych w Polsce



Źródło: opracowanie własne

[69] *Vide* punkt 7 *in principio*.

[70] Por. § 3 pkty 5-8 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 12 grudnia 2001 r. w sprawie szczegółowych zasad uznawania, metod wyceny, zakresu ujawniania i sposobu prezentacji instrumentów finansowych (Dz.U. 2001, nr 149, poz. 1647 z późn. zm.) oraz brzmienie § 58 „Kontrakty terminowe" i § 59 „Opcje" Regulaminu Giełdy Papierów Wartościowych (stan prawny na 19.05.2010).

b) Produkty inwestycyjne oferowane podmiotom prywatnym

Umiejscowienie tej grupy instrumentów strukturyzowych pomiędzy instrumentami finansowymi rynku regulowanego, a derywatami znanymi z rynków OTC nie jest przypadkowe. Segment ten stanowi bowiem element łączący oba *sui generis* systemy obrotu, gdyż umożliwia wejście na rynek kontraktów indywidualnie negocjowanych pomiędzy bankami, funduszami typu *hedge* i *private equity* oraz pozostałymi instytucjami finansowymi i funduszami inwestycyjnymi, osobom fizycznym i prawnym, które nie są kwalifikowane podmiotowo do zawierania na nim takich transakcji [71]. Specyfika funkcjonowania rynku *over-the-counter* w segmencie derywatów używanych do przenoszenia określonych rodzajów ryzyka, opiera się na prostym założeniu: strata jednej strony umowy, związana z wystąpieniem określonego w tej umowie zdarzenia kredytowego, stanowi zysk drugiej. Przeniesienie tej zasady na rynki regulowane (poprzez umożliwienie zawierania transakcji, których przedmiotem jest nabywanie instrumentów strukturyzowanych typu CDO, CLN lub innych o podobnej charakterystyce) [72] nakazuje postawić pytania o:

i) zakres informacji przekazywanych potencjalnym inwestorom (głównie w przedmiocie estymacji poziomu ryzyka i jego parametrów) i sposób ich przekazywania,
ii) adresatów emisji i minimalny poziom ich wiedzy (każdy inwestor, czy tylko osoby w jakiś sposób podmiotowo kwalifikowane), pozwalający na zrozumienie ryzyka i szacunkową ocenę jego poziomu związanego z inwestycją w dany produkt strukturyzowany, jak również
iii) rolę podmiotu wprowadzającego dany instrument strukturyzowany na rynek (najczęściej jest to bank, który występuje jako *underwriter sensu largo*) w procesie jego tworzenia oraz udzielenie pełnej i wyczerpującej informacji, czy jest on stroną umów dotyczących cesji referencyjnych ryzyk, a jeżeli tak – jaką zajmuje w nich pozycję i z kim były one zawierane.

Ułatwi to ocenę, w jakim stopniu nabywca danego instrumentu strukturyzowanego jest bądź powinien być świadomy związanego z nim ryzyka inwestycyjnego oraz weryfikację, czy

[71] Główne przyczyny to niedostatek wiedzy o zasadach zawierania transakcji lub funkcjonowania pewnych obszarów rynku OTC (typu część, gdzie ma miejsce obrót akcjami i udziałami prywatnych spółek kapitałowych, nie notowanych na rynku regulowanym, bądź też rynek indywidualnie negocjowanych dwustronnych umów cywilno-prawnych służących cesji precyzyjnie określonych w tych kontraktach rodzajów ryzyka) oraz zbyt niski poziom funduszy.

[72] Wskazać można cztery główne grupy produktów strukturyzowanych, znajdujących się w obrocie na rynkach regulowanych, gdzie pierwsza zapewnia pełną ochronę zainwestowanego kapitału, druga zapewnia ograniczoną ochronę na ustalonym *ex ante* poziomie (np. maksymalna strata ogranicza się do 70% zainwestowanego kapitału), trzecia nie zapewnia jej wcale, ale maksymalna strata ogranicza się do ceny nabycia instrumentu strukturyzowanego, zaś ostatnia grupa to instrumenty o teoretycznie nieograniczonym ryzyku inwestycyjnym.

oferowany inwestorom indywidualnym produkt finansowy nie stanowi ukrytej pod inną formą prawną „gry o sumie zerowej" emitenta z zachęcanymi do jego nabycia potencjalnymi inwestorami, przeniesionej na rynki regulowane z rynku *over-the-counter*.

Stany Zjednoczone są najbardziej rozwiniętym rynkiem kapitałowym w skali globalnej, szczególnie jeśli chodzi o tworzenie innowacji finansowych [73]. Przepisy normujące obrót instrumentami pochodnymi oraz produktami strukturyzowanymi trudno jednak uznać za spełniające nawet przeciętne kryteria w przedmiocie bezpieczeństwa osób i podmiotów inwestujących w tego rodzaju produkty finansowe. Strukturyzowane instrumenty finansowe, określane również jako instrumenty hybrydowe (*hybrid instruments*) bądź hybrydy (*hybrids*), są co prawda regulowane m.in. przez *Commodities Exchange Act* (17 C.F.R. PART 34) oraz *Securities Exchange Act of 1934* (sec. 15), jednak na mocy *The Commodity Futures Modernization Act of 2000* instrumenty pochodne rynku *over-the-counter* zostały w większości wyłączone spod zakresu przedmiotowego tych regulacji, podobnie jak i w pełni opłacone (*funded*) instrumenty strukturyzowane [74]. Warto odnotować, iż rynek instrumentów strukturyzowanych w Stanach stanowił przez ostatnie 10 lat *sui genereis terra nullius* pomiędzy *Securities and Exchange Commission*, SEC a *Commodity Futures Trading Commission*, CFTC, gdyż jakkolwiek w końcu lat 90. XX wieku oba podmioty dążyły do objęcia tego obszaru rynku finansowego swoim nadzorem, to w efekcie sporów ambicjonalnych i wzajemnego ograniczania kompetencji, powstały istotne trudności dla ustalenia zakresu przedmiotowego nadzoru i wykonywania działań kontrolnych przez te instytucje w sposób efektywny [75]. W praktyce interes inwestorów nabywających hybrydowe instrumenty finansowe z pewnością nie był celem nadrzędnym – potwierdzają to ujawniane przy okazji przesłuchań przed komisjami Kongresu oraz postępowań sądowych informacje o zachowaniu oraz działaniach podejmowanych przez przedstawicieli banków, podmiotów

[73] *Vide inter alia* P. Tufano, *Financial Innovation*, [w:] G.M. Constantinides, M. Harris, R.M. Stulz (red.), *Handbook of the Economics of Finance*, vol. 1A *Corporate Finance*, Amsterdam 2003, s. 309-335 oraz wskazana tam (s. 331) literatura.

[74] Por. D. Kloner, *The Commodity Futures Modernization Act of 2000*, *passim*, publikacja dostępna pod adresem http://www.stroock.com/SiteFiles/Pub134.pdf oraz D.P. Cunningham, K.J. Page, *Memorandum for ISDA Members: Commodity Futures Modernization Act of 2000*, January 5, 2001, *passim*, publikacja dostępna pod adresem http://www.isda.org/speeches/pdf/Analysis_of_Commodity-Exchange-Act-Legislation.pdf.

[75] *Vide* treść *Testimony of Richard R. Lindsey, Director, Division of Market Regulation (SEC) Before the House Committee on Banking and Financial Services, Concerning Regulation of the Over-the-Counter Derivatives Market and Hybrid Instruments*, July 24, 1998, pełny tekst wystąpienia dostępny na WWW pod adresem: http://www.sec.gov/news/testimony/testarchive/1998/tsty0898.htm.

tworzących pule wierzytelności oraz agencji ratingowych, które *expressis verbis* ukazują, jak w praktyce wyglądał proces tworzenia instrumentów strukturyzowanych [76].

W krajach Unii Europejskiej zakres przekazywanych potencjalnemu inwestorowi informacji oraz dopuszczalne formy dystrybucji strukturyzowanych instrumentów finansowych podlegają przepisom pakietu MiFID oraz dyrektywy prospektowej (dyrektywa 2003/71/WE) [77]. Poza zakresem przedmiotowych regulacji znajdują się jednak zarówno procedura ich tworzenia, jak i niezależny od emitenta nadzór nad tym procesem [78] (inna przyczyna to m.in. różne reżimy prawne dla produktów finansowych klasyfikowanych jako *Packaged Retail Investment Products*, PRIPs), co potwierdziło konieczność podjęcia działań legislacyjnych w tym przedmiocie [79]. Prace nad projektem przebiegają powoli, przede wszystkim na skutek sprzecznych interesów zainteresowanych stron oraz ilość podmiotów zaangażowanych w proces legislacyjny w ramach konsultacji społecznych (m.in. przedstawiciele inwestorów, ubezpieczycieli, banków, funduszy inwestycyjnych, emerytalnych oraz *hedge* i *private equity*, maklerów, osób zarządzających aktywami finansowymi, a nawet organizacje konsumenckie). Główne problemy wiążą się z ustaleniem i prawidłowym zdefiniowaniem zakresu przedmiotowego oraz podmiotowego przyszłej regulacji, sprecyzowaniem zakresu oraz stopnia szczegółowości informacji przekazywanych przed zawarciem umowy, jak również określeniem zasad dla sprzedaży i dystrybucji takich produktów. Pomimo upływu ponad dwóch lat od rozpoczęcia prac [80], osiągnięto względny konsensus jedynie co do nielicznych istotnych zagadnień. Nadal jednak nie wyznaczono zakresu przedmiotowego przyszłej regulacji, wskazując jedynie na trzy wybitnie ogólne cechy, niezbędne do uznania instrumentu finansowego za PRIP [81]. Zdecydowano się na

[76] Por. J. Ford, S. Jones, *Derivatives: A tricky pick*, Financial Times, 9.06.2010. Potwierdza to schemat wartości emitowanych instrumentów typu CDO w skali globalnej – spadek z 482 mld USD w roku 2007, przez 62 mld USD w roku następnym, po zaledwie 4 mld USD dla 2009 r.

[77] Por. *Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie detalicznych produktów inwestycyjnych w pakietach*, KOM(2009) 204 wersja ostateczna, Komisja Wspólnot Europejskich, Bruksela, dnia 30.4.2009, s. 7, tabela 1.

[78] *Call for Evidence, Need for a coherent approach to product transparency and distribution requirements for "substitute" retail investment products?*, European Comission, Brussels, 26.10.2007, s. 12, tabela.

[79] Pełna informacja o przebiegu prac dostępna na stronach internetowych Komisji Europejskiej. Odpowiednio są to: http://ec.europa.eu/internal_market/investment/alternative_investments_en.htm – alternatywne fundusze inwestycyjne oraz http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/investment_products_en.htm, gdzie znaleźć można informacje o przebiegu prac nad strukturyzowanymi produktami inwestycyjnymi.

[80] Punktem początkowym jest publikacja przez Komisję Europejską dokumentu typu *call for evidence* w tym przedmiocie (26.10.2007), zaś końcowym – ostatni opublikowany dokument roboczy (*Update on Commission work on Packaged Retail Investment Products*) z 16 grudnia 2009 r.

[81] Są to: element „złożenia", powiązania produktu (*packaging*), nabycie przez inwestora celem akumulacji kapitału oraz narażenie nabywcy na ryzyko inwestycyjne. W odniesieniu do pozostałych aspektów definicji,

sposób definiowania w oparciu o wskazanie cech, funkcji lub właściwości (definicja realna), nazywając go „*podejściem polegającym na kryteriach ekonomicznych*” [82]. Sposób ten trudno negować, jednak na chwilę obecną definicja w proponowanej wersji pozostaje nieostra, przez co nie spełnia swojej podstawowej funkcji.

W Polsce nie są obecnie prowadzone przez komisje sejmowe prace legislacyjne w przedmiocie strukturyzowanych instrumentów finansowych, co bynajmniej nie oznacza, iż obowiązujące regulacje nie wymagają zmian – jakość polskich regulacji prawnych daleka jest bowiem od doskonałości, zaś instrumenty strukturyzowane są również obecne na polskim rynku kapitałowym. Nazwy wielu notowanych na GPW produktów strukturyzowanych nie do końca odpowiadają konotacji tych zwrotów w przepisach polskiego prawa. Dotyczy to w szczególności emitowanych – najczęściej na podstawie prawa angielskiego – tzw. obligacji strukturyzowanych (angielskie *notes*), które konstrukcyjnie najbardziej przypominają polskie obligacje przychodowe. D*e facto* są to jednak standardowe, wcześniej scharakteryzowane, instrumenty strukturyzowane typu CLN bądź CDO, przez co wykazują cechy typowe dla derywatów, a jedynym podobieństwem z instrumentami dłużnymi jest właśnie ich forma prawna oraz konieczność uiszczenia pełnej kwoty nominalnej dla ich nabycia. Ilość różnic w porównaniu z właściwościami obligacji oraz zawarte w polskiej ustawie o obligacjach [83] enumeratywne wyliczenie podmiotów zdolnych do emisji tego rodzaju instrumentu o charakterze dłużnym (art. 23a ust. 2 tej ustawy), nakazują uznać, iż są to co najwyżej złożone instrumenty finansowe, przypominające tylko swą formą prawną obligacje przychodowe. Problematyczne jest jednak, czy z uwagi na ilość, rodzaj oraz znaczenie modyfikacji tego rodzaju produktu strukturyzowanego w porównaniu z typową obligacją, dopuszczalne jest używanie w obrocie nazwy „obligacja” (jakkolwiek warunki formalne, zawarte w art. 4 ustawy o obligacjach, wydają się być spełnione), która może wprowadzać w błąd potencjalnych inwestorów co do natury instrumentu oraz rodzaju zobowiązań z niego wynikających.

---

stwierdzono lakonicznie, iż konieczne są dalsze konsultacje („*further technical work is necessary to define the precise details of the scope*”), *Update on Commission work on Packaged Retail Investment Products*, 16.12.2009, s. 6.

[82] *Ibidem*.

[83] Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (Dz.U. 1995, nr 83, poz. 420, tekst jednolity: Dz.U. 2001, nr 120, poz. 1300 z późn. zm.).

c) Rynki over-the-counter

Obrót pochodnymi instrumentami finansowymi ma miejsce głównie na rynku *over-the-counter* (najbardziej znane angielskie zwroty na jego określenie to *over-the-counter derivatives market*, *OTC market*, *privately negotiated derivatives market*, czy wreszcie *off-exchange (derivatives) market*), gdzie dominujące znaczenie mają inwestorzy instytucjonalni (banki, pozostałe instytucje finansowe oraz fundusze kapitałowe typu *hedge* i *private equity*). Precyzyjniej należałoby mówić nie tyle o rynku, co o rynkach OTC, gdyż trudno mówić o koncentracji obrotu w ustalonym miejscu lub przy udziale określonego podmiotu pełniącego funkcje nadzorcze (rynek w ujęciu instytucjonalnym). Dodatkowo, zwrot ten swym zakresem przedmiotowym obejmuje m.in. rynek instrumentów udziałowych podmiotów typu *private equity* oraz emitowanych przez nie instrumentów o charakterze dłużnym, jak i rynek indywidualnie negocjowanych między podmiotami kontraktów (transakcje bez udziału pośredników), gdzie przedmiotem obrotu są precyzyjnie określone rodzaje ryzyka (najczęściej jest to ryzyko walutowe, stóp procentowych oraz ryzyka kredytowe *sensu largo*), zaś warunki dla poszczególnych transakcji określają dwustronnie zobowiązujące ramowe umowy cywilnoprawne (podstawą dla większości jest angielskie prawo kontraktowe), zawierane pomiędzy zainteresowanymi stronami. Zwrot „rynek OTC" kontekstowo używany jest najczęściej na określenie rynku bilateralnych umów służących cesji ryzyka, stanowią one bowiem najszybciej się rozwijającą część tego rynku. Takie kontrakty są ściśle dopasowane do potrzeb negocjujących je stron, zatem rzadko ma miejsce obrót wtórny [84], a tym samym trudniej niż na rynku giełdowym jest „zamknąć" pozycję (dostępne możliwości to nowacja, czyli zmiana warunków poprzedniej umowy albo zawarcie nowego kontraktu z innym podmiotem). Z uwagi na trudności z prawidłową wyceną instrumentu bazowego lub związanego z nim ryzyka (ograniczony dostęp do istotnych dla tej kwestii danych, co skutkuje asymetrią informacji), rynek derywatów i struktur uznawany jest – zarówno przez uczestników, jak i podmioty nadzorujące rynki regulowane – za wysoce nieprzejrzysty. Głównym problemem staje się oszacowanie „uczciwej ceny" (*fair price*) za przejęcie danego ryzyka (zależy ona wyłącznie od ustaleń stron), co zwiększa znaczenie wszelkich zabezpieczeń (*collateral*), ustanawianych celem zapewnienia wykonania zobowiązań wynikających z umowy. Rynki *over-the-counter* ciągle jeszcze są w niskim stopniu regulowane przez krajowe przepisy publiczno-prawne o charakterze *lex specialis*, co jednak wcale nie oznacza braku unormowania zasad ich funkcjonowania, jak się niekiedy mylnie

[84] Tak D.N. Chorafas, *op.cit.*, s. 59.

twierdzi [85]. Pełne zastosowanie mają bowiem krajowe przepisy prawa dotyczące umów handlowych lub prawa kontraktowego [86], wraz z wynikającymi z nich ograniczeniami limitującymi zakres swobody umów, jak również normy prawne regulujące działalność podmiotów, które takie umowy zawierają (ograniczenia podmiotowe oraz przedmiotowe – ocena, czy dany rodzaj czynności, podejmowanych przez określony podmiot, nie narusza obowiązujących przepisów prawa). Dalsza analiza koncentrować się będzie w mniejszej części na aktualnie obowiązujących regulacjach (istotne aspekty i zagadnienia zostały już wcześniej poruszone), zaś bardziej na skonkretyzowanych w formie projektów legislacyjnych propozycjach zmian, skoro mają one w nieodległej przyszłości wyznaczać ramy prawne dla funkcjonowania rynku finansowego (koncepcje regulacji rynku *over-the-counter*).

W Stanach Zjednoczonych można obserwować odejście od koncepcji indywidualnej regulacji derywatów poprzez umowy stron, na rzecz ustalenia ogólnych zasad tworzenia, obrotu oraz nadzoru nad transakcjami dotyczącymi instrumentów pochodnych w przepisach o charakterze publiczno-prawnym. Warto w tym miejscu wskazać dwie inicjatywy, czyli będący nadal na wstępnym etapie amerykańskiej procedury legislacyjnej projekt ustawy o pozagiełdowych instrumentach pochodnych (H.R.3795 – *Over-the-Counter Derivatives Markets Act of 2009*) oraz powiązany z nim rozbudowany projekt całościowej nowelizacji przepisów dotyczących funkcjonowania rynków finansowych (H.R. 4173 – *Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2009*), będący w końcowej fazie procedury stanowienia prawa [87]. Ustawa ta przewiduje m.in. zaostrzenie i doprecyzowanie norm regulujących działalność oraz funkcjonowanie procedur nadzorczych w odniesieniu do banków, innych instytucji finansowych, czy też struktur o charakterze holdingowym, ograniczenie zbywalności ryzyka kredytowego i zwiększenie nadzoru przy tworzeniu kredytowych instrumentów pochodnych, regulację rynków swapów typu OTC, utworzenie agencji zajmującej się ochroną nabywców produktów finansowych (*the Bureau of Consumer Financial Protection*), zwiększenie zakresu ochrony inwestorów oraz kredytobiorców (także hipotecznych) oraz liczne zmiany w już obowiązujących aktach prawnych. Jakość legislacyjna oraz precyzja projektu może być jednak daleka od ideału, zaś nie usunięty w

[85] Tytułem przykładu wskazać należy obszerne fragmenty uzasadnień do amerykańskich oraz europejskich projektów aktów prawnych, które mają na celu objęcie nadzorem instytucjonalnym funkcjonowania rynku OTC oraz zawieranych na nim transakcji.

[86] Por. treść zawartych w umowach ramowych klauzul jurysdykcyjnych, powiązanych z wyborem prawa właściwego do rozstrzygania ewentualnych przyszłych sporów wynikających z takiej umowy.

[87] Aktualna wersja ustawy, po licznych poprawkach wniesionych oraz przegłosowanych przez amerykański Senat ma w lipcu 2010 r. zostać przedstawiona do podpisu Prezydentowi.

procesie stanowienia prawa brak dokładności w przedmiocie niektórych unormowań może wywołać skutki również w obszarach nie objętych intencjami ustawodawcy [88]. W powiązaniu z ilością proponowanych zmian oraz presją polityków na możliwie najszybsze uchwalenie tej ustawy, nakazuje to w sposób sceptyczny oceniać możliwość realizacji celów założonych dla tego aktu prawnego.

Komisja Europejska, podobnie jak w przypadku strukturyzowanych instrumentów finansowych, wybrała sposób regulacji derywatów OTC [89] bazujący na konsultacjach publicznych (*public consultation*), koncentrując się na czterech obszarach (rozliczenia oraz mitygacja ryzyk związanych z derywatami OTC, wymogi dla podmiotów rozliczających transakcje, współpraca różnych systemów i instytucji rozliczających, obowiązki raportowe oraz wymogi dla dokumentacji transakcji) [90]. W centrum zainteresowania Komisji znalazły się instrumenty typu *Credit Default Swap*, CDS, lecz prace dotyczą również i innych typów instrumentów pochodnych, gdzie zakresem przedmiotowym objęto m.in. cele i funkcje instrumentów pochodnych, przejrzystość rynku oraz samych derywatów, czy wreszcie rodzaje ryzyka związane z instrumentami pochodnymi oraz sposoby jego minimalizacji [91]. Analogicznie jak w przypadku instrumentów strukturyzowanych, można mieć pewne zastrzeżenia do tempa procesu legislacyjnego, lecz wyraźnie widać funkcjonalne powiązanie z innymi projektami dotyczącymi instrumentów finansowych, w tym – przepisami dotyczącymi nadzoru nad rynkiem finansowym. Można też przewidzieć kierunek proponowanych w przepisach prawa zmian, co niewątpliwie jest zaletą proponowanego sposobu nowelizacji prawa europejskiego (przewidywalność prawa).

W Polsce projekty legislacyjne dotyczące pochodnych i strukturyzowanych instrumentów finansowych ograniczyły się do trzech projektów poselskich z marca 2009 r. [92], których przedmiotem były tzw. struktury opcyjne oraz tryb, warunki i konsekwencje ich

---

[88] Przykładem może być objęcie zakresem przedmiotowym regulacji również ogółu amerykańskich adwokatów i prawników (C.B. Lamm, *Lawyers don't behave like banks*, opinia dostępna na WWW pod adresem: http://www.law.com/jsp/nlj/PubArticleNLJ.jsp?id=1202462815668&Lawyers_dont_behave_like_banks&slreturn=1&hbxlogin=1 oraz M. Porco, *New federal legislation could regulate attorneys unless changed*, publikacja dostępna na WWW pod adresem: http://www.wisbar.org/AM/Template.cfm?Section=News&Template=/CM/ContentDisplay.cfm&ContentID=93864), lecz podobnych przypadków jest wiele więcej (m.in. mali przedsiębiorcy, czy też dealerzy samochodów).

[89] Szerzej na ten temat – *vide* informacje, raporty oraz publikacje dostępne na stronie internetowej Komisji Europejskiej pod adresem: http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_en.htm.

[90] *Public consultation on Derivatives and Market Infrastructures*, European Comission, 14.06.2010, s. 2.

[91] Por. *Commission Staff Working Paper Accompanying the Commission Communication Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets*, SEC(2009) 905 final, Brussels, 3.7.2009, *passim*.

[92] Druki sejmowe nr 1926-1928.

zawierania pomiędzy bankami a przedsiębiorcami. Po pierwszym czytaniu w Komisji Finansów Publicznych zostały one w czerwcu 2009 r. odrzucone [93], zaś innych inicjatyw ustawodawczych w przedmiocie pochodnych instrumentów finansowych nie podjęto, ograniczając się do kilku mniejszych nowelizacji (dominują zmiany o charakterze technicznym) ustawy o obrocie instrumentami finansowymi.

Wydarzenia z lat 2007-2008 wywołały liczne dyskusje o konieczności gruntownej reformy rynku finansowego, które szybko przełożyły się na prace [94] nad zmianami treści obowiązujących regulacji oraz opracowaniem nowych aktów prawnych, zarówno w Europie, jak i w Stanach Zjednoczonych. Podstawowe obszary działań instytucji UE w przedmiocie zmian w przepisach istotnych dla rynku finansowego to przejrzystość (*transparency*), odpowiedzialność (*responsibility*), nadzór (*supervision*) oraz minimalizacja ryzyka przyszłych kryzysów (*crisis prevention and management*). Działania te objęły nowelizację niemal wszystkich znaczących, wcześniej wymienionych aktów prawnych, zmiany w pakiecie dyrektyw dotyczących wymogów kapitałowych [95] i rozszerzenie zakresu podmiotowego ich stosowania. Ponadto w Europie zostały podjęte działania mające na celu uregulowanie zasad działalności alternatywnych funduszy inwestycyjnych (m.in. fundusze typu *hedge* i *private equity*) oraz osób nimi zarządzających, prowadzące do zwiększenia przejrzystości, standaryzacji rynków pozagiełdowych, czy wreszcie określenienia zasad sprzedaży klientom detalicznym strukturyzowanych instrumentów finansowych, nazywanych obecnie w dokumentach roboczych Komisji detalicznymi produktami inwestycyjnymi w pakietach (*Packaged Retail Investment Products*, PRIPs). W Stanach Zjednoczonych zdecydowano się na rozwiązanie polegające na szybkim wprowadzeniu zmian w wielu obszarach rynku finansowego, nawet kosztem ich jakości legislacyjnej. Z oceną efektywności wprowadzonych nowelizacji trzeba będzie poczekać przynajmniej kilka miesięcy od chwili ich wejścia w życie

[93] Por. treść druków sejmowych 2046-2048.

[94] Wskazanie głównych obszarów dla opracowywanych modyfikacji znaleźć można m.in. na stronach internetowych Komisji Europejskiej pod adresem: http://ec.europa.eu/financial-crisis/reforming/index_en.htm oraz w części dotyczącej usług finansowych – http://ec.europa.eu/internal_market/finances/index_en.htm.

[95] ***Dyrektywa 2006/48/WE*** *Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 14 czerwca 2006 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe* (Dz.U. L 177 z 30.6.2006, s. 1) oraz ***dyrektywa 2006/49/WE*** *Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 14 czerwca 2006 r. w sprawie adekwatności kapitałowej firm inwestycyjnych i instytucji kredytowych* (Dz.U. L 177 z 30.6.2006, s. 177) wraz z dyrektywami je nowelizującymi oraz uzupełniająco ***dyrektywa 2002/87/WE*** *Parlamentu Europejskiego i Radyz dnia 16 grudnia 2002 r. w sprawie dodatkowego nadzoru nad instytucjami kredytowymi, zakładami ubezpieczeń oraz przedsiębiorstwami inwestycyjnymi konglomeratu finansowego i zmieniająca dyrektywy Rady 73/239/EWG, 79/267/EWG, 92/49/EWG, 92/96/EWG, 93/6/EWG i 93/22/EWG oraz dyrektywy 98/78/WE i 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady* (Dz.U. L 35 z 11.2.2003, s. 1).

(następne kilka lub nawet kilkanaście miesięcy opóźnienia, z uwagi na niezbędne *vacatio legis* dla nowych regulacji), jednak brak precyzji w definiowaniu zakresu przedmiotowego oraz podmiotowego przepisów, jak również częste zmiany koncepcji dla funkcjonowania nadzoru nad rynkiem finansowym w Stanach Zjednoczonych (podmiotowy oraz przedmiotowy zakres nadzoru) w pracach nad nowymi aktami prawnymi, nie mogą być ocenione korzystnie.

Wpływ na bezpieczeństwo rynku finansowego

Truizmem jest stwierdzenie, iż bezpieczeństwo rynku finansowego [96] jest bezpośrednio powiązane z prawidłowym zarządzaniem instytucjami finansowymi o wysokiej kapitalizacji, będących stronami zawieranych na tym rynku transakcji. Skala powiązań między instytucjami finansowymi oraz wartość wzajemnych zobowiązań we wrześniu 2008 r. doprowadziły do sytuacji, kiedy upadłość banku inwestycyjnego *Lehman Brothers* poważnie zagroziła stabilności całego systemu finansowego. Wśród głównych przyczyn upadłości tego banku inwestycyjnego wymienia się utratę zaufania ze strony kredytodawców i kontrahentów, skutkującą brakiem płynności oraz stosowanie nadmiernej dźwigni finansowej (w relacji do płynnych funduszy własnych) w transakcjach o wysokim ryzyku inwestycyjnym [97]. W Stanach Zjednoczonych oraz w państwach członkowskich Unii Europejskiej, wśród propozycji zmian mających na celu sanację rynku finansowego, dominowały projekty o charakterze legislacyjnym, co potwierdziły również poprzednie punkty. Należy pamiętać, iż nieefektywny nadzór nad funkcjonowaniem instytucji finansowych oraz niedopracowane regulacje w przedmiocie pochodnych, a tym bardziej strukturyzowanych instrumentów finansowych, były co prawda istotnymi przyczynami kryzysu finansowego, lecz nie jedynymi. Poprzednio wskazane trudności z definiowaniem instrumentów finansowych, określeniem jasnych i logicznych zasad ich klasyfikacji, czy wreszcie problemy z ujednoliceniem przepisów dotyczących zasad obrotu oraz obowiązków emitentów na różnych krajowych rynkach regulowanych, nie mogą być dobrym prognostykiem dla forsowanych w

[96] Por. J. Nowakowski (red.), *Instrumenty i regulacje bankowe w czasie kryzysu*, Warszawa 2010. Publikacja koncentruje się na znaczeniu właściwego korzystania z instrumentów finansowych celem zapewnienia bezpieczeństwa systemowi bankowemu, co pośrednio dotyczy również bezpieczeństwa rynku finansowego.

[97] A.R. Valukas, *Lehman Brothers Examiner's Report*, March 11, 2010, vol. 1, s. 15-24. Na pełny raport, liczący 9 tomów, składa się ponad 2200 stron szczegółowego opracowania, zawierającego liczne odesłania do dokumentów oraz zeznań lub oświadczeń wiedzy osób zajmujących kierownicze stanowiska w banku inwestycyjnym *Lehman Brothers*, które potwierdzają tezy i ustalenia zawarte w raporcie.

Stanach Zjednoczonych zmian legislacyjnych oraz znajdujących się już końcowej fazie realizacji planów przekształcenia rynku OTC w rynek regulowany bądź *quasi*-regulowany.

Twierdzenia o potencjalnych zagrożeniach, jakie instrumenty pochodne oraz strukturyzowane mają powodować dla stabilności oraz bezpieczeństwa systemu finansowego, często bez ich porównania z korzyściami, które dzięki tym instrumentom są osiągane [98], przypominają poszukiwanie uzasadnień pod *a priori* założoną tezę, ograniczając się do wskazywania zdarzeń i okoliczności potwierdzających ich trafność. Trudno w takiej sytuacji o obiektywizm. Nie można jednak również przyjmować innego skrajnego stanowiska, iż instrumenty pochodne są niemożliwe do zastąpienia [99], a niebezpieczeństwa z nimi związane, to *sui generis* koszty rozwoju rynków finansowych. W przypadku tych rodzajów derywatów, którymi obrót odbywa się na rynku pozagiełdowym, główne zagrożenia wynikają nie tylko z ich struktury i specyfiki, lecz również z właściwości rynków OTC (kumulacja zagrożeń wynikająca z asymetrii informacji oraz trudności z ustaleniem rzeczywistej ekspozycji na ryzyko podmiotów zawierających transakcje na tych rynkach). Na rynku *over-the-counter sensu largo* głównym zagrożeniem jest ryzyko kontrahenta [100], a precyzyjniej – składające się nań inne rodzaje ryzyka (m.in. ryzyko kredytowe, rynkowe, płynności, jak również ryzyko prawne), ponieważ większość zawieranych transakcji ma charakter nierzeczywisty i rozliczenie następuje poprzez rozrachunek różnic kursowych. Przykładami minimalizacji ryzyka może być zarówno tworzenie izb rozliczeniowych dla poszczególnych rodzajów transakcji [101], jak i korzystanie z wzorów umów regulujących sposób dokonywania kompensat oraz wzajemnych potrąceń wierzytelności pomiędzy ich stronami [102]. Wśród zagrożeń wymienić należy brak transparentności – zarówno w odniesieniu do rynku instrumentów pochodnych, jak i do typów poszczególnych instrumentów pochodnych – oraz powiązany z nim problem nadmiernej złożoności struktur w przypadku derywatów,

[98] Por. A. Sławiński, *Rynki finansowe*, Warszawa 2006, s. 80-81, gdzie Autor przy analizie korzyści (m.in neutralizacja ryzyka i możliwość modyfikacji strumieni płatności) oraz zagrożeń (m.in. nieumiejętne zarządzanie określonymi rodzajami ryzyka, czy wręcz ich ignorowanie) związanych z wykorzystywaniem instrumentów pochodnych, podkreśla konieczność uwzględniania argumentów *pro et contra* dla oceny *in concreto* w odniesieniu do każdego derywatu (analiza całościowa zamiast rozważań fragmentarycznych).

[99] Przeczą temu nie tylko zasady doświadczenia życiowego, lecz również dostępna literatura – *vide inter alia* A.R. Conn, K. Scheinberg, L.N. Vicente, *Introduction to Derivative-Free Optimization*, Philadelphia 2009, *passim*.

[100] Zakres znaczeniowy zwrotu – *vide OTC Derivatives: Settlement Procedures and Counterparty Risk Management*, Bank for International Settlements, Basle, September 1998, s. 11-15.

[101] Przykładem jest utworzona we wrześniu 1999 r. *SwapClear*, rozliczająca transakcje typu IRS, *Interest Rate Swap*.

[102] Por. *2002 Model Netting Act*, bądź *2006 Model Netting Act*, które stanowić mogą punkt wyjścia dla dalszych rozmów, jeżeli część ich postanowień – z różnych względów – nie może być przez strony zaakceptowana.

przekładający się na wzrost ryzyka prawnego (problem skuteczności oraz egzekwowalności poszczególnych postanowień umownych). Rosnąca złożoność instrumentów pochodnych wynikała nie tylko z przepisów podatkowych [103], czy sposobu wynagradzania agencji ratingowych [104], które te instrumenty współtworzyły, lecz również miała swoje źródła w konieczności opracowania produktów „na miarę" oczekiwań zainteresowanych podmiotów (cesja na inny podmiot pewnych precyzyjnie określonych rodzajów ryzyka, w ustalonym *ex ante* zakresie).

Korzystanie z instrumentów pochodnych to w pierwszej kolejności możliwość zarządzania w sposób efektywny wieloma rodzajami ryzyka, składającymi się łącznie na ryzyko finansowe [105]. Poprzez racjonalne przewidywanie oraz planowanie przyszłych kosztów prowadzenia działalności, jak również sposobność odpłatnego przeniesienia części określonych ryzyk na inny podmiot, możliwe jest ich wyeliminowanie z ekspozycji cedenta lub istotne ograniczenie (cesja ryzyka nie eliminuje go z systemu finansowego, lecz jedynie przenosi na inny podmiot). Umożliwiają to właśnie derywaty dostosowane do konkretnych potrzeb (*tailor-made derivatives*), które pozwalają w elastyczny sposób określać zarówno przedmiot objęty zabezpieczeniem (wartość lub zmienność określonego indeksu, ceny towaru lub waluty, wykonanie zobowiązania lub usługi przez podmiot trzeci, warunki pogodowe w danym czasie, itd.), jak i parametry (typu cena, kurs, czy nawet zakres temperatur, opadów, siły wiatru, nasłonecznienie i innych podobnych wskaźników w ustalonym czasie), których (nie-)osiągnięcie lub (nie-)przekroczenie stanowić będzie podstawę do wypłaty ustalonej w umowie sumy pieniężnej. Prawidłowe funkcjonowanie rynku instrumentów pochodnych nie byłoby możliwe w przypadku zawierania na nim transakcji wyłącznie przez podmioty szukające zabezpieczenia przed określonym rodzajem ryzyka (głównie chodzi o płynność rynku – brak lub zbyt niski „popyt" na ryzyko), a nie celem spekulacji, jednak wielkość ekspozycji na ryzyko takich podmiotów winna być szczegółowo nadzorowana (minimalizacja ryzyka systemowego).

---

[103] Przepisy podatkowe, szczególnie amerykańskie, przewidują różne stawki opodatkowania dla instrumentów finansowych, w zależności od ich typów oraz właściwości, co zwiększało znaczenie prac nad tzw. optymalizacją podatkową, szczególnie w przypadku projektów o wysokiej wartości, z uwagi na efekt skali.

[104] W przypadku instrumentów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa było to od 0,03-0,04% wartości emisji (ale nie mniej niż 30-50 tys. USD), po nawet 0,1% wartości emisji dla instrumentów strukturyzowanych (lecz nie więcej niż 2,4 mln USD) – F. Partnoy, *How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gatekeepers*, San Diego Legal Studies Paper No. 07-46, 2006, s. 69.

[105] Szerzej na ten temat – por. m.in. Ch.W. Smithson, C.W. Smith Jr, D.S. Wilford, *Zarządzanie ryzykiem finansowym. Instrumenty pochodne, inżynieria finansowa i maksymalizacja wartości*, Kraków 2000, *passim*.

Problemem wydają się być nie tyle nadmiernie złożone i rozbudowane instrumenty finansowe, będące *de facto* jedynie pewnym użytecznym narzędziem, często i chętnie wykorzystywanym w procesach zarządzania ryzykiem finansowym, co ludzkie błędy i niedopatrzenia. Mogą być one efektem braku wystarczającej wiedzy lub doświadczenia, czy też przeszacowanych planów przyszłych zysków instytucji finansowych oraz przedsiębiorstw, wymagających wysokiej ekspozycji na różnego rodzaju ryzyka celem próby ich realizacji. Niekiedy zapomina się też o jednej z podstawowych, niepisanych reguł obowiązujących na rynku instrumentów pochodnych – zysk z pojedynczej transakcji każdej strony będzie zawsze (z uwagi na częsty udział pośredników oraz przepisy podatkowe) nie większy niż strata jej kontrahenta [106]. Niebezpieczeństwo dla systemu finansowego pojawia się dopiero w sytuacji, gdy poprzez przejmowanie na siebie nadmiernego ryzyka, niewspółmiernego do posiadanych środków finansowych, straty kumulują się po stronie grupy podmiotów bądź podmiotu o istotnym znaczeniu dla rynku finansowego. Zjawisko nierównego rozłożenia strat z transakcji na instrumentach pochodnych w pewnym okresie czasu, pomiędzy zawierającymi je podmiotami, nie jest żadnym *novum* [107], więc tzw. normy ostrożnościowe, związane z prowadzeniem działalności przez instytucje na rynku finansowym, taką sytuację również obejmowały. Nasuwa się tym samym pytanie: czy rzeczywiście – a jeśli tak, to w jakim zakresie – były przestrzegane obowiązujące wówczas w instytucjach finansowych przepisy prawa oraz zasady *corporate governance* dotyczące zarządzania ryzykiem finansowym, które instytucje te dobrowolnie zobowiązały się przestrzegać? Działania po 2008 r. skupiły się na opracowaniu nowych regulacji, mających w założeniach podmiotów je tworzących, być panaceum na wszelkie problemy rynku finansowego. W świetle ostatnich wydarzeń nie jest jednak oczywistym, czy – przykładowo z uwagi na niewystarczający poziom precyzji, brak koherencji lub też luki, bądź inne niedoskonałości w przepisach – te z takim trudem opracowywane akty prawne będą efektywne, a tym samym będą przestrzegane przez podmioty, dla których się je tworzy. Tendencje legislacyjne na rynku finansowym, związane ze sposobem sprawowania nadzoru nad działalnością podmiotów na nim funkcjonujących (nadzór wewnętrzny oraz zewnętrzny) [108], można sprowadzić do stwierdzenia, iż

[106] Na rynkach OTC dominują inwestorzy instytucjonalni, zainteresowani maksymalizacją zysków z prowadzonej przez nich działalności. O ile w przypadku zawierania transakcji na rynku kasowym (giełdy papierów wartościowych), analizowanych w dłuższej perspektywie czasowej, większość inwestorów notować będzie zyski wynikające ze wzrostu poszczególnych indeksów, różna może być natomiast ich wysokość, to na rynkach kontraktów terminowych zyski jednych podmiotów są „równoważone" stratami innych.

[107] Por. m.in. A. Sopoćko, *op.cit.*, s. 146.

[108] Dyskusje nad optymalnym kształtem struktury nadzoru nad rynkiem finansowym trwają już od wielu lat. Temat widoczny jest również od co najmniej dekady w polskiej literaturze (*vide inter alia* W. Rogowski,

rozbudowane oraz szczegółowe przepisy prawa mają za zadanie niejako zastąpić element wiedzy i racjonalności podejmowanych przez uczestników obrotu decyzji. Taka sytuacja wręcz sprzyja podejmowaniu nadmiernego ryzyka przez osoby zarządzające bankami oraz pozostałymi instytucjami finansowymi [109]. W efekcie poziom bezpieczeństwa na rynku finansowym systematycznie spada, gdyż osoby zarządzające instytucjami finansowymi mogą zwolnić się od odpowiedzialności stwierdzeniem, iż jakkolwiek ich decyzje mogły być obarczone wysokim stopniem ryzyka inwestycyjnego, to samo jego podejmowanie nie było zabronione, gdyż mieściło się w zakresie wyznaczonym przez przepisy prawa.

Schemat 5. Bezpieczeństwo rynku finansowego

Źródło: opracowanie własne

W. Szpringer, *Integracja instytucji nadzorczych w systemie finansowym na przykładzie Niemiec*, Ekonomia 2004, nr 16, s. 3-36 oraz wskazana tam literatura), gdzie do 2007 r. w państwach europejskich dominowała tendencja odchodzenia od nadzoru sektorowego (wiele instytucji nadzorczych) na rzecz tworzenia zintegrowanego w jednej instytucji nadzoru nad rynkiem finansowym. Każde z tych rozwiązań ma swoje wady i zalety (*vide* W. Rogowski, W. Szpringer, *op.cit.*, s. 30 *in principio*, tabela), jednak wybór oraz dostosowanie modelu nadzoru ostrożnościowego winno uwzględniać potrzeby i specyfikę danego państwa, jak również być pozbawione motywacji politycznych (*ibidem*, s. 32).

Warto w tym miejscu odnotować również propozycję J. Osińskiego w przedmiocie zmian w instytucjonalnej architekturze nadzoru w Polsce, która opierając się na wzorcach amerykańskich, zakłada współdziałanie Ministerstwa Finansów, UKNF, UOKiK, NBP oraz utworzenie kolejnej instytucji (Bankowy Fundusz Restrukturyzacji i Gwarancji, BFRG), która uzupełniałaby proponowany model nadzoru nad rynkiem finansowym w Polsce – por. J. Osiński, *Wnioski z obecnego kryzysu dla kształtu krajowej sieci bezpieczeństwa finansowego – model „trójzęba" nadzorczego (trident model)*, Bezpieczny Bank 2010, nr 1(40), s. 71-97.

[109] „Rozsądne zarządzanie" (*prudent management*) było do września 2008 r. ekonomicznie zupełnie nieopłacalne – możliwość dokapitalizowania zagrożonych upadłością instytucji finansowych przez państwa (podmioty typu *too-big-to-fail*) stanowiła *de facto* bezpłatną akredytywę dla banków funkcjonujących jako instytucje zaufania publicznego, lecz zaangażowanych w ryzykowne inwestycje na rynkach finansowych.

Podsumowanie

Proces opracowywania oraz modyfikacji ram prawnych dla funkcjonowania pochodnych oraz strukturyzowanych instrumentów finansowych na rynku finansowym [110] w Stanach Zjednoczonych znajduje się w końcowej fazie, natomiast w przypadku prac prowadzonych przez instytucje Unii Europejskiej trudno racjonalnie przewidywać termin ich finalizacji, czyli promulgację aktów prawnych będących efektem tych działań. W chwili obecnej [111] trudno jest *ex ante* stwierdzić, czy regulacje amerykańskie spełnią pokładane w nich nadzieje i jaki ostatecznie będzie ich zakres podmiotowy oraz przedmiotowy. Porównując treść pierwotnego projektu ustawy z dnia 2 grudnia 2009 r., która miała nowelizować i doprecyzować regulacje związane z funkcjonowaniem rynku finansowego, z wersją będącą aktualnie przedmiotem prac w amerykańskim Senacie, trudno znaleźć fragmenty, które nie zostały zmienione [112], choć przedmiotowy projekt liczy już przeszło dwa tysiące stron tekstu. *De facto* i *de iure* jest to zupełnie inny, nowy projekt legislacyjny, skoro zmieniono nawet tytuł regulacji, jednak wielu uchybień legislacyjnych może nie udać się wyeliminować.

W przypadku europejskich projektów zmian w funkcjonowaniu rynków finansowych przyjęto odmienne założenia, decydując się na powiązanie zmian legislacyjnych ze zmianami w strukturze nadzoru w państwach członkowskich oraz utworzeniem do roku 2012 europejskiego systemu nadzoru i zarządzania w sytuacjach kryzysowych [113]. W państwach Wspólnoty do czasu niezbędnego dla opracowania spójnych oraz efektywnych regulacji należy również doliczyć odpowiednio długie *vacatio legis*, które pozwoli na ich transpozycję do porządków prawnych. Najczęściej stosowana w praktyce metoda implementacji przepisów, polegająca na przepisywaniu treści przetłumaczonych dyrektyw do krajowych

[110] Szczególnie interesujące przemyślenia na temat regulacji systemu finansowego przedstawia W. Grabowski, *op.cit.*, s. 109-115, dostrzegając, iż regulacje prawne mają za zadanie równoważyć negatywne skutki społeczne innowacji finansowych, zaś ich efektywność jest wprost proporcjonalna od stanu wiedzy regulatora na temat funkcjonowania rynków finansowych. Przyczyn tworzenia nieskutecznych norm prawnych Autor upatruje w niedostrzeganiu dwóch faz w funkcjonowaniu rynków finansowych (faza „normalna" i „szokowa", gdy pojawiają się kryzysy), słusznie zauważając, iż „*to, co może być właściwą regulacją w fazie normalnej, zawodzi w fazie szokowej*". Idealna regulacja winna tym samym obejmować swym zakresem przedmiotowym obie fazy funkcjonowania rynków finansowych, uwzględniając przedmiotową cykliczność.

[111] Stan prawny na dzień 30.06.2010 r.

[112] W izbie niższej Kongresu zgłoszono 2502 zmiany, które dotyczyły 43% projektu ustawy, zaś w izbie wyższej – 9370(!) zmian, co przełożyło się na zmianę 90% projektu w porównaniu z wersją, która trafiła do Senatu. Wersja końcowa projektu, mająca zostać przedstawiona do podpisu Prezydentowi USA w najbliższym czasie, uwzględniać będzie kolejny pakiet gruntownych zmian i modyfikacji, rozszerzający jej zakres podmiotowy oraz przedmiotowy w porównaniu z poprzednimi wersjami.

[113] Por. *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU Report chaired by Jacques de Larosière*, Brussels, 25 February 2009, punkty 167-214.

aktów prawnych, często tworzy niejednoznaczności oraz wywołuje wątpliwości interpretacyjne, negatywnie wpływając na strukturę systemu prawa w państwach członkowskich (szczególnie w Polsce). Zdarza się też „autorska" transpozycja niektórych przepisów dyrektyw do porządku prawnego przez polskiego ustawodawcę, niekiedy diametralnie zmieniająca ich sens i niekoniecznie zgodna z celem dyrektywy [114]. Budowanie definicji w oparciu o wskazywanie cech, funkcji, czy też właściwości definiowanego pojęcia lub zwrotu jest korzystnym rozwiązaniem, gdyż zapewnia niezbędny poziom elastyczności pojęć i zwrotów. Wymaga jednak również precyzyjnego określenia zakresu przedmiotowego, szczególnie gdy zależą od niej prawa lub obowiązki podmiotów.

W przypadku wyżej opisywanych instrumentów finansowych wystąpiły dokładnie te same trudności, które widoczne są w polskim, czy też europejskim systemie prawa, tyle że w znacznie większej skali. Problemy związane z precyzyjnym definiowaniem pojęć lub zwrotów nie są również obce prawu amerykańskiemu, jednak skutki braku precyzji ustawodawcy, z uwagi na prawotwórczą rolę orzecznictwa sądowego w Stanach Zjednoczonych, nie są aż tak istotne, jak ma to miejsce w systemach prawa stanowionego, gdzie liczne definicje legalne nie tylko nie wyjaśniają pojęć i zwrotów, lecz wręcz mnożą wątpliwości interpretacyjne. Częste w europejskich aktach prawnych są też odesłania do znaczeń określonych pojęć i zwrotów w literaturze ekonomicznej (błąd definicyjny *circulus in definiendo*), gdzie również brak precyzyjnych wyjaśnień co do kwestii istotnych dla wykładni prawa, co utrudnia dokonywanie interpretacji przepisów w sposób prawidłowy.

Uwzględniając różnorodność oraz poziom złożoności instrumentów finansowych, trudno ustalić w sposób bezsporny, jaki typ instrumentu finansowego jest, bądź w zamiarach stron miał być przedmiotem umowy i czy nazwa kontraktu rzeczywiście odpowiadała jego treści. Szybki rozwój instrumentów finansowych sprawił, iż obecne przepisy prawa w tym przedmiocie są dalece nieadekwatne. Otwarte pozostaje pytanie, czy jest to wynik zbyt szybkiego rozwoju inżynierii finansowej, czy raczej skutek długotrwałych zaniechań i zaniedbań ustawodawców. Nie sposób też *a priori* przewidzieć, który ze sposobów sanacji rynku finansowego – amerykański czy europejski – okaże się być bardziej efektywny. Przyszłość pokaże, czy postulowane zmiany istotnie zwiększą poziom bezpieczeństwa

[114] Przykładem może być implementacja art. 5 *dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2004/25/WE z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia* w art. 73 i 74 ustawy o ofercie publicznej, gdzie polskie przepisy są sprzeczne z jednym z głównych celów tej dyrektywy (ochrona akcjonariuszy mniejszościowych). Ustanawiając próg dla przejęcia kontroli nad spółką na poziomie 66% udziału w ogólnej liczbie głosów (zobowiązanie do ogłoszenia wezwania dotyczącego wszystkich pozostałych akcji), praktycznie pozbawiają akcjonariuszy mniejszościowych poziomu ochrony ustalonego normami przedmiotowej dyrektywy.

uczestników oraz obrotu na poszczególnych rynkach składających się na globalny rynek finansowy.

Bibliografia

Andersen T.J., *Global Derivatives: A Strategic Risk Management Perspective*, London 2006,

Anson M.J.P., Fabozzi F.J., Choudhry M., R-R. Chen, *Credit Derivatives Instruments, Applications, and Pricing*, Hoboken, New Jersey 2004,

Banks E., *Synthetic and Structured Assets: A Practical Guide to Investment and Risk*, Chichester 2006,

Barrieu P., Albertini L. (red.), *The Handbook of Insurance-Linked Securities*, Chichester 2009,

Bomfim A.N., *Understanding Credit Derivatives and Related Instruments*, San Diego 2005,

Boyle P., Boyle F., *Derivatives: the Tools that Changed Finance*, London 2001,

Bruyère R., Cont R., Copinot R., Fery L., *Credit Derivatives and Structured Credit: A Guide for Investors*, Chichester 2006,

Call for Evidence, Need for a coherent approach to product transparency and distribution requirements for "substitute" retail investment products?, European Comission, Brussels, 26.10.2007,

Chance D.M., *Analysis of Derivatives for the CFA Program*, Baltimore 2003,

Chisholm A.M., *Derivatives Demystified: A Step-by-Step Guide to Forwards, Futures, Swaps and Options*, Chichester 2004,

Chłopecki A., *Instrumenty pochodne w polskim systemie prawnym (rozważania na kanwie „toksycznych opcji")*, PPH 2009, nr 7, s. 4-10,

Chłopecki A., *Opcje i transakcje terminowe. Zagadnienia prawne*, Warszawa 2001,

Chorafas D.N., *Introduction to Derivative Financial Instruments: Options, Futures, Forwards, Swaps, and Hedging*, New York 2008,

Choudhry M., *An Introduction to Credit Derivatives*, Oxford 2004,

Choudhry M., *Fixed Income Securities and Derivatives Handbook: Analysis and Valuation*, Princeton, NJ 2005,

Cohen G., *The Bible of Options Strategies*, New Jersey 2005,

Commission Staff Working Paper Accompanying the Commission Communication Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets, SEC(2009) 905 final, Brussels, 3.7.2009,

Communication from the Commission Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan, COM (1999) 232 final, 11.05.1999,

Conn A.R., K. Scheinberg, L.N. Vicente, *Introduction to Derivative-Free Optimization*, Philadelphia 2009,

Constantinides G.M., Harris M., Stulz R.M. (red.), *Handbook of the Economics of Finance*, vol. 1A *Corporate Finance*, Amsterdam 2003,

Cunningham D.P., Page K.J., *Memorandum for ISDA Members: Commodity Futures Modernization Act of 2000*, January 5, 2001, s. 1-50, publikacja dostępna pod adresem http://www.isda.org/speeches/pdf/Analysis_of_Commodity-Exchange-Act-Legislation.pdf,

Davidson A., Sanders A., Wolff L.-L., Ching A., *Securitization: Structuring and Investment Analysis*, Hoboken, New Jersey 2003,

Deacon J., *Global Securitisation and CDOs*, Chichester 2004,

Detemple J., *American-Style Derivatives: Valuation and Computation*, Boca Raton 2006,

Eales B.A., Choudhry M., *Derivative Instruments: A Guide to Theory and Practice*, Oxford 2003,
Fabozzi F.J. (red.), *The Handbook of Financial Instruments*, Hoboken, New Jersey 2002,
Fabozzi F.J. (red.), *The Handbook of Mortgage-Backed Securities*, 6th ed., New York 2006,
Fabozzi F.J., Bhattacharya A.K., Berliner W.S., *Mortgage-Backed Securities: Products, Structuring, and Analytical Techniques*, Hoboken, New Jersey 2007,
Fabozzi F.J., Davis H.A., Choudhry M., *Introduction to Structured Finance*, Hoboken, New Jersey 2006,
Financial services: Commission encourages better financial education for EU citizens, Brussels, 18 December 2007,
Ford J., Jones S., *Derivatives: A tricky pick*, Financial Times, 9.06.2010,
Grabowski W., *Instrumenty pochodne a współczesne kryzysy finansowe*, Warszawa 1998,
Gudkova S., *Sekurytyzacja należności kredytowych banków*, Warszawa 2002,
Hill C.A., *Securitization: A Low-Cost Sweetener for Lemons*, Washington University Law Quarterly, vol. 74, no. 4, 1996, s.1061-1120,
Hull J.C., *Options, Futures, and Other Derivatives*, 7th ed., New Jersey 2009,
Iwanicz-Drozdowska M., Błędowski P., *Edukacja ekonomiczna: jak radzą sobie inni*, Rzeczpospolita, 19.01.2010 r.,
Kaczanowski K., Wiaderek G., *Przenoszenie praw z opcji*, Glosa 1997, nr 3, s. 1-5,
Kloner D., *The Commodity Futures Modernization Act of 2000*, s. 1-12, publikacja dostępna pod adresem http://www.stroock.com/SiteFiles/Pub134.pdf,
Kolb R.W., Overdahl J.A., *Financial Derivatives*, 3rd ed., Hoboken, New Jersey 2003,
Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie detalicznych produktów inwestycyjnych w pakietach, KOM(2009) 204 wersja ostateczna, Komisja Wspólnot Europejskich, Bruksela, dnia 30.4.2009,
Kosiński A., *Sekurytyzacja aktywów na świecie i w Polsce*, Warszawa 1997,
Lamm C.B., *Lawyers don't behave like banks*, opinia dostępna na WWW pod adresem: http://www.law.com/jsp/nlj/PubArticleNLJ.jsp?id=1202462815668&Lawyers_dont_behave_like_banks&slreturn=1&hbxlogin=1,
Lucas D.J., Goodman L.S., Fabozzi F.J., *Collateralized Debt Obligations: Structures and Analysis*, 2nd ed., Hoboken, New Jersey 2006,
McDonald R.L., *Derivatives Markets*, 2nd ed., Boston 2005,
Neftci S.N., *An Introduction to the Mathematics of Financial Derivatives*, 2nd ed., London 2000,
Nieborak T., *Pochodne instrumenty finansowe. Aspekty prawnopodatkowe*, Warszawa 2004,
Nowakowski J. (red.), *Instrumenty i regulacje bankowe w czasie kryzysu*, Warszawa 2010,
Osiński J., *Wnioski z obecnego kryzysu dla kształtu krajowej sieci bezpieczeństwa finansowego – model „trójzęba" nadzorczego (trident model)*, Bezpieczny Bank 2010, nr 1(40), s. 71-97,
OTC Derivatives: Settlement Procedures and Counterparty Risk Management, Bank for International Settlements, Basle, September 1998,
Partnoy F., *How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gatekeepers*, San Diego Legal Studies Paper No. 07-46, 2006, s. 59-102,

Porco M., *New federal legislation could regulate attorneys unless changed*, publikacja dostępna na WWW pod adresem: http://www.wisbar.org/AM/Template.cfm?Section=News&Template=/CM/ContentDisplay.cfm&ContentID=93864,
Public consultation on Derivatives and Market Infrastructures, European Comission, 14.06.2010,
Pyka I. (red.), *Przesłanki i formy sekurytyzacji aktywów podmiotów gospodarczych*, Katowice 2003,
Raczkowska I. A., *Sekurytyzacja wierzytelności bankowych*, Warszawa 2001,
Rogers J., *Strategy, Value and Risk – The Real Options Approach: Reconciling innovation, strategy and value management*, Basingstoke 2002,
Rogowski W., Szpringer W., *Integracja instytucji nadzorczych w systemie finansowym na przykładzie Niemiec*, Ekonomia 2004, nr 16, s. 3-36,
Romanowski M., *Charakter prawny kontraktu opcyjnego*, PPH 1999, nr 5, s. 25-34,
Rudolph B., Schäfer K., *Derivative Finanzmarktinstrumente: Eine anwendungsbezogene Einführung in Märkte, Strategien und Bewertung*, Zweite Auflage, Heidelberg 2010,
Semczuk K., *Charakter prawny kontraktu swap*, http://www.e-finanse.com/artykuly/26.pdf,
Sławiński A., *Rynki finansowe*, Warszawa 2006,
Smithson Ch.W., Smith Jr C.W., Wilford D.S., *Zarządzanie ryzykiem finansowym. Instrumenty pochodne, inżynieria finansowa i maksymalizacja wartości*, Kraków 2000,
Sobolewski P., *Instrumenty pochodne na współczesnych rynkach finansowych*, Bank i Kredyt 2009, dodatek Instrumenty finansowe w globalnej gospodarce, s. 1-24,
Sopoćko A., *Rynkowe instrumenty finansowe*, Warszawa 2005,
Stone Ch.A., Zissu A., *The Securitization Markets Handbook: Structures and Dynamics of Mortgage- and Asset-backed Securities*, Princeton 2005,
Syz J.M., *Property Derivatives: Pricing, Hedging and Applications*, Chichester 2008,
Świderski A., *Kryzys finansowy 2007-2009 jako efekt dysfunkcji legislacyjnych w systemie prawa*, HUK 2009, nr 2, s. 161-218,
Tan Ch.Ch., *Demystifying Exotic Products: Interest Rates, Equities and Foreign Exchange*, Chichester 2010,
Tavakoli J.M., *Collateralized Debt Obligations and Structured Finance: New Developments in Cash and Synthetic Securitization*, Hoboken, New Jersey 2003,
Tavakoli J.M., *Structured Finance and Collateralized Debt Obligations: New Developments in Cash and Synthetic Securitization*, 2nd ed., Hoboken, New Jersey 2008,
Testimony of Richard R. Lindsey, Director, Division of Market Regulation (SEC) Before the House Committee on Banking and Financial Services, Concerning Regulation of the Over-the-Counter Derivatives Market and Hybrid Instruments, July 24, 1998, tekst wystąpienia dostępny na WWW pod adresem: http://www.sec.gov/news/testimony/testarchive/1998/tsty0898.htm,
The High-Level Group on Financial Supervision in the EU Report chaired by Jacques de Larosière, Brussels, 25 February 2009,
Tuckman B., *Fixed Income Securities: Tools for Today's Markets*, 2nd ed., Hoboken, New Jersey 2002,

Tymuła I., *Swapy finansowe*, Warszawa 2000,
Update on Commission work on Packaged Retail Investment Products, 16.12.2009,
Valukas A.R., *Lehman Brothers Examiner's Report*, vol. 1, March 11, 2010,
Wilmott P., Howison S., Dewynne J., *The Mathematics of Financial Derivatives: A Student Introduction*, New York 1995,
Włodyka S. (red.), *Prawo umów handlowych*, wyd. 2, Warszawa 2006,
Zombirt J., *Sekurytyzacja w świetle bankowych regulacji europejskich*,Warszawa 2002

INSTYTUT ALLERHANDA

1/2010

Andrzej Świderski - **Pochodne oraz strukturyzowane instrumenty finansowe - „sprawcy" czy „ofiary" kryzysu finansowego? Zarys wybranych zagadnień związanych z regulacjami prawnymi**

Seria Working Papers Instytutu Allerhanda ma na celu szybkie ogłaszanie oryginalnych wyników badań i analiz z zakresu prawa i ekonomii. Publikowane prace nie przechodzą, normalnie stosowanej w pozostałych publikacjach Instytutu Allerhanda, procedury niezależnej i anonimowej recenzji. Publikując *working papers* Instytut Allerhanda przyczynia się do nieskrępowanej, szybkiej wymiany myśli i intelektualnej dyskusji wyników badań, mając na celu uzyskanie komentarzy i uwag, które posłużą ostatecznej redakcji tekstu dla końcowej publikacji.

Prezentowane w artykułach treści są prywatnymi opiniami ich Autorów, za które ponoszą oni odpowiedzialność, stąd nie mogą być utożsamiane z oficjalnym stanowiskiem Instytutu Allerhanda w przedmiotowych kwestiach.

Andrzej Świderski, absolwent Wydziału Prawa i Administracji Uniwersytetu Jagiellońskiego (2007), asystent naukowy w Instytucie Allerhanda w Krakowie (2009), prowadzi badania na potrzeby doktoratu. Laureat Nagrody specjalnej redaktora naczelnego Czasopisma Kwartalnego HUK I edycji konkursu Scientiae Legis Excellentia (2009) za pracę magisterską pt. „Ryzyka prawne w procesie sekurytyzacji wierzytelności".

Instytut Allerhanda jest niezależnym ośrodkiem zaawansowanych badań prawnych powstałym w Polsce pod auspicjami Centrum C-Law.org, międzynarodowej sieci akademickiej skupiającej prawników i ekonomistów. Instytut Allerhanda prowadzi interdyscyplinarne i porównawcze studia nad rolą instytucji prawnych w funkcjonowaniu gospodarki. Zainteresowania badawcze koncentrują się w obszarach prawa, których efektywność znajduje najprostsze przełożenie na wzrost gospodarczy i prosperity kraju. W swojej misji i filozofii działania Instytut nawiązuje do wiodących tego typu ośrodków na świecie oraz do tradycji przedwojennych polskich towarzystw naukowych. Instytut pragnie tez upamiętnić wybitnego Polskiego uczonego i adwokata Prof. Maurycego Allerhanda, pielęgnować dziedzictwo, poczucie tożsamości i kontynuacji w polskiej myśli prawnej i ekonomicznej.

Fundatorzy, Kierownictwo i Zespół Instytutu pragną podziękować wszystkim Przyjaciołom i Dobrodziejom za wszelkie wsparcie, jakiego Instytut doświadczył, bez którego nie mógłby wypełniać swojej misji.

Prosimy odwiedzić stronę www.allerhand.pl dla poznania innych form i obszarów działalności Instytutu Allerhanda a także w celu subskrypcji newslettera i publikacji.

ISBN 978-83-931222-0-2