

Pochodne oraz strukturyzowane instrumenty finansowe – „sprawcy” czy „ofiary” ostatniego kryzysu finansowego?

1. 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 zapoczątkowanego w Stanach Zjednoczonych kryzysu, który wywarł istotny wpływ na cały rynek finansowy. Tytuł publikacji *expressis verbis* nawiązuje do obserwowanego w piśmiennictwie zjawiska, szczególnie widocznego w publikacjach prasowych nadmiernego upraszczania przyczyn niedawnych zawirowań, „personifikacji” derywatów oraz różnego rodzaju instrumentów strukturyzowanych¹. Traktowane one były jeśli nie jako wyłączna przyczyna, to jeden z głównych czynników skutkujących obserwowanymi w ostatnich latach perturbacjami w prawidłowym

¹ Ograniczając się jedynie do artykułów prasowych z 2009 r., vide inter alia: A. Sławiński, *Cywilizowanie rynku kredytowego*, Rzeczpospolita, 11.05.2009 r., część *Ekonomia i rynek*, s. 12, gdzie Autor koncentruje się na rynku swapów na zaprzestanie obsługi długu (Credit Default Swap, CDS) i jego wpływie na bezpieczeństwo systemu finansowego, M. Czech, *Opcja kompromitacja*, Gazeta Wyborcza, 7.03.2009 r., część *Świąteczna*, s. 21 – kryzys finansowy w Polsce nie tylko jako efekt zaniedbań określonych osób i instytucji, lecz również jako skutek korzystania z opcji walutowych („Opcje walutowe położyły się ciężarem na całą (...) gospodarcę”), czy też zapis wywiadu z S. Gomułą, *Gdyby nie pomoc rządów, mielibyśmy kryzys z lat 30.*, Dziennik, 26.01.2009 r., część *Świat w kryzysie*, s. 11, gdzie znaleźć można stwierdzenie, iż „ważną przyczyną kryzysu jest zmasowany handel tzw. instrumentami pochodnymi charakteryzującymi się dużym ryzykiem”. W latach wcześniejszych trend ten był nawet bardziej widoczny, stąd można przypuszczać, iż również w prasie codziennej „ekskulpacja” instrumentów finansowych sukcesywnie postępuje oraz ma charakter trwały.

funkcjonowaniu rynku finansowego. 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 mające zdolność kierowania swoim postępowaniem. Jednakże z uwagi na ogromną różnorodność znajdujących się w obrocie instrumentów finansowych oraz nie rzadko wysoki stopień ich złożoności², 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.

Pomijając nawet wspomniane wyżej problemy podmiotowe, zasadnym staje się pytanie, czy obecnie proponowane ograniczenia możliwości stosowania przedmiotowych instrumentów przez instytucje finansowe oraz przedsiębiorstwa nie spowodują przypadkiem więcej szkód niż pożytku dla bezpieczeństwa rynku finansowego, gdyż nie bardzo wiadomo, czym – jeśli w ogóle – można spróbować zastąpić derywaty.

W następnych punktach wskazane zostaną główne cechy i funkcje pochodnych oraz strukturyzowanych instrumentów finansowych (część koncentrująca się na aspektach ekonomiczno-prawnych), lecz w ograniczonym zakresie, niezbędnym do prawidłowego rozumienia definicji. Posłuży to też do uzupełnienia często szcątkowych informacji zawartych w obowiązujących przepisach prawa – mimo istnienia licznych oraz rozbudowanych regulacji. Wiele zastrzeżeń można mieć zarówno do stopnia koherencji między poszczególnymi zwrotami oraz pojęciami, jak i do precyzji tychże (część dotycząca prawnych aspektów). Obserwacje te mogą być przydatne do oceny wpływu derywatów oraz produktów strukturyzowanych na bezpieczeństwo rynku finansowego, w tym bezpieczeństwa jego uczestników (punkt czwarty), jak również umożliwią sformułowanie wniosków *de lege ferenda*.

² Liczące ca 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. Aspekty ekonomiczno-prawne – szerokie wykorzystanie konstrukcji bazujących na opcjach

Konieczność odniesienia się do kwestii często *stricte* ekonomicznych w niniejszym opracowaniu wynika z wielu względów. Przykładowo, nawet gdyby całkowicie pominąć liczbę oraz ogromne zróżnicowanie co do struktury lub właściwości instrumentów klasyfikowanych w ramach pewnej 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 ekonomicznych³. Przyczyn tego stanu upatrywać można zarówno w sposobie regulacji, czy precyzyjniej – braku bądź fragmentarycznej regulacji kwestii o charakterze materialno-prawnym w regulacjach Unii Europejskiej w zakresie rynku finansowego⁴, jak i w częstych problemach z tłumaczeniami dyrektyw oraz rozporządzeń UE, gdzie ten sam termin lub zwrot mogą być różnie tłumaczone w polskich wersjach poszczególnych aktów prawnych, co negatywnie wpływa na bezpieczeństwo obrotu, spójność systemu prawa oraz wypełnianie traktatowego obowiązku prawidłowej implementacji przepisów.

Kategoria pochodnych instrumentów finansowych⁵ obejmuje swym zakresem przedmiotowym cztery podstawowe rodzaje derywatów: umowy przedterminowe (*forward*), umowy na czas przyszły (*futures*), umowy zamiany (*swap*) oraz umowy opcji (*options*)⁶.

³ Na problem autonomizacji pojęć języka finansowego i używania ich niejako w zastępstwie pojęć cywilistycznych bądź równoległe 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”)*, Przegląd Prawa Handlowego 2009, nr 7, s. 4-8. Zjawisko to określane jest często jako „ekonomizacja prawa”.

⁴ Ibid., s. 4.

⁵ Z polskich publikacji por. m.in. T. Nieborak, *Pochodne instrumenty finansowe. Aspekty prawno-podatkowe*, Warszawa 2004, koncentrującą się na aspektach prawnych oraz prawno-ekonomicznych oraz A. Sopoćko, *Rynkowe instrumenty finansowe*, Warszawa 2005 (aspekty ekonomiczne), a 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.

⁶ Pominięto konstrukcje pośrednie typu swapcja (swaption), będące wynikiem modyfikacji oraz łączenia wskazanych wcześniej głównych rodzajów derywatów, dalej opisywanych w odniesieniu do ich wersji podstawowych (plain vanilla derivatives).

Forward to zawierana poza rynkiem regulowanym lub alternatywnym systemem obrotu umowa dwustronnie zobowiązująca, lecz na ogół jednostronnie zabezpieczona (przez nabywcę; najczęściej poprzez zapłatę depozytu, choć możliwe jest także zabezpieczenie 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 określony wskaźnik bądź parametr), po cenie, w miejscu i terminie oraz zgodnie ze sposobem rozliczenia (rzeczywiste bądź różnic w cenach) uzgodnionymi w kontrakcie. Umowy te cechuje niski stopień standaryzacji, co powoduje, iż rynek wtórny dla transakcji *forward* nie odgrywa większej roli (zarówno na rynku pierwotnym, jak i wtórnym dominują transakcje międzybankowe). Kontrakty *forward* zawierane są głównie celem ochrony przed ryzykiem stopy procentowej (FRA, *Forward Rate Agreement*), ryzykiem kursowym na rynku walutowym (NDF, *Non-Deliverable Forward*) lub ryzykiem zmiany cen danego towaru na rynku (*forward* towarowy z rozliczeniem rzeczywistym).

Kontrakty **futures** w pewnym uproszczeniu określić można jako umowy typu *forward* o wysokim stopniu standaryzacji, 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*)⁷. 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*⁸, poza uprzednio wskazanym różnym stopniem standaryzacji umów oraz dwustronnym zabezpieczeniem wykonania zobowiązań przez strony (obowiązek zapłaty depo-

⁷ Por. R.L. McDonald, op. cit., s. 142, T. Nieborak, op. cit., s. 191.

⁸ Vide inter alia J.C. Hull, op. cit., s. 39-40, R.L. McDonald, ibid. oraz T. Nieborak, op. cit., s. 192-193.

zytów zabezpieczających (*margin*) w wysokości wymaganej przez izbę, zależnej 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*, niska 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 strony⁹, na rynku *futures* zaś odbywa się poprzez zawarcie transakcji odwrotnej („zamknięcie pozycji”).

Swap, czy też uwzględniając dorobek polskiej cywilistyki – umowa zamiany, jest pozagiełdową¹⁰ umową dwustronnie zobowiązującą, na mocy której strony określają zarówno zasady dokonywania okresowych wzajemnych płatności¹¹, jak i moment właściwy dla pomiaru relewantnych parametrów instrumentu bazowego, stanowiących podstawę wyznaczenia wielkości strumieni pieniężnych. W najprostszym wariantcie strona (*fixed leg*) zamierzająca ustabilizować dany, istotny dla niej przykładowo z uwagi na prowadzoną działalność parametr (może być to cena towaru, stopa procentowa, kurs dla ustalonej pary walut itp.), podlegający bądź mogący podlegać zmianom, zawiera umowę, zobowiązując się do-

⁹ 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 renowa kontrahenta, często będąca nawet *sui generis* zabezpieczeniem wykonania zobowiązań wynikających z tych kontraktów, trudno bezkrytycznie aprobować takie rozwiązanie.

¹⁰ 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.

¹¹ 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.

konywać płatności w pewnej kwocie¹² na rzecz drugiej strony w ustalonych terminach¹³, jeżeli parametr ten będzie na przykład wyższy niż wskazany w umowie (gdy będzie niższy – obowiązek dokonania płatności spoczywa na drugiej stronie). Ze względu na charakter niniejszej publikacji nie jest nawet możliwe wymienienie głównych podziałów¹⁴, 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 na podstawie umowy ramowej (wraz z licznymi załącznikami, protokołami oraz dokumentacją dodatkową lub modyfikującą treść tej umowy) *2002 ISDA Master Agreement*, opracowanej przez International Swaps and Derivatives Association, Inc., co pozwoliło na zwiększenie stopnia standaryzacji tej kategorii derywatów.

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), wzajemna¹⁵ oraz dwustronnie zobowiązująca (korelatem obowiązków wystawcy opcji jest obowiązek zapłaty premii przez nabywcę). Umowa opcyjna to umowa asymetryczna w zakresie rozłożenia ryzyk między stronami, obciążają bowiem one wy-

¹² 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.

¹³ 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), a 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).

¹⁴ Por. I. Tymuła, *Swapy finansowe*, Warszawa 2000, s. 87, gdzie znaleźć można szczegółowe omówienie.

¹⁵ Tak K. Kaczanowski, G. Wiaderek, *Przenoszenie praw z opcji*, Glosa 1999, nr 3, s. 1, T. Nieborak, op. cit., s. 176-178, M. Romanowski, *Charakter prawny kontraktu opcyjnego*, Przegląd Prawa Handlowego 1999, nr 5, s. 27. Odmiennie zaś – A. Chłopecki, *Opcje i transakcje terminowe. Zagadnienia prawne*, Warszawa 2001, s. 158.

łącznie wystawcę opcji¹⁶. Eksponując zaś aspekty ekonomiczne – opcja 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 – krótka¹⁷, *short* (wystawca opcji ma obowiązek sprzedać lub odkupić dany instrument bazowy) bądź długa, *long* (nabywca opcji ma prawo odkupić lub sprzedać dany instrument bazowy); (iii) typ: opcja kupna (*call option*)¹⁸ – 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); (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*) opcji¹⁹ – 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

¹⁶ Celowo pomijam w tym miejscu kwestie związane z tzw. strukturami opcyjnymi.

¹⁷ Zajęcie pozycji krótkiej możliwe jest wyłącznie na rynku pierwotnym, gdyż przy transakcjach na rynku wtórnym (zbycie opcji) dochodzi jedynie do cesji praw.

¹⁸ 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.

¹⁹ 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).

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”²⁰, 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 finansowego²¹, lecz przede wszystkim ze względu na liczbę różnego rodzaju strategii inwestycyjnych wykorzystujących opcje²², określanych jako struktury opcyjne lub struktury złożone. Pozwalają one na osiągnięcie 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.

²⁰ Nawet w sytuacji „znacznie poniżej ceny” (*deep out-of-the-money*) wartość ta jest nie mniejsza niż zero, gdyż potencjalnie zawsze istnieje możliwość zmiany na korzyść uprawnionego z opcji.

²¹ 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, nie znany jest jednak ewentualny zysk, dla wystawcy opcji zaś sytuacja jest dokładnie odwrotna – znana jest wysokość premii za wystawienie opcji, lecz nie znana 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).

²² Tytułem przykładu – G. Cohen w monografii *The Bible of Options Strategies*, New Jersey 2005, szczegółowo opisuje niemal 60 różnego rodzaju strategii inwestycyjnych opierających się na opcjach.

Literatura ekonomiczna nadal nie wypracowała spójnej definicji **strukturyzowanych instrumentów finansowych**²³, którą można uznać za bezsporną, czy chociaż nie budzącą większych wątpliwości. Trudności związane z definiowaniem oraz klasyfikacją²⁴ są efektem hybrydowego charakteru takich instrumentów. Łączą one bowiem cechy oraz właściwości typowe dla wcześniej opisanych derywatów (głównie opcji oraz transakcji typu *forward*, rzadziej swapów) z elementami występującymi na ogół jedynie w papierach wartościowych o charakterze dłużnym (np. obligacje) albo udziałowym (przykładowo certyfikaty inwestycyjne). Naturalną konsekwencją była sytuacja, gdy praktycznie wyłącznie od podmiotu tworzącego strukturę oraz ramy prawne dla nowego instrumentu finansowego z tej grupy zależało, jakie będą jego cechy oraz właściwości (istnienie niewielu ograniczeń nakładanych przez przepisy prawa). Wykorzystywanie struktur opcyjnych pozwalało kreować dla inwestorów wizje potencjalnych ogromnych zysków, jednak nie eksponując nadmiernie informacji o warunkach, jakie winny zostać spełnione do ich osiągnięcia, a tym bardziej skali ryzyka związanego z inwestycją. Stan ten nie sprzyjał ani przejrzystości rynku instrumentów strukturyzowanych (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.

²³ Brak jest nawet powszechnie akceptowanego stanowiska w kwestii o tak fundamentalnym znaczeniu, jak definicja pochodnych instrumentów finansowych i jej zakres przedmiotowy. Zdecydowana większość Autorów (odmiennie m.in. J.C. Hull, op. cit., passim, czy T.J. Andersen, *Global Derivatives: A Strategic Risk Management Perspective*, London 2006) traktuje pochodne instrumenty finansowe (derywaty) oraz strukturyzowane instrumenty finansowe jako dwie odrębne kategorie, gdzie fundamentum divisionis stanowi kwota inwestowanych w zakup środków finansowych – pełna bądź niemal pełna (przy pewnym ustalonym poziomie dyskonta) w przypadku instrumentów strukturyzowanych i stanowiąca jakiś niski procent nominalnej kwoty transakcji odnośnie do derywatów (tak inter alia P. Sobolewski, *Instrumenty pochodne na współczesnych rynkach finansowych*, Bank i Kredyt 2009, dodatek Instrumenty finansowe w globalnej gospodarce, s. 5).

²⁴ Stosowany jest podział na 5 kategorii na podstawie instrumentów bazowych – kredyt (pożyczka), waluta, stopa procentowa, wartość indeksu/-ów oraz inny instrument finansowy (najczęściej papiery wartościowe).

3. Derywaty i „struktury” w regulacjach polskich oraz europejskich

Internacjonalizacja przepływu kapitału między krajowymi lub regionalnymi rynkami papierów wartościowych oraz obrotu instrumentami finansowymi, zarówno giełdowymi, jak i na rynku *over-the-counter*, nie wystąpiła w podobnym stopniu w przypadku przepisów prawa regulujących te obszary działalności, mimo 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 członkowskich²⁵, rozumiana jako brak dyskryminacji w dostępie do kapitału i jego inwestowaniu dla uczestników rynku na terenie Wspólnoty oraz wspólne reguły obrotu i ochrony inwestorów, proces ten napotyka liczne trudności lub ograniczenia. Wynikają one z różnic w systemach prawa i sposobie regulacji poszczególnych zagadnień – szczególnie w zakresie prawa podatkowego, fragmentaryzacji rynku finansowego oraz nadzoru nad funkcjonowaniem rynków krajowych na szczeblu wspólnotowym. Znaczenie ma także długotrwała oraz nadmiernie sformalizowana procedura stanowienia prawa europejskiego, co utrudnia sprawne i szybkie reagowanie na zmiany zachodzące na rynku finansowym.

W prawie unijnym 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), tworząc

²⁵ Por. treść Communication from the Commission Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan, COM (1999) 232 final, 11.05.1999.

skomplikowaną „mozaikę regulacyjną” (*regulatory patchwork*)²⁶. Najważniejsze akty prawne regulujące pochodne oraz strukturyzowane instrumenty finansowe rynku regulowanego i obrót nimi to pakiet MiFID²⁷, pakiet aktów prawnych w zakresie prospektu emisyjnego²⁸, jak również regulacje dotyczące przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS)²⁹. 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. Problem dotyczy wielu definicji o fundamentalnym znaczeniu dla

²⁶ Poza segmentacją rynków z uwagi na sektor, stosowane są również podziały ze względu na podmioty podlegające regulacji (w przypadku sektora „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 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 wraz z licznymi rozporządzeniami wykonawczymi) oraz dodatkowo odpowiednie przepisy prawa giełdowego (statuty, regulaminy, uchwały itp.).

²⁷ Zwrot obejmuje następujące regulacje: dyrektywę 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych (...) wraz ze zmianami, dyrektywę Komisji 2006/73/WE z dnia 10 sierpnia 2006 r. wprowadzającą środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE (...) oraz rozporządzenie Komisji (WE) nr 1287/2006 z dnia 10 sierpnia 2006 r. wprowadzające środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE (...).

²⁸ W skład pakietu wchodzi 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 zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE, rozporządzenie Komisji (WE) nr 809/2004 z dnia 29 kwietnia 2004 r. wykonujące dyrektywę 2003/71/WE (...) ze zmianami oraz rozporządzenie Komisji (WE) nr 1569/2007 z dnia 21 grudnia 2007 r. ustanawiające (...) mechanizm ustalenia równoważności standardów rachunkowości stosowanych przez emitentów papierów wartościowych z krajów trzecich 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 (...).

²⁹ 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) ze zmianami.

prawa rynku kapitałowego³⁰. Przykładem wspomnianego braku precyzji polskiego ustawodawcy, mogącego mieć doniosłe konsekwencje oraz wywoływać istotne problemy praktyczne, jest treść art. 3 pkt 1 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi³¹. Artykuł zawiera otwartą definicję papierów wartościowych³², 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 publicznej³³ dla takiego instrumentu, będący przykładem zjawiska odwrotnej dyskryminacji, która jednak nie jest zakazana przez prawo wspólnotowe. Na marginesie warto też zauważyć, iż w przypadku części notowanych na GPW produktów strukturyzowanych, ich nazwy nie do końca odpowiadają konotacji w przepisach polskiego prawa. Dotyczy to w szczególności emitowanych – najczęściej na podstawie prawa angielskiego – tzw. obligacji strukturyzo-

³⁰ Uwaga odnosi się zarówno do legislacji Unii Europejskiej, jak i do polskich regulacji. A. Chłopecki, *Instrumenty pochodne w polskim systemie prawnym (rozważania na kanwie „toksycznych opcji”)*, s. 4-5, jako jaskrawy przykład tego stanu podaje definicję instrumentów finansowych w kilku polskich ustawach, dochodząc do trafnej konkluzji, iż w polskim systemie prawa brak jest pełnej i sensownej definicji instrumentu finansowego, wskazując również dalsze negatywne konsekwencje takiej sytuacji.

³¹ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2005 r., nr 183, poz. 1538 z późn. zm.).

³² 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”).

³³ 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 (...).

wanych (angielskie *notes*), które konstrukcyjnie najbardziej przypominają polskie obligacje przychodowe. Liczba występujących różnic (m.in. szerokie wykorzystywanie konstrukcji prawnych typowych dla derywatów) oraz zawarte w polskiej ustawie o obligacjach enumeratywne wyliczenie podmiotów zdolnych do emisji tego rodzaju obligacji (art. 23a ust. 2 tej ustawy) nakazują uznać, iż są to co najwyżej złożone instrumenty finansowe o charakterze dłużnym, przypominające swą konstrukcją obligacje przychodowe³⁴.

Dla pochodnych oraz strukturyzowanych instrumentów finansowych (typowym przykładem mogą być swapy oraz kontrakty *forward*) ogromne znaczenie ma rynek indywidualnie negocjowanych kontraktów o charakterze pozagiełdowym (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*), na którym dominują inwestorzy instytucjonalni (banki, pozostałe instytucje finansowe oraz fundusze kapitałowe typu *hedge* i *private equity*). Przedmiotem obrotu są precyzyjnie określone rodzaje ryzyka (najczęściej jest to ryzyko walutowe, stóp procentowych oraz ryzyka kredytowe *sensu largo*), warunki zaś dla poszczególnych transakcji określają dwustronnie zobowiązujące ramowe umowy cywilnoprawne (podstawą dla większości jest angielskie prawo kontraktowe), zawierane między zainteresowanymi stronami. Takie kontrakty są ściśle dopasowane do potrzeb zawierających je stron, dlatego bardzo rzadko ma miejsce obrót wtórny³⁵, a tym samym znacznie trudniej niż na rynku giełdowym jest „zamknąć” pozycję (nowacja albo zawarcie nowej umowy, często z innym podmiotem). Powszechne są również trudności z oceną wartości instrumentu bazowego lub związanego z nim ryzyka, które istotnie komplikują oszacowanie „uczciwej ceny” (*fair price*) za przejęcie dane-

³⁴ Problematyczne jednak, czy z uwagi na ilość, rodzaj oraz znaczenie modyfikacji 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 co do natury instrumentu.

³⁵ Tak D.N. Chorafas, *Introduction to Derivative Financial Instruments: Options, Futures, Forwards, Swaps, and Hedging*, New York 2008, s. 59.

go ryzyka oraz zwiększają znaczenie wszelkich zabezpieczeń (*collateral*), ustanawianych dla zapewnienia wykonania zobowiązań wynikających z umowy.

Wydarzenia z lat 2007-2008 wywołały liczne dyskusje o konieczności gruntownej reformy rynku finansowego, które szybko przełożyły się na prace³⁶ nad zmianami treści obowiązujących regulacji oraz opracowaniem nowych aktów prawnych, zarówno w Europie, jak i w Stanach Zjednoczonych. Podstawowe obszary działań instytucji UE w kwestii zmian w przepisach istotnych dla rynku finansowego to: przejrzystość (*transparency*), odpowiedzialność (*responsibility*), nadzór (*supervision*) oraz minimalizacja ryzyka przyszłych kryzysów (*crisis prevention and management*). Plany te objęły nowelizację niemal wszystkich znaczących, wcześniej wymienionych³⁷ aktów prawnych, doniosłe zmiany w pakiecie dyrektyw dotyczących wymogów kapitałowych³⁸ i rozszerzenie zakresu podmiotowego ich stosowania, podjęcie działań mających na celu uregulowanie zasad działalności alternatywnych funduszy inwestycyjnych (m.in. fundusze typu *hedge* i *private equity*) oraz osób nimi zarządzających, zwiększenie przejrzystości oraz standaryzację rynków pozagiełdowych czy wreszcie określenie zasad sprzedaży klientom detalicznym strukturyzowanych instrumentów finansowych, nazywanych obecnie w dokumentach roboczych Komisji detalicznymi produktami inwestycyjnymi w pakietach (*Packaged Retail Investment Products, PRIPs*)³⁹.

³⁶ 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.

³⁷ Por. treść przypisów 27-29.

³⁸ Dyrektywa 2006/48/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 14 czerwca 2006 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe oraz dyrektywa 2006/49/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 14 czerwca 2006 r. w sprawie adekwatności kapitałowej firm inwestycyjnych i instytucji kredytowych wraz z dyrektywami je nowelizującymi oraz uzupełniająco dyrektywa 2002/87/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 16 grudnia 2002 r. w sprawie dodatkowego nadzoru nad instytucjami kredytowymi, zakładami ubezpieczeń oraz przedsiębiorstwami inwestycyjnymi konglomeratu finansowego (...).

³⁹ 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, http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/derivatives/index_en.htm – derywaty pozagiełdowe oraz http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/investment_products_en.htm, gdzie znaleźć można informacje o przebiegu prac nad strukturyzowanymi produktami inwestycyjnymi.

Przykładem trudności związanych z pracami legislacyjnymi nad przyszłym kształtem norm prawnych dla rynku finansowego mogą być obecnie prowadzone prace nad „detalicznymi produktami inwestycyjnymi w pakietach”. 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 sprzedaży i dystrybucji takich produktów. Mimo upływu ponad dwóch lat od rozpoczęcia prac⁴⁰, po części z uwagi na imponujący wolumen podmiotów uczestniczących w procedurze konsultacji, osiągnięto względny konsensus jedynie co do nielicznych kluczowych zagadnień. Nadal jednak nie wyznaczono zakresu przedmiotowego dla regulacji, wskazując jedynie na trzy wybitnie ogólne cechy, niezbędne do uznania instrumentu finansowego za PRIP⁴¹. Zdecydowano się na sposób definiowania na podstawie wskazanych cech, funkcji lub właściwości (definicja realna), nazywając go „*podejściem polegającym na kryteriach ekonomicznych*”⁴². Sposób ten trudno negować, jednak póki co definicja fundamentalnego dla aktu prawnego terminu pozostaje nieostra, przez co nie spełnia swojej podstawowej funkcji. Mając na względzie wcześniej cytowane przykłady definicji z innych regulacji unijnych oraz presję czasu, istnieje realna obawa, iż część tych uchybień nie zostanie skorygowana.

⁴⁰ Punktem początkowym jest publikacja przez Komisję Europejską dokumentu typu call for evidence w tym przedmiocie (26.10.2007), końcowym zaś – ostatni opublikowany dokument roboczy (Update on Commission work on Packaged Retail Investment Products) z 16 grudnia 2009 r.

⁴¹ Są to: element „złożenia”, powiązania produktu (packaging), nabycie przez inwestora w celu akumulacji kapitału oraz narażenie nabywcy na ryzyko inwestycyjne. W odniesieniu do pozostałych aspektów definicji 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.

⁴² Ibid.

4. Wpływ na bezpieczeństwo rynku finansowego

W chwili obecnej truizmem jest stwierdzenie, iż bezpieczeństwo rynku finansowego⁴³ 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 upadłości⁴⁴ wymienia się utratę zaufania ze strony kredytodawców i kontrahentów, skutkującą brakiem płynności, oraz stosowanie nadmiernej dźwigni finansowej⁴⁵ (w relacji do płynnych funduszy własnych) w transakcjach o wysokim ryzyku inwestycyjnym. W Stanach Zjednoczonych oraz w państwach członkowskich Unii Europejskiej, wśród propozycji zmian mających na celu sanację rynku finansowego, dominowały projekty o charakterze legislacyjnym, co potwierdził również poprzedni punkt. Nie można jednak zapominać, iż nieefektywny nadzór nad funkcjonowaniem instytucji finansowych oraz niedopracowane regulacje w zakresie pochodnych, a tym bardziej strukturyzowanych instrumentów finansowych, były co prawda istotnymi przyczynami kryzysu finansowego, lecz nie jedynymi. Co więcej – 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 są dobrym progno-

⁴³ J. Nowakowski (red.), *Instrumenty i regulacje bankowe w czasie kryzysu*, Warszawa 2010, gdzie Autorzy koncentrują się na znaczeniu właściwego korzystania z instrumentów finansowych dla zapewnienia bezpieczeństwa systemowi bankowemu, co pośrednio dotyczy również bezpieczeństwa rynku finansowego.

⁴⁴ Report of Anton R. Valukas (inna nazwa to 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, popartego imponującą liczbą przeanalizowanych dokumentów oraz zeznań lub oświadczeń wiedzy osób zajmujących kierownicze stanowiska w banku inwestycyjnym Lehman Brothers.

⁴⁵ Ibid., s. 18-19.

stykiem dla znajdujących się już w końcowej fazie realizacji planów przekształcenia rynku OTC w rynek regulowany bądź *quasi*-regulowany⁴⁶.

Niezbędna jest tym samym weryfikacja zasadności twierdzeń o potencjalnych zagrożeniach, jakie instrumenty pochodne oraz strukturyzowane mają powodować dla stabilności oraz bezpieczeństwa systemu finansowego, i ich porównanie z korzyściami, które dzięki tym instrumentom są osiągane. 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 rynku OTC (kumulacja zagrożeń). Na rynku *over-the-counter* głównym zagrożeniem jest ryzyko kontrahenta⁴⁷, a precyzyjniej – ryzyko rozliczenia (*settlement risk*), ponieważ większość zawieranych transakcji ma charakter nierzeczywisty i rozliczenie następuje przez rozrachunek różnic kursowych. Przykładami minimalizacji ryzyka może być zarówno tworzenie izb rozliczeniowych dla poszczególnych rodzajów transakcji⁴⁸, jak i korzystanie z wzorów umów regulujących sposób dokonywania kompensat oraz wzajemnych potrąceń wiarygodności między ich stronami⁴⁹. Wśród zagrożeń wymienia się również

⁴⁶ Poza wcześniej wskazanymi działaniami UE, por. treść przegłosowanego przez amerykański Senat w dniu 20 maja 2010 r. niezwykle rozbudowanego projektu ustawy (H.R. 4173, Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2009), mającej za zadanie, jak czytamy w preambule, „promować stabilność finansową Stanów Zjednoczonych przez poprawę zasad księgowości oraz zwiększenie przejrzystości w systemie finansowym, zakończyć wspieranie podmiotów <zbyt dużych, by upaść>, chronić amerykańskiego podatnika przez zakończenie wykupów, chronić konsumentów przed nieuczciwymi praktykami sektora finansowego i realizować inne cele”. Ustawa przewiduje m.in. zaostrenie 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, utworzenie agencji zajmującej się ochroną nabywców produktów finansowych, zwiększenie zakresu ochrony inwestorów oraz kredytobiorców (także hipotecznych) oraz liczne zmiany w już obowiązujących aktach prawnych.

⁴⁷ Rozumiane jako ryzyko braku wywiązania się z wymagalnych zobowiązań (typu płatność, wykonanie usługi, dostawa towarów) przez kontrahenta.

⁴⁸ Przykładem jest utworzona we wrześniu 1999 r. SwapClear, rozliczająca transakcje typu IRS, Interest Rate Swap.

⁴⁹ Por. 2002 Model Netting Act bądź 2006 Model Netting Act, które stanowiąc mogą punkt wyjścia do dalszych rozmów, jeżeli część ich postanowień – z różnych względów – nie może być przez strony zaakceptowana.

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, przekładający się na wzrost ryzyka prawnego (problem skuteczności oraz egzekwowalności poszczególnych postanowień umownych). Rosnąca złożoność instrumentów pochodnych miała swoje źródła nie tylko w przepisach podatkowych⁵⁰ czy sposobie wynagradzania agencji ratingowych⁵¹, które te instrumenty współtworzyły, lecz również była efektem konieczności opracowania produktów „na miarę” oczekiwań zainteresowanych podmiotów, co jednak wydaje się być w tej sytuacji raczej zaletą, a nie wadą.

Inne zalety korzystania z instrumentów pochodnych to w pierwszej kolejności możliwość zarządzania w sposób efektywny wieloma rodzajami ryzyka, składającymi się łącznie na ryzyko finansowe⁵², poprzez racjonalne przewidywanie oraz planowanie przyszłych kosztów prowadzenia działalności, jak również sposobność odpłatnego przeniesienia części określonych ryzyk na inny podmiot i tym samym ich wyeliminowanie lub istotne ograniczenie (cesja ryzyka nie eliminuje go, 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

⁵⁰ 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.

⁵¹ 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.

⁵² 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*.

try (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 też 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 w celu spekulacji, jednak wielkość ekspozycji na ryzyko takich podmiotów winna być bardziej szczegółowo nadzorowana.

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 niedopatrzania. Na ogół są one efektem braku wystarczającej wiedzy lub doświadczenia, czy też przeszacowanych planów przyszłych zysków instytucji finansowych oraz przedsiębiorstw, wymagających wysokiej ekspozycji na różnego rodzaju ryzyka w celu próby ich realizacji. Często też zapomina się 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. Niebezpieczeństwo dla systemu finansowego pojawia się dopiero w sytuacji, gdy przez 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 czasie, między zawierającymi je podmiotami, nie jest żadnym *novum*⁵³, jednak jego wcześniejsze analizy miały do niedawna charakter *stricte* teoretyczny. Nasuwa się tym samym pytanie: czy rzeczywiście – a jeśli tak, to w jakim zakresie – były przestrzegane obowiązujące wówczas w in-

⁵³ Por. m.in. A. Sopoćko, op. cit., s. 146.

stytucjach finansowych przepisy prawa oraz zasady *corporate governance* dotyczące zarządzania ryzykiem finansowym, które instytucje te dobrowolnie zobowiązały się przestrzegać? Ostatnie działania skupiły się w przeważającej mierze na opracowaniu nowych regulacji, mających w założeniach podmiotów je tworzących, być panaceum na niemal wszelkie problemy rynku finansowego. W świetle ostatnich wydarzeń nie jest jednak oczywiste, czy – przykładowo ze względu na niewystarczający poziom precyzji, brak koherencji lub też luki bądź inne niedoskonałości w przepisach – te z takim trudem opracowywane akty prawne będą w pełni przestrzegane przez podmioty, dla których się je tworzy.

5. Podsumowanie

Proces opracowywania lub modyfikacji ram prawnych dla funkcjonowania pochodnych oraz strukturyzowanych instrumentów finansowych na rynku finansowym w krajach Unii Europejskiej szybko się nie zakończy – do czasu niezbędnego dla opracowania spójnych oraz efektywnych regulacji należy również doliczyć odpowiednio długie *vacatio legis*, które pozwoli na ich transpozycję do porządków prawnych państw członkowskich. Najczęściej stosowana w praktyce metoda implementacji przepisów, polegająca na przepisywaniu treści przetłumaczonych dyrektyw do ustaw, 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 dyrektywy⁵⁴, stąd najkorzystniej jest chyba wybrać rozwiązanie

⁵⁴ 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.

pośrednie, licząc się z jego niedoskonałościami. Budowanie definicji na podstawie wskazywania 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 oraz europejskim systemie prawa, tyle że w znacznie większej skali. Liczne definicje legalne, które nie tylko nie wyjaśniają pojęć i zwrotów, lecz wręcz mnożą wątpliwości interpretacyjne, jak i częste w aktach prawnych odesłania do znaczeń określonych pojęć i zwrotów w literaturze ekonomicznej (błąd definicyjny *circulus in definiendo*), gdzie również brak jest bezspornych wyjaśnień co do kwestii istotnych dla wykładni przepisów prawa, utrudniają dokonanie wykładni w sposób prawidłowy. Uwzględniając zaś ogromną różnorodność instrumentów finansowych, trudno ustalić w sposób bezsporny nawet okoliczność, jaki typ instrumentu jest przedmiotem transakcji i czy nazwa umowy rzeczywiście odpowiada jej treści. Szybki rozwój instrumentów finansowych sprawił, iż obecne przepisy prawa są w tym zakresie dalece nieadekwatne. Otwarte pozostaje pytanie, czy jest to wynik zbyt szybkiego rozwoju inżynierii finansowej, czy jednak skutek długotrwałych zaniedbań i zaniedbań ustawodawców.

