

Marek Pauka

Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu

INNOWACJE NA RYNKU KRÓTKOTERMINOWYCH PAPIERÓW DŁUŻNYCH W POLSCE

Polskiego rynku krótkoterminowych papierów dłużnych (KPD) w porównaniu z odpowiednikami w innych krajach, takich jak USA, Francja czy Wielka Brytania, nie można zakwalifikować do segmentów wysoko rozwiniętych. Cechami charakterystycznymi (poza wielkością rynku) dojrzałego rynku papierów komercyjnych są przede wszystkim:

- możliwość monitorowania wartości i liczby emisji, zwłaszcza na rynku pierwotnym,
- obliczanie indeksu rentowności według kryterium wiarygodności kredytowej,
- występowanie transakcji nietypowych, z wykorzystaniem wbudowanych instrumentów pochodnych (np. emisje CP z możliwością zmiany waluty),
- występowanie instrumentów syntetycznych, opartych na papierach komercyjnych i kredytowych instrumentach pochodnych.

Te cechy to efekt, który można osiągnąć po spełnieniu kilku warunków – koniecznych, aby rynek mógł się prawidłowo rozwijać. Zaliczyć można do nich:

- istnienie instytucji nadzorującej rynek, aktywnie uczestniczącej w przygotowywaniu regulacji prawnych i nieformalnych, gromadzącej informacje o rynku,
- istnienie centralnej izby rozliczeniowej na rynku,
- wzrost znaczenia ratingów kredytowych oraz, co równie ważne, kierowanie się przez inwestorów kryterium ryzyka i dochodowości, co umożliwia tworzenie się struktur ryzyka i pozwala na właściwą wycenę kapitałów i ich dobór,
- efektywnie funkcjonujące segmenty rynków finansowych (np. rynek depozytów, rynek walutowy oraz rynek instrumentów pochodnych).

Większość tych warunków w Polsce nie jest jeszcze spełniona. Dlatego opisywane dalej zjawiska, szumnie nazwane innowacjami, można tak traktować tylko w warunkach krajowych, gdyż na świecie są one powszechnie znane i często stosowane.

Jedną z rekomendacji Grupy Roboczej przy Europejskim Banku Centralnym (EBC) dotyczy wprowadzenia indeksu rentowności na rynku KPD. Autorzy raportu [*The Short Term...* 2003, s. 10, 18] uznali, iż dostępność statystyk rynkowych, w

tym również indeksu rentowności, było jednym z najważniejszych czynników wpływających na udany rozwój rynków CP w USA i we Francji. Podobne uzasadnienie wprowadzenia indeksu podawał Bank Anglii [*The Comming...* 1987, s. 172].

Grupa Robocza zarekomendowała stworzenie indeksu rynku pierwotnego dla STEP¹, celem poprawienia przejrzystości rynku [*The Short Term...* 2002, s. 32]. Indeks miałby dostarczać wartościowych informacji uczestnikom rynku europejskiego i miałby przyczynić się do rozwoju rynku paneuropejskiego. ECB i banki krajowe uznano za właściwe do pełnienia funkcji instytucji organizujących obliczanie i publikowanie informacji o indeksie.

Indeksy na rynku STEP można by wykorzystać w następujących sytuacjach [*Report on the Calculation...* 2003, s. 7]:

- jako benchmarka do oceny prawidłowości i skuteczności działań inwestorów i emitentów,
- jako narzędzia pomocnego przy wycenie aktywów,
- jako argument przy ocenie, czy rynek STEP jest lepszą alternatywą od innych możliwości inwestycyjnych/źródeł finansowania.

Występowanie indeksów i subindeksów pozwoliłoby na dokonywanie porównań między różnymi kategoriami (według rodzajów emitentów, według ratingów) i oceniać efektywność rynków. Bardzo ważnym obszarem wykorzystania dla indeksów STEP będzie kreowanie przez uczestników rynku instrumentów pochodnych opartych na indeksie, służących do zabezpieczania pozycji na papierach komercyjnych, ale również do spekulacji czy arbitrażu.

Indeks rynku papierów komercyjnych jest bardzo szeroko wykorzystywany np. w USA. Stanowi najczęściej podstawę dla instrumentów pochodnych albo służy jako stopa referencyjna przy ustalaniu rentowności papierów komercyjnych². Jest on stosowany również w badaniach empirycznych tendencji w gospodarce. Ekonomisci obliczają różnicę między rentownością z sześciomiesięcznych papierów komercyjnych o najwyższej jakości kredytowej a rentownością sześciomiesięcznych papierów skarbowych (tzw. *paper-bill spread*). Wskaźnik ten pomaga przewidywać ważne makroekonomiczne zjawiska w powojennej gospodarce USA [Weber 1998, s. 575]. Ch.E. Weber przytacza liczne badania naukowe posługujące się tym właśnie wskaźnikiem do prognozowania opóźnień we wzroście produkcji, inflacji, stopy bezrobocia, poziomu zatrudnienia, dochodów ludności, sprzedaży detalicznej czy wydatków konsumpcyjnych.

Bank of England, świadomy potencjału indeksów rynku KPD, w sierpniu 1987 r. wprowadził taki indeks dla eurorynku. Uznano to za ważny „kamień milowy” w dotychczasowym rozwoju tego rynku [Friese 1988, s. 134]. Na eurorynku historycz-

¹ STEP – *Short-Term European Paper*.

² O jednej z najbardziej znanych formuł referencyjnych stosowanych przez Citibank mowa jest w: [Hurley 1977, s. 536], stopa ta oparta jest na średniej rentowności 90-dniowych bonów komercyjnych z trzech ostatnich tygodni.

ne znaczenie miały stopy międzybankowego rynku depozytów. Ten benchmark był efektem dominacji banków na rynku i wynikał bardziej z postrzegania bezpieczeństwa systemu bankowego niż z wiarygodności emitentów. Aby rozpocząć zbieranie dokładniejszych danych o rynku, Bank of England i ECP Association rozpoczęły wspólne tworzenie nowego benchmarka dla poziomu stóp na rynku KPD [Heller 1988, s. 21]. Wzorem był amerykański odpowiednik, tzw. US Federal Reserve's A1/P1 Commercial Paper Composite. Brytyjski indeks – Eurocommercial Paper Composite Index (BOECI), miał być publikowany codziennie o godz. 16:15 w serwisach Reuters i Telerate i wskazywać inwestorom³ poziom rentowności dla papierów komercyjnych emitowanych na eurorynku z terminem wykupu miesięcznym, a także 2-, 3- i 6-miesięcznym.

Wprowadzenie indeksów na rynek papierów komercyjnych w Polsce będzie możliwe po spełnieniu opisanych wcześniej warunków. Zatomizowany charakter rynku oraz niechęć banków – organizatorów emisji do podawania jakichkolwiek informacji o przeprowadzanych przez nich emisjach nie sprzyja jednak wdrożeniu takiej innowacji. Co więcej, w ankiecie przeprowadzonej przez autora wśród agentów emisji wszystkie banki poza jednym udzieliły negatywnej odpowiedzi na pytanie, czy jest potrzeba wprowadzenia indeksu rentowności KPD. Z ankiety wynikało również, iż banki w większości stosują jako podstawę do wyliczania rentowności WIBOR 1M, 3M lub 6M. A więc sytuacja przypomina tę opisaną wyżej z rynku brytyjskiego. Tam jednak po kilku latach funkcjonowania rynku najwięksi dealerzy zauważyli potrzebę obliczania wskaźnika rentowności właściwego dla rynku KPD.

Można przypuszczać, iż polskim agentom obecna sytuacja zapewnia możliwość osiągania ponadprzeciętnych dochodów z handlu na mało przejrzystym rynku. Wydaje się, iż jednym rozwiązaniem jest wykorzystanie prac EBC i narzucenie zaleceń, w tym odnośnie do raportowania obliczania indeksów, przez NBP w ramach przygotowywania polskiego rynku finansowego do przyjęcia euro.

Innym rodzajem innowacji na rynku papierów komercyjnych były programy z wbudowanymi instrumentami pochodnymi. Najbardziej kreatywne pod względem wymyślania i oferowania takich produktów były banki amerykańskie. Rynek USCP okazał się zdolny do zaakceptowania bardzo wielu produktów powiązanych z papierami komercyjnymi. Wśród przyczyn takiego stanu, można wymienić [Felix 1987, s. 83]:

- liczbę doświadczonych, dobrze wykształconych inwestorów, która szybko rosła,
- SEC, która pozwalała na eksperymenty inżynierii finansowej,
- dużą rolę odgrywaną przez agencje ratingowe, właściwie oceniające ryzyko nowych struktur,
- stosowanie kreatywnej inżynierii finansowej w bankach inwestycyjnych.

³ Indeks miał pokazywać nie koszt pozyskania kapitału przez emitentów, lecz rentowność dla inwestorów możliwą do uzyskania w transakcjach na rynku pierwotnym (por. [Eurocommercial Paper... 1987, s. 413]).

Na przykład *hedging commercial paper* poprzez wbudowanie kontraktów futures mogą zapewniać większą elastyczność emitentom w zarządzaniu ryzykiem stopy procentowej. Hedging polega tu na otwarciu krótkiej pozycji w serii kontraktów futures, zobowiązujących do dostarczenia (sprzedaży) papierów wartościowych w przyszłości po określonej cenie. Wartość takiej pozycji rośnie w miarę wzrostu stóp procentowych, a maleje przy ich spadku, dlatego emitenci mogą w ten sposób kompensować sobie wzrost kosztów pozyskania kapitału przy rolowaniu transz. W efekcie, mimo emitowania papierów komercyjnych za każdym razem po stopach rynkowych, powstaje zadłużenie o stałej stopie procentowej. Ten sposób jest korzystniejszy niż zaciągnięcie długu o stałej stopie, gdyż emitent może się wycofać z pozycji zabezpieczonej, po prostu zajmując pozycję odwrotną i wracając do oprocentowania zmiennego. Jest to również tańszy sposób dla podmiotów, które ponoszą wysokie koszty dotarcia do kapitału oraz płacą wysoką premię za ryzyko. Zajęcie pozycji na rynku futures nie wiąże się z koniecznością ponoszenia kosztów emisji. Emisje dodatkowych transz KPD są dokonywane w ramach aktywnego programu, a ryzyko kredytowe jest skutecznie ograniczane przez proces *marking-to-market* [Hull 1998, s. 26-29].

Zamiast giełdowych kontraktów futures, przepływy związane z emisją i rolowaniem papierów komercyjnych można zabezpieczać podobnie działającym kontraktem terminowym na przyszłą stopę procentową (FRA – *Forward Rate Agreement*)⁴. Podstawą tego kontraktu na rynkach rozwiniętych są indeksy związane z rynkiem papierów komercyjnych, oddające bezpośrednio sytuację na nich występującą. W Polsce FRA najczęściej są oparte na stopie WIBOR, co w sytuacjach zaburzeń rynkowych, albo kiedy kilku dużych emitentów próbuje sprzedać papiery w tym samym okresie, może nie oddawać prawdziwej sytuacji na rynku. Poza tym zastosowanie kontraktu FRA (szczególnie w polskich warunkach) napotyka pewne bariery [Tomała 2002, s. 44-47]:

- ograniczony charakter zabezpieczenia (zabezpieczenie dotyczy tylko zmiany stóp procentowych, natomiast nie ma związku z innymi rodzajami ryzyka, w tym przede wszystkim z ryzykiem braku płynności na rynku),
- spekulacyjny charakter FRA (skorelowanie instrumentu zabezpieczającego i zabezpieczanego może wiązać się z dodatkowymi niekorzystnymi konsekwencjami dla przedsiębiorstwa, zwłaszcza gdy obowiązkowe rozliczenie FRA następuje mimo niedościa do skutku rolowania; wówczas organy podatkowe lub audytorzy mogą kwestionować możliwość zaliczenia ewentualnych kosztów do kosztów uzyskania przychodów),
- ograniczenia wynikające z przepisów prawnych, regulaminów wewnętrznych oraz przyjętej polityki przedsiębiorstwa (procedury bezpieczeństwa, zgoda zarządu lub rady nadzorczej, strategii zabezpieczeń),

⁴ Więcej o FRA zob. w [Gup, Brooks 1997, s. 69 i nast.].

- konieczność prowadzenia ewidencji i dokonywania wyceny.

Za stosowaniem kontraktów na FRA łącznie z emisją KPD przemawiają brak opłat i prowizji, brak zaangażowania kapitałowego, możliwość zamykania pozycji przed rozliczeniem poprzez transakcje odwrotne oraz elastyczność cechująca instrumenty pozagiełdowe, pozwalająca dobrać terminy i kwoty odpowiednie do potrzeb emitenta KPD.



Rys. 1. Swap procentowy – schemat przepływów

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Fisher 1997, s. 290].

Aby ograniczyć ryzyko zmiany stóp procentowych, często stosuje się również tzw. IRS (*Interest Rate Swap*)⁵, czyli swapy polegające na wymianie płatności stałokuponowych na zmiennokuponowe (por. rys. 1). Instrumenty te znajdują szerokie zastosowanie, lecz z punktu widzenia emitenta papierów komercyjnych ważna jest możliwość ograniczenia kosztów emisji poprzez zamianę sposobu wynagradzania kapitałodawcy lub dotarcia do rynków, do których bez wykorzystania swapa dostęp byłby nieopłacalny lub niemożliwy.

Często stosowany jest również swap walutowy, dzięki któremu można stworzyć syntetyczny papier komercyjny denominowany w walucie obcej. Może to być opłacalne dla przedsiębiorstw, które:

- posiadają zagraniczne filie wymagające wsparcia finansowego,
- potrzebują pozyskać kapitały w walucie obcej, aby uregulować swoje zobowiązania,
- mogą uzyskiwać relatywnie duże korzyści z zaciągania zobowiązań na rynku papierów komercyjnych,

⁵ Więcej o swapach, w tym o swapach na stopę procentową (por. [Leszczyńska 2002; Sundaresan 1997, s. 544-557]).

• pochodzą z kraju, w którym nie ma rynku KPD albo jest on mało płynny (np. do początku lat osiemdziesiątych Niemcy lub Szwajcaria) [Heller 1988, s. 36].

Na przykład, taka transakcja może wyglądać w ten sposób, iż firma emituje papiery komercyjne we własnej walucie i równocześnie dokonuje swapa: pozyskane z rynku CP środki wymieniając dziś na walutę zagraniczną oraz zobowiązując się do ich zwrotu w przyszłości. *Per saldo* oznacza to, iż podmiot pozyskuje kapitały w walucie obcej poprzez syntetyczne krótkoterminowe papiery dłużne⁶. Możliwość dokonywania emisji EuroCP i równocześnie zamiany walut poprzez swapy oraz występująca w początkowym okresie silna konkurencja między bankami prowadząca do obniżenia marż spowodowały, iż w pierwszych latach funkcjonowania rynku w Wielkiej Brytanii największe podmioty wołały emisje na eurorynku niż na rynku krajowym [U.K. Banks... 1987, s. 109-112].

Jeśli rozwinie się rynek instrumentów pochodnych wbudowanych w programy emisji papierów komercyjnych, to kolejny krok w rozwoju będzie można odnotować w przypadku rynku pieniężnego [Sławiński 2003, s. 191]. Ze względu na to, iż szansę na dodatkowy zarobek na rynku instrumentów pochodnych coraz częściej widzą największe banki polskie [Kluza, Sławiński 2003, s. 12], można sądzić, iż takie złożone instrumenty będą coraz częściej oferowane na polskim rynku.

Światowy rynek instrumentów o stałym dochodzie istotnie zmienia się m.in. poprzez pojawienie się instrumentów pochodnych w postaci bonów strukturyzowanych, które stanowią coraz większy udział w rynku papierów o stałym dochodzie. Niektóre z tych papierów mają wbudowaną dźwignię, unikatową formułę kuponu i/lub różne strumienie gotówkowe, co może zwiększać wrażliwość ich cen na wzrost stóp procentowych. W rezultacie niektóre instrumenty tego typu mają stopy zwrotu podobne do instrumentów o wysokiej dźwigni. Ich wrażliwość cenowa może być zwiększona przez niską płynność. Wiele z tych papierów ma jakość kredytową na poziomie AAA, ale związane jest z wysokim ryzykiem rynkowym [Rating&Rynek 2001, s. 2].

Coraz szersze stosowanie tych syntetycznych produktów wpisuje się w trend wzrostu znaczenia nowoczesnych instrumentów transferu ryzyka kredytowego (*credit risk transfer*), który początek swój miał w latach siedemdziesiątych, gdy zaczęto dokonywać pierwszych transakcji sekurytyzacyjnych [Kiff 2003, s. 33]. Na początku lat dziewięćdziesiątych rozwinęły się rynki pochodnych instrumentów kredytowych, które transferowały ryzyko bez transferu własności [Kiff, Michaud, Mitchell 2003, s. 106]. Podział tych instrumentów został pokazany w tab. 1.

⁶ Podobne syntetyczne papiery komercyjne mogą budować na swoje potrzeby inwestorzy, por. przykład podany w [Frieze 1988, s. 135].

Tabela 1. Instrumenty transferu ryzyka kredytowego

Rodzaj instrumentu CRT	Aktywa bazowe		
ABS oraz ABCP	pożyczki dla gospodarstw domowych	kredyty hipoteczne	
		należności z kart kredytowych	
	dług transferowalny (pożyczki i papiery dłużne)	kredyty samochodowe i należności z leasingu samochodów	
		gospodarcze kredyty hipoteczne	
należności handlowe			
leasing wyposażenia			
Sprzedaż bezwarunkowa zwykłych <i>Collateralized Debt Obligations</i> (CDOs)	dług transferowalny	instrumenty dłużne podmiotów gospodarczych	
		instrumenty dłużne państw gospodarek rozwijających się	
Syntetyczne CDOs, <i>Credit-linked Notes</i> (CLNs), <i>Credit Default Swaps</i> (CDSs) oraz <i>Credit Spread Options</i> (CSOs)		dług nietransferowalny	pożyczki gospodarcze
			pożyczki z krajów gospodarek rozwijających się

Źródło: [Finnegan, Mawdsley 2004, s. 144].

W przypadku KPD największe zastosowanie będą mieć tzw. *Credit-linked Notes* (CLN), czyli połączenie kredytowego instrumentu pochodnego (np. *Credit Default Swaps*) i papierów dłużnych. W efekcie taka struktura ma charakter zabezpieczonych przed ryzykiem kredytowym dłużnych papierów wartościowych [Jorion 2003, s. 498]. Inwestorzy, którzy otrzymują stopę zwrotu bazującą na ryzyku kredytowym zabezpieczeń i emitenta, jednocześnie staje się również gwarantem wykonania instrumentu pochodnego, dzięki czemu może otrzymywać większe płatności. Cena przy odkupie będzie zależać jednak od zdarzeń związanych ze zmianą jakości kredytowej emitenta albo wartości instrumentu bazowego (w zależności od rodzaju instrumentu pochodnego). Zaletą CLN jest to, iż pozwala inwestorom na przyjmowanie na siebie ryzyka związanego z instrumentami, na które inwestor ma utrudnione wejście (np. ze względu na wysokie koszty transakcyjne) albo nie może w nie inwestować z powodu regulacji prawnych. CLNs to grupa instrumentów pochodnych, która jest ciągle rozszerzana o nowe konstrukcje⁷.

Kredytowe instrumenty pochodne wbudowane w programy krótkoterminowych papierów dłużnych będą również w Polsce stopniowo zdobywały coraz większe uznanie⁸. Wymuszone to będzie coraz większą konkurencją i poszukiwaniem sposo-

⁷ Więcej o budowie tego typu instrumentów i ich zastosowaniu zob. [Das 2000, s. 69-125; Kasapi 2002].

⁸ W styczniu 2005 r. ZBP przyjął *Rekomendację w sprawie zawierania kredytowych transakcji terminowych na polskim rynku międzybankowym*, która obejmuje dwa rodzaje kredytowych transakcji terminowych: *Credit Default Swap* i *Credit Default Option*.

bów doskonalenia zarządzania ryzykiem, poprawy dochodowości aktywów, dywersyfikowania ryzyka, redukcji koncentracji kredytową czy sposobem na zmniejszenie obciążeń związanych z kapitałem regulacyjnym [Pawliszyn 2004, s. 4]. Nie będzie to jednak główny nurt wykorzystania KPD. Rynek KPD może stać się bardziej atrakcyjny, różnorodny, a jednocześnie opisywane tu innowacje będą umożliwiać ograniczanie ekspozycji inwestorów i emitentów na różnego rodzaju ryzyka. Nie nastąpi to jednak od razu z powodu niskiej świadomości ryzyka inwestorów oraz obawy przed ponoszeniem kosztów nauki czy też testowania nowych rozwiązań wśród kadry zarządzającej potencjalnych emitentów.

Literatura

- A Change in the Source of Commercial Paper, Date Published by the Federal Reserve System*, FED 1997.
- Das S., *Credit Derivatives and Credit Linked Notes*, John Wiley&Sons, Singapore 2000.
- Eurocommercial Paper Rates*, „Quarterly Bulletin”, Bank of England, sierpień 1987.
- Felix R. (red.), *Commercial Paper*, Euromoney Publications, London 1987.
- Finnegan B., Mawdsley A., *Credit Risk Transfer – Significance for the Irish Market*, Financial Stability Report, Central Bank of Ireland, 2004.
- Fisher F.G., *Eurosecurities and Their Related Derivatives*, Euromoney Books, Nestar House 1997.
- Friese A.B., *Euro Commercial Paper Gewinnt an Bedeutung*, „Die Bank“ 1988, no. 3.
- Gup B.E., Brooks R., *Zarządzanie ryzykiem stopy procentowej*, ZBP, Warszawa 1997.
- Heller L. (red.), *Eurocommercial Paper*, Euromoney Publications, London 1988.
- Hull J., *Kontrakty terminowe i opcje. Wprowadzenie*, WIG-Press Warszawa 1998.
- Hurley E.M., *The Commercial Paper Market*, „Federal Reserve Bulletin”, vol. 63, czerwiec 1977.
- Jorion P., *Financial Risk Manager Handbook*, John Wiley&Sons, New Jersey 2003.
- Kasapi A., *Kredytowe instrumenty pochodne: charakterystyka, rodzaje i zasady obrotu*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2002.
- Kiff J., Michaud F.-L., Mitchell J., *An Analytical Review of Credit Risk Transfer Instruments*, Financial Stability Review, Banque de France, czerwiec 2003.
- Kiff J., *Recent Developments in Markets for Credit-Risk Transfer*, Financial System Review, Bank of Canada, czerwiec 2003.
- Kluza S., Sławiński A., *Arbitraż na rynku instrumentów w procentowych (na przykładzie rynku FRA i obligacji)*, „Bank i Kredyt” 2003, nr 8.
- Leszczyńska E., *Rynek kontraktów swap w Polsce*, „Materiały i Studia” 2002, nr 144.
- Pawliszyn M., *Rozwój rynku pochodnych instrumentów kredytowych*, „Bank i Kredyt” 2004, nr 12.
- Rating&Rynek*, „Fitch Polska” 2001, nr 23 (111).
- Report on the Calculation of a Primary Index and Publication of Market Statistics for STEP*, ACI-STEP Task Force Working Group on STEP Statistics and Index, 15.12.2003.
- Sławiński A., *Czynniki wpływające na rozwój rynków finansowych w Polsce*, [w:] *Ewolucja systemów bankowych w Europie Środkowej i Wschodniej*, red. H. Żukrowska, Wyd. UMCS, Lublin 2003.
- Stigum M., *The Money Market*, Homewood-III, Dow Jones Irwin 1990.
- Sundaresan S., *Fixed Income Markets and Their Derivatives*, South-Western College Publishing, Cincinnati 1997.
- The Coming Shake-out in ECP*, „Euromoney”, grudzień 1987.

The Short Term Paper Market in Europe. Recommendations for the Development of a Pan-European Market, Consultation Report by the EURIBOR-ACI Short-Term European Paper Task Force, 2.09.2002.

The Short Term Paper Market in Europe. Proposals and Recommendations for the Development of a Pan-European Market, A Raport by the EURIBOR-ACI Short-Term European Paper Task Force, 15.12.2003.

Tomala P., *Emisja papierów komercyjnych – FRA jako zabezpieczenie przed nagłym wzrostem oprocentowania*, „Rynek Terminowy” 2002, nr 16.

U.K. Banks Hold Their Own against U.S., „Euromoney”, 04/1987.

Weber Ch.E., *Consumption Spending and the Paper-bill Spread: Theory and Evidence*, Economic Inquiry; Western Economic Association International, październik 1998, vol. 36.

INNOVATIONS ON THE COMMERCIAL PAPER MARKET IN POLAND

Summary

The world commercial paper market is full of innovations. The paper presents choosen innovative and attractive ideas. They base on the derivatieves (indexed-linked, credit derivatives). The author is looking for the effective conditions to implement those structures in Poland.