

*Janusz Zawila-Niedźwiecki*

# Rozliczenia transakcji giełdowych wyznacznikiem sprawności obrotu

Rozliczanie transakcji jest ostatnim etapem obrotu giełdowego. Równocześnie jest to etap bodajże najważniejszy, jako że jego sprawne i terminowe przeprowadzenie kształtuje zaufanie inwestorów do rynku i jego instytucji. W ogólności rozliczenie transakcji ma być zrealizowaniem zobowiązań między skojarzonymi na giełdzie lub w regulowanym obrocie pozagiełdowym: nabywcą, który w konsekwencji powinien otrzymać przedmiot transakcji – papiery wartościowe i w zamian przekazać odpowiednią kwotę środków finansowych oraz sprzedającym, który powinien dostarczyć umówione papiery, a odebrać należność. Pozornie przypomina to zakup w sklepie. Są jednak istotne różnice. Po pierwsze – gotowość i warunki zawarcia transakcji w imieniu klientów zgłaszają pośrednicy obrotu – domy maklerskie. Po wtóre, w nowoczesnych rozwiązaniach (i tak jest w Polsce) przedmiot obrotu – papiery wartościowe mają postać zapisów w rejestrze prowadzonym przez powołaną do tego instytucję centralną (w Polsce Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych), czyli są zdematerializowane. Po trzecie, liczba transakcji potrafi sięgać setek tysięcy. Zbieg już tych dwu (jeśli papiery nie są zdematerializowane) lub trzech okoliczności czyni rozliczenia problemem niełatwym do technicznego przeprowadzenia. Wyjaśnia to opinię, że rozliczenia uważa się za najważniejszą część cyklu giełdowego. Transakcja zdecydowana w toku notowania powinna być przecież rozliczona (kupujący ma dostać swe papiery, a sprzedający pieniądze) aby mogła być uznana za zakończoną. Procedura rozliczenia musi być bezwzględnie pewna, gdyż toczące się nieustannie cykle giełdowe czynią cofnięcie zaczętej operacji czymś bardzo trudnym. Pamiętajmy, że klient uzyskuje prawo dysponowania kupionymi papierami już z chwilą, gdy dom maklerski otrzyma informację, że jego dyspozycja została na giełdzie zrealizowana. Tym samym nim rozliczenie zostanie przeprowadzone, papiery te mogą być już przedmiotem kolejnych transakcji i zmienić nawet kilkakrotnie właściciela. Przewlekane zakończenie rozliczenia poza zaplanowany czas podważałoby przekonanie o sensowności korzystania z giełdy i stawiało psychologiczną tamę jej rynkowi. Zakładając pewne prawdopodobieństwo nieoczekiwanych komplikacji, strony rynku tworzą dodatkowe zabezpieczenia formalne i finansowe, np. fundusze gwarancyjne, co ma zapewnić zakończenie każdego rozliczenia, nawet

na koszt pozostałych uczestników obrotu. Ponadto w relacji klient – dom maklerski stosuje się praktykę żądania dostarczenia, wraz z dyspozycją kupna lub sprzedaży, stosownych środków w wysokości odpowiadającej w pełni lub w części planowanej transakcji i blokowania ich do czasu otrzymania informacji z giełdy lub od analogicznego podmiotu prowadzącego obrót, o realizacji takiej dyspozycji.

Proces dokonywania rozliczeń składa się z kilku etapów, które od 1989 roku objęte są powszechnie akceptowanymi wytycznymi banków centralnych czołowych krajów świata, tzw. rekomendacjami Grupy 30. (G-30) [1]. Początek daje mu oczywiście zawarcie transakcji, które na poszczególnych rynkach odbywa się na różne sposoby – od notowań przeprowadzanych głosem po teleinformatyczne, zdalne kojarzenie zleceń. Sposób zawierania transakcji nie ma jednak istotnego znaczenia dla przebiegu rozliczeń. Zaczynają się one od upewnienia się, czy strony transakcji (kupujący i sprzedający) nie wnoszą zastrzeżeń co do takich warunków, jak: ilość, cena, termin rozliczenia i partner operacji. Dla pełnej jasności podkreślimy, że stronami transakcji w tym pojęciu są domy maklerskie, które w imieniu swych klientów złożyły zlecenia. W większości zautomatyzowanych (informatycznych) systemów obrotu, gdzie odpowiedniość parametrów zlecenia z pierwotną dyspozycją klienta z zasady jest zupełna, faza ta dopuszcza ewentualnie jedynie zgodne z obu stron anulowanie transakcji. Dlatego w takim przypadku zawarte transakcje określa się jako nieodwołalne. W tradycyjnych systemach obrotu uzgodnienie dokonywane jest wobec podmiotu organizującego rynek regulowany, systemu clearingowego, stowarzyszenia zawodowego pośredników rynkowych lub systemu rozliczeń. Bezpośredni uczestnicy rynku mogą wchodzić w transakcje zarówno na swój rachunek, jak i na konto klienta, który może być instytucjonalny lub indywidualny. W tym drugim przypadku potwierdzenie tak naprawdę sięga znacznie głębiej, bowiem zaleca się, aby pośrednik umożliwił potwierdzenie transakcji także swemu klientowi lub jego pełnomocnikowi. Jeśli ma to miejsce, to weryfikację transakcji przez dom maklerski określa się mianem uzgodnienia, a przez klienta mianem potwierdzenia. Wspomniane wcześniej rekomendacje G-30 sugerują przeprowadzenie tej operacji w terminie D+1 od dnia zawarcia transakcji. W praktyce operacja polega na pozostawieniu

uczestnikom obrotu określonego czasu na te czynności oraz na ich przeprowadzaniu tylko w odniesieniu do transakcji kwestionowanych. Pozostałe zostają potwierdzone domyślnie.

Uzgodnienie i potwierdzenie transakcji są przygotowaniem do ustalenia rozmiarów zobowiązań obu jej stron na określony termin. Zobowiązania te mogą być obiektem kompensacji. Większe tradycje, bo pochodzące generalnie z praktyki sektora finansów, mają kompensacje zobowiązań pieniężnych. Przez analogię proponuje się obecnie kompensacje w zakresie zobowiązań w papierach. Kompensacje przyjmują różne formy i zakres, zwłaszcza w odniesieniu do skutków, jakie przepisy prawne przewidują na wypadek niezdolności uczestnika rynku do wywiązania się ze swych zobowiązań. Odmienność w stosunku do zwykłych rozliczeń pełnej czyli wielostronnej kompensacji w papierach wynika z zastosowania mechanizmu pośrednictwa organu kompensacji w poszczególnych transakcjach, tj. przerwania bezpośredniego powiązania jej stron i dokonywania zawsze kupna od, a sprzedaży na rzecz organu kompensacji. Umożliwia to ustalenie dla każdego papieru jednego salda należności w relacji uczestnika obrotu do organu kompensacji. Uproszczona kompensacja nie sięga po przerwanie powiązania stron transakcji. Zapewnia więc jedynie ustalenie zbiorczego salda dla każdego papieru między każdymi dwoma uczestnikami z osobna. Mimo że kompensacja, i to pełna, jest przedmiotem jednej z rekomendacji G-30, stosuje ją wciąż niewiele rynków papierów wartościowych. Istotnym ograniczeniem jest bowiem rozmiar takiego rynku oraz, może trudna do określenia, lecz niewątpliwie istniejąca, krytyczna jego wielkość, dopiero powyżej której mechanizm kompensacji, wymagający rozbudowanego aparatu administracyjnego i narzędzi technicznych, jest wart zastosowania.

Kolejnym etapem rozliczeń, po określeniu poszczególnych lub zbilansowanych dwustronnie albo wielostronnie zobowiązań, jest przesłanie dyspozycji transferu papierów i środków pieniężnych. Adresatem jest centralny organ lub system rozliczeń, a nadawcą zależnie od zasad poszczególnych rynków sami uczestnicy – strony transakcji, podmiot organizujący obrót (w tym giełda) albo system clearingowy, w którym przeprowadzono wcześniej uzgodnienie i potwierdzenie transakcji. Dyspozycjom, które wedle rekomendacji G-30 powinny zostać wypełnione najpóźniej w terminie D+3, towarzyszyć mogą dodatkowe zobowiązania wyprzedzające właściwe rozliczenie transakcji, jak np. żądanie uzupełnienia udziału w funduszu gwarancyjnym.

Poprawność tego procesu powinna być kontrolowana i nadzorowana. To rola centralnego depozytu papierów wartościowych. W przeszłości przepływy papierów i gotówki miały charakter zupełnie materialny lub postać przekazywania odpowiednich dokumentów. Od czasu powstania technicznych warunków dematerializacji papierów wartościowych

zmierza się do wykorzystania jej w obrocie papierami, sprowadzając obrót do operacji typu księgowego przenoszenia papierów z konta na konto. W takim układzie tym bardziej znajduje uzasadnienie, mające odbicie również w rekomendacjach G-30, istnienie centralnego depozytu papierów wartościowych. Depozyt prowadzi również kontrolę ogólnych stanów przepływów gotówkowych współpracując z bankiem rozliczeniowym, tj. przeważnie bankiem centralnym danego kraju. Niekiedy zaś w odniesieniu do walorów skarbowych ten bank sam wypełnia funkcje centralnego depozytu.

Realizacja dyspozycji przekazania papierów i gotówki w niektórych krajach nie jest nieodwołalna, a sprzedający i kupujący zachowują jeszcze, pod pewnymi warunkami, prawo wycofania się z transakcji. Jeśli zaś do niej dochodzi, to znów wedle rekomendacji G-30 zmierza się do synchronizacji operacji płatności i przekazania papierów, aby odbyły się dokładnie w tym samym czasie. Osiąga się w ten sposób realizację tzw. zasady DVP (*delivery versus payment*). Najpełniej udaje się to w systemach zautomatyzowanych (informatycznych), które umożliwiają sprzężenie systemów, a w nich operacji, obsługi rynków papierów wartościowych (przeływ papierów) oraz rynków finansowych (przeływ gotówki).

W różnych krajach podejścia do zasady DVP są odmienne, ale można wyodrębnić trzy modele praktycznie stosowane na świecie. Często zresztą nie mówi się wcale o DVP, a raczej o stworzeniu powiązania między przekazaniem papierów a zapłatą w gotówce. Model 1. charakteryzuje się tym, że przekazywanie papierów i gotówki odbywa się między stronami cząstkowo, stosownie do poszczególnych transakcji, a przekazanie papierów przez sprzedającego oraz pieniędzy przez kupującego ma miejsce w tym samym czasie. Model 2. odznacza się tym, że cząstkowe tak jak w modelu 1., przekazywanie papierów odbywa się w pewnym przedziale czasu kończącym się terminem rozliczenia, a przekazanie gotówki ma miejsce dopiero na koniec rozliczenia i odbywa się w formie regulacji sald dwustronnych między uczestnikami. Model 3. polega na kompensacji, co najmniej dwustronnej, należności do postaci zbiorczych sald wynikających z poszczególnych transakcji i regulowaniu ich zarówno w papierach, jak i w gotówce w jednym momencie na koniec okresu rozliczeń.

W rozwiązaniach realizujących model 1. eliminuje się ryzyko główne (bliższa prezentacja rodzajów ryzyka została zamieszczona dalej) gwarantując, że papiery nie zostaną przekazane, zanim nie wpłynię płatność. Niedogodnością zaś jest to, że przeważnie w takich systemach rozliczeń uczestnicy są zmuszani do blokowania na kontach znaczących kwot gotówki na poczet nieodległych rozliczeń. Jeśli zaangażowanie poszczególnych uczestników w obrocie jest duże, to odpowiednio znaczące jest ryzyko płynności i utraty korzyści. Prowadzi to do zagrożeń

płynności rynkowej papieru, wobec czego tworzone są często regulowane mechanizmy zaciągania bardzo krótkotrwałych (rzędu 24 godzin) pożyczek w papierach. To z kolei wnosi nowe źródło ryzyka – groźbę niedotrzymania obowiązku zwrotu pożyczki, co w konsekwencji może być równoznaczne z odtworzeniem ryzyka głównego. Jak więc widać, model 1., mimo pełnej realizacji DVP, nie jest optymalny dla rynku papierów wartościowych o dużych rozmiarach, tak w znaczeniu liczby transakcji, wartości obrotów, jak i liczby uczestników.

W modelu 2. transfer papierów poprzedza płatność gotówkową, co oczywiście naraża sprzedającego na ryzyko główne. Rozwiązanie takie przyjmuje się jednak za realizację DVP, jeśli obejmuje ono dodatkowe mechanizmy zabezpieczające. Zasadniczo polegają one na tym, że przekazanie papierów przez sprzedającego rodzi bezwzględne zobowiązanie banku reprezentującego kupującego do zapłaty, niezależne od faktycznego stanu konta samego kupującego. Zazwyczaj bank taki zabezpiecza tę płatność na papierach, które były przedmiotem transakcji. Ryzyko banku polega wówczas na możliwym spadku wartości tych papierów. Dla rynku istnieje zaś ryzyko bankructwa banku płatnika. Tym niemniej sprzedający może uważać, że zachowane są zasady DVP.

Model 3., najbardziej dojrzały, też nie jest zupełnie wolny od zagrożeń. Koncentrują się one jednak na operatorze rozliczeń, który zazwyczaj prowadzi nie tylko same kompensacje, ale i mechanizmy gwarancyjne oraz zabezpieczające. Można więc powiedzieć, że wykrywanie nieprawidłowości odbywa się centralnie i możliwie wcześnie, a konsekwencje ponoszą wszyscy uczestnicy, a nie tylko jeden. Tym niemniej w krańcowym przypadku cały system może się okazać niesprawny, co oznacza, że w tym modelu najważniejszym ryzykiem jest ryzyko systemowe.

Na marginesie zwrócę uwagę, że we wszystkich współczesnych systemach rozliczeń transakcji papierów wartościowych kluczowym elementem, który napędza płynność rynkową, ale i rodzi zagrożenia, jest zaciąganie bieżących pożyczek w papierach. Leży to w gruncie rzeczy w naturze samych rozliczeń, które odbywają się w ciągu kilku dni od zawarcia transakcji, a przeciw inwestorzy, reprezentowani przez uczestników rynku, mogą dysponować aktywami wkrótce po uzgodnieniu transakcji, znacznie przed terminem rozliczenia. Rozmaicie więc widziany kredyt: bezpośredni lub ukryty w mechanizmach rozliczeń, jest elementem ich natury i związanego z nimi ryzyka. Podstawowy problem związany z funkcjonowaniem kredytu polega na ustaleniu, do jakiego stopnia i w jakich granicach jest on akceptowalny oraz kto ma ponosić jego ryzyko.

Gwarancje płatności zapewniają bądź operator systemu rozliczeń, a w tym nawet i bank centralny danego kraju, bądź jego uczestnicy albo ich przed-

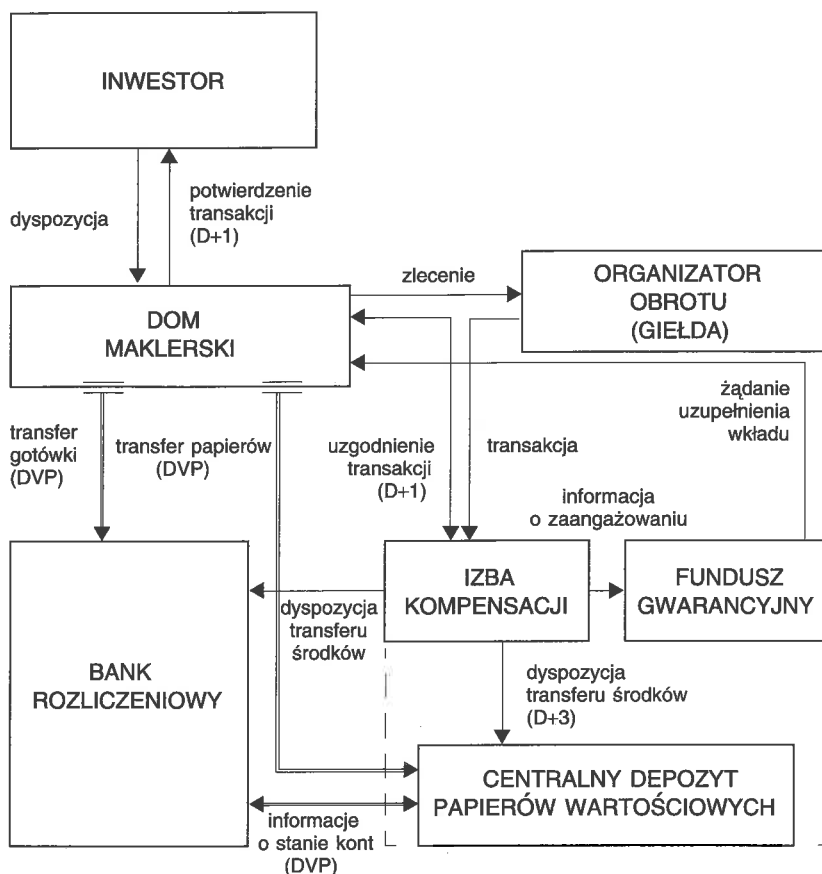
stawiciele – banki komercyjne. Gwaranci ustanawiają rozmaite techniki zarządzania ryzykiem, w tym ryzykiem strat oraz niewypłacalności uczestników lub własnej. Pierwszą są procedury dopuszczania uczestników obrotu do systemu gwarancji, drugą – udział uczestników w funduszach gwarancyjnych, trzecią – górne granice zaangażowania i kredytu. Można sądzić, że są to posunięcia skuteczne, jako że od wielu lat, mimo rozmaitych głośnych wydarzeń typu bankructwa banku inwestycyjnego Barrings czy kryzysu meksykańskiego, nie notuje się wydarzeń o charakterze powszechnego kryzysu systemowego, jak w latach 70. i 80.

W modelu 3. zdarza się, że z założenia nie gwarantuje się płatności. W przypadku niewypłacalności płatnika, system rozliczeń przewiduje po prostu unieważnienie transakcji lub jej części, a następnie przeliczenie ogółu zobowiązań w wielostronnym systemie kompensacji. W takim przypadku określa się zobowiązania prowizoryczne (wstępne), do których przygotowują się strony przed terminem rozliczeń oraz zobowiązania ostateczne, ustalone dokładnie w terminie rozliczeń. Nierzetelny uczestnik oczywiście ponosi tego konsekwencje, ale ich natury nie będziemy tu rozważać. Uczestnicy muszą więc być zdolni do podołania wymogom zmiennej płynności, wnoszonym przez unieważnienia transakcji, tj. posiadać źródła papierów i gotówki, do których mogą się awaryjnie odwołać. Takim źródłem może być też specjalny mechanizm w systemie kompensacji pożyczek i następnie regulujących je zakupów rynkowych.

Rynek taki, aby był wolny od ryzyka systemowego, musi więc funkcjonować w otoczeniu zapewniającym swobodny dostęp gotówki (płynny rynek pieniężny) oraz papierów wartościowych (płynny rynek papierów). Dla pewności rozliczeń ogromne znaczenie ma też zaangażowanie się banku centralnego jako banku rozliczeniowego albo przez udostępnienie kontrolowanych przez niego mechanizmów przepływu gotówki, tzw. kont otwartych. W tym drugim przypadku zawsze będzie istnieć kategoria uczestników, którym te mechanizmy nie będą udostępniane, co pozostawia margines utrudnień i zagrożeń.

Podobnie jak w praktyce bankowej, rozliczenia giełdowe zmierzają do modelu opartego na wydłużonym cyklu, najczęściej miesięcznym. Nie zmienia to zasad techniki rozliczania transakcji, a jedynie inaczej organizuje sam proces. W miesięcznym cyklu każdego dnia rejestruje się transakcje, ale ostateczne rozliczenia, tj. przekazanie papierów oraz płatności, przeprowadza się między domami maklerskimi dopiero na koniec okresu rozliczeniowego. Tym niemniej stan zaangażowania stron jest precyzyjnie określany każdego dnia. Stosownie do jego poziomu ustala się przeciw bieżące zabezpieczenia rynku, takie jak obowiązkowe udziały domów maklerskich w funduszu gwarancyjnym. Natomiast nie przeprowadza się przepływów w papierach i środ-

kach finansowych. Z upływem miesięcznego terminu izba kompensacji weryfikuje salda kont oraz ustala skompensowane przepływy między uczestnikami rynku, które teraz już będą zrealizowane faktycznie.



Schemat rozliczenia transakcji

Źródło: opracowanie własne.

Model rozliczeń miesięcznych, jako wnoszący istotny element ryzyka, wymaga wzmoczonych zabezpieczeń finansowych. Tym samym uczestnicy rozliczani według tego modelu muszą mieć odpowiednio wyższy kapitał. Nic dziwnego więc, że polski rynek papierów wartościowych na razie nie zna instytucji izby rozliczeniowej, nie prowadzi dynamicznego, a tylko statyczny fundusz gwarancyjny i w ograniczonym do roli specjalisty zakresie stosuje kompensację bieżących rozliczeń.

Od momentu zawarcia transakcji, do chwili ostatecznego przekazania przez jej strony papierów i gotówki upływa nawet kilka dni. Przez ten czas ma miejsce istotna niepewność każdej ze stron co do zakończenia operacji zgodnie z umową. Organizacja obrotu, a zwłaszcza rozliczeń powinna ryzyko to uwzględniać w swych rozwiązaniach i możliwie ograniczać.

Uważa się, że rodzaje i źródła ryzyka ponoszonego przez stronę transakcji w obrocie papierami wartościowymi są takie same, jak w pieniężnym

obrocie międzybankowym. Można więc przyjąć, że aktualne są tezy raportów banków centralnych grupy dziesięciu czołowych państw świata (G-10) na ten temat [1].

Uczestnik obrotu papierami wartościowymi przede wszystkim ponosi ryzyko kredytowe. Polega ono na niepewności, czy przeciwna strona transakcji wywiąże się w pełni z wynikającego z niej zobowiązania. Składa się na nie ryzyko niezyskania korzyści związanych z transakcją, która nie dochodzi w normalnym trybie do skutku oraz ryzyko utraty papierów wartościowych lub gotówki przekazanych już kontrahentowi, który przyjmując je, sam nie odważenia się wypełnieniem swojego zobowiązania. W czasie cyklu rozliczania transakcji ceny rynkowe mogą się tak zmieniać, że zaistnieje dodatkowa korzyść, jednostkowo mierzona różnicą między bieżącą ceną rynkową a ceną transakcji. Sprzedający papiery jest narażony na ryzyko utraty takiej korzyści, jeśli cena rynkowa jest niższa od ceny transakcji, a kupujący papiery, jeśli jest odwrotnie. W momencie zawierania transakcji, z uwagi na niepewność kształtowania się cen rynkowych w przyszłości, ryzyko to jest jednakowe dla obu stron. Jego rozmiar jest zależny wprost proporcjonalnie od wahań cen oraz długości cyklu rozliczeń. Na wielu rynkach ogranicza się go, ża-

dając codziennie dodatkowego pokrycia przez zablokowanie środków, odpowiadających rozmiarowi zmiany wartości papierów, będących przedmiotem rozliczanych transakcji. Rozmiar ryzyka, liczony jak wyżej, może osiągać znaczącą wartość nawet na rynku kasowym, gdzie rozliczenia zazwyczaj odbywają się w granicach do 3 dni (D+3) od daty zawarcia transakcji. W okresach wyraźnej hossy czy bessy nie dziwią zmiany cen do 30% w ciągu 3 dni.

Podstawowym jednak ryzykiem jest możliwość powstania niewypłacalności przeciwnej strony transakcji, właśnie w czasie, gdy wypada termin jej rozliczenia. Rozmiar ryzyka wyznacza pełna wartość transakcji. Na ryzyko to narażone są obie strony, każda od momentu, gdy wydała dyspozycję przekazania papierów lub gotówki.

Obie strony transakcji są też narażone na ryzyko niedotrzymania terminu rozliczenia, które tym niemniej zostaje dokonane, ale po jakimś czasie. Nie chodzi więc o sprzeniewierzenie, lecz o nietermino-

wość. Nie dochodzi bowiem ostatecznie do zmateria-  
lizowania się zagrożenia objętego ryzykiem kredy-  
towym. Tym niemniej stwierdzenie tego w chwili  
upłynięcia terminu rozliczenia i równoczesnego  
stwierdzenia braku świadczenia jednej ze stron  
transakcji, nie pozwala jeszcze ustalić powodu tego  
faktu i przyszłych losów operacji. Bezwzględnie zaś  
powoduje utratę zaufania pozostałych uczestników  
obrotu – tym głębszą, im wyraźniejszy jest związek  
tego faktu z ogólną sytuacją rynkową, np. gwałtowną  
bessą. Przy tym głębszą z powodu niewywiązy-  
wania się z płatności gotówkowej, niż z powodu  
nieprzekazania papierów, bowiem wyraźnie bar-  
dziej ograniczona podaż i płynność tych ostatnich,  
przy praktyce częstego pożyczania i zakupywania  
w ostatniej chwili (charakterystycznej dla operacji  
terminowych), niekoniecznie musi być wyrazem  
złej sytuacji finansowej uczestnika obrotu.

Konsekwencje niewywiązania się z transakcji,  
choćby polegające na spóźnieniu świadczenia, ob-  
ciążają niestety drugą stronę, której z kolei zabrak-  
nie pochodzących z tej operacji środków na regulo-  
wanie własnych zobowiązań. Powstaje reakcja łań-  
cuchowa. Sprzedający w nie zakończonej jeszcze  
transakcji staje wobec ryzyka konieczności pożycz-  
nienia gotówki lub naruszenia aktywów. Z kolei kupu-  
jący napotyka ryzyko konieczności pożyczania pa-  
pierów. Rozmiar ryzyka zależy od płynności rynku  
i rozwiązań zabezpieczających.

Kolejne ryzyko związane jest z rzetelnością ban-  
ku rozliczeniowego, a wobec tego dotyczy płatności  
gotówkowych. W wielu krajach powierzono te funk-  
cje bankowi centralnemu, co zasadniczo znosi to  
ryzyko. Kiedy jednak funkcje te pełni bank komer-  
cyjny, ryzyko to istnieje. W niektórych krajach  
zmniejsza się je przez dopuszczenie tzw. kont ot-  
wartych w banku centralnym, przez które prze-  
pływy finansowe są realizowane bez ograniczeń,  
o ile merytorycznie i formalnie są poprawne. Ich  
stronami mogą być tylko jednostki finansowe upra-  
wnione do tego przez bank. Pozostali uczestnicy nie  
uwolnią się od tego ryzyka, choć akurat w porów-  
naniu z innymi jego rodzajami, prawdopodobieństwo  
jego ziszczenia się nie jest zbyt duże. Zabez-  
pieczeniem ma też być zapewnienie inwestorom  
możności dysponowania należną gotówką, natych-  
miast po jej upłynięciu w ramach rozliczania trans-  
akcji.

Wreszcie należy zwrócić uwagę na ryzyko sys-  
temowe, tkwiące w organizacji rynku papierów wa-  
rtościowych. W odniesieniu do pojedynczej transak-  
cji jego mechanizm został już przedstawiony. W skali  
powszechnej zagrożeni nim są nie tylko  
bezpośredni uczestnicy obrotu, ale właściwie cały  
sektor finansowy. Duże problemy własne znacząco-  
go uczestnika obrotu mogą wpędzić w kłopoty jego  
partnerów i tak łańcuchowo przez skalę zaległości  
w realizacji zobowiązań wstrząsnąć bankiem cen-  
tralnym i całą gospodarką. Źródło tego ryzyka tkwi  
też w samych narzędziach technicznych obsługi

rozliczeń. Awaria tych narzędzi może być począt-  
kiem opisanej wyżej lawiny problemów. Stąd troska  
o rozwiązania zabezpieczające: ekonomiczne i tech-  
niczne, także po stronie banków i instytucji finan-  
sowych, które niekoniecznie uczestniczą bezpośre-  
dnie w obrocie.

Krytycznym momentem ewentualnego przeobra-  
żenia się ryzyka potencjalnego w zagrożenia realne  
jest umowny termin rozliczenia transakcji, o ile nie  
zostaje on dotrzymany. Stąd silne dążenie wszyst-  
kich systemów rozliczeń do ustanowienia obowiąz-  
ku DVP, tj. stworzenia takich mechanizmów: pra-  
wnego, bankowego, rozliczeniowego i technicznego,  
aby maksymalnie powiązać w czasie operacje prze-  
kazania papierów i gotówki i aby w przypadku  
niewywiązania się jednej ze stron, druga nie doko-  
nywała operacji przekazania jednostronnie. Do-  
świadczenia krajów, które już zastosowały DVP,  
dowodzą, że oprócz minimalizacji ryzyka podstawo-  
wego, zmniejsza się też ryzyko niedostatecznej  
płynności.

Tym niemniej sama realizacja zasady DVP nie  
zapewnia eliminacji ryzyka systemowego. Niezbęd-  
ne jest uruchomienie stałych procesów kontrolnych,  
śledzących rozmiary ryzyka, szacowanego przez ba-  
danie rozmiarów obrotu, zmian kursów oraz płyn-  
ności rynkowej papierów. Teoretycznie rozwiązania  
te, podobnie jak depozyt papierów wartościowych  
czy jednostki prowadzące fundusze gwarancyjne,  
też są obciążone ryzykiem nierzetelnego ich prowa-  
dzenia i funkcjonowania.

W świetle powyższych rozważań można uznać, że  
mechanizm obrotu papierami wartościowymi jest  
w gruncie rzeczy taki sam, jak prowadzonego przez  
banki obrotu finansowego. Wobec tego na obu ryn-  
kach stosuje się te same metody zarządzania ryzy-  
kiem. Mają one zapewnić równowagę między dopu-  
szczanym ryzykiem a efektywnością obrotu, co jest  
kwestią zindywidualizowaną i właściwą dla specyfi-  
ki rynku papierów wartościowych, rynku pienięż-  
nego oraz systemów przekazywania papierów i go-  
tówki. Rynek papierów wartościowych, jako bliź-  
niaczy finansowemu, adaptuje standardy właściwe  
temu drugiemu, w tym kompensacje, gwarancje,  
rozliczenia ponadnarodowe, wielowalutowe itd.  
Standardy te są wyznaczane przez normy minimal-  
ne banków centralnych państw Grupy G-10 [1].  
Tym niemniej, mając na uwadze ograniczony w sto-  
sunku do całości rynku finansowego rozmiar ryzy-  
ka systemowego, zasady tych raportów nie mogą  
być uznane za minimalne, lecz szersze, dla handlu  
papierami wartościowymi.

*Janusz Zawila-Niedźwiecki*

#### BIBLIOGRAFIA

- [1] *Livraison contre paiement dans les systèmes de règlement de titres*, Bank Rozliczeń Międzynarodowych, Bazylea 1992.

Autor jest pracownikiem Instytutu Organizacji Systemów Pro-  
dukcyjnych Politechniki Warszawskiej i dyrektorem Działu  
Informatyki Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie