



**Podsumowanie wniosków z konsultacji
publicznych Rekomendacji w zakresie
stosowania indeksu WIRON
w emisjach zmiennoprocentowych
papierów dłużnych**

**Dokument Narodowej Grupy Roboczej
ds. reformy wskaźników referencyjnych**

Podsumowanie wniosków z konsultacji publicznych *Rekomendacji w zakresie stosowania indeksu WIRON w emisjach zmiennoprocentowych papierów dłużnych*

Wstęp

Przedmiotem konsultacji publicznych był projekt dokumentu „Rekomendacja w zakresie stosowania indeksu WIRON w emisjach zmiennoprocentowych papierów dłużnych”. Rekomendacja przygotowana została przez Narodową Grupę Roboczą ds. reformy wskaźników referencyjnych (NGR) na podstawie analiz i dyskusji ekspertów. Jej celem jest wskazanie podmiotom rynku finansowego najlepszych praktyk w zakresie stosowania indeksu WIRON do naliczania płatności odsetkowych w emisjach zmiennoprocentowych papierów dłużnych.

Rekomendacja jest jednym z produktów prac Fazy Przygotowawczej Mapy Drogowej procesu zastąpienia wskaźników referencyjnych WIBOR i WIBID przez indeks WIRON.

Wnioski z procesu konsultacji

Uwagi do projektu rekomendacji, w opinii ekspertów NGR, nie powodują potrzeby wprowadzania zmian w konsultowanym dokumencie.

Eksperci NGR, w celu wyjaśnienia wszystkich wątpliwości, a także z uwagi na istotność poruszanych zagadnień i będąc świadomymi wagi i potrzeby szerzenia wiedzy wśród uczestników rynku, udzielili szczegółowych odpowiedzi na otrzymane komentarze. Znajdują się one w sekcji Podsumowanie.

Zakres i termin konsultacji

Konsultacje projektu dokumentu odbyły się poprzez:

1. Zamieszczenie na stronie internetowej KNF w zakładce NGR
 - https://www.knf.gov.pl/dla_ryнку/Wskazniki_referencyjne/aktualnosc?articleId=80618&p_id=18
 - https://www.knf.gov.pl/en/news?articleId=80621&p_id=19
2. Wysłanie zaproszenia do udziału w konsultacjach wraz z przekazaniem dokumentu do stowarzyszeń branżowych rynku finansowego

Konsultacje trwały od 21 grudnia 2022 do 4 stycznia 2023 roku.

Każdy zainteresowany miał możliwość przesłania uwag na adres email: konsultaciengr@knf.gov.pl.

Podsumowanie uwag zgłoszonych w ramach konsultacji publicznych wraz z odpowiedziami NGR

Do 4 stycznia wpłynęło jedno stanowisko od stowarzyszenia branżowego rynku finansowego.

Komentarze stowarzyszenia:

1. Podmiot biorący udział w konsultacjach wskazał, że aktualnie systemy i procesy agentów kalkulacyjnych i emitentów nie są przygotowane do stosowania indeksu WIRON w emisjach zmiennoprocentowych papierów dłużnych zgodnie z rekomendowaną metodą.

W opinii ekspertów NGR konieczność zastąpienia terminowych wskaźników referencyjnych stopy procentowej (np. WIBOR 3M i WIBOR 6M) indeksem WIRON opracowywanym na podstawie transakcji o terminie zapadalności O/N stawia wiele nowych wyzwań, które wymagają dostosowania systemów i procesów podmiotów rynku zmiennoprocentowych papierów dłużnych. Rekomendacja w zakresie stosowania indeksu WIRON ma na celu wskazanie najlepszych praktyk, a tym samym kierunku dostosowań.

Opracowana przez NGR Oczekiwana Mapa Drogowa procesu zastąpienia wskaźników referencyjnych WIBOR i WIBID przez indeks WIRON przewiduje, że emisje zmiennoprocentowych papierów dłużnych opartych o WIRON zaczną pojawiać się w 2024, a od 2025 rynek będzie gotowy do funkcjonowania bez wskaźnika WIBOR – tak więc okres przeznaczony na dostosowanie systemów i procesów uczestników rynku wynosi od roku do niemal 2 lat.

2. Podmiot biorący udział w konsultacjach zwrócił uwagę na niepożądane cechy rekomendowanej metody przesunięcia okresu obserwacji o 5 dni roboczych, takie jak: ustalenie ostatecznej kwoty odsetek dopiero pod koniec okresu odsetkowego, możliwość występowania w specyficznych sytuacjach ujemnych odsetek przy dodatnich stopach procentowych, czy trudności przy właściwym rozliczaniu okresów odsetkowych zaczynających się w dni wolne od pracy.

W opinii ekspertów NGR każda z możliwych do zastosowania metod ma mniejsze lub większe wady. Zasadniczo im bardziej metoda oddaje rzeczywistość ekonomiczną, tym bardziej jest skomplikowana i wymaga większych dostosowań w systemach i procesach. Eksperti NGR przeanalizowali możliwe do zastosowania metody, ich zalety i wady oraz zarekomendowali metodę cechującą się najlepszym zrównoważeniem pożądanых cech, tzn. poprawności ekonomicznej, zrozumiałości dla nabywcy oraz dostosowania infrastruktury rynkowej.

Niedogodności rekomendowanej metody są możliwe do zmięgowania poprzez dostosowania systemowe lub umowne oraz właściwą komunikację między wszystkimi stronami. Na przykład przybliżona wartość odsetek może być szacowana na podstawie publikowanych wskaźników z rodziny WIRON wraz z upływem okresu odsetkowego szacowana wartość będzie dążyła do ostatecznej kwoty odsetek.

Z kolei zdarzenie, gdy kwota narosłych odsetek spada z dnia na dzień (ujemne odsetki za jeden dzień) będzie znane kilka dni roboczych wcześniej i możliwe do uwzględnienia w rynkowej cenie czystej na co pozwala proponowane przesunięcie okresu obserwacji.

Wreszcie kwestia tradycyjnie występujących w emisjach papierów wartościowych denominowanych w PLN okresów odsetkowych zaczynających się w dni wolne od pracy może zostać rozwiązana przez zmianę tej konwencji lub odpowiednie dostosowanie systemów informatycznych.

Wszystkie z wymienionych kwestii są dyskutowane przez praktyków i ekspertów skupionych w Narodowej Grupie Roboczej. Część być może znajdzie swoje miejsce w kolejnych opracowaniach.

3. Podmiot biorący udział w konsultacjach, wskazał jako preferowane metody oparte na historycznych, a nie bieżących wartościach stawki WIRON, ponieważ wymagają niewielkich dostosowań systemów i procesów podmiotów rynku zmiennoprocentowych papierów dłużnych.

W opinii ekspertów NGR w metodach opartych o historyczne wartości indeksu WIRON bieżące oprocentowanie dłużnych papierów wartościowych będzie oderwane od bieżącej sytuacji gospodarczej i aktualnych warunków rynkowych. W przypadku upowszechnienia się emisji oprocentowanych w taki sposób, różnica pomiędzy bieżącym, a historycznym oprocentowaniem, dostępnym w tym samym czasie na różnych instrumentach finansowych, stanie się elementem gry rynkowej i wpłynie wydatnie na wzrost zmienności cen na rynku wtórnym, zmienności niewynikającej z jakości kredytowej emitenta czy sytuacji rynkowej i gospodarczej, lecz z metody ustalania oprocentowania nieodzwierciedlającej rzeczywistości ekonomicznej.

Istnieje możliwość dostosowania systemów i procesów profesjonalnych podmiotów rynku zmiennoprocentowych papierów dłużnych do metod lepiej oddających rzeczywistość ekonomiczną. Dlatego NGR nie może rekomendować metod opartych o historyczne wartości stawki WIRON do powszechnego stosowania.

4. Podmiot biorący udział w konsultacjach, wskazując zalety stosowania historycznych wartości indeksu WIRON, wyraził tezę, że w przypadku długoterminowych papierów wartościowych różnice wynikające ze stosowania historycznych, a nie aktualnych wartości indeksu WIRON zostaną naturalnie rozciągnięte i wyrównane w czasie życia obligacji.

Wskazywano również konkretne metody stosowania indeksu WIRON, np. ustalanie oprocentowania obligacji w oparciu o historyczne poziomy WIRON na początku okresu odsetkowego (przytoczony opis odpowiada metodzie zamrożenie stopy procentowej w okresie referencyjnym, *lockout*), wymieniono również nazwę innej metody, *last recent* (skrócony okres referencyjny).

W opinii ekspertów NGR spośród metod opartych na danych historycznych na szczególną uwagę zasługuje metoda ostatniej aktualizacji (*last reset*). Przyjmuje się, że przy zachowaniu krótkich okresów przeszacowania oprocentowania, niewielkiej zmienności wolumenu i dla długoterminowych umów negatywne efekty wynikające ze stosowania historycznych wartości

stóp procentowych będą ograniczone. Z tego m.in. powodu jest to metoda rekomendowana dla kredytów hipotecznych przy ograniczeniu okresu przeszacowania oprocentowania do 1M.

Jednocześnie NGR nie może rekomendować tej metody do powszechnego stosowania w emisjach zmiennoprocentowych papierów dłużnych. Takie emisje są zróżnicowane pod względem terminów zapadalności i zazwyczaj stosowane są 6-miesięczne terminy przeszacowania stopy procentowej, ponadto w przeciwieństwie do kredytów papiery dłużne są przedmiotem obrotu na rynku wtórnym gdzie znaczenie ma bieżące i przyszłe oprocentowanie, które wpływa bezpośrednio na bieżącą wycenę.

Należy również zauważyć, że rekomendacje NGR nie mają charakteru obligatoryjnego i mogą być stosowane na zasadzie dowolności wyboru z uwzględnieniem specyfiki konkretnych emisji. Emitenci i inwestorzy mogą kształtować warunki emisji dowolnie w ramach obowiązującego prawa.

5. Podmiot biorący udział w konsultacjach zwraca uwagę na konieczność dostosowania infrastruktury informatycznej rynku kapitałowego, zwłaszcza Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie do obsługi obrotu wtórnego papierami dłużnymi opartymi na indeksie WIRON. Ostateczny kształt zmian musi gwarantować tożsame działanie systemów informatycznych platform obrotu oraz firm inwestycyjnych.

W opinii ekspertów NGR harmonogram mapy drogowej reformy odnosi się do potrzeby wprowadzenia omawianych zmian. Analiza wpływu zmian stosowania indeksu WIRON na wtórny obrót papierów dłużnych wykazała, że nie będzie konieczna modyfikacja systemu transakcyjnego GPW. Zmiany będą dotyczyły przede wszystkim procesu generowania oraz obsługi zbiorów odsetkowych i będą wymagały współpracy wszystkich uczestników rynku. W pierwszym kroku GPW zamierza dostosować obecnie używaną infrastrukturę wykorzystywaną do przekazywania przez emitentów i agentów kalkulacyjnych do automatycznego przekazywania zbiorów odsetkowych do systemu notującego. Prace te będą realizowane przy współpracy z interesariuszami i zgodnie z opracowaną przez NGR Mapą Drogową i powinny zakończyć się w 2023 roku. W drugim etapie, tj. w 2024 roku, GPW zamierza przygotować narzędzie informatyczne („generator odsetek”), które w formie usługi dla emitentów i agentów kalkulacyjnych, zapewni możliwość jednorazowego określenia parametrów odsetek, w celu codziennego kalkulowania wartości należnych odsetek i zasilania nimi systemu transakcyjnego oraz ich dystrybucji przez obecnie stosowane kanały informacji. Podczas konstrukcji Mapy Drogowej wskazane terminy zostały dopasowane do planów emisji zmiennoprocentowych papierów dłużnych opartych o WIRON, tak aby wszyscy uczestnicy rynku mieli możliwość wyboru optymalnego rozwiązania i dostosowania własnej infrastruktury do wybranego rozwiązania.

6. Podmiot biorący udział w konsultacjach zwrócił uwagę na poziom zmienności indeksu WIRON w stosunku do indeksu WIBOR.

W przypadku zmienności indeksu WIRON, Administrator indeksu, czyli GPW Benchmark, zaprezentował wyniki analiz porównawczych przebiegu indeksu WIRON w [Dokumencie Konsultacyjnym](#) (z maja 2022 roku) oraz w [Suplemencie analitycznym do Podsumowania](#)

[konsultacji publicznych dotyczących wyboru i metody indeksów stopy procentowej](#) (zaktualizowany w styczniu 2023 roku). GPW Benchmark podkreślała, że indeks WIRON mierzony na podstawie transakcji depozytowych dla terminu zapadalności O/N jest indeksem, zgodnie z informacjami zawartymi w dokumentach analitycznych, o relatywnie wysokiej zmienności w porównaniu z zagranicznymi wskaźnikami referencyjnymi dla tego samego terminu zapadalności.

Co więcej, GPW Benchmark wskazywała, że podobne poziomy zmienności w stosunku do WIRON prezentowały indeksy WIRF i WRR, rozważane w czasie konsultacji jako alternatywy dla indeksu WIRON oraz, co również istotne, stawka POLONIA. Podobny poziom zmienności stawki POLONIA, która jest wyznaczana jako średnia (ważona wolumenem poszczególnych transakcji) oprocentowania niezabezpieczonych depozytów międzybankowych zawartych na termin zapadalności O/N (overnight) w danym dniu roboczym do 16:30, pozwala jednoznacznie stwierdzić, że wysoka zmienność indeksów O/N opartych na transakcjach jest cechą wynikającą z charakterystyki polskiego rynku.

Indeks WIRON, będący indeksem bazowym do wyznaczania indeksów należących do Rodziny Indeksów Składanych WIRON, traci cechę wysokiej zmienności w wyniku przekształcenia w indeksy WIRON 1M Stopa Składana, WIRON 3M Stopa Składana, WIRON 6M Stopa Składana oraz WIRON Indeks Jednopoziomowy poprzez zastosowanie metody procentu składanego, opartej na zasadzie kumulowania jednodniowych indeksów z uwzględnieniem ich dziennej kapitalizacji.

7. Podmiot biorący udział w konsultacjach wskazał na wątpliwości dotyczące możliwości stosowania WIRON w związku z przeprowadzoną przez Administratora rekalkulacją historycznego przebiegu indeksu. Podmiot odniósł się jednocześnie do potrzeby obserwacji indeksu WIRON oraz potrzeby odpowiedniej długości szeregów czasowych pozwalających na obserwację zachowania indeksu.

W zakresie uwag i pytań dotyczących rekalkulacji historycznych wartości indeksu WIRON, informacje dotyczące przeprowadzonej rekalkulacji indeksu WIRON zostały zaprezentowane w raporcie udostępnionym przez Administratora na stronie internetowej [Informacje dotyczące analizy wpływu Audytu Transmisji Danych na indeks WIRON](#). Uzasadnienie decyzji Administratora zostało przedstawione w dokumencie i wskazuje przede wszystkim, że rekalkulacja (1) została przeprowadzona przed wprowadzeniem indeksu do umów i instrumentów finansowych i (2) była wynikiem weryfikacji zadań związanych z identyfikacją, kwalifikacją i przekazywaniem danych transakcyjnych do Administratora, przeprowadzonej przez wszystkie podmioty przekazujące dane. GPW Benchmark przeprowadziła rekalkulację indeksu dla całego pre-produkcyjnego okresu, który odzwierciedla bazę historyczną wartości indeksu WIRON, tj. od początku 2019 roku. Administrator przeprowadził również rekalkulację indeksów należących do Rodziny Indeksów Składanych WIRON.

W przyszłości, w przypadku odnotowania błędów i idących za nimi korekt danych dotyczących zawieranych transakcji, GPW Benchmark prezentować będzie materiały ujawnieniowe, które przedstawiać będą wpływ ewentualnych korekt błędów na przebieg indeksu w przeszłości, na wzór czynności podejmowanych przez niektórych Administratorów. Obserwacja praktyk innych Administratorów potwierdza, że w zakresie czynności związanych z opracowywaniem indeksów, działania na dużych zbiorach danych transakcyjnych mogą prowadzić do błędów niewynikających z zamierzonego działania, ale na przykład z przyczyn operacyjnych. Działania związane z Audytem

Transmisji Danych i zidentyfikowane przy okazji tego procesu niezgodności działają na rzecz poprawy procesów i identyfikacji czynności naprawczych i zaradczych wśród podmiotów przekazujących dane

Obserwacja szeregu czasowego dla indeksu WIRON jest możliwa dla 4 lat. WIRON jest dostępny dla całego 2019, 2020, 2021 oraz 2022 roku i prezentuje zachowanie indeksu w różnych etapach cyklu gospodarczego. Wraz z okresem przewidzianym w Mapie Drogowej na fazę wprowadzenia do stosowania indeksu WIRON oraz wyprowadzania ze stosowania wskaźnika WIBOR, kiedy to indeks WIRON i indeksy należące do Rodziny Indeksów Składanych WIRON będą opracowywane zgodnie z Regulaminami, opublikowana historia indeksów, pozwala na analizę porównawczą oraz przygotowanie się do bezpiecznej zamiany obowiązujących wskaźników referencyjnych w kraju. Dokumenty konsultacyjne oraz rekomendacje Narodowej Grupy Roboczej wraz z dokumentacją/materiałami analitycznymi dostarczanymi przez uczestników prac NGR, wspierać będą ten proces.

8. Podmiot biorący udział w konsultacjach poruszył kwestie związane z ustalaniem tzw. spreadu korygującego, oraz konwersją portfela zmiennoprocentowych papierów dłużnych opartych obecnie na stawce WIBOR.

Są to kwestie pozostające poza zakresem konsultowanej rekomendacji. NGR prowadzi obecnie prace analityczne nad rekomendacją w zakresie konwersji portfela zmiennoprocentowych papierów dłużnych opartych obecnie na wskaźniku WIBOR i będzie ona najprawdopodobniej przedmiotem odrębnych konsultacji.

9. Podmiot biorący udział w konsultacjach wyraził tezę, że brak jednoznacznego terminu rozpoczęcia stosowania indeksu WIRON w emisjach obniży konkurencyjność takich emisji, ponieważ WIRON jest niższy niż WIBOR.

W ramach mapy drogowej zostały przedstawione wstępne terminy dla przeprowadzenia pierwszych emisji opartych o WIRON, jak i docelowy termin zaprzestania opracowywania i udostępniania wskaźnika WIBOR. Z analizy tych dat wynika, że tylko przez krótki okres na rynku będą mogły być przeprowadzane nowe emisji oparte o WIBOR lub WIRON. Ustalenie jednoznacznego terminu nie jest możliwe, ponieważ emitenci mogą korzystać z dowolnych dostępnych wskaźników stopy procentowej na zasadzie dowolności wyboru i w granicach obowiązujących przepisów.

Wybrany wskaźnik referencyjny, choć nie jest jedynym parametrem emisji, to wpływa na zestaw jej parametrów cenowych. To cały zestaw parametrów, determinuje konkurencyjność danej emisji a nie jedynie wybrany wskaźnik referencyjny.