

Instrumenty transferu ryzyka kredytowego banku

Małgorzata Anna Olszak

Transfer ryzyka kredytowego nie jest odkryciem ostatnich lat i towarzyszy od stuleci działalności bankierów. Jednakże postępująca na przełomie wieków rewolucja informatyczna, prowadząca do globalizacji, spowodowała, że skala ponoszonego przez banki ryzyka kredytowego i jego złożoność wymagały pojawienia się nowych narzędzi, które zapewnią skuteczne sterowanie tym ryzykiem. Do takich właśnie narzędzi należą instrumenty transferu ryzyka kredytowego. Artykuł ten jest próbą odpowiedzi na następujące pytania:

1. *Jakie są instrumenty transferu omawianego ryzyka?*
2. *Jaki jest wpływ określonego instrumentu na strukturę bilansu banku?*
3. *Jakie są korzyści i koszty związane z zastosowaniem instrumentów transferu ryzyka kredytowego?*

Wstęp

Instrumenty transferu ryzyka kredytowego istnieją tak długo, jak długo funkcjonuje sam kredyt. Wiele wieków temu pojawiły się pierwsze akredytywy oraz gwarancje. Jednakże w ostatnich latach zróżnicowanie tych instrumentów i ich zastosowania poszerzyły się znacząco. Era nowoczesnego transferu ryzyka kredytowego rozpoczęła się w latach 70. w Stanach Zjednoczonych, wraz z pojawieniem się technik sekurytyzacyjnych. Następnie w latach 80. pojawił się wtórny rynek dla kredytów bankowych. Międzynarodowe rynki derywatów kredytowych, które przerzucają ryzyko kredytowe, nie ingerując w relacje banku z klientem, zostały wykreowane na początku lat 90. i jak dotychczas rozwijają się dynamicznie. Dlatego obecnie ryzyko kredytowe jest postrzegane jako przedmiot obrotu, nawet wówczas, gdy kredytodawca nie może sprzedać określonego aktywu (Kiff 2003).

Instrumenty transferu ryzyka kredytowego ułatwiają optymalną alokację ryzyka kredytowego w gospodarce i prowadzą do specjalizacji poprzez rozdzielenie funkcji kredytowania od ekspozycji na ryzyko kredytowe. Instytucje finansowe, a w szczególności banki jako podmioty systemu finansowego gospodarki najbardziej obciążone ryzykiem kredytowym, wykorzystują te instrumenty w celu optymalizacji kapitału ekonomicznego i regulacyjnego.

Niniejsze opracowanie koncentruje się na zarządzaniu ryzykiem kredytowym przez pojedynczy bank. Wskazuje miejsce instrumentów transferu ryzyka kredytowego w strukturze procesu zarządzania ryzykiem. Następnie charakteryzuje poszczególne grupy instrumentów i prezentuje skalę ich wykorzystania na mię-

dzynarodowym rynku finansowym. W ostatnim etapie przeanalizowane zostaną narzędzia transferu ryzyka kredytowego z punktu widzenia korzyści i kosztów. Jednakże aby móc prowadzić te wywody, w pierwszych dwóch punktach skoncentrowano się na specyfice ryzyka kredytowego w banku depozytowo – kredytowym.

Pojęcie i istota ryzyka w działalności bankowej

Rozważania na temat istoty ryzyka w naukowej publicystyce ekonomicznej można podzielić na dwa główne nurty. Pierwszy z nich związany jest z teorią podejmowania decyzji, która kładzie nacisk na niepewność przyszłości w odniesieniu do przyczyn. Drugi nurt związany jest z teorią zarządzania ryzykiem i akcentuje jego związek z możliwością chybienia celu w odniesieniu do działania (Borys 1996: 12).

Istotny wpływ na rozwój pierwszego z nurtów miały prace angielskiego ekonomisty F. Knighta, który uważał, że w praktyce gospodarczej dominują zdarzenia niepowtarzalne. Jego zdaniem, ryzyko dotyczy zdarzeń powtarzalnych, wycenialnych i takich, których potencjalne istnienie można zmierzyć za pomocą jednego z trzech rodzajów prawdopodobieństw: statystycznego, matematycznego lub szacunkowego. Natomiast w odniesieniu do sytuacji, w których nie można zastosować żadnego z rodzajów prawdopodobieństw, należy używać pojęcia niepewności (Borys 1996).

Odmienne poglądy prezentują autorzy związani z drugim nurtem. W literaturze ekonomicznej nurt ten jest reprezentowany m.in. przez: B. Gruszkę i Z. Zawadzką (1992), D. N. Chorafasa (2000), C. Suszyńskiego i V. Joga (1995), a także M. Iwanicz-Drozdowską i A. Nowak (2001). W podejściu tym ryzyko definiowane jest nie tylko jako możliwość negatywnego chybienia celu, ale również jako szansa pozytywnego nieosiągnięcia celu (Gallati 2003).

Oba przedstawione podejścia do ryzyka nie są względem siebie całkowicie rozbieżne, ponieważ mają elementy wspólne, takie jak niepewność czy zagrożenie. Na ich podstawie ryzyko można syntetycznie zdefiniować jako zestawienie następujących elementów:

- zagrożenia nieosiągnięcia celu,
- negatywnego odchylenia osiągniętej wielkości od wcześniej założonego poziomu,
- braku pewności co do realizacji oczekiwanej stopy zwrotu z aktywów, łącznie z możliwością wystąpienia straty (Gątarek, Maksymiuk, Krysiak, Witkowski 2001).

Zasadniczo ryzyko występujące w działalności bankowej można podzielić na dwie klasy: ryzyko jakościowe i ryzyko ilościowe. Ryzyko jakościowe oznacza brak pewności co do charakteru zagrożeń i obejmuje:

- ryzyko prawne – niepewność tego, czy wypełnienie zobowiązań jest możliwe zgodnie z prawem danego kraju, a także niepewność co do stabilności przepisów prawa,

- ryzyko operacyjne – wynikające z możliwości wystąpienia błędów, z winy człowieka lub z powodu wadliwości systemu, w zleceniach płatniczych lub w trakcie rozliczania transakcji,
- ryzyko płynności – związane z brakiem możliwości finansowania niepiętnych aktywów.

W momencie kiedy struktura zagrożeń została rozpoznana mówimy o ryzyku ilościowym. Granica pomiędzy powyższymi grupami ryzyk jest nieostra i z chwilą, gdy jesteśmy w stanie zidentyfikować i zmierzyć charakterystyki zagrożeń, dane ryzyko jakościowe staje się ilościowym. Ryzykami ilościowymi są:

- ryzyko rynkowe – ryzyko poniesienia strat na skutek zmian zachodzących na rynkach finansowych, które obejmuje: ryzyko stopy procentowej, ryzyko cen papierów wartościowych, ryzyko kursów wymiany walut oraz ryzyko cen towarów;
- ryzyko kredytowe – ryzyko poniesienia strat na skutek niewywiązywania się przez drugą stronę z zobowiązań.

Przedmiotem dalszych rozważań będzie ostatnie z wymienionych rodzajów ryzyka – **ryzyko kredytowe**, traktowane jako zagrożenie nieosiągnięcia zamierzeń.

Definicje, rodzaje, przyczyny i efekty występowania ryzyka kredytowego

Ryzyko kredytowe można zdefiniować jako brak możliwości terminowego wywiązywania się kredytobiorcy z całości lub części zobowiązań finansowych. Skala ponoszonego przez bank ryzyka kredytowego zależy od rodzaju, wielkości i celu wykorzystania kredytu oraz od zdolności do jego obsługi przez kredytobiorcę.

Jednym z kryteriów podziału ryzyka kredytowego jest umiejscowienie danego instrumentu w strukturze bilansu. Możemy tutaj mówić o ryzyku aktywnym (czynnym) oraz ryzyku pasywnym (biernym) (Gruszka, Zawadzka 1992). **Aktywne ryzyko kredytowe** to zagrożenie niespłacenia przez kredytobiorcę zaciągniętego długu w umówionym terminie spłaty. Wynika ono zarówno z transakcji bilansowych, jak i pozabilansowych. W ryzyko to bank może w znacznej mierze ingerować, jakkolwiek znaczna część tego ryzyka ma w stosunku do banku charakter egzogeniczny. Może dotyczyć ono następujących sytuacji:

- opóźnienia lub przyspieszenia spłaty kapitału i odsetek,
- częściowego spłacania kapitału i odsetek,
- niespłacenia kapitału i odsetek.

Natomiast **pasywne ryzyko kredytowe** oznacza zagrożenie wcześniejszego niż określone w umowie wycofania przez klienta zdeponowanych w banku środków, służących finansowaniu czynności aktywnych. Może ono także oznaczać

zagrożenie nieuzyskania kredytów refinansowych od instytucji finansowych (np. na rynku międzybankowym). Pasywne ryzyko kredytowe jest w niewielkim stopniu kształtowane przez bank, ponieważ decyzję o przeznaczeniu depozytów podejmują klienci.

Ryzyko kredytowe można podzielić na **ryzyko kredytowe *sensu stricto*** – ujęte wąsko i wynikające z działalności typowo kredytowej oraz na **ryzyko kredytowe *sensu largo*** – ujęte szeroko i będące konsekwencją nie tylko kredytowania, ale również zaangażowania banku w inwestycje w papiery dłużne czy też udzielanie gwarancji bankowych. Ryzyko to wynika zarówno z transakcji bilansowych, jak i pozabilansowych. Jest ono związane nie tylko z tradycyjnymi instrumentami finansowymi, takimi jak kredyty, akredytywy i gwarancje, lecz także z obligacjami, papierami komercyjnymi i innymi dłużnymi papierami wartościowymi oraz z instrumentami pochodnymi.

Innym rodzajem klasyfikacji ryzyka kredytowego jest podział na ryzyko indywidualne (pojedynczego kredytu) i ryzyko portfela kredytowego. **Ryzyko pojedynczego kredytu** determinowane jest wysokością oczekiwanych i nieoczekiwanych strat związanych z niewypłacalnością pojedynczego dłużnika i prawdopodobieństwem wystąpienia takiej sytuacji (Gątarek i inni, jw.). Natomiast **ryzyko portfela kredytowego** to zagregowane ryzyko kredytowe wynikające z wielkości i jakości kredytowej poszczególnych składników portfela, a także z rodzaju i siły korelacji pomiędzy tymi składnikami. Determinantą powstawania ryzyka kredytowego portfelowego jest koncentracja zaangażowań banku w pojedynczego klienta, sektor, branżę, region geograficzny, jeden rodzaj produktu bankowego (Jagiello 2003).

Bardzo ważnym elementem na etapie tworzenia kompleksowego i efektywnego systemu zarządzania ryzykiem kredytowym banku jest identyfikacja źródeł jego występowania. Zgodnie z klasyfikacją Schmolla (patrz Borys 1996) można wyróżnić czynniki **zewnętrzne (tkwiące w otoczeniu i niezależne od banku)** i **wewnętrzne (tkwiące w samym banku)**. Czynniki zewnętrzne podzielić można na następujące grupy:

- **makroekonomiczne**, których przejawem mogą być, np.: zmiana siły nabywczej pieniądza, rosnące deficyty budżetowe oraz zadłużenie krajów rozwijających się;
- **regulacyjne**, do których należą: zmiana przepisów regulujących działalność banków, deregulacja, zmiana przepisów podatkowych;
- **globalizacyjne**, będące skutkiem globalizacji umożliwiającej podmiotom finansowym przeprowadzanie operacji nie tylko na rynku krajowym, ale również na rynkach międzynarodowych (w sytuacji kryzysu finansowego w jednym kraju globalizacja może wywołać efekt domina);
- **inne czynniki**, np.: (1) wynikające ze zmian w popycie na produkty bankowe, (2) spowodowane pojawieniem się nowych instrumentów finansowych, głównie derywatów, które zastosowane w niewłaściwy sposób mogą uwrażliwić bank na zmiany parametrów rynku, (3) będące konsekwencją klęsk żywiołowych, katastrof i kradzieży.

Natomiast czynniki wewnętrzne można utożsamiać z jakością wypracowanej przez bank polityki kredytowej, której skuteczność jest uzależniona od (Borys 1996):

- podporządkowania ogólnej polityce finansowej banku (obejmującej m.in. politykę zarządzania aktywami i pasywami) i jej dopasowania do strategicznych celów banku;
- stopnia precyzyjności, kompleksowości i odpowiedniego poziomu sformalizowania;
- doboru celów niekonkurencyjnych względem siebie wykluczających sprawną optymalizację polityki kredytowej;
- wyznaczenia limitów dopuszczalnego ryzyka i adekwatnego ich monitorowania;
- stosowania niesprzecznych strategii działania i zapobiegania niekontrolowanemu ryzyku;
- uwzględnienia zewnętrznych uwarunkowań działalności kredytowej przy wyborze celów i strategii.

Pozostałe źródła wewnętrzne związane są z szeroko pojętym czynnikiem ludzkim i technicznym. W odniesieniu do czynnika ludzkiego należy mieć na uwadze kwalifikacje i doświadczenie kadry zatrudnionej w banku oraz umiejętności oceny i przewidywania sytuacji w najbliższej przyszłości. „Biznes kredytowy jest biznesem usługowym, jest on czyniony przez ludzi i ludzie, którzy to robią, są jedynymi, którzy rzeczywiście mogą nań wpływać (...). Tylko przez ludzi, którzy kształtują portfolio aktywów można ostatecznie ukształtować ryzyko banku” (Ulrich 1988; patrz Borys, 1996: 29). Natomiast przykładem czynnika technicznego jest gwałtownie w ostatnich latach zachodzący postęp techniczny, szczególnie rozwój informatyki i telekomunikacji, który zwiększa wprawdzie tempo przetwarzania danych i umożliwia obniżkę jednostkowych kosztów transakcji, ale naraża bank na ryzyko awarii technicznych i ryzyko włamań nieuprawnionych osób do bankowych baz danych oraz niszczący wpływ wirusów komputerowych (Iwanicz - Drozdowska, Nowak 2002).

W literaturze ekonomicznej rezultaty występowania ryzyka kredytowego dzieli się na pozytywne i negatywne. Pozytywnym efektem narażenia na ryzyko kredytowe jest możliwość uzyskiwania dochodów z podjętej działalności kredytowej, których poziom skorelowany jest dodatnio z poziomem ryzyka. Natomiast negatywnym przejawem występowania ryzyka kredytowego jest możliwość poniesienia straty na skutek niespłacenia przez kredytobiorcę kapitału i odsetek od udzielonego kredytu. Dalszymi konsekwencjami ponoszenia przez bank ryzyka kredytowego mogą być:

- wzrost kosztów kredytowania,
- dodatkowe wydatki na pozyskiwanie funduszy,
- wzmożony nadzór bankowy,
- utracone korzyści,
- nadwężenie reputacji banku,
- utrata płynności, wypłacalności, a nawet bankructwo banku (Borys 1996).

Zarządzanie ryzykiem kredytowym banku

W literaturze przedmiotu występuje wiele klasyfikacji etapów zarządzania ryzykiem kredytowym banku. Poszczególne klasyfikacje ujmują etapy zarządzania ryzykiem kredytowym szerzej lub wężej, ale można w nich wskazać kilka merytorycznie wspólnych płaszczyzn. Zawadzka (2003), podobnie jak Schulte (patrz Borys 1996), wyróżnia trzy poziomy zarządzania ryzykiem kredytowym:

- identyfikację i pomiar,
- sterowanie ryzykiem,
- kontrolę podejmowanych działań.

Identyfikacja ryzyka kredytowego polega na określeniu zagrożeń związanych z określonymi instrumentami kredytowymi. W następnej kolejności dokonywana jest próba ilościowego ujęcia poszczególnych zagrożeń, a więc kwantyfikacja ryzyka. Do oceny ryzyka kredytowego można zastosować m.in. ocenę punktową, *credit scoring*, analizę dyskryminacyjną oraz analizę portfelową.

Sterowanie ryzykiem kredytowym to drugi etap procesu zarządzania ryzykiem kredytowym i polega na wywieraniu przez zarząd banku wpływu na podejmowanie i kształtowanie tego ryzyka (Borys 1996). Kontrola ryzyka kredytowego polega na podjęciu tych wszystkich działań, które umożliwiają porównanie otrzymanego wyniku z wzorcem¹.

Ze względu na tematykę tego opracowania w tym miejscu szerzej przeanalizowana zostanie problematyka sterowania ryzykiem kredytowym, ponieważ transfer ryzyka kredytowego jest jedną z funkcji sterowania ryzykiem. Jak wskazano powyżej, sterowanie ryzykiem kredytowym ma na celu wywieranie wpływu na jego charakterystyki i poziom. Pfeiffer (patrz Borys 1996) wyodrębnia dwa podstawowe obszary tego sterowania, tj. unikanie ryzyka albo jego kształtowanie.

Unikanie ryzyka to efekt podjęcia decyzji o nieangażowaniu się w nadmierne ryzykowne rynki docelowe i produkty. W tym obszarze ryzyku przyporządkowuje się operacje, które należy podjąć, aby poprawić jakość informacji o sytuacjach rodzących ryzyko (Borys 1996).

Natomiast **kształtowanie ryzyka** obejmuje następujące grupy działań:

- zmniejszanie ryzyka,
- podział ryzyka,
- przejmowanie ryzyka.

Zmniejszanie ryzyka ma na celu powstrzymanie przyczyn występowania ryzyka lub zmniejszenie skutków ich występowania. Instrumentami zmniejszania ryzyka są: (1) instrumenty ograniczania ryzyka oraz (2) instrumenty dywersyfikacji ryzyka.

Ograniczenie ryzyka osiągane jest za pomocą trzech grup działań:

- ustalenie w umowie o udzielenie kredytu możliwości nadzwyczajnego jej wypowiedzenia, co ogranicza straty banku, w przypadku gdy sytuacja finansowa dłużnika budzi wątpliwości co do zdolności dalszej obsługi kredytu,

- ograniczenie swobody działania dłużnika w celu upoważnienia banku do ingerencji w działania podejmowane przez kredytobiorcę w interesach²,
- wyznaczenie limitu na określone źródła ryzyka, polegające w praktyce bankowej na ograniczaniu zaangażowań banku w stosunku do podmiotów wewnętrznych i powiązanych z nim podmiotów zewnętrznych.

Dywersyfikacja ryzyka kredytowego może mieć charakter ilościowy (kwantytatywny) lub jakościowy (kwalitatywny). Ilościowa dywersyfikacja wynika z regulacji międzynarodowych (norm ostrożnościowych) obowiązujących banki i dotyczy **limitów koncentracji zaangażowań** w odniesieniu do sumy wierzytelności banku, udzielonych przez bank zobowiązań pozabilansowych oraz posiadanych przez bank bezpośrednio lub pośrednio akcji lub udziałów w innym podmiocie, wniesionych dopłat w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością lub też wkładów bądź sum komandytowych – w zależności od tego, która z tych kwot jest większa – w spółce komandytowej lub komandytowo-akcyjnej, obciążonych ryzykiem jednego podmiotu lub podmiotów powiązanych kapitałowo lub organizacyjnie³. Jakościowe zróżnicowanie kredytów jest naturalnym dopełnieniem rozrzutu kwantytatywnego i polega na stosowaniu zasady mówiącej, że kredyty powinny być możliwie szeroko rozłożone według kryteriów podmiotowych, rzeczowych, czasowych i lokalizacyjnych (Borys 1996).

Podział ryzyka polega na przeniesieniu możliwych negatywnych konsekwencji występowania ryzyka kredytowego na osoby trzecie lub obciążeniu tymi konsekwencjami określonych składników majątku kredytobiorcy. Podział ryzyka przyjmuje postać podziału pierwotnego oraz wtórnego.

Pierwotny podział ryzyka kredytowego można osiągnąć poprzez przystąpienie do umowy o kredyt konsorcjalny lub finansowanie przedsięwzięcia tylko do poziomu określonej stopy udziału. W przypadku umowy o kredyt konsorcjalny podział ryzyka dokonuje się pomiędzy kilkoma bankami. W odniesieniu do drugiego przypadku podział ryzyka dokonuje się pomiędzy bankiem i kredytobiorcą.

Wtórny podział ryzyka funkcjonuje za sprawą trzech grup instrumentów:

- instrumentów przenoszenia ryzyka,
- instrumentów ubezpieczenia ryzyka,
- instrumentów rekompensowania ryzyka.

Przenoszenie ryzyka kredytowego może być dokonywane poprzez ustanowienie zabezpieczeń kredytów w szerokim tego słowa rozumieniu. Zabezpieczeniem kredytu będzie więc każdy instrument umożliwiający bankowi odzyskanie zaangażowanej kwoty wraz z należnymi odsetkami oraz wszystkimi kosztami związanymi z udzieleniem kredytu i dochodzeniem roszczeń. Do tych instrumentów należą instrumenty zaliczane do prawnych zabezpieczeń kredytu osobistych (np. gwarancja bankowa, poręczenie cywilne, poręczenie weksłowe, weksel własny *in blanco*, cesja wierzytelności, przystąpienie do długu, pełnomocnictwo do rachunku bankowego) i rzeczowych (zastaw, hipoteka, przewłaszczenie na zabezpieczenie, kaucja, blokada środków na rachunku bankowym), a także

występujące na rozwiniętych rynkach finansowych derywaty kredytowe i instrumenty strukturyzowane.

Ubezpieczanie kredytu jest umową, w której ubezpieczyciel zobowiązuje się wobec ubezpieczającego, że wypłaci odszkodowanie ubezpieczanemu, w przypadku gdy zaistnieją określone w umowie okoliczności. Umowa taka może przenosi ryzyko pojedynczego kredytu lub jego portfela i znajduje szersze zastosowanie na międzynarodowych rynkach finansowych. W Polsce nie jest ona powszechnie stosowana.

Instrumentem rekompensowania ryzyka kredytowego jest tak wyliczona cena kredytu, czyli jego oprocentowanie, która obejmuje całą składkę za ryzyko. Ta cena kredytu jest uzależniona zarówno od czynników zewnętrznych (uwarunkowania makroekonomiczne), jak i stosowanej przez bank polityki kredytowej.

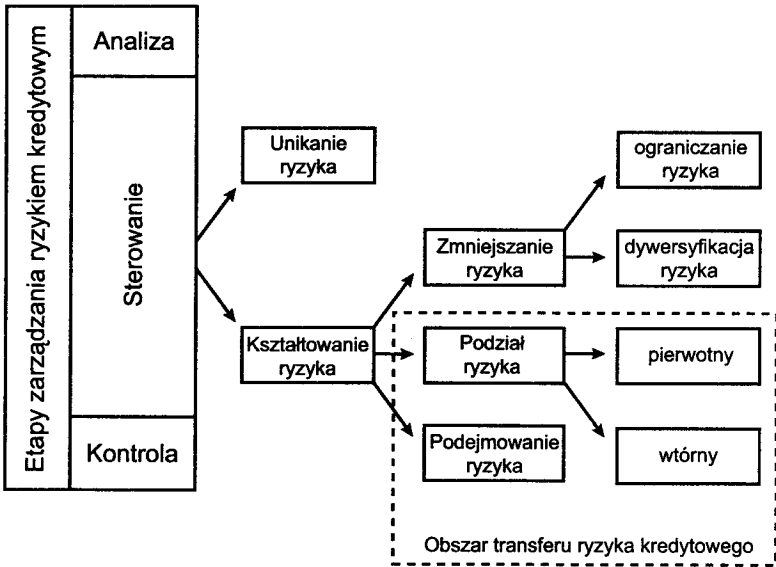
Przejmowanie ryzyka kredytowego polega na świadomym narażaniu się na to ryzyko. Podstawowym celem tego rodzaju działań jest dążenie do zdywersyfikowania portfela kredytowego banku. Cel ten może być osiągnięty poprzez udzielanie przez bank szeroko rozumianych zabezpieczeń kredytu, nabywanie wierzycielności innych banków lub inwestowanie w instrumenty emitowane na podstawie wierzycielności kredytowych banków.

Transfer ryzyka kredytowego w zarządzaniu ryzykiem kredytowym banku

Transfer ryzyka kredytowego można definiować szeroko lub wąsko. Definicja *sensu stricto* odnosi się jedynie do samego przenoszenia ryzyka kredytowego przez jeden podmiot na drugi. Definicja *sensu largo* określa transfer ryzyka kredytowego jako proces, w którym jeden podmiot, nazywany przerzucającym ryzyko kredytowe (kupującym zabezpieczenie, sprzedającym ryzyko kredytowe, beneficjentem) przenosi je na podmiot, zwany przejmującym ryzyko kredytowe (sprzedającym zabezpieczenie, kupującym ryzyko, gwarantem), przy użyciu określonych instrumentów finansowych, zwanych też instrumentami transferu ryzyka kredytowego. W dalszej części rozważań szerszą definicję tego zjawiska należy traktować jako obowiązującą.

Nie ulega wątpliwości, że sam transfer ryzyka kredytowego jest jednym z elementów zarządzania ryzykiem kredytowym, a ściślej mówiąc, jest częścią składową sterowania tym ryzykiem (zobacz rysunek 1). Nawiązując do wspomnianych wcześniej kategorii ryzyka kredytowego, należy podkreślić, że transfer ryzyka kredytowego służy sterowaniu aktywnym ryzykiem kredytowym, *sensu stricto* i *sensu largo*, zarówno indywidualnym, jak i portfelowym.

Jak zaprezentowano powyżej, transfer ryzyka kredytowego obejmuje dwa obszary. Po pierwsze jest to podział ryzyka zarówno pierwotny, jak i wtórny. Z tym, że należy zaznaczyć, iż transfer ten nie obejmuje zaprezentowanej powyżej rekompensaty ryzyka. Natomiast drugim obszarem transferu ryzyka kredytowego jest podejmowanie ryzyka, które jest operacją odwrotną do jego przerzucania i jest niezbędne dla funkcjonowania całego procesu transferu ryzyka kredytowego.



Rysunek 1. Miejsce transferu ryzyka kredytowego w zarządzaniu ryzykiem kredytowym.
 Źródło: Opracowanie własne.

Transfer ryzyka kredytowego nie istniałby, gdyby nie było narzędzi umożliwiających przepływy ryzyka kredytowego, którymi są instrumenty transferu ryzyka kredytowego. Instrumenty te można grupować ze względu na różne kryteria. Jednym z nich jest rynek, na jakim powstają. Występują więc instrumenty charakterystyczne dla rynku międzybankowego i kapitałowego oraz instrumenty powstające na rynku ubezpieczeniowym⁴ (zobacz tabela 1). Instrumenty z pierwszej grupy, takie jak derywaty kredytowe i papiery wartościowe zabezpieczone aktywami, mogą być zakupione i przetrzymywane do końca okresu ich zapadalności przez inwestorów, takich jak np. banki czy też firmy ubezpieczeniowe, ale jednocześnie mogą być aktywnie obracane na rynkach finansowych, jeżeli ich posiadacze zechcą uwolnić swój kapitał. W odróżnieniu od nich produktami ubezpieczeniowymi nie można obracać na rynkach kapitałowych, ponieważ są one niezbywalne i w związku z tym klienci zakładów ubezpieczeń, którzy je „nabyli”, zmuszeni są do przetrzymywania ich do końca wygaśnięcia ochrony ubezpieczeniowej (EBC 2004).

Do rozwiązań występujących na rynku międzybankowym i kapitałowym należą następujące grupy instrumentów:

- derywaty kredytowe, do których zaliczymy: swapy odmowy zapłaty, swapy na dochód całkowity, kredytowe skrypty dłużne, opcje na spread kredytowy, indeksy kredytowe;

Rozwiązania występujące w bankowości i na rynkach kapitałowych				Rozwiązania występujące w sektorze ubezpieczeniowym			
Derywaty kredytowe	Tradycyjne instrumenty transferu ryzyka kredytowego	Produkty strukturyzowane		Podział długu	Rewersy gwarancyjne	Gwarancje finansowe	Ubezpieczenie kredytu
		Papiery wartościowe zabezpieczone aktywami	Papiery wartościowe syntetyczne				
Swap odmowy zapłaty, Swap na dochód całkowity, Opcja na spread kredytowy, Kredytowe skrypty dłużne, Indeksy kredytowe	Gwarancja bankowa spłaty kredytu, Poręczenie wekslowe i cywilne, Przystąpienie do długu, Weksel własny in blanco, Cesja wierzytelności	Papiery wartościowe zabezpieczone aktywami	Papiery wartościowe syntetyczne	Sprzedaż wierzytelności Paracypcja w długu, Konsorcja kredytowe	Gwarancje spłaty kredytu bankowego, Gwarancje spełnienia świadczenia	Gwarancje finansowe udzielane w procesie sekurytyzacji	Ubezpieczenie kredytu obrotowego, Ubezpieczenie kredytu hipotecznego, Ubezpieczenie innych rodzajów kredytów bankowych

Tabela 1. Przegląd instrumentów transferu ryzyka kredytowego. Źródło: Opracowanie własne na podstawie European Central Bank, Credit risk transfer by EU banks: activities, risks and risk management, May 2004.

- tradycyjne instrumenty transferu ryzyka kredytowego, które obejmują zabezpieczenia osobiste i rzeczowe wierzytelności, przy czym przedmiotem zainteresowania w tym opracowaniu są zabezpieczenia osobiste;
 - produkty strukturyzowane, obejmujące: (1) papiery wartościowe zabezpieczone aktywami, a wśród nich: papiery wartościowe hipoteczne, papiery wartościowe oparte na długu, (2) papiery wartościowe syntetyczne oparte na długu: obligacje oparte na pożyczkach i kredytach bankowych oraz obligacje oparte na obligacjach;
 - sprzedaż wierzytelności z tytułu kredytów przyjmująca formy: udziału w długu, przystąpienia do długu oraz konsorcjów kredytowych.
- Do produktów ubezpieczeniowych wykorzystywanych do transferu ryzyka kredytowego należą:
- rewersy gwarancyjne,
 - gwarancje finansowe,
 - ubezpieczenie kredytu bankowego.

Swapy odmowy zapłaty kredytu⁵ (*credit default swap, CDS*) są najpopularniejszą formą derywatów kredytowych i stanowią prawie 50% tego rynku (British Bankers Association 2004). Wyróżniamy swapy odmowy zapłaty indywidualne, portfelowe i koszykowe.

Indywidualny swap odmowy zapłaty kredytu (ang. *single name credit default swap*) jest umową dwustronnie zobowiązującą, w której kupujący zabezpieczenie przesuwa ryzyko kredytowe związane z wierzytelnością jednego dłużnika referencyjnego na podmiot przejmujący to ryzyko. W zamian za przejęcie ryzyka podmiot przejmujący uzyskuje w określonych odstępach czasu opłatę. Natomiast podmiot kupujący zabezpieczenie otrzymuje od przejmującego ryzyko kredytowe tzw. płatność kompensacyjną, w przypadku gdy w okresie trwania umowy zajdzie zdarzenie kredytowe (*credit event*). Instrument ten wydaje się przypominać, biorąc pod uwagę jego sens ekonomiczny, dobrze znaną w polskiej praktyce bankowej gwarancję. Warto jednak zwrócić uwagę, że różni się on zasadniczo od niej co najmniej w dwóch obszarach, tj.: konstrukcją prawną, znacznie szerszym zakresem zdarzeń uruchamiających procedurę kompensacyjną i standaryzacją.

Portfelowy swap odmowy zapłaty kredytu (*portfolio credit default swap*) jest wykorzystywany w procesie sekurytyzacji syntetycznej. W tym swapie transfer ryzyka kredytowego jest osiągnięty poprzez zawarcie serii indywidualnych swapów na każdy z elementów portfela lub też poprzez zawarcie jednej umowy, obejmującej przeniesienie ryzyka całego portfela (BIS, CFGS 2003). Tym, co zasadniczo odróżnia ten swap od swapu koszykowego, jest sposób podziału portfela kredytowego. Otóż w przypadku tego instrumentu poszczególne składniki portfela są podzielone według jakości kredytowej (podporządkowania) na następujące klasy: senioralną, pośrednią (*mezzanine*) i transzę typu „pierwsza strata” (*first loss* lub *equity tranche*). Zazwyczaj pojedyncza transakcja tego typu dotyczy od kilkudziesięciu do kilkuset dłużników referencyjnych. Stąd wartość pojedynczego portfela kredytowego liczy się z reguły w setkach tysięcy, a nawet w milionach dolarów.

Koszykowy swap odmowy zapłaty kredytu (*basket credit default swap*) jest kontraktem, w którym przenoszone jest ryzyko kilku dłużników referencyjnych (zazwyczaj od trzech do pięciu) (Anson 2004). Podstawową różnicą pomiędzy swapem koszykowym i portfelowym jest więc niższa w tym pierwszym liczba dłużników referencyjnych oraz niski wolumen pojedynczej transakcji. Występuje kilka odmian transakcji tego typu. Na przykład w przypadku *first-to-default basket* procedura kompensacyjna jest rozpoczynana w momencie niewypłacalności (lub zajścia innego zdarzenia kredytowego) jednego dłużnika referencyjnego. Wówczas sprzedający zabezpieczenie ma obowiązek wypłacić kupującemu zabezpieczenie wartość wierzytelności na zasadach określonych w umowie. Jeżeli do końca zapadalności kontraktu nie zajdzie zdarzenie kredytowe w odniesieniu do któregoś z pozostałych dłużników, wówczas podmiot przejmujący ryzyko nie ponosi dodatkowych wydatków. Możliwe są inne odmiany tego swapu, np. *second-to-default basket* lub *third-to-default basket*. Nieco inny charakter niż wymienione wcześniej mają kredytowy swap koszykowy podporządkowany (*subordinate basket credit default swap*) oraz kredytowy swap koszykowy senioralny (*senior basket credit default swap*). W podporządkowanym swapie koszykowym ustala się: (1) maksymalną kwotę wypłaty przypadającą na jednego niewypłacalnego dłużnika referencyjnego, (2) maksymalną globalną wypłatę, która może być dokonana przez podejmującego ryzyko kredytowe w okresie trwania swapu (Anson 2004). Roszczenia kupującego zabezpieczenie są zaspokajane w momencie, gdy którykolwiek z dłużników referencyjnych staje się niewypłacalny, ale kwota płatności przypadająca na jednego dłużnika nie może przekroczyć określonego progu. Kolejne wypłaty również dokonywane są na tej samej zasadzie. Jednakże w momencie, gdy całkowita kwota wypłat osiągnie pułap maksymalnego progu określonego w umowie, swap taki wygasa. W senioralnym swapie koszykowym również określa się wartość progową wypłaty dla każdego z dłużników oraz globalny próg wypłat, ale sam przebieg rozliczenia jest inny niż w swapie podporządkowanym. W tym kontrakcie wypłaty nie są dokonywane sukcesywnie, w miarę jak kolejni dłużnicy stają się niewypłacalni, ale ma miejsce jedna wypłata w momencie, gdy całkowita strata na koszyku kredytowym przekroczy ustalony próg (Anson 2004).

Swap na dochód całkowity (*total return swap*) podobnie jak swap kredytowy jest dwustronnym kontraktem finansowym przeznaczonym do transferu ryzyka kredytowego pomiędzy stronami. Różni się on jednak w sposób istotny od swapu odmowy zapłaty tym, że wymienia całkowity dochód z określonego aktywów na określoną w umowie płatność⁶. Swap na dochód całkowity można więc zdefiniować jako umowę, w której jedna strona (płatnik całkowitego dochodu, kupujący zabezpieczenie) płaci drugiej (otrzymującemu dochód całkowity, sprzedającemu zabezpieczenie) całkowity dochód z określonego aktywów – instrumentu referencyjnego. Swapy na dochód całkowity często bazują na papierach udziałowych (np. akcjach), indeksach papierów wartościowych, obligacjach lub portfelach kredytów. W przypadku obligacji dochód całkowity obejmuje zainkasowane płatności kuponowe, a w przypadku należności kredytowych – sumę należnych odsetek oraz prowizji od udzielonego kredytu i ewentualnie inne wpływy. Oprócz

tego strona kupująca zabezpieczenie zobowiązuje się do zapłaty kwoty odzwierciedlającej aprecjację wartości zabezpieczanego składnika aktywów. Na zasadzie wzajemności sprzedający zabezpieczenie wypłaca kupującemu zabezpieczenie deprecjację wartości instrumentu referencyjnego. W przeciwieństwie do większości instrumentów transferu ryzyka kredytowego, w których rozliczenie transakcji jest determinowane zajściem zdarzenia kredytowego, swapy te dają zabezpieczenie przed stratą wartości instrumentu bazowego niezależnie od leżącej u jej podstaw przyczyny (EBC 2004)

Opcja na spread kredytowy przyjmuje najczęściej postać europejskiej lub amerykańskiej opcji kupna spreadu kredytowego (ang. *credit spread call option*). Jest ona umową dającą nabywcy prawo, lecz nie obowiązek, do kupna spreadu po cenie zwanej ceną wykonania określonej w dniu zawarcia umowy. Spread jest różnicą między stopą zwrotu z instrumentu bazowego a stopą zwrotu instrumentów wolnych od ryzyka (tzw. bezwzględny spread kredytowy) lub też jest różnicą pomiędzy stopami zwrotu dwóch wrażliwych na ryzyko kredytowe instrumentów (tzw. spread względny). Spread kredytowy jest zatem przybliżonym odzwierciedleniem, wyrażonej w kategoriach wymaganej stopy zwrotu, wyceny ryzyka kredytowego towarzyszącego rozpatrywanemu instrumentowi (Jackowicz 2001). Instrumenty te są tak skonstruowane, że opcja nabiera charakteru opcji w cenie, gdy spread kredytowy przekroczy określony poziom wykonania. Wzrost spreadu kredytowego – przy niezmiennym poziomie benchmarku, którym może być np. rentowność obligacji skarbowych – świadczy o spadku ceny instrumentu, którego ryzyko kredytowe było przenoszone. Wówczas podmiot zabezpieczający się przed ryzykiem zmiany spreadu kredytowego otrzymuje wypłatę równą iloczynowi określonej w kontrakcie opcyjnym wartości instrumentu bazowego oraz kwoty równej różnicy między bieżącym poziomem spreadu kredytowego i jego poziomem wykonania. Oczywiście, gdy aktualny spread kredytowy jest poniżej spreadu wykonania, opcji nie opłaca się wykonać, gdyż opcja jest poza ceną. W przypadku gdy poziom spreadu wykonania w dniu wygaśnięcia opcji jest równy poziomowi spreadu bieżącego, opcja jest w cenie i to, czy nabywca ją wykona zależy od jego własnej oceny. Ostateczne rozliczenie kontraktu opcyjnego może przyjąć formę gotówkową lub też polegać na fizycznej dostawie instrumentu referencyjnego w zamian za określoną płatność.

Kredytowe skrypty dłużne (*Credit linked notes, CLN*) są średniookresowymi dłużnymi papierami wartościowymi, których wartość nominalna i płatności odsetkowe są zależne od sytuacji finansowej określonego dłużnika referencyjnego. W istocie kredytowy skrypt dłużny jest odmianą finansowanego swapu odmowy zapłaty, który transferuje ryzyko kredytowe ponoszone przez emitenta skryptu na inwestora. Środki pozyskane z emisji są przeznaczone na zakup papierów pozbawionych ryzyka. Jeżeli zajdzie zdarzenie kredytowe, emitent skryptu zbywa pozbawione ryzyka papiery i zatrzymuje różnicę pomiędzy wartością nominalną wiarytelności, której ryzyko było przenoszone, w jej wartością rynkową. Kwota, która pozostaje, przekazywana jest inwestorom. Emitent odnosi korzyści z tytułu zabezpieczenia przed ryzykiem kredytowym, za co musi zapłacić. Ceną jest stałe

oprocentowanie wypłacane inwestorom. W przeciwieństwie do swapu odmowy zapłaty, gdzie kupujący zabezpieczenie narażony jest na ryzyko kontrahenta, emitent skryptu narażony jest na ryzyko spadku ceny instrumentów pozbawionych ryzyka, stanowiących zabezpieczenie (EBC 2004).

Indeksy kredytowe pojawiły się na rynkach finansowych w ostatnich latach. Aktualnie występuje kilka odmian indeksów: DJ CDX, który obejmuje indeksy DJ CDC NAIG oraz DJ CDX NAHY, występujące na rynku amerykańskim. Dla rynku europejskiego notowane są dwie rodziny indeksów: DJ iTraxx Europe oraz TRAC – X. Natomiast rynki azjatyckie obejmują indeksy DJ iTraxx Asia, w których skład wchodzi: DJ iTraxx Asia (z wyłączeniem Japonii) i DJ iTraxx GJ Japan. Obrót jednostkami indeksowymi organizowany jest przez kilkunastu dealerów i każda z grup tych indeksów składa się z subindeksów, wyodrębnionych według następujących kryteriów: geograficznego, branżowego, terminu zapadalności oraz ryzykowności inwestycji⁷. Indeksy te są wyliczane jako średnia spreadów swapów odmowy zapłaty, które bazują na puli dłużników referencyjnych. Taki indeks jest miarą przeciętnej ceny zabezpieczenia przed ryzykiem kredytowym tego zestawu dłużników referencyjnych. Na przykład indeks TRAC – X NA IG bazuje na średnim spreadzie swapów odmowy zapłaty stu północnoamerykańskich dłużników referencyjnych o ocenie inwestycyjnej (BIS 2004). Indeksy te występują w obrocie pozagiełdowym w formie finansowanej jako kredytowe skrypty dłużne oraz w formie niefinansowanej jako swap odmowy zapłaty. Ze względu na stosunkowo wysoką płynność instrumenty te cieszą się znaczną popularnością wśród inwestorów. Inwestycja w indeks umożliwia sterowanie ryzykiem kredytowym portfela w bardzo krótkim czasie. Dla przykładu, aby zainwestować 250 mln USD w silnie zdywersyfikowany portfel kredytowy wystarczy dokonać jednej transakcji na indeksie, na co potrzebna jest tylko jedna minuta. Natomiast aby stworzyć taki portfel w rzeczywistości, konieczne byłoby zgromadzenie większej kwoty środków i zabrałoby to około dwóch tygodni.

Tradycyjne instrumenty transferu ryzyka kredytowego to m.in. gwarancje bankowe i poręczenia cywilne. Służą one kształtowaniu indywidualnego ryzyka kredytowego. Zgodnie z art. 81 ust. 1 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe gwarancja bankowa to jednostronne zobowiązanie banku gwaranta, że po spełnieniu przez podmiot uprawniony (beneficjenta gwarancji) określonych warunków zapłaty, które mogą być stwierdzone określonymi w tym zapewnieniu dokumentami, jakie beneficjent załączy do sporządzonego we wskazanej formie żądania zapłaty, bank ten wykona świadczenie pieniężne na rzecz beneficjenta – bezpośrednio albo za pośrednictwem innego banku. Udzielający gwarancji zobowiązuje się wobec beneficjenta gwarancji (wierzyciela w stosunku podstawowym, np. w umowie udzielenia kredytu) do spełnienia świadczenia w przypadku niespełnienia go przez dłużnika (ze stosunku podstawowego). W ten sposób dłużnik ze stosunku gwarancyjnego (bank) przyjmuje odpowiedzialność za spełnienie świadczenia innej osoby wobec beneficjenta gwarancji. Poręczenie natomiast jest umową, w której poręczyciel zobowiązuje się względem wierzyciela do wykonania zobowiązania, gdyby nie wykonał go dłużnik. Zarówno w poręczeniu, jak

i w gwarancji bankowej występują trzy strony: przerzucający ryzyko kredytowe (wierzyciel, beneficjent), dłużnik oraz przejmujący ryzyko kredytowe (poręczyciel, gwarant).

Strukturyzowane instrumenty transferu ryzyka kredytowego umożliwiają zarządzanie ryzykiem portfela kredytowego i obejmują papiery wartościowe zabezpieczone aktywami oraz papiery wartościowe oparte na długu. **Papiery wartościowe zabezpieczone aktywami** (*Asset Backed Securities, ABS*) powstają poprzez przekształcenie nie płynnych, homogenicznych klas aktywów w płynne papiery wartościowe, które mogą być przedmiotem obrotu na rynkach kapitałowych. Proces, w trakcie którego powstają tego typu instrumenty, nazywany jest sekurytyzacją. W procesie tym banki mogą być zarówno inicjatorami, jak i nabywcami powstałych papierów wartościowych. Bank – inicjator takiej operacji – usuwa nie płynne aktywa ze swojego bilansu i w ten sposób eliminuje ryzyko kredytowe związane z przenoszoną grupą aktywów. Natomiast bank występujący w roli inwestora przejmuje ryzyko kredytowe związane z daną ekspozycją kredytową i kształtuje strukturę swojego portfela. Aktywa, które charakteryzują się niezadowolającą jakością kredytową, powinny uzyskać zabezpieczenie od instytucji finansowej o wysokiej wiarygodności kredytowej. Bank inicjator dysponuje udokumentowaną i wiarygodną bazą danych na temat sekurytyzowanych aktywów oraz posiada takie umiejętności, które pozwalają mu na kreowanie i monitorowanie tych aktywów (Zombirt 2002).

Papiery wartościowe oparte na długu (*Collateralised debt obligations*, dalej jako *CDO*) pojawiły się najpierw na rynku amerykańskim i przypominają papiery wartościowe oparte na aktywach.. Od papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami różni je jednak to, że są to papiery wartościowe zabezpieczone wierzytelnościami wyłącznie instytucji finansowych (najczęściej banków), np. udzielonymi kredytami lub papierami dłużnymi objętymi przez te instytucje. Z punktu widzenia wpływu na strukturę bilansu banku instrumenty te dzieli się na gotówkowe i syntetyczne. W pierwszym przypadku bank przenosi własność aktywów na podmiot przejmujący ryzyko kredytowe, w zamian za co uzyskuje środki finansowe. Natomiast sekurytyzacja syntetyczna polega na przeniesieniu jedynie ryzyka kredytowego danej ekspozycji kredytowej, bez przeniesienia wierzytelności i bez uzyskania finansowania. Dodatkowo w strukturę papierów syntetycznych wbudowane są portfelowe swapy odmowy zapłaty. W praktyce obrotu papiery wartościowe oparte na długu odróżnia od papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami liczba podporządkowanych transz. Struktura ABS obejmuje najczęściej dwie transze: senioralną o ratingu AAA i podporządkowaną o ratingu BBB. Natomiast w syntetycznych CDO występuje kilka transz: senioralna o ratingu AAA (absorbującą straty pomiędzy 7% i 100% wartości nominalnej portfela), pośrednia o ratingu A, jedna lub dwie podporządkowane o ratingu odpowiednio BBB oraz BB, a także jedna transza o bardzo niskiej jakości, której nie daje się do ratingu i nazywana jest transzą „pierwsza strata” (ang. *first loss* lub *equity tranche*; absorbuje ona straty do wysokości 3% wartości portfela)⁸. Ze względu na typ instrumentów bazowych, służących emisji papierów wartościowo-

wych opartych na długu dzieli się je na dwie grupy: papiery wartościowe zabezpieczone portfelem obligacji (*collateralised bond obligations, CBO*) lub papiery wartościowe zabezpieczone portfelem kredytów bankowych (*collateralised loan obligations, CLO*). W 2003 r. roku syntetyczne CDO uległy dalszej modyfikacji i pojawiły się dwie nowe odmiany tego typu instrumentów: CDO obejmujące jedną transzę⁹ (*single-tranche CDO*) oraz CDO oparte na CDO, zwane też CDO do kwadratu.

Następną grupę narzędzi umożliwiających sterowanie ryzykiem kredytowym stanowią konsorcja kredytowe i sprzedaż wierzytelności. **Konsorcja kredytowe** (*loan syndication*) można zdefiniować jako grupę banków udzielających wspólnie kredytu (zwanego też kredytem konsorcjalnym, ang. *syndicated loans*) pojedynczemu kredytobiorcy (Simons 1993). Konsorcja te mogą przybierać różne formy, ale w każdym z nich występuje bank agent, który reprezentuje pozostałe banki i dokonuje operacji w ich imieniu (Armstrong, 2004). Celem podjęcia przedsięwzięcia w postaci konsorcjum kredytowego może być udzielenie każdego rodzaju kredytu i pożyczki, np. kredyty rewolwingowe, mieszkaniowe, eksportowe, pomostowe. Ten sposób transferu ryzyka kredytowego nazywany jest pierwotnym jego podziałem, ponieważ dokonuje się zanim kredyt zostanie udzielony kredytobiorcy. Na rozwiniętych rynkach finansowych (np. w USA) banki, które przystąpiły do konsorcjum, dokonują następnie sprzedaży swojego udziału w długu na rynku wtórnym. Dzięki temu rynek kredytów dla przedsiębiorstw zaczyna nabierać cech charakterystycznych dla publicznych rynków obligacji i akcji, co widoczne jest szczególnie w Stanach Zjednoczonych (Armstrong 2003).

Konsorcja kredytowe należy odróżnić od **sprzedaży wierzytelności**, gdzie pojedynczy bank udziela kredytu i następnie sprzedaje część lub całość wierzytelności innemu lub innym bankom. W przypadku konsorcjum kolejność podziału ryzyka jest odwrotna, ponieważ – jak wskazano wyżej – umowa o kredyt konsorcjalny od samego początku tworzy więzi pomiędzy kredytobiorcą i każdym członkiem konsorcjum (Simons 1993). Jednakże, pomimo prawnych i umownych różnic pomiędzy obydwoma instrumentami, ich funkcja ekonomiczna jest ta sama, ponieważ w obydwu przypadkach bank występuje w roli pośrednika pomiędzy dłużnikiem i podmiotem, który ostatecznie przetrzymuje kredyt w swoim bilansie.

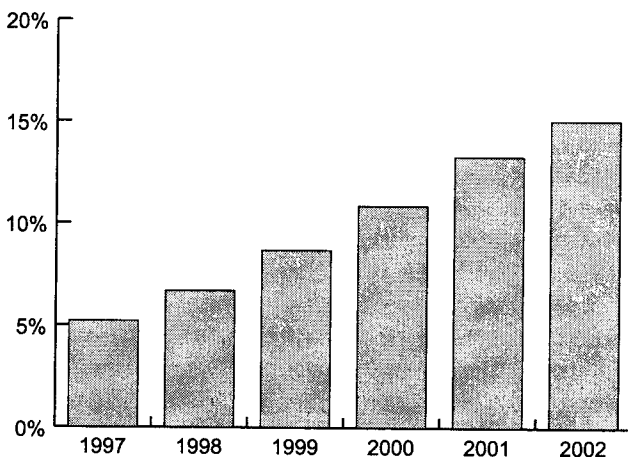
Produkty ubezpieczeniowe obejmują trzy grupy instrumentów: gwarancje ubezpieczeniowe (*surety bonds*), gwarancje finansowe (*financial guarantee insurance*), ubezpieczenie kredytu (*credit insurance*). Gwarancje ubezpieczeniowe (*surety*) występują głównie w Stanach Zjednoczonych i zabezpieczają właściwe wykonanie zobowiązania, a więc są realizowane, gdy nastąpi niewykonanie lub nienależyte wykonanie świadczenia przez dłużnika, co musi być udowodnione przez beneficjenta. W takiej sytuacji gwarant doprowadza do spełnienia świadczenia przez dłużnika lub też wypłaca beneficjentowi odszkodowanie, co ma zastosowanie do ubezpieczenia wierzytelności banków. Przejmującymi ryzyko kredytowe w tych instrumentach są wyspecjalizowane towarzystwa gwarantujące lub firmy ubezpieczeniowe. Ubezpieczeniowe gwarancje finansowe to produkty

wystawiane przez wyspecjalizowane instytucje ubezpieczeniowe, tzw. *monolines insurers*¹⁰, w celu zabezpieczenia zapłaty określonej kwoty posiadaczom obligacji. Są one realizowane na postawie przedłożonego przez beneficjenta wezwania do zapłaty. W tym przypadku beneficjent nie musi wykazywać, że dłużnik faktycznie niewłaściwie wykonał swoje świadczenie. Zobowiązanie podmiotu przejmującego ryzyko kredytowe jest w ubezpieczeniowej gwarancji finansowej bezwarunkowe. Ubezpieczenie kredytu bankowego może przyjąć formę gwarancji ubezpieczeniowej spłaty kredytu ubezpieczeniowego lub umowy ubezpieczenia (Kukielka, Poniewierka 2003). Gwarancja ubezpieczeniowa przypomina swą konstrukcją gwarancję bankową. Natomiast umowa ubezpieczenia może przyjąć dwie postaci; mianowicie może być ona zawarta bezpośrednio przez bank z ubezpieczycielem albo występować jako umowa ubezpieczyciela z kredytobiorcą na rzecz banku. W obu typach umów ubezpieczony jest bank, a ściślej mówiąc, ryzyko niespłacenia kredytu ponoszone przez bank. W umowie zawartej bezpośrednio z bankiem to bank ponosi wszelkie koszty związane z transakcją, natomiast gdy dłużnik zawiera taką umowę, bank nie ponosi żadnych kosztów, gdyż wszelkie opłaty są dokonywane przez dłużnika, przy czym jedynie umowa ubezpieczenia zawarta bezpośrednio z bankiem jest instrumentem transferu zarówno ryzyka portfela kredytowego, jak i ryzyka indywidualnego. Pozostałe formy ubezpieczenia kredytu przenoszą tylko indywidualne ryzyko kredytowe.

Instrumenty transferu ryzyka kredytowego		1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Sprzedaż długu (obrot) - USA		34	40	61	78	79	102	118	117
Kredyty konsorcjalne* - USA			1200	1435	1759	1829	1950	2050	1900
Derywaty kredytowe (dane BBA)				180	350	586	893	1189	1952
ABS	USA (dane Bond Market Association)	315	403	517	684	816	947	1114	1258
	Rynek europejski (dane Moody's)					68	80	134	50
	Rynek australijski	7	10	15	19	27	33	38	54
CDO	Rynek USA (dane Bond Market Association)	1	1	19	48	85	125	167	232
	Rynek europejski (dane Moody's)					42	71	114	70
Globalny poziom długu (dane IMF)		23424	23576	23309	26018	26904	27221	27442	29435

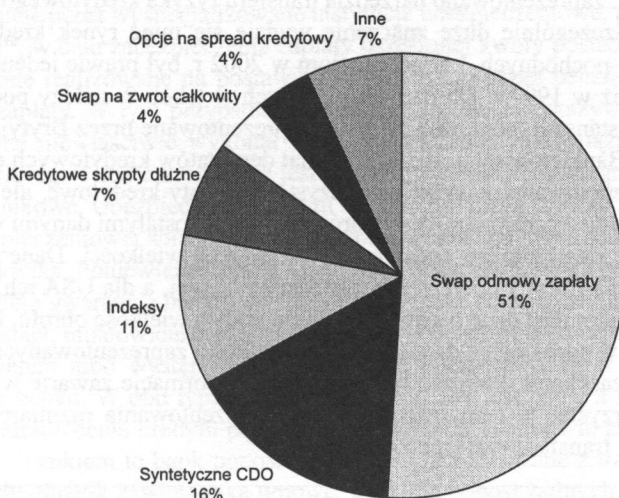
Tabela 2. Instrumenty transferu ryzyka kredytowego w miliardach dolarów w latach 1995-2002. Źródło: Opracowanie własne na podstawie Bank for International Settlements, *Credit Risk Transfer*, 2003; * Armstrong, J., 2003, *The Syndicated Loan Market: Developments in the North American Context*.

W tabeli 2. zaprezentowano narzędzia transferu ryzyka kredytowego w latach 1995-2002. Szczególnie duże znaczenie wydaje się mieć rynek kredytowych instrumentów pochodnych, którego poziom w 2002 r. był prawie jedenastokrotnie wyższy niż w 1997 r. Do danych zawartych w tabeli 2. należy podchodzić z pewnym dystansem, ponieważ informacje prezentowane przez Brytyjskie Stowarzyszenie Bankierów (ang. BBA) na temat derywatów kredytowych obejmują nie tylko, zdefiniowane powyżej, tzw. czyste derywaty kredytowe, ale również np. sekurytyzacje syntetyczne, co w porównaniu z pozostałymi danymi wskazuje na możliwość dwukrotnego podawania tych samych wielkości. Dane na temat ABS i CDO dla Europy dotyczą ich wartości emisyjnej, a dla USA ich wartości bilansowej. Natomiast dane o sprzedaży długu podają wielkość obrotu, który jest strumieniem, w odróżnieniu do pozostałych wielkości zaprezentowanych w tabeli, będących zasobami. Pomimo tych zastrzeżeń informacje zawarte w tabeli 2. można wykorzystać w celu szacunkowego zaprezentowania rozmiarów rynku instrumentów transferu ryzyka kredytowego¹¹.



Rysunek 2. Udział instrumentów transferu ryzyka kredytowego w ogólnym poziomie długu. Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Bank for International Settlements, 2003.; Armstrong, J., 2003.

Na rysunku 2. widoczny jest ciągły wzrost znaczenia technik transferu ryzyka kredytowego w globalnym poziomie długu. O ile w 1997 r. przerzucanie ryzyka kredytowego stanowiło 9% ogółu długu, o tyle w 2002 r. już 18%. Znaczna część transakcji transferu ryzyka kredytowego dokonywana była przy użyciu indywidualnego swapu odmowy zapłaty. Jego udział w rynku derywatów kredytowych wyniósł w 2003 r. 51% (zobacz rysunek 3). Na drugiej pozycji znajdowały się syntetyczne papiery wartościowe oparte na długu – 16%. Marginalne z punktu widzenia rynku znaczenie mają opcje na spread kredytowy i swapy na zwrot całkowity.



Rysunek 3. Udział poszczególnych derywatów kredytowych w rynku kredytowych instrumentów pochodnych w 2003 r. Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych British Bankers Association, 2004.

Korzyści i koszty wynikające z zastosowania instrumentów transferu ryzyka kredytowego z punktu widzenia banku depozytowo – kredytowego.

Podstawową przyczyną wykorzystywania narzędzi transferu ryzyka kredytowego przez banki jest chęć świadomego kształtowania ryzyka kredytowego. Kształtowanie tego ryzyka nie jest jednak celem samym w sobie, ale wynika z dążenia banku do osiągnięcia określonych korzyści. Korzyści te są różne w przypadku banku przerzucającego i banku przejmującego ryzyko kredytowe. Banki, które przenoszą ryzyko kredytowe dzięki zastosowaniu tych instrumentów:

- mają zabezpieczone zarówno indywidualne, jak i portfelowe ekspozycje kredytowe,
- zmniejszają ryzyko kredytowe,
- za sprawą pozyskanego zabezpieczenia lepiej zarządzają swoim kapitałem regulacyjnym, ponieważ uzyskują ulgi w wymaganym kapitale regulacyjnym,
- mają lepszy dostęp do środków finansowych dzięki zastosowaniu sekurytyzacji, co umożliwi im dalszą ekspansję,
- utrzymują dobre relacje ze swoimi kluczowymi klientami, bez narażania się na nadmierne zaangażowanie w ich finansowanie, ponieważ nowoczesne techniki niefinansowanego¹² transferu ryzyka kredytowego pozwalają im na zmniejszenie skali ryzyka związanego z pojedynczymi kredytobiorcami.

Natomiast banki przejmujące ryzyko kredytowe zyskują przede wszystkim na lepszym zdywersyfikowaniu portfela kredytowego, co również znajduje

odzwierciedlenie w wymogach kapitałowych. Przejęcie ryzyka kredytowego może być również formą opłacalnej inwestycji. Można je również traktować jako substytut dla tradycyjnej działalności kredytowej banku, która jest droższa, ponieważ wiąże się z koniecznością obsługi długu.

Dalsze rozważania koncentrują się na analizie wpływu transferu ryzyka kredytowego na strukturę bilansu banku przeliczającego ryzyko kredytowe.

Wskazane powyżej korzyści są osiągane przez różne instrumenty transferu ryzyka kredytowego. Jeżeli podstawowym celem banku jest całkowite wyeliminowanie ryzyka kredytowego indywidualnej ekspozycji kredytowej, to oczywiste jest, że dokonać można tego dzięki sprzedaży wierzytelności albo poprzez zastosowanie finansowanych technik sekurytyzacyjnych (zobacz tabela 2). Jednakże w przypadku gdy aktywa bazowe nie mogą być przetransferowane (czy to ze względów prawnych, czy też dla utrzymania dobrych relacji z klientem), muszą być użyte instrumenty niefinansowanego transferu ryzyka kredytowego, czyli derywaty kredytowe¹³ (Kiff, Michaud, Mitchell 2003).

Podjęcie portfelowe staje się uzasadnione, gdy przeniesienie indywidualnego ryzyka jest zbyt kosztowne. W tym przypadku znajdują zastosowanie produkty strukturyzowane, a więc sekurytyzacja tradycyjna i syntetyczna. Szczególnie ta ostatnia grupa instrumentów zyskuje na popularności ze względu na niższe koszty przeprowadzenia sekurytyzacji tego typu i większe możliwości doboru instrumentów bazowych, których ryzyko kredytowe jest przenoszone. Tradycyjna sekurytyzacja nie może być bowiem zastosowana w odniesieniu do kredytów rewolwingowych czy też przyszłych wpływów, gdyż są one niezbywalne (Kiff, Michaud, Mitchell 2003).

Bardzo istotnym czynnikiem wpływającym na podjęcie decyzji o transferze ryzyka kredytowego jest dążenie do uzyskania ulgi w wymaganym kapitale regulacyjnym. Pomimo tego, że sekurytyzacja syntetyczna oraz derywaty kredytowe wydają się być doskonałymi narzędziami przeliczania ryzyka kredytowego, rodzą jednak ryzyko kontrahenta, co zmniejsza skalę pomniejszeń w wymaganym kapitale regulacyjnym. Dodatkowo w sekurytyzacjach syntetycznych często zakłada się, że przeliczający zatrzymuje ryzyko najbardziej ryzykownej transzy sekurytyzowanych wierzytelności, co również oznacza mniejszą, niż zakładano, redukcję wymogów kapitałowych.

W tabeli 3. zaprezentowano zasady wykorzystania instrumentów transferu ryzyka kredytowego, włączając rodzaje wierzytelności, których ryzyko może być transferowane, a także wpływ określonych narzędzi na strukturę bilansu. Instrumenty te przedstawiono (w ostatniej kolumnie) z perspektywy stopnia finansowania podmiotu przeliczającego ryzyko kredytowe przez podmiot je przejmujący. I tak derywaty kredytowe i syntetyczne CDO należą do niefinansowanych narzędzi, w odróżnieniu od tradycyjnej sekurytyzacji i kredytowych skryptów dłużnych, zwanych też finansowanymi technikami, w przypadku których podmiot przejmujący ryzyko dokonuje wypłaty równowartości instrumentu bazowego z góry.

Źródło ryzyka kredytowego		Typowe instrumenty kształtowania ryzyka kredytowego	Zasady księgowania	Sposób finansowania**
Pożyczki i kredyty udzielone osobom fizycznym	Kredyty hipoteczne niekomercyjne, Wierzytelności z tytułu wyemitowanych kart kredytowych, Samochodowe kredyty i wierzytelności leasingowe	Papiery wartościowe zabezpieczone aktywami	Wierzytelność przeniesiona z bilansu przenoszącego ryzyko kredytowe do bilansu przejmującego ryzyko kredytowe	Przejmujący ryzyko kredytowe przekazuje przenoszącemu ryzyko kredytowe kwotę stanowiącą równowartość bilansową wierzytelności
	Zbywalne wierzytelności z tytułu posiadanych instrumentów dłużnych	Kredyty hipoteczne komercyjne, Wierzytelności handlowe, Wierzytelności leasingowe (sprzęt inny niż samochody) Długi przedsiębiorstw (obligacje i kredyty) Długi rządów (na rynkach wschodzących), Papiery wartościowe zabezpieczone aktywami, Papiery wartościowe oparte na dłużu	Sprzedaż wierzytelności i konsorcja kredytowe Papiery wartościowe oparte na dłużu gotówkowe	
Zbywalne i niezbywalne wierzytelności*	Każda z powyżej wymienionych grup wierzytelności	Kredytowe skrypty dłużne Syntetyczne papiery wartościowe oparte na dłużu Indywidualny swap odmowy zapłaty, gwarancje ubezpieczeniowe, gwarancje bankowe i ubezpieczeniowe gwarancje finansowe Portfelowy i koszykowy swap odmowy zapłaty	Wierzytelność pozostaje w bilansie przenoszącego ryzyko kredytowe, chociaż zawarcie transakcji spełnia warunki konieczne dla zabezpieczenia	Przejmujący ryzyko kredytowe nie przekazuje żadnych środków finansowych przenoszącemu ryzyko kredytowe

Tabela 3. Wpływ instrumentów transferu ryzyka kredytowego na strukturę bilansu banku. Źródło: Opracowanie własne na podstawie Kiff J., Michaud F.-L., Mitchell J., An analytical review of credit risk transfer instruments, Financial Stability Review, June 2003, s. 109. * Dany aktyw może być zbywalny (przenaszalny) lub nie albo z przyczyn prawnych albo związanych z dążeniem do utrzymania dobrych relacji z kredytobiorcą. ** Finansowanie jest definiowane tutaj z punktu widzenia przenoszącego ryzyko kredytowe i oznacza, że przeliczający ryzyko kredytowe otrzymuje środki finansowe od przejmującego to ryzyko w momencie zawierania transakcji.

Proces transferu ryzyka kredytowego jest zdeterminowany nie tylko korzyściami płynącymi z jego zastosowania, ale również poziomem kosztów, jakie związane są z przetrucaniem tegoż ryzyka. Zakładamy *ceteris paribus*, że bank pozyskuje środki na udzielanie kredytów po cenie niższej niż stopa wolna od ryzyka, które następnie przeznacza na działalność kredytową, wyceniając je wyżej niż stopa wolna od ryzyka. Przyjmujemy dodatkowo, że bank musi wyodrębnić odpowiedni kapitał¹⁴ (tzw. kapitał regulacyjny) i odpowiednie rezerwy (celowe i na ryzyko ogólne) na prowadzoną działalność kredytową, co oznacza dla niego dodatkowe koszty. W ten sposób jego zysk odsetkowy (*ZO*) jest funkcją pięciu zmiennych: oprocentowania kredytów (*sk*), oprocentowania depozytów (*sd*), stopy wolnej od ryzyka (*rf*), wymogów kapitałowych (*kw*) i kosztu rezerwy (*kr*), co można zapisać jako:

$$ZO = f(sk, sd, rf, kw, kr)$$

Zakładamy również, że bank dąży do maksymalizacji funkcji zysku odsetkowego, co oznacza, że musi zmierzać do minimalizacji czynników kosztowych w funkcji zysku. Narzędziem, które umożliwi osiągnięcie tego celu jest transfer ryzyka kredytowego, w praktyce określany przenoszeniem czy też zabezpieczeniem przed tym ryzykiem. Techniki tego transferu są, jak wskazano powyżej, zróżnicowane, dlatego też różny jest poziom korzyści, jakie one dają, co również musi być brane pod uwagę przy podejmowaniu decyzji o przetrucaniu ryzyka. Transfer ryzyka kredytowego daje jednak nie tylko korzyści, ale wiąże się z nim również koszt, który w dalszej części rozważań nazywany będzie kosztem zabezpieczenia (*KZ*). Oczywiście bank będzie dążył do minimalizacji tego kosztu, aby móc maksymalizować zysk.

$$KZ = \min$$

Aby transfer ryzyka kredytowego miał sens ekonomiczny, koszt zabezpieczenia musi być niższy niż zysk odsetkowy banku, a rzeczywiste korzyści, które dzięki niemu bank osiągnie, muszą w pełni rekompensować wydatki poniesione na zakup zabezpieczenia. Te korzyści można podzielić na ilościowe (*KI*) i jakościowe (*KJ*). Do ilościowych należą ulgi w wymogach kapitałowych z tytułu ryzyka kredytowego (w przypadku niektórych technik transferu ryzyka kredytowego również innych rodzajów ryzyk), niższe rezerwy oraz mierzona korelacją dywersyfikacja portfela kredytowego. Natomiast jakościowe korzyści to np. możliwość utrzymania pozytywnych relacji z kluczowymi klientami. Ponieważ korzyści o naturze ilościowej są mierzalne, można w sposób obiektywny określić ich poziom. Znaczenie tej drugiej, niemierzalnej grupy, bank musi skalkulować subiektywnie. Z kolei sam koszt zabezpieczenia jest uzależniony od pewnej grupy czynników „pozazyskowych”, do których należą: ryzyko kontrahenta (*cr*), ryzyko prawne (*rp*), asymetria informacji (*ai*), uwarunkowania makroekono-

miczne (ma), waga ryzyka podmiotu przejmującego ryzyko kredytowe (wr). Tak więc można zapisać, że:

$$KZ=f(cr, rp, ai, ma, wr)$$

Oczywiście warunkiem koniecznym opłacalności transferu ryzyka kredytowego jest to, żeby jego koszt był niższy niż zysk odsetkowy, ponieważ zakładamy, że bank na zakup zabezpieczenia przeznaczają część swojego zysku odsetkowego¹⁵:

$$KZ < ZO$$

Natomiast efektem zastosowania transferu ryzyka kredytowego ma być taki poziom zysku, który będzie wyższy lub równy ZO i ten poziom zysku nazwiemy ZO_{trk} .

$$ZO_{trk} = (ZO - KZ + KI) \geq 0$$

Z formuły powyższej wynika, że aby osiągnąć taki poziom ZO_{trk} należy dążyć do maksymalizacji funkcji, będącej różnicą (R) pomiędzy korzyściami (KI) oraz kosztem (KZ), co zapiszemy jako:

$$R=(KI - KZ) = \max$$

Cel ten osiągnąć można na trzy sposoby: poprzez minimalizację kosztu zabezpieczenia (co zostało założone wyżej) przy danym poziomie korzyści lub też zwiększając czerpane korzyści przy danym poziomie kosztu albo poprzez jednocześnie zmniejszanie kosztu i maksymalizowanie korzyści.

Koszty zabezpieczenia są kalkulowane w różny sposób w różnych rodzajach instrumentów. W przypadku swapu odmowy zapłaty jest to tzw. spread CDS, który jest zróżnicowany pod względem poziomu i zależy silnie od poziomu oceny ratingowej danego dłużnika referencyjnego (Cossin, Hricko 2001; Longstaff, Mithal, Neis 2003). Koszt tego instrumentu powinien być w przybliżeniu równy spreadowi kredytowemu, czyli różnicy pomiędzy dochodami uzyskiwanymi z danego instrumentu bazowego i stopą wolną od ryzyka (Zhu 2004; Kiff, Michaud, Mitchell 2003). W opcji na spread kredytowy premia – w dużym uproszczeniu – jest uzależniona od spreadu CDS oraz jego zmienności (Hull, White 2003). W swapie na dochód całkowity przerzucający ryzyko płaci dochód całkowity plus aprecjacje instrumentu referencyjnego, w zamian za co otrzymuje określony w umowie spread plus wyrównanie spadków wartości zabezpieczanego instrumentu (Jackowicz 2001). W tradycyjnych instrumentach transferu ryzyka kredytowego, np. w gwarancji i poręczeniu, koszt zabezpieczenia ustalany jest odgórnie przez podmiot przejmujący ryzyko kredytowe i z reguły ponoszony jest przez dłużnika. Podobnie jest w przypadku instrumentów ubezpieczeniowych,

gdzie składkę ubezpieczeniową opłaca ubezpieczający. Oczywiście za wyjątkiem sytuacji, kiedy ubezpieczany jest portfel kredytowy. Wówczas kosztem obciążony jest przerzucający ryzyko kredytowe, czyli bank. W instrumentach ubezpieczeniowych wysokość składki ubezpieczeniowej ustalana jest w specyficzny sposób w oparciu o kalkulację ryzyka wystąpienia ubezpieczonego zdarzenia (Williams, Smith, Young 2002). Zarówno w przypadku tradycyjnych, jak i ubezpieczeniowych instrumentów transferu ryzyka kredytowego istotne jest to, że są one generalnie niezbywalne, tak więc ich cena jest określona arbitralnie przez przejmującego ryzyko kredytowe. Natomiast swap odmowy zapłaty jest wyceniany przez rynek (jego notowania można obserwować m.in.: na platformie internetowej creditex oraz credit trade), chociaż jego ceny podlegają zniekształceniom na skutek nieefektywności rynku kredytowego. Problemy pojawiają się w przypadku wyceny instrumentów strukturyzowanych. Najprostszą metodą wydaje się zastosowanie replikacji, czyli policzenia kosztów elementów składowych tworzących dany instrument. Wycena w przypadku replikacji może być przeprowadzona dzięki zastosowaniu metodologii ratingu, wartości rynkowej lub przepływów pieniężnych (Kiff, Michaud, Mitchell 2003).

Podsumowanie

Instrumenty transferu ryzyka kredytowego są narzędziami umożliwiającymi sterowanie aktywnym, zarówno indywidualnym, jak i portfelowym, ryzykiem kredytowym banku. Ich pojawienie się można uznać za remedium na niedoskonałości klasycznych instrumentów przenoszenia ryzyka kredytowego, takich jak gwarancje czy poręczenia. Konstrukcja tych instrumentów jest coraz bardziej skomplikowana i zapewne będzie się nadal komplikować. Niewykluczone, że wkrótce pojawią się na rynkach finansowych pierwsze futuresy i opcje na indeksy kredytowe. Znacząco wzrasta udział tych instrumentach w globalnym poziomie długu. Dominującą rolę wśród niefinansowych instrumentów ma indywidualny swap odmowy zapłaty, którego udział w rynku niefinansowych instrumentów transferu ryzyka kredytowego wynosił w 2003 r. 51%.

Instrumenty te w różny stopniu dokonują izolacji ryzyka kredytowego od instrumentu referencyjnego, dlatego wybór konkretnego instrumentu jest uzależniony od indywidualnych potrzeb banku, które są determinowane korzyściami i kosztami związanymi z zastosowaniem technik transferu ryzyka kredytowego.

Informacje o autorce

Mgr Małgorzata Anna Olszak – doktorantka w Zakładzie Bankowości i Rynków Finansowych Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego.

E-mail: molszak@mail.wz.uw.edu.pl.

Przypisy

¹ Kontrola ryzyka kredytowego jest pojęciem definiowanym w literaturze ekonomicznej na dwa sposoby. Po pierwsze można mówić o kontroli ryzyka kredytowego *sensu largo* i obejmować nią zarówno czynności związane z nadzorem jak i administrowanie ryzykiem. Z drugiej strony można traktować kontrolę jako element składowy procesu nadzoru (kontrola *sensu stricto*). Więcej na ten temat Borys (1996) i Gątarek, Maksymiuk, Krysiak i Witkowski (2001).

- ² Ingerencja może polegać na przykład na delegowaniu przedstawicieli banku do organów nadzorczych przedsiębiorstwa czy też powiązaniu udzielenia kredytu ze szczegółowymi warunkami jego wykorzystania. Szerzej o tym Borys (1996).
- ³ Ogólne zasady dotyczące określania limitów koncentracji zaangażowań znajdują się w art. 71 ustawy Prawo bankowe zgodnej z dyrektywami regulującymi działalność instytucji kredytowych na terytorium Unii Europejskiej. Limit koncentracji zaangażowań wynosi: (1) **20% funduszy własnych** banku – dla zaangażowania banku wobec każdego podmiotu lub podmiotów powiązanych kapitałowo lub organizacyjnie, gdy którykolwiek z tych podmiotów jest w stosunku do banku podmiotem dominującym lub zależnym albo jest podmiotem zależnym od podmiotu dominującego od banku, (2) **25% funduszy własnych** banku – dla zaangażowania banku wobec każdego podmiotu lub podmiotów powiązanych kapitałowo lub organizacyjnie, ale nie powiązanych z bankiem. Dodatkowo suma zaangażowań banku równych lub przekraczających 10% funduszy własnych banku (tzw. duże zaangażowanie) w stosunku do podmiotów powiązanych i niepowiązanych z bankiem nie może być wyższa niż limit dużych zaangażowań, który wynosi **800% funduszy własnych** banku.
- ⁴ W tradycyjnym ujęciu mówi się o instrumentach zabezpieczenia spłaty kredytu bankowego i dzieli się je na zabezpieczenia na osobiste i rzeczowe. W tym opracowaniu skupiono się na zabezpieczeniach osobistych spłaty wierzytelności.
- ⁵ W tym artykule przyjęłam dla tego instrumentu określenie swap odmowy zapłaty kredytu chociaż np. Jackowicz (2001) nazywa go „kredytowym kontraktem zamiany”, a Zombirt (2002) i Pawliszyn (2004) nazywają go „*swapem na zaprzestanie długu*”. Przesłanką, którą kierowałam się przy wyborze tego określenia, jest to, że polskie tłumaczenie związku kolokacyjnego „*credit default*” oznacza to samo co „*odmowa zapłaty kredytu*” (zobacz np. w słowniku Wróblewskiej, J. i B. Hadyniaka, *Dictionary of Finance and Insurance*, 2002).
- ⁶ W literaturze przedmiotu pojawiają się głosy kwestionujące sensowność zaliczenia swapu na zwrot całkowity do instrumentów transferu ryzyka kredytowego. Kiff (2003) twierdzi, że swap na dochód całkowity nie jest niczym innym niż sztucznym finansowaniem transakcji, tak więc jego status jako instrumentu transferu ryzyka kredytowego jest dyskusyjny.
- ⁷ W praktyce obrotu występują już indeksy kredytowe segmentowane: geograficznie np. dla Stanów Zjednoczonych, Europy, Japonii i rynków wschodzących; branżowo np. sektor finansowy, przemysłowy; czasowo na instrumenty o okresie zapadalności pięć i dziesięć lat; według kryterium ryzykowności o poziomie inwestycyjnym i spekulacyjnym.
- ⁸ Często transza senioralna i „pierwsza strata” są zatrzymywane przez aranzera emisji papierów wartościowych. Ta pierwsza z powodu wysokiej kwoty, a ta druga, stanowiąca od 2% do 15% wartości portfela kredytowego, z powodu bardzo wysokiego ryzyka.
- ⁹ Pierwsza generacja syntetycznych CDO miała strukturę kapitałową zbliżoną do tradycyjnej sekurytyzacji, a więc aby doszło do sfinalizowania całego procesu sekurytyzacji, niezbędne było uplasowanie całej emisji. Ponieważ często emitenci syntetycznych CDO mieli problemy z uplasowaniem niektórych elementów składowych struktury, np. bardzo ryzykownej transzy „pierwsza strata” oraz dużej transzy senioralnej, w praktyce byli zmuszeni zatrzymywać ryzyko tych transz. Remedium na te problemy było pojawienie się pojedynczych transz CDO, w których sprzedaje się inwestorowi tylko jedną transzę znajdującą się w obrębie danego portfela i dzięki temu skutecznie przenosi ryzyko tej jednej transzy (BIS, 2004).
- ¹⁰ *Monoline insurers* pojawiły się w latach 70. poprzedniego stulecia na rynku amerykańskim. Początkowo ich kluczowym zadaniem było udzielanie podmiotom municypalnym gwarancji terminowej spłaty odsetek i kapitału z tytułu inwestycji w instrumenty dłużne. Wypłata następowała gdy emitent obligacji stawał się niewypłacalny. W latach 80. *monolines* weszły na rynek ABS, a w 90. na rynek CDO. *Monolines* podlegają ciągłej ocenie ze strony agencji ratingowych. Utrzymanie ratingu na poziomie AAA jest istotne dla ich działalności i większość spośród tych podmiotów ma właśnie taki rating.
- ¹¹ Zaprezentowany obraz rynku transferu ryzyka kredytowego jest niejasny również z tego powodu, że nie uwzględnia klasycznych technik transferu ryzyka kredytowego, do których należą np. gwarancje bankowe, poręczenia itp. Zapewne w sytuacji gdyby uwzględniono wszystkie możliwe instrumenty, ich całkowity udział w globalnym poziomie długu byłby wyższy. Jeszcze jednym mankamentem przedstawionych danych jest to, że niektóre spośród tych transakcji mogą być instrumentami referencyjnymi dla innych transakcji. Na przykład swap odmowy zapłaty kredytu może bazować na ABS-ach.

- ¹² Zastosowanie przez bank niefinansowanego instrumentu transferu ryzyka kredytowego oznacza, że z przeliczeniem ryzyka kredytowego nie wiąże się jednocześnie przekazanie środków pieniężnych stanowiących równowartość zabezpieczanej wierzytelności.
- ¹³ Tutaj należy pamiętać, że do derywatów kredytowych zalicza się również kredytowe skrypty dłużne, które są finansowanymi instrumentami transferu ryzyka kredytowego.
- ¹⁴ W praktyce banki muszą posiadać takie fundusze własne, które zapewnią im adekwatność kapitałową. Zwiększanie poziomu funduszy własnych, wraz ze zwiększaniem ekspansji kredytowej w stosunku do określonych grup podmiotów wiąże się dla banku w praktyce z zamrażaniem kapitału, co oznacza wzrost kosztów. Zasady wyliczenia wymogów kapitałowych z tytułu ryzyka kredytowego określone są w załączniku Nr 3 do Uchwały Komisji Nadzoru Bankowego Nr 4/2004.
- ¹⁵ Czynnikiem, który determinuje faktyczny poziom kosztu zabezpieczenia jest również koszt alternatywny, wynikający z tego, że bank, przeznaczając część zysku na zakup zabezpieczenia, świadomie rezygnuje z przychodów inwestycyjnych wynikających z kupna instrumentów finansowych za tę część zysku.

Bibliografia

- Anson, M. J. P., F. F. Fabozzi, M. Choudry i R-R. Chen. 2004. *Credit derivatives: instruments, application and pricing*, Hoboken: John Wiley and Sons.
- Armstrong, J. 2003. The syndicated loan market: developments in the North American Context. *Financial System Review*, Ottawa, Canada: Bank of Canada.
- Basel Committee on Banking Supervision 2004, *Credit Risk Transfer*, Basel, Switzerland: Bank for International Settlements.
- Borys, G. 1996. *Zarządzanie ryzykiem kredytowym w banku*, Warszawa: PWN.
- Chorafas, D. N. 2000. *Managing Credit Risk*, London: Euromoney Books.
- Committee on the Global Financial System 2003, *Credit risk transfer*, Basel, Switzerland: Bank for International Settlements.
- Cossin, D. i T. Hricko. 2001. *Exploring for the determinants of credit risk in credit default swap transaction data*, Lausanne, Switzerland: University of Lausanne.
- European Central Bank (EBC) 2004, *Credit risk transfer by EU banks: activities, risks and risk management*. Frankfurt am Main, Germany: European Central Bank.
- Gallati, R. 2003. *Risk Management and Capital Adequacy*, New York: McGraw – Hill.
- Gątarek, D., R. Maksymiuk, M. Krysiak i Ł. Witkowski 2001, *Nowoczesne metody zarządzania ryzykiem finansowym*, Warszawa: Finanse i Przedsiębiorstwo.
- Gruszka, B. i Z. Zawadzka. 1992. *Ryzyko w działalności bankowej: zabezpieczenia systemowe*, Warszawa: Szkoła Główna Handlowa.
- Hull, J., i A. White. 2003. *The valuation of credit default swap options*, Toronto: University of Toronto.
- Iwaniec-Drozdowska, M. i A. Nowak. 2002. *Ryzyko bankowe*, Warszawa: Szkoła Główna Handlowa.
- Jackowicz, K. 2003. Pochodne instrumenty kredytowe (część I). *Bank i Kredyt*, Nr 3, s. 51-63.
- Jaworski, W. i Z. Zawadzka (red.) 2002. *Bankowość – podręcznik akademicki*, Warszawa: Poltext.
- Kiff, J. 2003, Recent developments in markets for credit risk transfer. *Financial System Review*, s. 33-41, Ottawa: Bank of Canada.
- Kiff, J., F. L. Michaud i J. Mitchell. 2003. An analytical review of credit risk transfer instruments. *Financial System Review*, s. 106-131, France, Paris: Banque de France.
- Kukielka, J. i D. Poniewierka. 2003. *Ubezpieczenia finansowe, gwarancje ubezpieczeniowe, ubezpieczenia transakcji kredytowych*, Warszawa.
- Longstaff, F. A., S. Mithal i E. Neis. 2003. *The credit default swap market: Is credit risk priced correctly?* New York: Anderson School.
- Pawliszyn, M. 2004. Rozwój rynku pochodnych instrumentów kredytowych. *Bank i Kredyt*, Nr 11-12, s. 4-16.
- Rule, D. 2001. The credit derivatives market: its development and possible implications for financial stability. *Financial Stability Review*, s. 117-140, Great Britain, London: Bank of England.
- Rule, D. 2001. Risk transfer between banks, insurance companies and capital markets: an overview. *Financial Stability Review*, s. 137-159, Great Britain, London: Bank of England.

- Simons, K. 1993, Why Do Banks Syndicate Loans? *New England Economic Review*, January/February, s. 45-52.
- Suszyński, C. i J. Vijay. 1995. *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Warszawa: Centrum Informacji Menedżera.
- Tracz, G. 1998. *Umowa gwarancji ze szczególnym uwzględnieniem gwarancji bankowej*, Kraków: Zakamycze.
- Williams, C. A., M. L. Smith i P.C. Young. 2002. *Zarządzanie ryzykiem a ubezpieczenia*, Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Zhu, H. 2004. *An empirical comparison of credit spreads between the bond market and the default swap market*, Basel: Bank for International Settlements.
- Zombirt, J. 2002. *Sekurytyzacja w świetle bankowych regulacji europejskich*, Warszawa: Szkoła Główna Handlowa.