

**Agnieszka Strycharczyk**

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

## **ROLA KREDYTOWYCH TRANSAKCJI TERMINOWYCH W PROCESIE ZARZĄDZANIA FINANSAMI PRZEDSIĘBIORSTW**

### **1. Wstęp**

W literaturze przedmiotu istnieją liczne definicje pojęcia *zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, przy czym dość często określenia *finanse przedsiębiorstwa* oraz *zarządzanie finansami przedsiębiorstwa* używane są zamiennie. Jak słusznie podkreśla L. Szyszko, określeń tych nawet ze względu na ich zakres nie należy identyfikować. Dlatego, mając na uwadze tytuł referatu („Rola kredytowych transakcji terminowych w procesie zarządzania finansami przedsiębiorstw”) autorka proponuje podejście L. Szyszko, a mianowicie traktowanie *zarządzania finansami przedsiębiorstwa* jako części *finansów przedsiębiorstwa*, gdzie *finanse przedsiębiorstwa* to opis i analiza mechanizmu finansowego przedsiębiorstwa, zarządzanie zaś to sfera decyzji podejmowanych przy użyciu odpowiednich, sformalizowanych narzędzi, których stosowanie, aby mogło przynieść pożądaný efekt, jest uwarunkowane głęboką znajomością funkcjonowania zjawisk finansowych oraz umiejętnością dostosowywania owych narzędzi do zmieniającej się rzeczywistości [*Finanse...* 2000]. Autorka niniejszej pracy proponuje, aby w tym właśnie aspekcie – umiejętności dostosowywania narzędzi do zmieniającej się rzeczywistości – postrzegać powody, dla których problematyka dotycząca derywatów kredytowych stała się również w Polsce tematem aktualnym i bardzo popularnym, a potrzeba dokonania istotnych zmian dotyczących metod zarządzania ryzykiem kredytowym znalazła odzwierciedlenie w postaci regulacji ustawowych i Komisji Nadzoru Bankowego oraz dokumentacji Związku Banków Polskich.

Autorka chciałaby jednak zwrócić uwagę na dwa, istotne z punktu widzenia omawianego tematu pojęcia, a mianowicie na analizę ryzyka kredytowego oraz zarządzanie ryzykiem kredytowym. I choć analiza, czyli stosowanie w ocenie ryzyka kredytowego różnego rodzaju modeli ryzyka kredytowego zarówno w odniesieniu do pojedynczego podmiotu, jak i całego portfela, jest elementem istotnym, autorka w rozważaniach pominie ten problem, skupiając się jedynie na zastosowaniu w procesie zarządzania finansami przedsiębiorstw nowych instrumentów, jakimi są niewątpliwie derywaty kredytowe, a głównie na zarządzaniu ryzykiem kredytowym. Są to bowiem takie instrumenty, które umożliwiają efektywne zarządzanie ryzykiem kredytowym – jego eliminację, redukcję, jak również podjęcie tego ryzyka przy odpowiednim wynagrodzeniu. Swoją uwagę autorka skupi więc przede wszystkim na instytucjach takich jak banki, jednak należy pamiętać, iż nie są to jedyne podmioty aktywne na tym rynku, gdzie dużą grupę stanowią również m.in. przedsiębiorstwa ubezpieczeniowe i fundusze inwestycyjne.

Kredytowe transakcje terminowe – derywaty kredytowe (ang. *credit derivatives*) na gruncie polskiej gospodarki instrumentami finansowymi są praktycznie niespotykane. Brak do niedawna jakichkolwiek regulacji prawnych odnoszących się bezpośrednio do tego typu transakcji jest jednym z powodów, dla których samo pojęcie *kredytowe instrumenty pochodne oparte na polskich wierzytelnościach* jest na polskim rynku finansowym pojęciem wciąż dość słabo ugruntowanym i jest przyczyną niewielkiego dotychczas zakresu polskich opracowań o tej tematyce.

## 2. Rozwój rynku kredytowych transakcji terminowych na świecie

Pierwsze kredytowe transakcje terminowe zostały zawarte w 1993 roku. Na początku były to proste transakcje typu CDS (ang. *credit default swap*), z czasem pojawiły się kolejne struktury, takie jak CLN (ang. *credit linked notes*) oraz CDOs (ang. *collateralised debt obligations*). I choć, jak wynika z danych opublikowanych przez Bank for International Settlements (BIS), rynek derywatów kredytowych w połowie 2004 r. stanowił jedynie około 2% rynku OTC transakcji terminowych, to jest on obecnie najszybciej rozwijającym się segmentem tego rynku. W okresie czerwiec 2001–czerwiec 2004 jako jedyny odnotował ponad sześciokrotny wzrost (w wartościach nominalnych), a suma transakcji pod koniec czerwca 2004 roku wynosiła 4,5 biliona USD. W połowie 2001 roku wynosiła ona zaledwie 0,7 biliona USD [*Triennial and semiannual...* 2004].

Dynamiczny rozwój rynku kredytowych instrumentów pochodnych, a zwłaszcza transakcji typu CDS, na których z kolei opierają się m.in. takie konstrukcje, jak CDOs, wynika w dużym stopniu z wprowadzenia w 1999 r. przez ISDA (International Swaps and Derivatives Association) standardów transakcji, a następnie, po

uwzględnieniu pewnych zmian polegających głównie na doprecyzowaniu definicji zamieszczonych we wcześniejszych dokumentach, opublikowania dokumentów *2002 Master Agreement* i *2003 Credit Derivatives Definitions*.

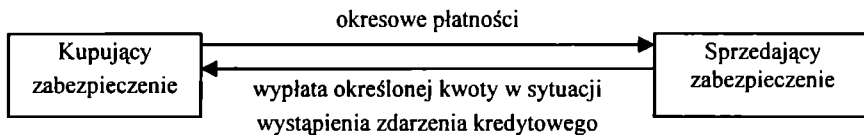
### 3. Przegląd podstawowych kredytowych instrumentów pochodnych

Najbardziej płynną grupę instrumentów stanowią **swapy kredytowe – CDS** (ang. *credit default swaps*) i stanowią ponad połowę zawieranych transakcji. W transakcji tej jedna ze stron, na określonych w umowie warunkach i w zamian za odpowiednie wynagrodzenie, przejmuje ryzyko kredytowe związane z podmiotem referencyjnym. W sytuacji wystąpienia zdarzenia kredytowego sprzedający zabezpieczenie nabywa za określoną cenę wskazany w umowie składnik aktywów lub wypłaca kwotę stanowiącą różnicę pomiędzy ceną nabycia a wartością instrumentu bazowego, w zależności od sposobu rozliczenia transakcji. Instrumenty te stanowią podstawę, na której opierają się bardziej skomplikowane struktury, takie jak **syntetyczne CDOs** (ang. *collateralised debt obligations*), gdzie ryzyko kredytowe portfela ekspozycji przenoszone jest za pośrednictwem CDS. Wyemitowane na tej podstawie papiery wartościowe podzielone są na transze – ang. *equity*, *junior*, *mezzanine* i *senior tranche*. Jako pierwsza obsługiwana jest ostatnia z nich, czyli tzw. *senior tranche*, i dopiero wysokość straty wynikająca ze zdarzenia kredytowego może spowodować, że w końcu również i ta transza będzie nią dotknięta.

Warto także zwrócić uwagę na tzw. **swapy dochodowe – TRS** (ang. *total return swap*), gdzie płatności wynikają z rynkowych zmian wartości instrumentu kredytowego, bez względu na to, czy zdarzenie kredytowe wystąpiło, czy też nie. Instrument ten zabezpiecza nie tylko przed ryzykiem kredytowym, lecz także ryzykiem rynkowym – zmianą stopy procentowej czy kursu walutowego. Podmiot zabezpieczający się przed ryzykiem kredytowym przekazuje oferującemu to zabezpieczenie odsetki i opłaty związane z instrumentem bazowym oraz kwotę wynikającą ze wzrostu wartości instrumentu referencyjnego, natomiast podmiot oferujący zabezpieczenie kredytowe płaci zmienną stopę procentową (np. LIBOR + 0,15%) oraz kwotę wynikającą ze spadku wartości tego instrumentu.

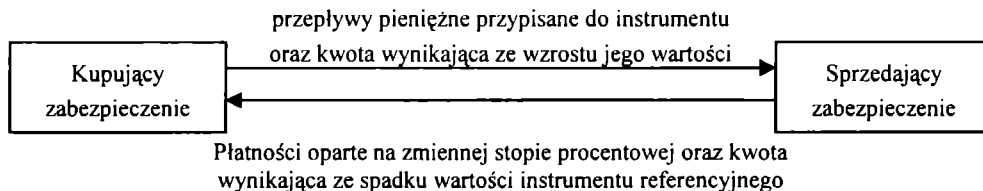
Kolejną grupę stanowią tzw. instrumenty na *spread* kredytowy (ang. *credit spread products*), do których należą m.in. **opcje put na spread kredytowy – credit spread put options**. Umożliwiają one wyizolowanie ryzyka obniżenia wartości rynkowej instrumentu referencyjnego nie wynikającego ze zmian krzywej dochodowości.

Poniżej znajdują się schematy trzech wybranych i omówionych wcześniej transakcji – CDS, TRS oraz CDO (rys. 1-3).



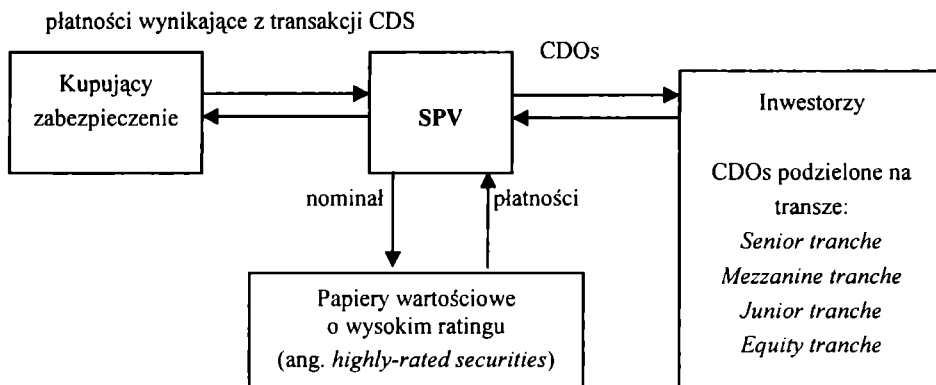
Rys. 1. Schemat transakcji typu CDS

Źródło: opracowanie własne.



Rys. 2. Transakcja typu TRS

Źródło: opracowanie własne.

Rys. 3. Transakcja typu *synthetic CDO*

Źródło: opracowanie własne.

#### 4. Korzyści wynikające z zawierania kredytowych transakcji terminowych

Kredytowe transakcje terminowe, jak już podkreślono w pierwszej części opracowania, są instrumentami, które umożliwiają efektywne zarządzanie ryzykiem kredytowym, tj. jego eliminację, redukcję oraz podjęcie tego ryzyka w zamian za odpowiednie wynagrodzenie. Umożliwiają więc przeniesienie samego ryzyka kredytowego bez konieczności pozbywania się danego waloru z bilansu, a tym samym

pozwalają utrzymać dobre stosunki z klientem banku – dłużnikiem. Bank, utrzymując daną wierzytelność w portfelu, może jednocześnie zarządzać innymi typami ryzyka z nią związanymi – np. ryzykiem stopy procentowej czy ryzykiem walutowym. Ponadto dzięki przystąpieniu do kredytowej transakcji terminowej bank dywersyfikuje swój portfel wierzytelności, zmniejszając w ten sposób ryzyko koncentracji kredytowej – zaangażowania w daną branżę lub sektor, przerzucając wyłącznie ryzyko kredytowe na inny podmiot, nie ingerując w strukturę bilansu, co mogłoby mieć miejsce przy sprzedaży takiego instrumentu.

Pomijając kwestię ulg w zakresie kapitału ekonomicznego, który stanowi element zarządzania ryzykiem w banku, lecz nie podlega regulacjom obowiązujących przepisów prawa i jest sprawą wewnętrzną banku, przystąpienie do kredytowej transakcji terminowej prowadzi do obniżenia kapitału regulacyjnego wymaganego w stosunku do ponoszonego ryzyka.

Należy pamiętać, iż przejęcie ryzyka z kolei stwarza możliwość osiągnięcia korzyści finansowych wynikających z przystąpienia do takiej transakcji, a jednocześnie umożliwia syntetyczne tworzenie portfeli kredytowych. Tym samym derywaty kredytowe, zwłaszcza struktury typu CLN czy CDOs, umożliwiają pewnej grupie podmiotów, dla której bezpośredni dostęp do części produktów jest ograniczony, aktywność na szeroko pojętym rynku kredytowym.

W sytuacji, gdy dany podmiot nie ma bezpośredniej ekspozycji w podmiot referencyjny, może również zająć tzw. krótką pozycję w ryzyku kredytowym, kupując ochronę przed ryzykiem kredytowym, np. poprzez zawarcie umowy CDS. Powstaje tu jednak problem rozliczenia transakcji w przypadku, gdy umowa dotyczy transakcji na fizyczną dostawę instrumentu referencyjnego w razie wystąpienia zdarzenia kredytowego.

Obok struktur wystandaryzowanych, rynek ten tworzą również transakcje dopasowane do indywidualnych potrzeb poszczególnych klientów, niejako „skrojone na miarę”, dzięki temu uczestnicy tego rynku mogą stworzyć profil ochrony najbardziej adekwatny do sytuacji, w której się znajdują, a z drugiej strony, z punktu widzenia inwestorów, osiągnąć odpowiednio wysoką stopę zwrotu.

## **5. Regulacje prawne rynku kredytowych transakcji terminowych w Polsce**

W Polsce przepisy regulujące funkcjonowanie rynku kredytowych instrumentów pochodnych, tym samym umożliwiające zawieranie kredytowych transakcji terminowych, funkcjonują od niedawna. Pierwsze zmiany wprowadzone zostały przez ustawę z 1 kwietnia 2004 r. o zmianie Ustawy *Prawo bankowe* oraz o zmianie innych ustaw, a przepisy je wprowadzające weszły w życie 1 maja 2004 roku (DzU 2004 nr 91, poz. 870). Następnie 1 lipca 2004 roku weszła w życie Ustawa z 27 maja 2004 r. o *funduszach inwestycyjnych*, która wprowadziła istotne zmiany do

ustawy z 29 sierpnia 1997 r. *Prawo bankowe* (DzU 2004 nr 146, poz. 1546). Z punktu widzenia polskiej bankowości istotne są przepisy Uchwały nr 4/2004 Komisji Nadzoru Bankowego<sup>1</sup>, umożliwiające m.in. uwzględnienie roli derywatów kredytowych w rachunku adekwatności kapitałowej. Tak więc aktywom lub zobowiązaniom pozabilansowym, których ryzyko kredytowe zostało zabezpieczone pozabilansową transakcją kredytową, można przypisać odpowiednio wagę ryzyka lub wagę ryzyka kontrahenta, odpowiadającą należności od kontrahenta banku będącego stroną tej transakcji, pod warunkiem, że transakcja ta skutecznie i w całości przenosi ryzyko kredytowe na kontrahenta, który to fakt musi być potwierdzony aktualną i wiarygodną opinią prawną. Kredytowa transakcja terminowa została określona przy tym jako transakcja, której wynikiem są pozabilansowe udzielone lub otrzymane zobowiązania do nabycia, zbycia lub gotówkowego rozliczenia instrumentu bazowego stanowiącego instrument referencyjny, w przypadku zajścia określonego zdarzenia kredytowego.

Nie sposób nie wspomnieć o roli, jaką odegrał Komitet ds. Derywatów Kredytowych działający przy Związku Banków Polskich, którego prace zaowocowały opublikowaniem w styczniu 2005 r. *Rekomendacji w sprawie zawierania kredytowych transakcji terminowych na polskim rynku międzybankowym*. Dokumentacja ta przenosi *de facto* na grunt prawa polskiego transakcję opisaną w 2003 *ISDA Credit Derivatives Definitions*<sup>2</sup>. W dokumentacji kredytowe transakcje terminowe zostały podzielone na dwie grupy – swapy i opcje kredytowe, z rozliczeniem fizycznym i finansowym. Istotną częścią jest rozdział poświęcony definicjom zdarzeń kredytowych, gdyż to właśnie od ich wystąpienia zależy uruchomienie ustalonych w umowie płatności. I tak katalog zdarzeń obejmuje następujące zdarzenia kredytowe:

- **Brak zapłaty**, czyli niewykonanie lub nienależyte wykonanie przez podmiot referencyjny jakiegokolwiek zobowiązania pieniężnego lub jego części z tytułu jednej lub kilku wierzytelności zabezpieczanych<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Uchwała nr 4/2004 KNB w sprawie zakresu i szczegółowych zasad wyznaczania wymagań kapitałowych z tytułu poszczególnych rodzajów ryzyka oraz zakresu stosowania metod statystycznych i warunków, których spełnienie umożliwia uzyskanie zgody na ich stosowanie, sposobu i szczegółowych zasad obliczania współczynnika wypłacalności banku, zakresu i sposobu uwzględniania działania banków w holdingach w obliczaniu wymagań kapitałowych i współczynnik wypłacalności oraz określenia dodatkowych pozycji bilansu banku ujmowanych łącznie z funduszami własnymi w rachunku adekwatności kapitałowej oraz zakresu, sposobu i warunków ich wyznaczania, Dz. Urz. NBP 2004 nr 15, poz. 25.

<sup>2</sup> Polski standard dotyczący kredytowych transakcji terminowych dostarcza szczegółowego opisu tych transakcji od strony prawnej, co jest zgodne ze zwyczajami panującymi na międzynarodowych rynkach finansowych. Wzorcową dokumentację transakcyjną stanowią natomiast standardowe umowy zawarte w [Rekomendacja... 2003].

<sup>3</sup> Zamieszczony w opracowaniu opis zdarzeń nie stanowi pełnej definicji poszczególnych zdarzeń kredytowych. Dokładne i pełne definicje znajdują się w [Rekomendacja... 2003].

- **Istotna zmiana**, która oznacza wystąpienie m.in. następujących zdarzeń: obniżenie stopy lub kwoty odsetek, przesunięcie terminów zapłaty lub naliczania odsetek lub zapłaty kwoty nominalnej bądź premii, zmianę waluty wierzytelności zabezpieczanej na tzw. walutę niedozwoloną.

- **Natychmiastowa wymagalność** – postawienie jednej lub kilku wierzytelności w stan natychmiastowej wymagalności wskutek wystąpienia w odniesieniu do podmiotu referencyjnego zdarzenia lub zdarzeń innych niż brak zapłaty, przewidzianych w treści tych wierzytelności zabezpieczanych.

- **Nieważność lub bezskuteczność wierzytelności** to np. obejście bezwzględnie obowiązujących przepisów prawa, wystąpienie wad oświadczenia woli lub stwierdzenie niezgodności określonego przepisu prawa z konstytucją.

- **Niewykonanie lub nienależyte wykonanie zobowiązań** – wystąpienie w odniesieniu do podmiotu referencyjnego zdarzenia lub zdarzeń innych niż brak zapłaty, których wystąpienie uprawnia do postawienia tych wierzytelności zabezpieczanych w stan natychmiastowej wymagalności.

- **Niewypłacalność** to m.in. następujące zdarzenia kredytowe: złożenie wniosku o ogłoszenie upadłości przez podmiot referencyjny lub co najmniej jednego z jego wierzycieli, otwarcie postępowania likwidacyjnego czy wystąpienie przyczyn uzasadniających sporządzenie przez podmiot referencyjny planu naprawczego.

- **Zaprzeczenie** – zdarzenie polegające na zaprzeczeniu istnienia wierzytelności zabezpieczanej przez podmiot referencyjny, podjęciu działań prowadzących do uchylenia się od skutków prawnych oświadczeń woli złożonych przez ten podmiot lub wystąpieniu przez podmiot referencyjny o stwierdzenie nieważności lub bezskuteczności wierzytelności zabezpieczanej.

## 6. Zakończenie

Analiza rozwoju rynku terminowych transakcji kredytowych na świecie oraz zainteresowanie tymi instrumentami w gospodarkach rozwijających się świadczy, iż mają one szerokie zastosowanie i ogromne znaczenie dla efektywnego zarządzania finansami przedsiębiorstw. Ponadto można oczekiwać, iż również w Polsce znajdą one uznanie podmiotów gospodarujących, szczególnie banków, dla których aspekt regulacyjny w postaci wyliczania kapitału regulacyjnego odgrywa istotną rolę. Najprawdopodobniej największą popularnością w Polsce będą cieszyły się na początku proste instrumenty typu CDS, a dopiero potrzeby poszczególnych podmiotów oraz coraz większe zaufanie i rosnąca wiedza o tych transakcjach określi strukturę produktową tego rynku.

## Literatura

- Rule D., *The Credit Derivatives Market: its Development and Possible Implications for Financial Stability*, Bank of England.
- Finanse przedsiębiorstw*, red. L. Szyszko, PWE, Warszawa 2000.
- Triennial and semiannual surveys on positions in global over-the-counter (OTC) derivatives markets at end-June 2004, Concentration measures for OTC derivatives markets from December 1998 to June 2004*, Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department, December 2004.
- Rekomendacja dotycząca zawierania wybranych transakcji na polskim rynku międzybankowym, ZBP, wrzesień 2003.
- Rekomendacja w sprawie zawierania kredytowych transakcji terminowych na polskim rynku międzybankowym, ZBP, styczeń 2005.
- Uchwała nr 4/2004 KNB w sprawie zakresu i szczegółowych zasad wyznaczania wymagań kapitałowych z tytułu poszczególnych rodzajów ryzyka oraz zakresu stosowania metod statystycznych i warunków, których spełnienie umożliwia uzyskanie zgody na ich stosowanie, sposobu i szczegółowych zasad obliczania współczynnika wypłacalności banku, zakresu i sposobu uwzględniania działania banków w holdingach w obliczaniu wymogów kapitałowych i współczynnik wypłacalności oraz określenia dodatkowych pozycji bilansu banku ujmowanych łącznie z funduszami własnymi w rachunku adekwatności kapitałowej oraz zakresu, sposobu i warunków ich wyznaczania, Dz. Urz. NBP 2004 nr 15, poz. 25.
- Ustawa o zmianie Ustawy *Prawo bankowe* oraz o zmianie innych ustaw (DzU 2004 nr 91, poz. 870).
- Ustawa z 27 maja 2004 r. *o funduszach inwestycyjnych* (DzU 2004 nr 146, poz. 1546).

## CREDIT DERIVATIVES IN THE PROCESS OF CORPORATE FINANCE MANAGEMENT

### Summary

The development of globalization, new technologies and new markets eventually made financial institution seek for more advanced credit risk reduction techniques which resulted in the creation of the first credit derivatives – simple, single name Credit Default Swaps.

Credit derivatives are over-the-counter financial instruments that enable parties to isolate specific aspects of credit risk from an underlying instrument and transfer that risk from one party to another. With the appearance of credit derivatives, credit risk management of loan portfolio does not mean a strategy of portfolio diversification backed by line limits or sale of positions in the secondary market any more. Credit derivatives also allow to separate the management of credit risk from the asset which generates that risk.

Since the first transaction introduced, the market has grown rapidly and become an important tool for banks and other financial institutions to transfer or take on credit risk.

Recently in Poland there have been also made significant moves towards standardization of these contracts that among the other credit risk transfer instruments can gain significant meaning.