

# Rozwój rynku pochodnych instrumentów kredytowych

Mirostlaw Pawliszyn

## Wprowadzenie

Na rynkach finansowych powstają nieustannie nowe instrumenty finansowe, będące odpowiedzią na potrzeby samych twórców bądź stanowiące ofertę dla ich potencjalnych klientów. Jednymi z ostatnich produktów inżynierii finansowej, które pojawiły się na rynku kilkanaście lat temu i które zaspokajają potrzeby obu ww. grup, są pochodne instrumenty kredytowe (PIK). Niniejszy artykuł poświęcony jest właśnie tym nowym narzędziom, służącym zarządzaniu ryzykiem kredytowym. Opracowanie ma na celu nakreślenie istoty pochodnych instrumentów kredytowych, przedstawienie motywów zawierania tych transakcji, zaprezentowanie podstawowych instrumentów oraz struktur zaawansowanych wśród pochodnych kredytowych, a także scharakteryzowanie rynku tych instrumentów.

*Pochodny instrument kredytowy jest kontraktem finansowym pomiędzy dwoma partnerami umowy, który zapewnia możliwość transferu ryzyka kredytowego. W transakcji tego typu jedna ze stron (beneficjent) transferuje ryzyko kredytowe instrumentu bazowego do drugiej strony umowy (gwaranta). Za udzielone zabezpieczenie gwarant otrzymuje oczywiście premię. Instrumentami bazowymi mogą być: pożyczka, papier wartościowy (np. obligacja) bądź inne aktywa, dla których może być ustalona cena obrotu<sup>1</sup>.*

Banki komercyjne mają do dyspozycji tradycyjne metody zabezpieczenia kredytów w postaci akredytywy typu *stand-by* i gwarancji, które zapewniają im ochronę przed ryzykiem wystąpienia problemów z pożyczką bądź ich większym portfelem. PIK dają jednak wiele dodatkowych korzyści, w porównaniu z tradycyjnymi instrumentami, ponieważ umożliwiają przebudowę całego bankowego portfela ryzyka kredytowego i zarządzanie nim. Dzięki nim bank może zabezpieczyć się nie tylko przed niewypłacalnością, ale również pogorszeniem się sytuacji kredytowej klienta. Stosowanie PIK umożliwia dywersyfikację portfela kredytowego, a nawet zwiększenie ponoszonego ryzyka kredytowego. Wśród głównych powodów zawierania tego typu transakcji wymienia się doskonalenie zarządzania ryzykiem, poprawę dochodowości, dywersyfikację ryzyka, redukcję koncentracji kredytowej czy wreszcie powód o niebagatelnym znaczeniu – możliwość zmniejszenia obciążeń związanych z kapitałem regulacyjnym.

Na coraz powszechniejsze użycie PIK przez banki i wszystkie inne instytucje mające do czynienia z ryzykiem kredytowym składa się wiele czynników. Jednym z nich jest precyzja, z jaką PIK mogą odizolować i przenieść ryzyko kredytowe. Ten aspekt omawianych struktur niewątpliwie odróżnia je od tradycyjnych instrumentów pochodnych. Podmiot, którego ryzyko jest transferowane np. przez bank, nie musi uczestniczyć w takiej transakcji. Często nie musi nawet wiedzieć o jej zawarciu. Dzięki temu instytucje finansowe mogą zarządzać swym ryzykiem w dyskretny sposób, który nie wpływa na ich stosunki z klientami.

<sup>1</sup> C.M. Beaumier, C.L. Hyndman: *Credit Derivatives: A New Way to Reduce Risk or Just Another Risk?* „Commercial Lending Review”, Spring 1997.

Inna zaleta PIK polega na tym, że zapewniają one mechanizm umożliwiający krótką sprzedaż<sup>2</sup> instrumentów obciążonych ryzykiem kredytowym. Nie jest np. możliwe dokonanie krótkiej sprzedaży udzielonych przez bank kredytów czy pożyczek. Jednak krótka pozycja może być wykreowana syntetycznie poprzez zakup ochrony kredytowej przy użyciu PIK. Krótka sprzedaż pojedynczych kredytów lub ich portfela może być stosowana w celu zarządzania ryzykiem kredytowym – zabezpieczenia ekspozycji kredytowej – bądź osiągania zysków z pogarszania się jakości kredytowej portfela kredytów. Wzrost płynności na rynku PIK powoduje, że podmioty zaangażowane w działalność kredytową mogą, stosując krótką sprzedaż, skorzystać z możliwości płynących z arbitrażu kredytowego.

### Podmioty zawierające pochodne transakcje kredytowe

Grupa uczestników rynku PIK jest dość liczna. Do grona użytkowników omawianych instrumentów zalicza się: banki, przedsiębiorstwa, firmy ubezpieczeniowe, firmy reasekuracyjne, fundusze hedgingowe, firmy zarządzania aktywami (*asset management*) oraz inwestorów poszukujących możliwości zarobku poprzez przyjmowanie ryzyka kredytowego. Wymienione podmioty zawierają pochodne transakcje, by realizować odmienne cele. Motywy zawierania pochodnych transakcji kredytowych są różne w przypadku banków, firm ubezpieczeniowych czy przedsiębiorstw. Różne cele przyświecają też działającym na rynku PIK funduszom hedgingowym i firmom świadczącym usługi zarządzania aktywami. Ze względu na elastyczność przedstawianych struktur<sup>3</sup> można je łatwo dostosować do potrzeb stron umowy.

Banki używają PIK w celu łagodzenia swej ekspozycji wobec określonych kredytobiorców czy gałęzi przemysłu. Wykorzystane limity koncentracji kredytowej (np. w określonym sektorze gospodarki) zostają dzięki PIK uwolnione, a banki nadal mogą udzielać pożyczek przedsiębiorstwom z tej branży. Zawarcie odpowiednich transakcji (sprzedaż ochrony kredytowej) umożliwia również dywersyfikację portfeli kredytowych poprzez syntetyczne uzyskanie ekspozycji w stosunku do określonych branż czy krajów. Bardzo istotnym zastosowaniem PIK jest także ich użycie w celu zmniejszenia wymogów dotyczących kapitału regulacyjnego. Zgodnie z jednolitymi regułami ustalonymi w Umowie Kapitałowej z 1998 r. (ang. *Basle Capital*

*Accord*), banki są zobowiązane do utrzymywania odpowiedniego poziomu kapitału na pokrycie ryzyka kredytowego. Na przykład w odniesieniu do kredytów bankowych udzielonych przedsiębiorstwom (bez względu na rating przedsiębiorstwa) stosowany jest 8-procentowy współczynnik obciążenia kapitałem. Duże banki używają wewnętrznych modeli szacowania ryzyka kredytowego, zgodnie z którymi poziom utrzymywanego na jego pokrycie kapitału jest kalkulowany na podstawie zdolności kredytowej kredytobiorców. Dlatego banki te mają dużą motywację do wyprowadzania ze swych portfeli ryzyka kredytowego związanego z kredytami, dla których obciążenie kapitału wynikające z modelu jest mniejsze od arbitralnego i sztywnego współczynnika 8%. Zawarcie pochodnej transakcji kredytowej z bankiem pochodzącym z kraju OECD (nawet jeśli bank ten ma niższy rating niż przedsiębiorstwo, którego kredyt jest zabezpieczony) umożliwia uzyskanie 80-procentowej ulgi w kapitale regulacyjnym. Dzięki zawartej transakcji bank nie tylko wyprowadza ryzyko kredytowe ze swego portfela, ale dokonując arbitrażu na kapitale regulacyjnym, zwiększa jednocześnie zwrot z kapitału własnego.

Przedsiębiorstwa stosują PIK w celu zarządzania ryzykiem kredytowym wynikającym z zawieranych przez nie kontraktów handlowych. Oczywiście, podmioty te mogą stosować tradycyjne sposoby zarządzania ryzykiem, np. w postaci faktoringu, czy wręcz ograniczyć współpracę z klientami, których ryzyko postrzegane jest przez przedsiębiorstwo jako zbyt wysokie. Zastosowanie PIK jest jednak efektywniejszą techniką zarządzania ryzykiem kredytowym. Instrumenty te oferują bardziej poufne sposoby zabezpieczenia należności handlowych, co jest szczególnie ważne dla znacznej części przedsiębiorstw. Upadek dostawcy lub klienta takiego przedsiębiorstwa może prowadzić do konieczności zawarcia umów z innymi kontrahentami, ale po cenach różnych od pierwotnych. Dzięki wcześniejszemu zawarciu odpowiedniej pochodnej transakcji kredytowej przedsiębiorstwo może jednak zrekompensować sobie potencjalne straty poniesione na kontraktach handlowych.

Przyjęcie ryzyka wobec pewnych typów kredytów (w szczególności kredytów udzielonych przedsiębiorstwom) czy sektorów nie jest możliwe w tradycyjnej działalności firm ubezpieczeniowych i reasekuracyjnych. Firmy ubezpieczeniowe najczęściej nie mogą nabywać kredytów od banków. Co więcej – banki, obawiając się naruszenia dobrych stosunków z klientami, nie mają motywacji do sprzedaży kredytów ze swego portfela. Z pomocą przychodzi tutaj PIK, pozwalające firmom sektora ubezpieczeń przyjąć na siebie ryzyko kredytowe, którego nie mogły do tej pory uzyskać. Ubezpieczyciele uczestniczą w rynku PIK w celu dywersyfikacji oraz zwiększenia swych dochodów i są sprzedawcami netto ochrony kredytowej.

Również fundusze hedgingowe wykorzystują PIK w celu zwiększania dochodów, traktując je jako alterna-

<sup>2</sup> Istotą krótkiej sprzedaży jest zarabianie na spadkach kursów instrumentów finansowych. Strategia krótkiej sprzedaży polega na zbyciu pożyczonych od innego podmiotu np. papierów wartościowych i późniejszym ich odkupieniu po niższej cenie. Jeśli inwestor pomyli się w swych oczekiwaniach i cena sprzedanego instrumentu wzrośnie, ponosi on oczywiście stratę.

<sup>3</sup> PIK należą one do grupy instrumentów *over-the-counter* – nie są wystandaryzowane i strony umowy każdorazowo je negocjują.

tywne narzędzie inwestycji. Szczególnie chętnie angażują się w struktury dające możliwość zastosowania i wykorzystania dźwigni finansowej. Fundusze hedgingowe występują zarówno jako sprzedawcy, jak i nabywcy ochrony kredytowej. Sprzedając ochronę kredytową, uzyskują syntetyczny dostęp do rynku kredytów bankowych. Posiadając w swych portfelach inwestycyjnych aktywa wrażliwe na zmianę jakości kredytowej, fundusze same są również zainteresowane występowaniem w roli nabywcy zabezpieczenia, w celu ochrony np. portfela obligacji.

Podobnie jak fundusze hedgingowe, również firmy zarządzania aktywami (firmy *asset management*) są aktywne „po obu stronach rynku” PIK. W roli nabywców ochrony kredytowej występują przede wszystkim podmioty mające portfele papierów wartościowych obciążonych dużym ryzykiem kredytowym, np. wysoko dochodowych obligacji. Ryzyko zaprzestania obsługi tych instrumentów (zarówno płatności kuponowych, jak i sumy głównej) jest zwykle znaczne i może narazić firmy *asset management* na poważne straty. Dzięki zastosowaniu PIK ryzyko to może być jednak przeniesione z firm zarządzania aktywami do innych podmiotów. Firmy *asset management* mogą również czerpać dodatkowe dochody z uczestniczenia w rynku PIK poprzez sprzedaż ochrony kredytowej. Szczególnie będą zainteresowane sprzedażą zabezpieczenia przed ryzykiem kredytowym związanym z obligacjami przedsiębiorstw, co do których oczekuje się, że zostaną przejęte przez silniejsze przedsiębiorstwa. Taki scenariusz zdarzeń wywiera pozytywny wpływ na standing przedsiębiorstwa i oddala groźbę wypłaty przez

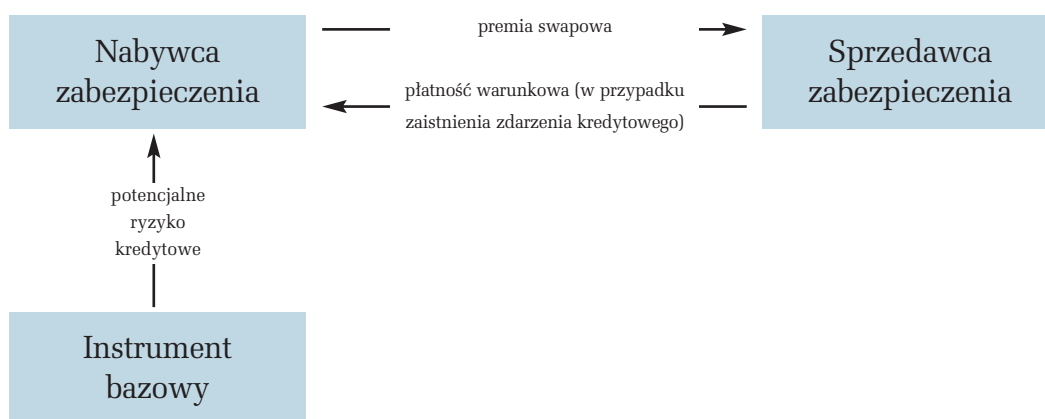
firmę zarządzania aktywami rekompensat z tytułu ubezpieczonego przez nią kredytu.

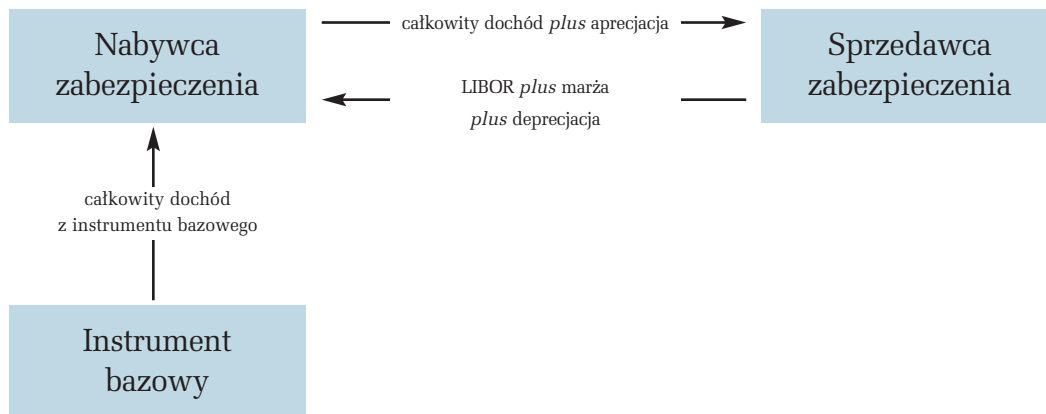
### Struktury wykorzystywane przez uczestników rynku

**Swap na zaprzestanie obsługi długu** (ang. *credit default swap – CDS*) to najpopularniejszy instrument ograniczania ryzyka kredytowego. W CDS przedstawionym na schemacie 1. nabywca zabezpieczenia dokonuje okresowych opłat, najczęściej wyrażonych w punktach bazowych wartości określonego instrumentu bazowego. W zamian, gwarant zabezpieczenia zgadza się na wypłacenie świadczenia pieniężnego w sytuacji, gdy wzrośnie ryzyko kredytowe bazowego instrumentu kredytowego. Wypłata może nastąpić w przypadku bankructwa kredytobiorcy, obniżenia jego ratingu, opóźnienia płatności odsetkowych itp., definiowanych w umowie jako zdarzenie kredytowe (ang. *credit event, event of default* lub *default*)<sup>4</sup>. W swapie na zaprzesta-

<sup>4</sup> Od 1999 r. (w brzmieniu zmienionym nieco w 2003 r.) strony transakcji mogą posilkować się definicjami zdarzenia kredytowego opracowanymi przez Międzynarodowe Stowarzyszenie Swapów i Instrumentów Pochodnych (ang. *International Swaps and Derivatives Association – ISDA*). Obecnie obowiązujące definicje (2003 *ISDA Credit Derivatives Definitions*) to standardowe terminy, które są zwykle stosowane przez strony zawierające umowy swapowe. Określają one sześć następujących zdarzeń kredytowych: niewypłacalność (ang. *bankruptcy*), natychmiastowa wymagalność (ang. *obligation acceleration*), zaniechanie obsługi długu (ang. *obligation default*), brak zapłaty (ang. *failure to pay*), repudiacje/moratorium (ang. *repudiation/moratorium*) oraz restrukturyzację (ang. *restructuring*).

Schemat 1 Konstrukcja swapu na zaprzestanie obsługi długu



Schemat 2 *Swap na zwrot całkowity*

Źródło: J. M. Tavakoli: *Credit Derivatives & Synthetic Structures. A Guide to Instruments and Applications*. New York 2001 John Wiley & Sons Inc.

nie obsługi długu gwarant nie jest zobligowany do dokonania płatności aż do chwili zaistnienia wspomnianych sytuacji.

Swapy na zaprzestanie obsługi długu są dopasowane do konkretnych potrzeb potencjalnych użytkowników. Bazowymi instrumentami kredytowymi mogą być pożyczka czy obligacja, w różnej walucie, natomiast okres transakcji może być równy okresowi życia instrumentu bazowego bądź krótszy od niego. Opłata otrzymywana przez sprzedawcę zabezpieczenia zależy od okresu, na który swap został zawarty, oraz prawdopodobieństwa zajścia zdarzenia kredytowego bazowych aktywów kredytowych.

Kolejnym przykładem instrumentów pochodnych służących ograniczeniu ryzyka kredytowego są **swapy na zwrot całkowity** zwane również **swapami dochodowymi** (ang. *total rate of return swaps – TRORS*). Polegają one na zamianie całkowitego dochodu otrzymywanego z instrumentu bazowego wrażliwego na zmianę oceny ryzyka kredytowego (np. obligacji) na inne przepływy pieniężne – np. odnoszone do stawki procentowej rynku międzybankowego. Schemat 2. prezentuje konstrukcję swapu na zwrot całkowity. Wzrost wartości posiadanych aktywów oraz procent i ewentualna dywidenda trafiają w takiej transakcji do sprzedawcy ochrony kredytowej. W zamian płaci on nabywcy zabezpieczenia stawkę LIBOR powiększoną o marżę oraz rekompensuje mu spadek bieżącej ceny rynkowej aktywów.

Omawiane swapy pozwalają sprzedawcom zabezpieczenia na uzyskanie pozabilansowej ekspozycji wo-

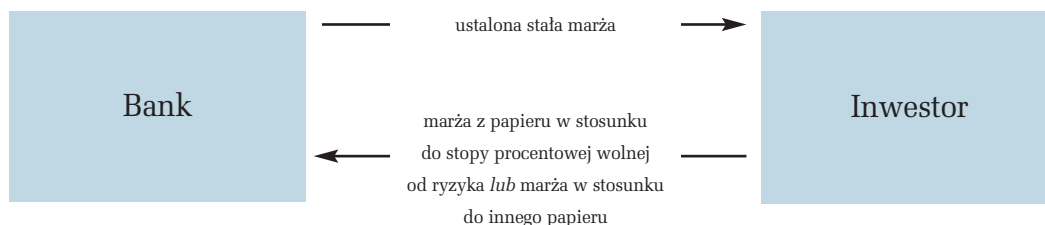
bec aktywów, do których nie mieli wcześniej dostępu. Zasadniczym, oprócz dywersyfikacji ryzyka kredytowego, powodem zawierania tych transakcji są jednak korzyści wynikające ze stosowania dźwigni finansowej. Sprzedawcy swapów na zwrot całkowity nie dokonują żadnych początkowych płatności, a późniejsze przepływy finansowe mają charakter netto. Kupujący ochronę kredytową również ma motywację do zawierania tego typu transakcji. Dzięki zawarciu swapu na zwrot całkowity zabezpiecza się zarówno przed ryzykiem cenowym, jak i ryzykiem obniżenia dochodowości instrumentu bazowego. Jednocześnie aktywa bazowe pozostają w jego bilansie i transakcja nie ma wpływu na stosunki z klientami, co ma szczególne znaczenie w przypadku zabezpieczania udzielonych kredytów.

Do podstawowych struktur wśród pochodnych instrumentów kredytowych należą również **transakcje zamiany marż kredytowych** (ang. *credit-spread swaps*). Dwa główne rodzaje swapów budowanych na marżach kredytowych obejmują:

- swapy marż kredytowych budowane na aktywach nieobciążonych ryzykiem – spread absolutny (ang. *absolute spread*),
- swapy marż kredytowych dwóch aktywów wrażliwych na ryzyko kredytowe – spread względny (ang. *relative spread*).

Dzięki swapom marż kredytowych możliwe jest osiągnięcie korzyści z właściwego przewidzenia co do przyszłego kształtowania się premii za ryzyko wyraża-

Schemat 3 Swap oparty na spreadzie absolutnym



Źródło: S. Das: *Credit Derivatives and Credit Linked Notes*. Singapore 2000 John Wiley & Sons, s. 19.

nych w postaci marż kredytowych. W przedstawionej na schemacie 3. transakcji (przypadek spreadu absolutnego) inwestor osiąga zysk, gdy marża pomiędzy danym papierem bazowym a papierem nieobciążonym ryzykiem lub innym ryzykownym papierem ulegnie zawężeniu. W przypadku wzrostu marży kredytowej inwestor poniesie stratę. Ponieważ transakcja ta jest grą o sumie zerowej, na stratach (zyskach) inwestora zarabia (traci) bank i *vice versa*.

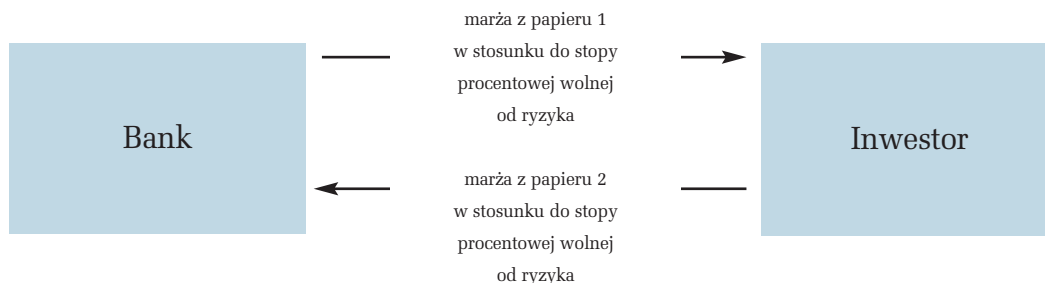
Swap spreadu względnego pozwala natomiast inwestorom na osiąganie zysków dzięki właściwemu określeniu względnych ruchów w marżach kredytowych dwóch papierów. Schemat 4. przedstawia przypadek swapu spreadu względnego. Inwestor zyskuje (ponosi stratę) w tej transakcji, jeśli marża z drugiego papieru maleje (wzrasta) w stosunku do marży z pierwszego papieru. Analiza tego przypadku wykazuje, że transakcja względnych marż kredytowych jest niczym innym, jak zawarciem dwóch swapów na spread absolutny, w wyniku czego zostaje zrównoważony i tym samym wyeliminowany komponent wolny od ryzyka.

**Opcje kredytowe** (ang. *credit options*) są kolejnym instrumentem rynku pochodnych instrumentów kredytowych wykorzystywanym do zabezpieczenia się przed ryzykiem niekorzystnych zmian jakości kredytu. Główne cechy opcji kredytowych są identyczne jak w przypadku opcji na akcje. Podobieństwo opcji kredytowych do innych opcji polega na tym, że kupujący opcję płaci premię za prawo do rozliczenia transakcji, osiągając korzyści z różnicy pomiędzy ceną *spot* „określonej bazy” a jej kursem opcyjnym określonym w umowie. W odróżnieniu od innych opcji wspomnianą „bazę” w przypadku opcji kredytowych stanowią marża kredytowa lub aktywa wrażliwe na zmiany ryzyka kredytowego.

Ponieważ opcje kredytowe mogą być budowane na samych aktywach kredytowych, a także na marżach ich dotyczących, wyróżnia się dwa typy omawianych transakcji:

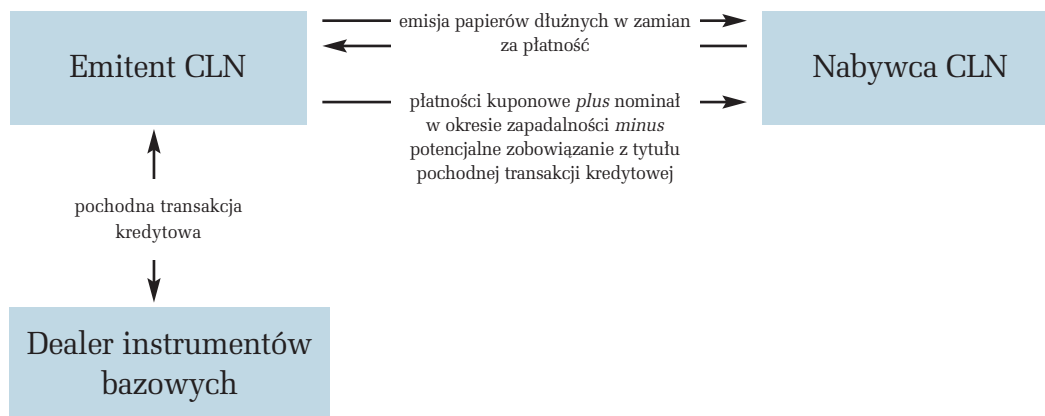
- opcje oparte na marży kredytowej (ang. *spread options*),
- opcje, w których bazę stanowią aktywa – opcje na zaprzestanie obsługi długu (ang. *credit-default options*).

Schemat 4 Swap na marżach kredytowych - przypadek spreadu względnego



Źródło: jak w schemacie 3, s. 19.

Schemat 5 Papier dłużny indeksowany do zdarzenia kredytowego



Źródło: opracowanie własne.

Pierwszy typ opcji pozwala na zabezpieczenie się przed niekorzystnymi zmianami marż kredytowych w zamian za zapłatę premii opcyjnej. Zawierając taką transakcję, inwestor nabywa prawo do otrzymania w okresie zapadalności opcji różnicy pomiędzy marżą kredytową w dniu rozliczenia a marżą opcyjną (opcja *call*) lub różnicy pomiędzy marżą opcyjną a marżą kredytową w dniu rozliczenia (opcja *put*).

Opcje na zaprzestanie obsługi długu mogą być natomiast użyte przez inwestora do zabezpieczenia się przed spadkiem ceny aktywów, np. obligacji. Aby zabezpieczyć się przed obniżeniem ratingu emitenta obligacji i tym samym spadkiem ceny samej obligacji, inwestor może zakupić opcję dającą dochód w momencie jej rozliczenia. W wyniku obniżenia jakości kredytowej obligacji inwestor poniesie stratę na wartości udziałów w obligacjach, ale zostanie ona zrównoważona przez dochody uzyskane z rozliczenia opcji.

**Papiery dłużne indeksowane do zdarzeń kredytowych** (ang. *credit-linked notes – CLN*), nazywane też często notami kredytowymi, to stosunkowo nowy typ papierów dłużnych. CLN stanowią połączenie papieru dłużnego z wbudowanym w jego strukturę pochodnym instrumentem kredytowym, np. swapem na zaprzestanie obsługi długu. Na wartość tych instrumentów wpływa nie tylko kondycja ich emitenta, ale także instrumentów bazowych, na które opiewają pochodne transakcje kredytowe stanowiące integralną część CLN. Zakupując ten typ papieru dłużnego, inwestor staje się *de facto* gwarantem wspomnianej pochodnej transakcji kredytowej i może dzięki temu uzyskać większe płatno-

ści kuponowe niż w przypadku standardowego papieru dłużnego. Jednak cena odkupu papieru dłużnego indeksowanego do zdarzeń kredytowych uwarunkowana jest (w zależności od komponentu pochodnego wbudowanego w papier) zmianami jakości kredytowej lub wartości rynkowej instrumentu bazowego. Ogólną konstrukcję CLN ilustruje schemat 5.

CLN dają inwestorom możliwość uzyskania ekspozycji na rynkach, na których jest to dla nich niemożliwe z powodu regulacji prawnych lub bardzo kosztowne ze względu na wysokie koszty transakcyjne. Poza tym za pomocą tych struktur możliwe jest zbudowanie instrumentów podlegających ocenie ratingowej z form, które jej normalnie nie podlegają<sup>5</sup>. Do najczęściej spotykanych papierów dłużnych indeksowanych do zdarzeń kredytowych należy zaliczyć:

- **Papiery dłużne z wbudowanym swapem na zwrot całkowity** (ang. *total rate of return credit-linked notes*). Głównym celem tworzenia takiego instrumentu jest symulacja inwestycji w bazowe aktywa kredytowe (kredyty bankowe czy obligacje) lub indeks oparty na koszyku złożonym z bazowych aktywów kredytowych.
- **Papiery dłużne powiązane ze swapami na zaprzestanie obsługi długu** (ang. *credit-default-linked notes*). Łączą one inwestycję gotówkową w papiery o stałych odsetkach i jednoczesny udział inwestora w swapie na zaprzestanie obsługi długu, gdzie występuje on w roli sprzedawcy ochrony kredytowej. Ta od-

<sup>5</sup> Por. A. Kasapi: *Kredytowe instrumenty pochodne: charakterystyka, rodzaje i zasady obrotu*. Kraków 2002 Oficyna Ekonomiczna, s. 99.

miana papierów dłużnych pozwala więc ich nabywcom przejąć bądź zmniejszyć ryzyko kredytowe drugiej strony transakcji.

- **Papiery dłużne oparte na marżach kredytowych** (ang. *credit-spread-linked notes*) pozwalają (dzięki wbudowanym w nie swapom marż kredytowych) na przyjęcie ryzyka marży kredytowej bez potrzeby posiadania bezpośredniej ekspozycji kredytowej wobec kontrahenta. Papiery dłużne oparte na marżach kredytowych są najczęściej budowane na bazie obligacji krajów z rynków wschodzących, gdzie marże kredytowe mogą podlegać znacznym wahaniom.

- **Obligacje syntetyczne** (ang. *synthetic bonds*) są sposobem emisji długu, w którym bazowe ryzyko kredytowe jest kreowane za pomocą jednej pochodnej transakcji kredytowej lub większej ich liczby w celu stworzenia przepływów pieniężnych charakterystycznych dla papieru wartościowego wprowadzonego na rynek przez emitenta bazowego. Obligacje syntetyczne są emitowane przez specjalnie tworzone w tym celu podmioty zwane spółkami celowymi lub spółkami specjalnego przeznaczenia (ang. *special purpose vehicle*). Struktury te pozwalają na wykreowanie odpowiednich wpływów spółki celowej, które aproksymują klasyczną obligację i są sprzedawane inwestorom w postaci papierów dłużnych.

#### Struktury egzotyczne

Rynek pochodnych instrumentów kredytowych podlega dynamicznemu rozwojowi, w wyniku którego powstają nowe i bardziej skomplikowane struktury. Podobnie jak w przypadku innych segmentów rynku pochodnych również wśród PIK występują tzw. **struktury egzotyczne**. Najczęściej spotykani ich przykładami są:

- koszykowe swapy na zaprzestanie obsługi długów,
- opcje typu *knock-in* na koszyk kredytów,
- opcje zamiany ryzyka kredytowego z ograniczoną stratą,
- proporcjonalne struktury zamiany ryzyka kredytowego,
- swapcje na zaprzestanie obsługi długu.

Transakcja zamiany ryzyka kredytowego służąca zabezpieczeniu pojedynczego składnika aktywów wrażliwego na zmianę jakości kredytowej może zostać z powodzeniem przekształcona w instrument zapewniający ochronę kilku kredytów. Strukturami umożliwiającymi takie kompleksowe zabezpieczenie są **koszykowe swapy na zaprzestanie obsługi długów** (ang. *basket credit default swaps* lub *basket-linked credit default swaps*). Podstawowe transakcje opierają się na koncepcji *first-to-default*, tzn. jej rozliczenie następuje wówczas, kiedy jeden z kredytów tworzących koszyk doświadcza zdarzenia kredytowego. W przypadku gdy jeden rodzaj aktywów tworzących koszyk doświadcza wspomnianego zdarzenia kredytowego, sprzedający

ochronę rekompensuje stratę z nim związaną. W ten sposób transakcja jest zakończona, a pozostałe kredyty z koszyka pozostają niezabezpieczone. Jeśli inwestor nadal chciałby mieć ochronę kredytową pozostałych aktywów, musi ponownie zakupić ich ochronę kredytową. Odmianą tych transakcji są koszykowe swapy *second-to-default*, *third-to-default* itd., uruchamiające ochronę kredytową w momencie, gdy zdarzenie kredytowe dotyczy odpowiednio drugiego, trzeciego itd. składnika aktywów kredytowych z koszyka. Dlatego też ogólnie struktury te określa się mianem *n<sup>th</sup>-to-default*.

Rozkwit koszykowych swapów na zaprzestanie obsługi długu nastąpił w połowie lat 90. XX w. i był rezultatem pojawienia się problemów kredytowych w bankach japońskich. Za pomocą omawianych transakcji dokonywano tam sprzedaży ryzyka kredytowego słabszych japońskich instytucji finansowych w celu redukcji ogromnej koncentracji kredytowej. Poza tym struktury te opierają się również na długach rynków wschodzących.

Przykładem egzotycznych pochodnych transakcji kredytowych są także **opcje *knock-in* na koszyk kredytów** (ang. *knock-in basket options*). Dają one nabywcy ochrony kredytowej prawo do dostarczenia aktywów podmiotowi zapewniającemu zabezpieczenie po wcześniej określonej cenie, jeśli w wyniku wcześniej określonych okoliczności dojdzie do aktywowania opcji. Aktywa kredytowe, na bazie których zbudowana jest transakcja, nie muszą wcale doświadczyć zdarzenia kredytowego i nadal być atrakcyjnymi aktywami. Jeśli jednak np. rating któregoś z kredytów spadnie do poziomu określonego w kontrakcie opcyjnym, to nabywca zabezpieczenia nabywa prawo do egzekwowania swych uprawnień z tytułu opcji.

Nabywca zabezpieczenia może ograniczyć koszty zabezpieczenia się przed ryzykiem wystąpienia zdarzenia kredytowego akceptując stały procentowy udział własny w potencjalnych stratach. Umożliwiają to **opcje zamiany ryzyka z ograniczoną stratą** (ang. *reduced loss credit default option*). Pozwalają one na redukcję kosztów zabezpieczenia przed ryzykiem kredytowym w strukturach koszykowych. W celu uzyskania oszczędności na koszcie nabycia ochrony kredytowej nabywca zabezpieczenia może sam ponosić część ryzyka. Zawierając transakcje takiego typu, może zgodzić się na poniesienie np. pierwszych 15% spadku rynkowej wartości zabezpieczanego kredytu. Jak łatwo zauważyć, ochrona kredytowa nie jest w takim przypadku pełna, jednak możliwość płacenia mniejszej premii opcyjnej stanowi dla wielu inwestorów dużą zachętę do akceptowania takich warunków transakcji<sup>6</sup>.

**Proporcjonalne struktury zamiany ryzyka kredytowego** (ang. *pro rata default structures*), potocznie nazywane strukturami funduszowymi (ang. *pooled struc-*

<sup>6</sup> Por. J.M. Tavakoli: *Credit Derivatives...*, op.cit., s. 184-185.

tures), zawierane są z powodu dogodności dokumentacyjnych. Dzięki tym strukturom kilka różnych swapów na zaprzestanie obsługi długu (nawet o różnych okresach zapadalności) można potwierdzić jednym dokumentem. W celu uczestnictwa w proporcjonalnej strukturze zamiany ryzyka kredytowego nabywca jest zobowiązany do zapłaty proporcjonalnej premii, będącej sumą opłat zabezpieczających naliczonych dla poszczególnych długów bazowych.

W sytuacji gdy jeden z kredytów doświadczy zdarzenia kredytowego, dotycząca go część transakcji jest rozliczana jak w przypadku swapu na zaprzestanie obsługi jednego długu. W odróżnieniu od koszykowych swapów na zaprzestanie obsługi długów w tego typu transakcjach zbiór kredytów, które nie doświadczyły zdarzenia kredytowego pozostaje nadal zabezpieczony. Nabywca ochrony kredytowej w dalszym ciągu uiszcza proporcjonalną premię na pozostałą część umową. Premia ta zostaje pomniejszona o kwotę premii za zabezpieczenie kredytu, który doświadczył zdarzenia kredytowego.

Dynamiczny rozwój rynku pochodnych instrumentów kredytowych doprowadził do pojawienia się na rynku **swapcji na zaprzestanie obsługi długu** (ang. *options on credit default swaps, default swaptions*), będących połączeniem opcji i swapów na zaprzestanie obsługi długu. Nabywca takiej swapcji jest uprawniony do zakupu (opcja *call*) lub sprzedaży (opcja *put*) w określonym czasie w przyszłości zabezpieczenia przed ryzykiem kredytowym w postaci swapu na zaprzestanie obsługi długu. Warunki samej transakcji swapowej, na którą wystawiona zostaje opcja, są określone w momencie zawierania swapcji.

Swapcje na zaprzestanie obsługi długu są szczególnie atrakcyjną formą nabycia ochrony kredytowej dla banków, które udostępniają linie kredytowe i nie mają pewności, w jakim stopniu będą one wykorzystane. Zakup swapu na zaprzestanie obsługi długu na cały okres udostępnienia linii kredytowej okazuje się zwykle kosztowny. Czekanie z zakupem zabezpieczenia do momentu, kiedy linia kredytowa zostanie wykorzystana, również może okazać się kosztowne – marża kredytowa związana z kredytobiorcą najczęściej będzie wtedy wyższa. Zakup swapcji pozwala na wcześniejsze określenie warunków ochrony w przyszłości i skorzystanie z niej lub też nie, ryzykując jedynie wysokością premii opcyjnej.

#### Sekurytyzacja syntetyczna

Ciągły i dynamiczny rozwój technik sekurytyzacyjnych spowodował, że pochodne instrumenty kredytowe zostały z powodzeniem zaadaptowane również w transakcjach sekurytyzacji. Efektem tego rozwoju jest pojawienie się na rynku **syntetycznych zabezpieczonych zobowiązań dłużnych** (ang. *synthetic collateralized*

*debt obligations – synthetic CDOs*), będących relatywnie nową grupą produktów strukturyzowanych. Są one modyfikacją tradycyjnych zabezpieczonych zobowiązań dłużnych, do których należą zobowiązania dłużne zabezpieczone kredytami – zabezpieczone zobowiązania kredytowe (ang. *collateralized loan obligations*) – oraz zobowiązania dłużne zabezpieczone obligacjami – zabezpieczone zobowiązania obligacyjne (ang. *collateralized bond obligations*).

W sekurytyzacji tradycyjnej bank sprzedaje aktywa referencyjne (np. udzielone kredyty) spółce specjalnego przeznaczenia, która następnie emituje kilka transz papierów dłużnych, mających różną wielkość oraz stopień podporządkowania, a co za tym idzie, stopień ryzyka i dochodowości. Spłata tych papierów uzależniona jest od przepływów finansowych (płatności odsetkowe oraz suma główna) generowanych przez przetransferowane aktywa referencyjne. Modyfikacja występująca w przypadku sekurytyzacji syntetycznej polega na połączeniu pochodnych instrumentów kredytowych z zabezpieczonymi zobowiązaniami dłużnymi w celu stworzenia nowej klasy instrumentów. Syntetyczne zabezpieczone zobowiązania dłużne pozwalają bankom na zachowanie prawa własności do portfela sekurytyzowanych należności, przy jednoczesnym wyprawdzeniu związanego z nimi ryzyka kredytowego – syntetycznym pozbyciu się aktywów za pomocą pochodnych transakcji kredytowych. Omawiane struktury mogą opierać się w całości bądź części na PIK, zwykle swapach na zaprzestanie obsługi długu<sup>7</sup>.

Syntetyczne zabezpieczone zobowiązania dłużne pozwalają bankom na syntetyczne pozbycie się aktywów z bilansu, zapewniając w ten sposób ulgę w kapitale regulacyjnym. Transakcje te są również wykorzystywane w celu stworzenia nowych źródeł finansowania, a także zwiększenia zwrotu z kapitału i aktywów. Emitowane papiery są dla ich nabywców atrakcyjną formą inwestycji przede wszystkim z dwóch powodów. Pozwalają one na osiągnięcie wyższych dochodów niż w przypadku innych papierów o zbliżonym raingu, a także uzyskanie ekspozycji wobec zdywersyfikowanego portfela kredytów.

#### Nowa Umowa Kapitałowa a pochodne transakcje kredytowe<sup>8</sup>

Nowa Umowa Kapitałowa (NUK), nazywana żargonowo Bazyleą II, zakłada, że ulgę w kapitale regulacyjnym będzie można uzyskać wyłącznie dzięki użyciu swa-

<sup>7</sup> Szerzej na temat technik sekurytyzacyjnych: J. Zombirt: *Sekurytyzacja w świetle bankowych regulacji europejskich*. Warszawa 2002 Szkoła Główna Handlowa, Monografie i Opracowania nr 508.

<sup>8</sup> Na podstawie: *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards. A Revised Framework*. June 2004 Basel Committee on Banking Supervision, BIS.



pów na zaprzestanie obsługi długu oraz swapów na zwrot całkowity, zapewniających ochronę kredytową równoważną z gwarancjami. Jeśli jednak bank kupuje ochronę kredytową w postaci swapu na zwrot całkowity i rejestruje płatności netto otrzymane w tej transakcji jako dochód netto, ale nie rejestruje zmniejszenia wartości zabezpieczanych aktywów (poprzez zmniejszenie wartości godziwej lub utworzenie dodatkowych rezerw), to takie zabezpieczenie nie będzie uprawniało do zmniejszenia obciążenia kapitałowego. NUK w obecnym kształcie nie uznaje innych typów pochodnych kredytowych do celów redukcji wymogów kapitałowych. Finansowane gotówkowo papiery indeksowane do zdarzeń kredytowych wyemitowane przez bank, spełniające kryteria określone dla PIK, będą traktowane jako transakcje zabezpieczone gotówkowo.

NUK przewiduje, że aby pochodna transakcja kredytowa mogła być uznana na potrzeby zmniejszenia obciążenia kapitałowego, muszą być spełnione następujące warunki:

- Zdarzenie kredytowe określone w kontrakcie musi obejmować co najmniej:
  - niedokonanie płatności wymaganych w związku z instrumentem bazowym w terminie ich wymagalności,
  - bankructwo, niewypłacalność oraz niezdolność dłużnika do zapłaty zobowiązania,
  - restrukturyzację zobowiązania bazowego, obejmującą darowanie lub odroczenie kwoty kapitału i odsetek<sup>9</sup>.
- Pochodna transakcja kredytowa nie powinna zakończyć się przed wygaśnięciem okresu karencji wymaganego do zaistnienia zdarzenia kredytowego instrumentu bazowego, będącego wynikiem niedokonania płatności.
- Pochodne kredytowe pozwalające na rozliczenie gotówkowe są uznawane do celów kapitałowych, o ile stosowany jest odpowiedni system wyceny służący wiarygodnemu oszacowaniu strat.
- Jeśli do celów rozliczenia wymagane jest, aby nabywca ochrony kredytowej miał prawo (możliwość) przeniesienia zobowiązania bazowego na rzecz sprzedawcy zabezpieczenia, to warunki zobowiązania bazowego muszą określać, że wymaganej zgody na taki transfer nie można bez powodu odmówić.
- Powinna być jasno sprecyzowana tożsamość podmiotów odpowiedzialnych za określenie, czy wystąpiło zdarzenie kredytowe; stwierdzenie wystąpienia tego zdarzenia nie może wyłącznie należeć do sprzedawcy ochrony kredytowej.
- Brak dopasowania pomiędzy zobowiązaniem bazowym a zobowiązaniem referencyjnym<sup>10</sup> w pochod-

nej transakcji kredytowej, jak również brak dopasowania pomiędzy zobowiązaniem bazowym a zobowiązaniem referencyjnym w celu określenia, czy nastąpiło zdarzenie kredytowe są dopuszczalne, jeżeli:

- zobowiązanie referencyjne nie ma pierwszeństwa wobec zobowiązania bazowego,
- zobowiązanie bazowe i zobowiązanie referencyjne dotyczy tego samego obligatariusza (tego samego podmiotu prawnego), a także istnieją prawnie egzekwulne klauzule krzyżowego zaprzestania obsługi długu (ang. *cross-default*) lub krzyżowego przyspieszenia spłaty długu (ang. *cross-acceleration*).

Zgodnie z Nową Umową Kapitałową zabezpieczona część aktywów kredytowych otrzymuje wagę ryzyka przypisaną sprzedawcom ochrony kredytowej, którymi mogą być:

- podmioty państwowe, włącznie z Bankiem Rozrachunków Międzynarodowych, Międzynarodowym Funduszem Walutowym, Europejskim Bankiem Centralnym oraz Wspólnotą Europejską,
- jednostki sektora publicznego (ang. *public sector entities*),
- banki, włącznie z wielostronnymi bankami rozwoju,
- firmy obrotu papierami wartościowymi mające niższą wagę ryzyka niż strona nabywająca zabezpieczenie,
- inne podmioty mające rating co najmniej na poziomie „A-”.

Oprócz bezpośredniego odniesienia się do niektórych typów PIK oraz określenia warunków uprawniających do uzyskania ulgi w kapitale regulacyjnym Nowa Umowa Kapitałowa wprowadzi istotne zmiany w sposobie obliczania wag na pokrycie ryzyka kredytowego. Jednolite wagi określone w Umowie Kapitałowej z 1998 r., „faworyzujące” zawieranie pochodnych transakcji kredytowych z bankami z krajów należących do OECD, zostaną zamienione na rzecz dwóch alternatywnych podejść – banki będą mogły skorzystać z dwóch metod kalkulowania wymogów kapitałowych. Pierwsze podejście, nazwane podejściem standardowym (ang. *standardised approach*), będzie polegać na pomiarze ryzyka w sposób tradycyjny, oparty na ocenie ryzyka kredytowego dokonywanej przez zewnętrzne agencje ratingowe. Podejście alternatywne, wymagające akceptacji nadzoru bankowego, pozwoli bankom na stosowanie wewnętrznych modeli obliczania wymogów kapitałowych (ang. *internal rating-based approach* – IRB).

Nowe regulacje niewątpliwie wywołają zmiany w grupie podmiotów wybieranych przez banki do zawierania umów zabezpieczających posiadane przez nie ekspozycje kredytowe. Zgodnie z NUK, uzyskanie redukcji kapitału regulacyjnego będzie możliwe poprzez zawarcie odpowiedniej transakcji (w tym pochodnej transakcji kredytowej) z bankiem lub innym podmiotem mającym odpowiednio wysoką ocenę ratingową.

<sup>9</sup> Jeśli restrukturyzacja nie jest wymieniona jako zdarzenie kredytowe w pochodnej transakcji kredytowej, ale spełnione są pozostałe niezbędne warunki określone w NUK, to możliwe będzie uzyskanie częściowej ulgi w kapitale regulacyjnym.

<sup>10</sup> Wielkość zobowiązania używana do celów określenia wartości rozliczenia gotówkowego lub zobowiązania do dostarczenia (ang. *deliverable obligation*) w pochodnej transakcji kredytowej.

Podejście to wydaje się bardziej obiektywne w stosunku do obecnie obowiązujących wag ryzyka. Banki niewątpliwie tracą motywację do zawierania transakcji z tymi bankami z krajów OECD, których faktyczna ocena standingu finansowego odbiega od arbitralnie przypisanej im wagi ryzyka. Promowane będą *de facto* instytucje stabilne, legitymujące się obiektywną i powszechnie respektowaną oceną ratingową. Poza tym część ekspozycji kredytowej, np. wobec przedsiębiorstw mających odpowiednio wysoki rating bądź wysoką ocenę określoną za pomocą modelu wewnętrznego (w ramach podejścia IRB), nie będzie zabezpieczana przez banki w celu osiągnięcia korzyści z arbitrażu na kapitale regulacyjnym. Nowe regulacje mogą więc istotnie wpłynąć na dalszy rozwój rynku pochodnych instrumentów kredytowych.

### Rynek pochodnych instrumentów kredytowych

Pochodne instrumenty kredytowe nie mają jeszcze zbyt długiej historii, wkroczyły już jednak w kolejne – trzecie stadium swego rozwoju. Pierwsze formy tych instrumentów, które pojawiły się na rynku, można by określić mianem struktur defensywnych. PIK zrodziły się z potrzeb zarządzania przez instytucje finansowe ich własnymi, dużymi portfelami, charakteryzującymi się znaczną koncentracją ryzyka kredytowego. W tym czasie najpowszechniejsze było stosowanie przez dealerów bankowych swapów na zaprzestanie obsługi długu w celu zabezpieczenia własnych ekspozycji na ryzyko kredytowe. Zainteresowanie PIK ze strony innych użytkowników było natomiast ograniczone, co wynikało przede wszystkim z braku lub niepełnej wiedzy na temat możliwości wykorzystania tych struktur do zarządzania ryzykiem.

W kolejnym stadium rozwoju doświadczenia i techniki użycia instrumentów pochodnych zostały zaadaptowane do długów rynków wschodzących, jak również do obligacji emitowanych przez korporacje. W tej fazie rynek PIK był nadal rynkiem hurtowym. Dealerzy utrzymywali instrumenty bazowe w postaci kredytów konsorcjalnych i obligacji przedsiębiorstw w swych bilansach, sprzedając strukturyzowane ekspozycje na ryzyko kredytowe, głównie w postaci swapów na zwrot całkowity oraz papierów dłużnych indeksowanych do zdarzeń kredytowych. Nowe struktury, które pojawiły się na rynku, były atrakcyjne dla inwestorów m.in. z dwóch powodów. Po pierwsze, dzięki PIK otrzymali oni dostęp do nieosiągalnych wcześniej kredytów konsorcjalnych, co dawało im nowe możliwości dywersyfikacji inwestycji i zwiększania źródeł dochodów. Po drugie, inwestorzy mogli uczestniczyć w rynku obligacji i przewidywać zmiany jakości kredytu bez konieczności posiadania odpowiednich instrumentów dłużnych w swych portfelach i ponoszenia dodatkowo

związanego z nimi ryzyka stopy procentowej. PIK dały im taką możliwość dzięki oddzieleniu ryzyka kredytowego od innych jego typów, w tym ryzyka stopy procentowej.

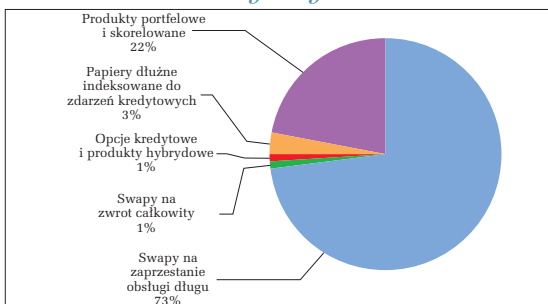
Obecnie PIK wkroczyły w trzecie stadium swego rozwoju. Dzięki wzrostowi wiedzy i zainteresowaniu inwestorów handel PIK jest bardziej „dwustronny”, tzn. popyt i podaż są wyrównane. Stało się tak za sprawą wejścia na rynek nowych graczy – firm ubezpieczeniowych, reasekuracyjnych, funduszy hedgingowych oraz firm *asset management* – mających różną motywację do zawierania pochodnych transakcji kredytowych. O kolejnej fazie rozwoju świadczy też fakt, że dealerzy rozpoczęli obrót pochodnymi instrumentami kredytowymi na szerszą skalę, na rynku pojawili się również brokerzy. Cały czas powstają też nowe, bardziej wysublimowane formy PIK. Należy przypuszczać, że już niedługo będzie można mówić o kolejnym stadium rozwoju rynku PIK, kiedy z pomocą inżynierii finansowej zostaną stworzone nowe, bardziej zaawansowane struktury tych instrumentów. Za zwiastun można uznać pojawienie się swapcji na zaprzestanie obsługi długu, będących przykładem instrumentu pochodnego wystawionego na instrument pochodny, a więc struktury bardzo skomplikowanej i przeznaczonej dla specjalistów.

### Wielkość rynku i różnicowanie geograficzne

Pochodne transakcje kredytowe okazały się bardzo rozwojowym segmentem rynku instrumentów pochodnych. Pomimo początkowego małego wolumenu obrotów tymi produktami w porównaniu z innymi typami derywatów zauważalne były silne tendencje wzrostowe opisywanego rynku. Ciągłe powiększało się też grono jego uczestników. Rynek pochodnych instrumentów kredytowych istotnie zmienił się od swych początków w końcu lat 90. W pierwszych latach był on przeznaczony dla „bardzo wtajemniczonych”, jednak od tego czasu rynek spowszedniał i oferuje obecnie wystandaryzowane produkty. Jak wspomniano, początkowo był „napędzany” przez potrzeby zabezpieczenia i transferowania ryzyka bankowych portfeli kredytowych. Z czasem do grona użytkowników dołączyły firmy ubezpieczeniowe, fundusze hedgingowe oraz firmy zarządzające aktywami. W pierwszym nieformalnym badaniu rynku PIK, przeprowadzonym przez *Canadian Imperial Bank of Commerce World Markets* w maju 1996 r., całkowita wielkość rynku PIK (biorąc pod uwagę wartość zabezpieczonych kredytów bazowych) została oszacowana na prawie 37 mld USD.

Badania przeprowadzane systematycznie przez brytyjski magazyn „Risk” pokazują, że wielkość rynku pochodnych instrumentów kredytowych stale wzrasta (i to wykładniczo), oraz uwidaczniają ewolucję rynku – zarówno geograficzną, jak i pod względem typów zawieranych transakcji. Ostatnie badanie, przeprowadzo-

Wykres 1 Udział poszczególnych typów transakcji w ogólnym obrocie pochodnymi instrumentami kredytowymi



Źródło: Credit derivatives survey, „Risk”, Februrary 2003.

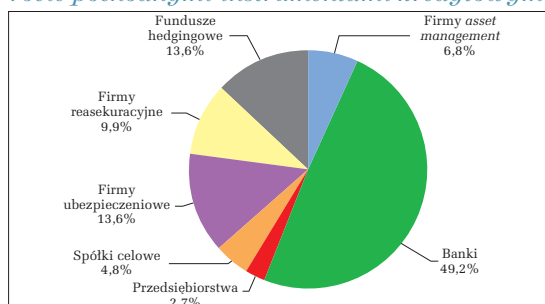
ne pod koniec 2002 r., objęło 12 dealerów pochodnych instrumentów kredytowych, będących głównymi graczami na rynku. Zgodnie z nim wartość zabezpieczanego długu bazowego osiągnęła w 2002 r. ponad 2,3 bln USD (ponad 50-procentowy wzrost w stosunku do 2001 r.). Dominują swapy na zaprzestanie obsługi długu (patrz wykres 1.) z 73% udziałem w rynku (prawie 1,7 bln USD ogółu zabezpieczanych aktywów kredytowych). W porównaniu z danymi magazynu „Risk” z 1998 r.<sup>11</sup> odnotowały one prawie dwukrotny wzrost udziału w rynku oraz 24-krotny wzrost wolumenu obrotów. Wynika to z faktu, że swapy te są najbardziej wystandaryzowanymi i płynnymi kontraktami na rynku. W ciągu czterech lat nastąpił poważny spadek udziału w rynku pochodnych transakcji kredytowych swapów na zwrot całkowity (z 38% do 1%), opcji kredytowych (z 14% do 1%) oraz papierów dłużnych indeksowanych do zdarzeń kredytowych (z 16% do 3%). Złożyły się na to dynamiczny rozwój rynku i pojawianie się nowych, bardziej skomplikowanych struktur portfelowych czy opcji.

Grono użytkowników końcowych sukcesywnie się rozszerza. Wykres 2. pokazuje, że banki nadal pozostają główną grupą użytkowników z prawie 50-procentowym udziałem w rynku pochodnych instrumentów kredytowych. Wynika to przede wszystkim z faktu, że to właśnie banki są głównymi użytkownikami swapów na zaprzestanie obsługi długu, używając ich do zabezpieczania swych portfeli kredytowych. Banki są poza tym aktywne w zakresie sekurytyzacji syntetycznej.

Ważnymi graczami na rynku stały się również firmy ubezpieczeniowe oraz reasekuracyjne z łącznym udziałem w rynku przekraczającym 23%. Rośnie także udział funduszy hedgingowych – 13% rynku – oraz firm *asset management* – 6,8% rynku. Spada natomiast rynkowy udział transakcji, których beneficjentami są przedsiębiorstwa.

Zastosowanie pochodnych instrumentów kredytowych różni się znacząco w zależności od regionu.

Wykres 2 Udział poszczególnych beneficjentów zabezpieczenia kredytowego w ogólnym obrocie pochodnymi instrumentami kredytowymi



Źródło: Credit derivatives survey, op. cit.

Większość transakcji tymi produktami skupia się w Europie i Ameryce Północnej (patrz wykres 3.). Tam też stosowane są wszystkie dostępne rodzaje instrumentów, co wynika z silnego popytu inwestorów, jak również potrzeb banków i innych instytucji finansowych w sferze zarządzania ryzykiem. W porównaniu z sytuacją z 1998 r.<sup>12</sup> udział Ameryki Północnej (31% w 1998 r.) i Europy (33% w 1998 r.) wzrósł istotnie w 2002 r. – odpowiednio do 44% i 40%. Zmalał natomiast udział Azji oraz rynków wschodzących. Wynika to z faktu, że coraz mniej pochodnych transakcji kredytowych opiera się na długach suwerenów, a coraz więcej na długach przedsiębiorstw.

Centrum globalnego rynku pochodnych kredytowych pozostaje Londyn i znacznie wyprzedza on zarówno Nowy Jork, jak i całą Azję. Zgodnie z prognoząmi Brytyjskiego Stowarzyszenia Bankowców, Londyn utrzyma swoją pozycję i w 2004 r. jego udział wyniesie 51% globalnego rynku (2,5 bln USD) szacowanego w tym okresie na prawie 5 bln USD<sup>13</sup>.

Również najnowsze badanie rynku przeprowadzone przez ISDA i opublikowane w kwietniu 2004 r. wskazuje na gwałtowny wzrost rynku. Zgodnie z jego wynikami, rynek pochodnych instrumentów kredytowych wzrósł w 2003 r. o 29% w stosunku do roku poprzedniego, a wartość kredytów bazowych, na podstawie których zawarto transakcje, wynosiła na koniec 2003 r. 3,58 bln USD<sup>14</sup>.

#### Tendencje rozwojowe rynku kredytowych instrumentów pochodnych

Wielkość rynku pochodnych instrumentów kredytowych wzrasta w tempie wykładniczym. Biorąc pod uwagę ekspansję bazowych rynków kredytowych, połączoną z możliwościami inwestycyjnymi i zastosowaniami w zarządzaniu ryzykiem, jakie dają te nowe produkty inżynierii finansowej, obroty na rynku PIK mogą niedługo sięgnąć dziesiątków bilionów USD. Wraz ze

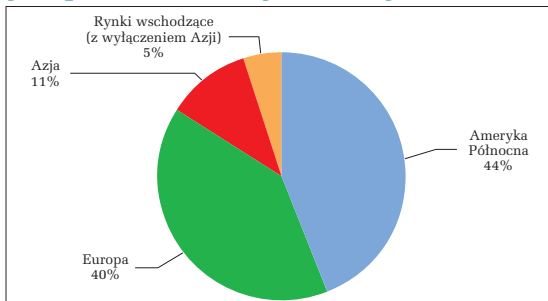
<sup>11</sup> Por. J. Green, J. Locke, S. Paul-Choudhury: *Strength Through Adversity*. „Risk” – Credit Risk Supplement, March 1998.

<sup>12</sup> Ibidem.

<sup>13</sup> *Credit Derivatives Report 2001/2002*. British Bankers Association, 2002.

<sup>14</sup> *Year-End 2003 Market Survey*. ISDA 2004.

**Wykres 3** Podział rynku pochodnych instrumentów kredytowych ze względu na region pochodzenia długu bazowego



Źródło: Credit derivatives survey, op. cit.

wzrostem efektywności rynku i jego dalszym rozwojem pojawi się zapewne wiele różnorodnych strukturyzowanych produktów, ponieważ użytkownicy mają coraz większą wiedzę na temat możliwości zastosowania pochodnych instrumentów kredytowych.

Rynek pochodnych instrumentów kredytowych zapewnia prosty i efektywny dostęp do aktywów kredytowych, zapewniając w ten sposób środki, dzięki którym użytkownicy mogą osiągnąć swe cele inwestycyjne i zarządzania ryzykiem. Zaprezentowane instrumenty pochodne, bez względu na to, czy w formie swapów, papierów dłużnych czy opcji, zapewniają bankom bardziej wydajne środki osiągnięcia celów inwestycyjnych poprzez redukcję wymagań kapitałowych i kosztów administracyjnych, jak również dzięki zwiększonym możliwościom lewarowania. Te cechy pochodnych instrumentów kredytowych są niewątpliwie niezwykle atrakcyjne dla wielu uczestników rynków finansowych.

Ponieważ struktury pochodnych instrumentów kredytowych łączą rozmaite rynki, istnieje wielu potencjalnych użytkowników, dla których ten rynek zaspokaja wiele ważnych potrzeb inwestycyjnych i związanych z zarządzaniem ryzykiem. Jest prawie oczywiste, że rynek pochodnych instrumentów kredytowych będzie się nadal gwałtownie rozwijał. Jednak długookresowe perspektywy zależą od rozwoju rozsądnego otoczenia regulacyjnego, dotyczącego np. wymagań kapitałowych<sup>15</sup> czy przepisów księgowych. Nie bez znaczenia dla dalszej ewolucji rynku będzie również jeszcze większe uświadomienie sobie przez jego uczestników korzyści i wszechstronności pochodnych instrumentów kredytowych.

#### Perspektywy rozwoju rynku pochodnych instrumentów kredytowych w Polsce

Mimo że pierwsze pochodne transakcje kredytowe zawarto w Polsce w drugiej połowie lat 90.<sup>16</sup>, nadal trud-

no mówić o polskim rynku pochodnych instrumentów kredytowych, ponieważ liczba zawieranych transakcji jest bardzo mała. Nie istnieją oficjalne statystyki w tym zakresie, jednak szacuje się, że rocznie polskie banki zawierają z bankami zagranicznymi kilka takich transakcji. Niewielkie wolumeny transakcji pochodnymi instrumentami kredytowymi wynikają z kilku przyczyn. Jedną z nich jest znaczny udział kapitału zagranicznego w polskich bankach, w wyniku czego PIK zawierane są raczej przez centrale banków zagranicznych obecnych w Polsce. Powodem o niebagatelnym znaczeniu jest także brak potencjalnych nabywców, gotowych do przejęcia ryzyka kredytowego. Na potencjalnych użytkowników PIK deprymująco mogą wpływać również straty poniesione na tych instrumentach w ostatnich latach. Jednak podstawową barierą rozwoju pochodnych transakcji kredytowych w Polsce jest brak odpowiednich uregulowań prawnych, dostosowania przepisów rachunkowych, a także regulacji ostrożnościowych.

Niewątpliwym wsparciem rozwoju rynku tych instrumentów w Polsce jest nowe prawo upadłościowe obowiązujące od października 2003 r.<sup>17</sup> Prawo to wprowadziło pojęcie terminowej transakcji finansowej oraz możliwość stosowania nettingu. Poza tym, zgodnie z zapisami tej ustawy, syndyk nie może obecnie odstąpić od wykonania umowy wzajemnej oraz umowy ramowej i mimo upadłości podmiotu transakcja będzie rozliczona<sup>18</sup>. Przed wprowadzeniem wspomnianych przepisów koszty zawierania transakcji pochodnych były wyższe, a ich wolumen był mniejszy. Wynikało to z faktu, że banki zagraniczne nie były pewne wykonania zawartych transakcji kontraktowych. Należy mieć nadzieję, że znacznie korzystniejsze regulacje wpłyną na wzrost zainteresowania zagranicznych kontrahentów zawieraniem pochodnych transakcji kredytowych z polskimi bankami.

Prace nad szerszym wprowadzeniem PIK na polskim rynku rozpoczęły się prawie trzy lata temu, kiedy zorganizowane zostało pierwsze spotkanie pod patronatem Związku Banków Polskich (ZBP) poświęcone tym zagadnieniom. Powołano wówczas Grupę roboczą ds. kredytowych instrumentów pochodnych przy ZBP<sup>19</sup>, która zainaugurowała swą działalność w październiku 2001 r. Do marca 2003 r. prace prowadzone w ramach tej grupy były poświęcone analizom dokumentacji ISDA oraz możliwości jej zaadaptowania przez banki polskie. Grupa robocza podjęła również

<sup>16</sup> Swapy na zaprzestanie obsługi przez rząd węgierski zawarte przez Polski Bank Rozwoju.

<sup>17</sup> Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe i naprawcze, Dz.U. z dnia 9 kwietnia 2003 r., Nr 60, poz. 535 z późn. zm.

<sup>18</sup> Art. 85 ustawy z dnia 28 lutego 2003 r. Prawo upadłościowe i naprawcze, Dz. U. z dnia 9 kwietnia 2003 r., Nr 60, poz. 535 z późn. zm.

<sup>19</sup> W skład grupy wchodzi przedstawiciele AIG Banku Polska SA, Banku Millennium SA, Banku Ochrony Środowiska SA, Banku BPH SA, BRE Banku SA, Banku Zachodniego WBK SA, Narodowego Banku Polskiego, Generalnego Inspektora Nadzoru Bankowego, Banku Polska Kasa Opieki SA, Powszechnej Kasy Oszczędności Banku Polskiego SA oraz ABN AMRO BANKU (Polska) SA.

<sup>15</sup> Zasadniczą rolę odegra tu Nowa Umowa Kapitałowa oraz stopień zaadaptowania jej zapisów w regulacjach nadzorczych poszczególnych krajów.

współpracę z kancelarią prawną Clifford Chance, która wygrała przetarg na doradztwo prawne w procesie wprowadzania pochodnych transakcji kredytowych. We wrześniu 2003 r. kancelaria przygotowała analizę prawną pochodnych transakcji kredytowych. Przeprowadzono również pierwsze konsultacje z Ministerstwem Finansów oraz Generalnym Inspektorem Nadzoru Bankowego.

Do tej pory transakcje zawierane są na podstawie Umowy Ramowej ISDA (ang. *ISDA Master Agreement*) na prawie angielskim lub prawie Nowe-

go Jorku, a także japońskim (w przypadku transakcji z bankami japońskimi). W styczniu 2004 r. rozpoczęły się prace nad stworzeniem umowy ramowej, na podstawie której mogłyby być zawierane pochodne transakcje kredytowe. Miejmy nadzieję, że w tym lub na początku przyszłego roku zostanie przyjęta rekomendacja ZBP, a banki i instytucje finansowe podpiszą umowy ramowe. Pozostanie wtedy już tylko oczekiwać na dynamiczny rozwój rynku i wprowadzanie do praktyki bankowej coraz szerszej gamy produktów.

## Bibliografia

1. M.J.P. Anson, F.J. Fabozzi, M. Choudhry, R.R. Chen: *Credit Derivatives: instruments, applications and pricing*. Hoboken, New Jersey 2004 John Wiley & Sons Inc.
2. C.M. Beaumier, C.L. Hyndman: *Credit Derivatives: A New Way to Reduce Risk or Just Another Risk?* „Commercial Lending Review”, Spring 1997.
3. *Credit Derivatives Report 2001/2002*. British Bankers Association, 2002.
4. *Credit derivatives survey*. „Risk”, February 2003.
5. S. Das: *Credit Derivatives and Credit Linked Notes*. Singapore 2000 John Wiley & Sons.
6. J. Green, J. Locke, S. Paul-Choudhury: *Strength Through Adversity*, „Risk” – Credit Risk Supplement, March 1998.
7. *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards. A Revised Framework*. Basel Committee on Banking Supervision, BIS, June 2004.
8. A. Kasapi: *Kredytowe instrumenty pochodne: charakterystyka, rodzaje i zasady obrotu*. Kraków 2002 Oficyna Ekonomiczna.
9. Materiały z konferencji zorganizowanej przez kancelarię prawną Clifford Chance oraz Związek Banków Polskich pt. „Kredytowe transakcje terminowe. Instrument zarządzania ryzykiem kredytowym”. Warszawa, 18 czerwca 2004 r.
10. J.M. Tavakoli: *Credit Derivatives & Synthetic Structures. A Guide to Instruments and Applications. Second Edition*. New York 2001 John Wiley & Sons Inc.
11. Ustawa z dnia 28 lutego 2003 r. prawo upadłościowe i naprawcze, Dz.U. z dnia 9 kwietnia 2003 r. Nr 60, poz. 535 z późn. zm.
12. *Year-End 2003 Market Survey*. ISDA 2004.
13. J. Zombirt: *Sekurytyzacja w świetle bankowych regulacji europejskich*. Warszawa 2002 Szkoła Główna Handlowa, „Monografie i Opracowania” nr 508.