

Międzynarodowy rynek instrumentów transferu ryzyka kredytowego

Małgorzata Anna Olszak*

Wstęp

Transfer ryzyka kredytowego nie jest zjawiskiem nowym. Instrumenty służące zabezpieczeniu przed ryzykiem kredytowym, takie jak gwarancje finansowe czy umowy ubezpieczenia, towarzyszą uczestnikom rynku kredytowego od wielu lat. Jednakże w ostatnich latach dzięki pojawieniu się derywatów kredytowych znacznie wzrosła skala zawieranych transakcji, transferujących ryzyko kredytowe. O ile wszystkie tradycyjne instrumenty zabezpieczające przed ryzykiem kredytowym są umowami dostosowanymi do konkretnych uwarunkowań i wymagań stron transakcji, niejako „szytymi na miarę” (ang. *tailor made*), o tyle w przypadku derywatów kredytowych, a szczególnie swapu odmowy zapłaty kredytu, można mówić o międzynarodowym rynku transferu ryzyka kredytowego.

Transfer ryzyka kredytowego jest procesem, w którym jeden z podmiotów, zwany przeliczącym ryzyko kredytowe, przenosi ryzyko kredytowe na inny podmiot, zwany przejmującym ryzyko kredytowe. Przerzucenie ryzyka kredytowego jest dokonywane poprzez zawarcie umowy, niezależnie od tego, jakiego instrumentu do niego się użyje. Przerzucający ryzyko w zależności od rodzaju instrumentu zastosowanego do transferu jest nazywany: kupującym zabezpieczenie, beneficjentem, ubezpieczanym. Przejmujący ryzyko kredytowe może być nazywany: sprzedającym zabezpieczenie, gwarantem, ubezpieczycielem.

Transfer ryzyka stosują podmioty odczuwające potrzebę sterowania ryzykiem kredytowym, a precyzyjnie mówiąc jego kształtowania (Borys, 1996), które może polegać zarówno na przejmowaniu, jak i na przenoszeniu ryzyka¹. Dla przebiegu całego procesu konieczne jest istnie-

nie odpowiednich narzędzi, które nazwa się instrumentami transferu ryzyka kredytowego. Rynki instrumentów transferu ryzyka kredytowego można zdefiniować jako miejsca, w których odbywa się transfer ryzyka kredytowego, a więc dochodzi do spotkania popytu na instrumenty transferu ryzyka kredytowego i ich podaży. Intencją autorki tego artykułu jest odpowiedź na następujące pytania:

- jakie instrumenty umożliwiają transfer ryzyka kredytowego?
- jakie podmioty przeliczają ryzyko kredytowe i jakie są tego motywy?
- jakie podmioty przejmują ryzyko kredytowe i czym jest to uwarunkowane?
- jakie rodzaje ryzyka pojawiają się w związku z wykorzystaniem instrumentów transferu ryzyka kredytowego?
- czy rynki instrumentów transferu ryzyka kredytowego zagrażają stabilności systemu finansowego?

W pierwszej części artykułu przedstawiono typologię instrumentów transferu ryzyka kredytowego i charakterystykę rynku instrumentów transferu ryzyka kredytowego. Następnie przedstawiono strukturę podmiotową tego rynku. W kolejnej części przeanalizowano możliwe ryzyko pojawiające się w związku z transferem ryzyka kredytowego i zagrożenia dla funkcjonowania tego rynku i systemu finansowego.

Instrumenty transferu ryzyka kredytowego

Transfer ryzyka kredytowego byłby niewykonalny, gdyby nie było narzędzi umożliwiających przepływ ryzyka kredytowego, czyli instrumentów transferu ryzyka kredytowego. Instrumenty te są umowami między podmiotami przejmującymi ryzyko kredytowe i przeliczącymi ryzyko kredytowe. Celem tych umów z punktu widzenia kredytodawcy jest ochrona przed przejawami ryzyka kredytowego, przyjmującymi postać zdarzeń kredytowych, do których należą m.in.: utrata płynności przez

* Autorka pragnie wyrazić podziękowania prof. dr. hab. Marianowi Górskiemu za cenne uwagi dotyczące opracowania.

¹ Sterowanie ryzykiem jest jednym z etapów zarządzania nim. Zarządzanie ryzykiem obejmuje także identyfikację ryzyka i jego pomiar (jako etapy poprzedzające sterowanie) oraz kontrolowanie ryzyka. Szerzej na ten temat pisze Olszak (2005).

dłużnika, odmowa spłaty długu, niezdolność do zapłaty długu, upadłość kredytobiorcy, opóźnienie w spłacie lub przyspieszenie spłaty kapitału i odsetek. Po zajściu zdarzenia kredytowego uruchamiana jest tzw. procedura kompensacyjna. Wypłaca się w niej odszkodowanie podmiotowi, który przetrzczył ryzyko kredytowe. Instrumenty transferu ryzyka kredytowego można grupować ze względu na różne kryteria. Jednym z nich jest rynek, na którym powstają. Występują więc instrumenty charakterystyczne dla rynku międzybankowego i kapitałowego oraz instrumenty istniejące na rynku ubezpieczeniowym² (zobacz tabela 1). Instrumenty wchodzące w skład pierwszej grupy, takie jak derywaty kredytowe i papiery wartościowe zabezpieczone aktywami, mogą być zakupione i przetrzymywane do końca okresu ich zapadalności przez inwestorów, np. banki czy firmy ubezpieczeniowe. Mogą być również nabyte w celu dalszej odsprzedaży na rynku wtórnym, jeżeli ich posiadacze zechcą uwolnić swój kapitał. W odróżnieniu od nich, produktami ubezpieczeniowymi nie można obierać na rynkach kapitałowych, ponieważ są niezbywalne i w związku z tym klienci zakładów ubezpieczeń, którzy je „nabyli”, muszą je przetrzymywać do końca wyga-

² W tradycyjnym ujęciu mówi się o instrumentach zabezpieczenia spłaty kredytu bankowego i dzieli się te zabezpieczenia na osobiste i rzeczowe. W tym opracowaniu skupiono się na osobistych zabezpieczeniach spłaty wierzytelności.

śnięcia ochrony ubezpieczeniowej (EBC, 2004). Szczegółowe charakterystyki wybranych grup instrumentów transferu ryzyka kredytowego zamieszczono na końcu opracowania.

Do instrumentów charakterystycznych dla sektora bankowego lub występujących na rynkach kapitałowych należą³:

- derywaty kredytowe, w tym: swapy odmowy zapłaty kredytu (ang. *credit default swaps, CDS*), swapy na dochód całkowity (ang. *total return swaps, TRS*), kredytowe skrypty dłużne (ang. *credit linked notes, CLN*), opcje na spread kredytowy (ang. *credit spread options*), indeksy kredytowe,

- tradycyjne instrumenty transferu ryzyka kredytowego obejmujące zabezpieczenia osobiste i rzeczowe,

- produkty strukturyzowane obejmujące:

- 1) papiery wartościowe zabezpieczone aktywami (ang. *asset backed securities, ABS*), wśród nich: papiery wartościowe hipoteczne (ang. *mortgage backed securities, MBS*), papiery wartościowe oparte na długu (ang. *collateralized debt obligations, CDO*),

- 2) papiery wartościowe syntetyczne oparte na długu (ang. *synthetic CDO*): obligacje oparte na pożyczkach i kredytach bankowych (ang. *collateralized loan obliga-*

³ W tekście podano angielskie odpowiedniki nazw poszczególnych instrumentów transferu ryzyka kredytowego, ponieważ instrumenty te funkcjonują już na rynkach finansowych.

Tabela 1 Typologia instrumentów transferu ryzyka kredytowego

Grupy instrumentów i strony transakcji	Instrumenty charakterystyczne dla sektora bankowego lub występujące na rynkach kapitałowych				Instrumenty charakterystyczne dla sektora ubezpieczeniowego			
	derywaty kredytowe	tradycyjne instrumenty transferu ryzyka kredytowego	produkty strukturyzowane papiery wartościowe zabezpieczone aktywami	papiery wartościowe syntetyczne	sprzedaż długu	rewersy gwarancyjne	gwarancje finansowe	ubezpieczenie kredytu
Przykłady typowych instrumentów	- 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 <i>in blanco</i> , - cesja wierzytelności	- papiery wartościowe hipoteczne, - gotówkowe papiery wartościowe oparte na długu	- syntetyczne papiery wartościowe oparte na długu	- cesja wierzytelności - partycypacja w długu, - konsorcja kredytowe	- gwarancje spłaty kredytu bankowego, - gwarancje oparte na świadczeniu	- gwarancje finansowe udzielane w procesie sekurytyzacji	- ubezpieczenie kredytu obrotowego, - ubezpieczenie kredytu hipotecznego, - ubezpieczenie innych rodzajów kredytów bankowych
Typowe podmioty kupujące zabezpieczenie (w celu eliminacji ryzyka kredytowego)	Banki (a także ubezpieczyciele i inne instytucje finansowe)				Banki komercyjne (wtórny obrót długami)	Banki, inne instytucje finansowe i instytucje niefinansowe		
Typowe podmioty sprzedające zabezpieczenie (przejęcie ryzyka w celach inwestycyjnych)	Banki depozytowo-kredytowe i banki inwestycyjne, ubezpieczyciele, inne instytucje finansowe				Różni inwestorzy	Ubezpieczyciele (nie występuje transfer ryzyka od ubezpieczycieli na strony trzecie)		
Typowi pośrednicy i dostarczaciele zabezpieczenia (rozwiązania ubezpieczeniowe)	Banki komercyjne i banki inwestycyjne				Banki komercyjne	Wyspecjalizowane towarzystwa gwarantujące	Wyspecjalizowani ubezpieczyciele zwani <i>monolines</i>	Towarzystwa ubezpieczeń kredytów

Źródło: opracowanie własne na podstawie European Central Bank (2004): *Credit risk transfer by EU banks: activities, risks and risk management*. Frankfurt, European Central Bank.

tions, CLO) oraz obligacje oparte na obligacjach (ang. *collateralized bond obligations, CBO*).

– sprzedaż wierzycielności z tytułu kredytów przyjmującą formy: udziału w długu, przystąpienia do długu oraz konsorcjów kredytowych (ang. *loan syndication*).

Do produktów ubezpieczeniowych wykorzystywanych do transferu ryzyka kredytowego należą:

- rewery gwarancyjne (ang. *surety bonds*)
- gwarancje finansowe (ang. *financial guaranty insurance*),
- ubezpieczenie kredytu bankowego.

Oprócz zaprezentowanego powyżej podziału instrumenty transferu ryzyka kredytowego można klasyfikować, biorąc pod uwagę ich specyficzne cechy. Jedną z takich cech jest liczba dłużników referencyjnych⁴, których ryzyko jest przenoszone. W sytuacji gdy dany instrument przenosi jedynie ryzyko kredytowe pojedynczego dłużnika referencyjnego, mamy do czynienia z indywidualnymi instrumentami transferu ryzyka kredytowego. Zaliczamy do nich m.in.: indywidualny swap odmowy zapłaty, swap na zwrot całkowity, gwarancje bankowe i ubezpieczeniowe, należności kredytowe zbywane na wtórnym rynku, poręczenie itp. Instrumenty przenoszące ryzyko kilku dłużników referencyjnych nazywane są instrumentami portfelowymi i obejmują: koszykowy swap odmowy zapłaty (ang. *basket credit default swap*), portfelowy swap odmowy zapłaty (ang. *portfolio credit default swap*), indeksy kredytowe oraz tradycyjną i syntetyczną sekurytyzację.

Instrumenty transferu ryzyka kredytowego można również dzielić ze względu na to, czy transfer ryzyka jest bezpośredni czy pośredni. W przypadku takich instrumentów, jak np.: swap odmowy zapłaty, swap na zwrot całkowity, gwarancje bankowe, ryzyko kredytowe jest przenoszone bezpośrednio od kupującego zabezpieczenie na sprzedającego zabezpieczenie. Pośredni transfer ryzyka występuje wówczas, gdy w trakcie przepływu ryzyka kredytowego występuje podmiot (podmiot specjalnego przeznaczenia, *Special Purpose Vehicle* lub *SPV*), który przejmuje ryzyko kredytowe po to, aby je dalej przetransferować na ostatecznych inwestorów. Dotyczy on głównie instrumentów powstających w procesie sekurytyzacji, a więc ABS i CDO.

Inną cechą charakterystyczną, która pozwala na wyodrębnienie różnych grup instrumentów, jest stopień finansowania transakcji. W przypadku gdy kupujący zabezpieczenie otrzymuje równowartość pieniężną wierzycielności, której ryzyko kredytowe jest przenoszone, mamy do czynienia z tzw. finansowanymi instrumentami transferu ryzyka kredytowego i zaliczamy do nich: sprzedaż wierzycielności, ABS i gotówkowe CDO. Gdy kupujący zabezpieczenie nie otrzymuje środków finansowych z góry, mówimy o niefinansowanych instrumentach transferu ryzyka kredytowego. Wśród nich występują: derywaty kredytowe, obligacje syntetyczne oraz w zasadzie wszystkie

instrumenty tradycyjne i ubezpieczeniowe. Należy zaznaczyć, że wykorzystanie instrumentu finansowanego znajduje odzwierciedlenie w bilansie, bowiem oznacza przesunięcie w strukturze aktywów oraz pasywów.

Ostatnim kryterium podziału instrumentów transferu ryzyka kredytowego może być moment rozliczenia transakcji (ang. *timing of payment*), gdy wystąpi zdarzenie kredytowe (European Central Bank, 2004). Istotną cechą derywatów kredytowych jest automatyzm rozliczenia transakcji, co czyni je szczególnie atrakcyjnymi z punktu widzenia podmiotów przyczyniających ryzyko kredytowe. Dla odmiany, instrumenty ubezpieczeniowe cechuje przesunięcie wypłaty odszkodowania do momentu, gdy ubezpieczyciel dokona weryfikacji szkody poniesionej przez ubezpieczanego (por. tabele 6 i 7).

Tendencje rozwojowe na rynku instrumentów transferu ryzyka kredytowego

Pierwszą próbę kompleksowej prezentacji rynku instrumentów transferu ryzyka kredytowego podjął funkcjonujący w ramach Banku Rozrachunków Międzynarodowych (ang. Bank for International Settlements, BIS) Komitet do spraw Globalnego Systemu Finansowego (ang. Committee on the Global Financial System, CFGS) w raporcie opublikowanym w 2003 r. Zaprezentowane w tabeli 2 dane liczbowe zostały opracowane na podstawie tego i innych raportów BIS oraz raportów m.in. Bond Market Association, ISDA (ang. International Swaps and Derivatives Association), BBA (ang. British Bankers Association) i J.P. Morgan Securities Inc.

Z danych zamieszczonych w tabeli 2 wynika, że najważniejszymi instrumentami transferu ryzyka kredytowego są techniki sekurytyzacyjne i swapy odmowy zapłaty kredytu. Interesującym zjawiskiem jest wysoki poziom ryzyka przetransferowanego przy użyciu swapu odmowy zapłaty kredytu, ponieważ instrument ten stosuje się stosunkowo krótko⁵.

Wzrasta udział rynku instrumentów transferu ryzyka kredytowego w światowym PKB. O ile w 1997 r. transakcje te stanowiły 2,8% PKB, o tyle już w 2004 r. ich udział wyniósł 26,1% (nawet po pominięciu derywatów kredytowych⁶). Odsetek instrumentów transferu

⁵ Pierwsze swapy odmowy zapłaty były zawierane w 1992 r., ale rynek ten dynamicznie rozwinął się na przełomie XX w. i XXI w.

⁶ Pominięto derywaty kredytowe, ponieważ ich rynek obejmuje m.in. swapy odmowy zapłaty kredytu i CDO. Wydaje się, że dane o poziomie swapu odmowy zapłaty kredytu zebrane przez ISDA, zaprezentowane w odrębnej kolumnie tabeli, dają bardziej kompleksowy obraz tego segmentu rynku niż dane o derywatach kredytowych BBA. Według BBA, w 2004 r. rynek swapu odmowy zapłaty kredytu osiągnął wielkość 2,1 mld USD, a według ISDA 8,4 mld USD. Rozbieżność ta wynika zapewne stąd, że ISDA otrzymuje informacje o swapach odmowy zapłaty kredytu od ponad 250 tzw. głównych uczestników (*primary members*), a BBA ankietuje w tym zakresie jedynie 25 podmiotów. Wiele instytucji, które są zrzeszone w BBA, jest również głównymi uczestnikami ISDA. Dlatego w 2003 i 2004 r. w celu wyliczenia udziału instrumentów transferu ryzyka kredytowego w światowym PKB uwzględniono dane ISDA o swapie odmowy zapłaty kredytu zamiast danych BBA o derywatach kredytowych.

⁴ Dłużnik referencyjny to podmiot, którego ryzyko jest przejmowane przez sprzedającego zabezpieczenie.

Tabela 2 Rozmiary rynków instrumentów transferu ryzyka kredytowego na tle światowego PKB* (w mld USD)

Rok	Asset - Backed Securities				Collateralized Debt Obligations (finansowane)		Derywaty kredytowe	Swap odmowy zapłaty kredytu	Sprzedaż długu	Poziom wiatowego PKB ⁷	Udział rynku w PKB (w%)
	USA ¹	Europa ²	Azja ²	Australia ³	USA ¹	Europa ²	Świat ⁴	Świat ⁵	USA ⁶		
1997	536	66	1	15	19	b.d.	180	b.d.	61	31364	2,8
1998	732	44	7	19	48	b.d.	350	b.d.	78	32032	4,0
1999	901	78	22	27	85	b.d.	586	b.d.	79	32997	5,4
2000	1072	76	46	33	125	42	893	b.d.	102	33994	7,0
2001	1281	122	52	134	134	58	1189	918,9	118	34736	8,9
2002	1543	135	65	54	232	47	1952	2192	117	35312	12,4
2003	1694	221	67	b.d.	568	66	3548	3779	b.d.	36354	17,6
2004	1828	285	65	b.d.	b.d.	79	5021	8422	b.d.	40887,8	26,1

¹ dane bilansowe (Bond Market Association)

² dane o emisji

³ dane bilansowe (Australian Bureau of Statistic)

⁴ dane bilansowe (BBA)

⁵ dane bilansowe (ISDA)

⁶ obroty (Loan Pricing Corporation)

⁷ dane ze strony www.eia.doe.govs

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Committee on the Global Financial System (2003): *Credit Risk Transfer*; BIS; Fitch Ratings (2004): *Global Credit Derivatives Survey*; ISDA (2005): *Market Survey*; J.P. Morgan Securities Inc (2005): *Global ABS/CDO Weekly Market Snapshot*; British Bankers Association (BBA) (2004) *Credit Derivatives Report 2003/2004, Executive Summary*.

ryzyka kredytowego w światowym PKB byłby zapewne wyższy zarówno w 1997 r., jak i w 2004 r., gdyby oficjalnie dostępne dane dotyczyły również pozostałych instrumentów, np. gwarancji, ubezpieczeń czy niefinansowanych CDO.

Rynki instrumentów transferu ryzyka kredytowego dynamicznie się rozwijają. Stopa wzrostu tego rynku w 2004 r. wynosiła 67%, a w 1998 46%. Najdynamiczniej rozwijającym się sektorem rynku instrumentów transferu ryzyka kredytowego jest rynek derywatów kredytowych, a szczególnie jeden z jego segmentów, reprezentowany przez swap odmowy zapłaty kredytu. Wraz ze wzrostem znaczenia derywatów kredytowych w procesie transferu ryzyka kredytowego coraz więcej podmiotów podejmuje

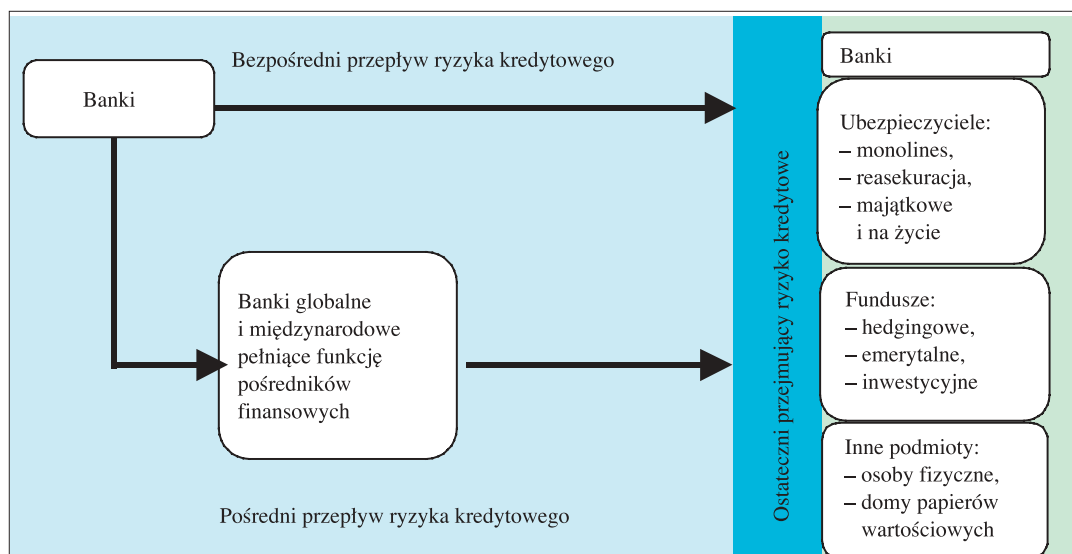
się badania tego rynku. Najpopularniejszym źródłem informacji o tym rynku są raporty: BBA, Fitch Ratings, a o swapie odmowy zapłaty kredytu dane ISDA.

Uczestnicy transferu ryzyka kredytowego

W systemie finansowym gospodarki podmiotami najbardziej obciążonymi ryzykiem kredytowym są banki i to one mogą odnieść najwięcej korzyści z transferu ryzyka kredytowego. Transfer ryzyka kredytowego może być pośredni i bezpośredni.

Pośredni transfer to taki, w którym wykorzystuje się usługi podmiotów pełniących funkcję pośredników.

Schemat 1 Schemat transferu ryzyka kredytowego



Źródło: opracowanie własne.

Bezpośredni transfer dokonuje się natomiast bez udziału pośredników (zobacz schemat 1).

W tym opracowaniu banki podzielono na dwie grupy: banki kształtujące strukturę portfela kredytowego poprzez przejęcie ryzyka kredytowego lub przerzucenie go oraz banki – pośredników. Wyrazistym kryterium różniącym te dwie grupy jest to, czy zawarta transakcja zostanie zaklasyfikowana do operacji charakterystycznych dla ksiąg handlowych⁷ czy bankowych. Pośrednicy zawierają transakcje, które są zaklasyfikowane do ksiąg handlowych. Banki kształtujące strukturę portfela kredytowego to przede wszystkim banki specjalistyczne, których księgi bankowe są silnie skoncentrowane w poszczególnych regionach lub sektorach. Pośrednicy natomiast to w znacznej mierze duże międzynarodowe banki, a także domy papierów wartościowych (ang. *securities houses*). Banki specjalistyczne, używając instrumentów transferu ryzyka kredytowego, mogą kształtować strukturę portfela kredytowego zarówno poprzez kupno zabezpieczenia, jak i poprzez jego sprzedaż. Można więc zaryzykować hipotezę, że to właśnie te banki bardziej niż inne instytucje potrzebują narzędzi służących do przerzucania ryzyka kredytowego (Effenberger, 2003). Na rynkach finansowych bankami do realizacji tego celu dążą przede wszystkim banki komercyjne⁸, nieangażujące się w czynności związane bankowością inwestycyjną (CGFS, 2003).

Najważniejszymi motywami kupna zabezpieczenia są: zarządzanie kapitałem ekonomicznym i regulacyjnym (poprzez arbitraż regulacyjny oraz ulgi w wymogach kapitałowych), lepszy dostęp do finansowania dzięki wykorzystaniu sekurytyzacji, ograniczenie nadmiernego zaangażowania w jeden podmiot (mniejsza koncentracja i silniejsza dywersyfikacja portfela kredytowego) i efektywne zarządzanie portfelem kredytowym⁹ (Kothari, 2002). Dodatkowo, użycie niektórych instrumentów transferu ryzyka kredytowego pozwala bankom na utrzymywanie długoterminowych relacji z klientami korporacyjnymi, bez ponoszenia ryzyka nadmiernej koncentracji zaangażowań (ECB, 2004).

⁷ Księgi handlowe obejmują operacje krótkoterminowe wykonane w celu uzyskania korzyści w krótkich okresach, a więc transakcje o charakterze spekulacyjnym lub arbitrażowym, a także operacje przeprowadzane w celu zabezpieczenia przed ryzykiem wynikającym z operacji zaliczonych do ksiąg handlowych. Celem pośrednika nie jest przetrzymywanie instrumentu do końca jego terminu zapadalności, ale jego jak najszybsza sprzedaż kolejnym inwestorom. Księgi handlowe i bankowe wyodrębnia się w celu wyliczenia współczynnika wypłacalności (adekwatności kapitałowej) banku.

⁸ Przykładem tego typu banków są banki komercyjne, które prowadzą działalność depozytowo-kredytową. Szerzej o idei banku komercyjnego w: Kosiński i Nowak (2004), Gigol (2000) i Bessis (2002). Należy podkreślić, że bardzo często jeden bank ma departamenty lub spółki zależne zajmujące się prowadzeniem różnego rodzaju operacji finansowych. Bankiem komercyjnym może więc być np. spółka córka banku międzynarodowego.

⁹ Efektywne zarządzanie portfelem kredytowym oznacza wykorzystanie instrumentów transferu ryzyka kredytowego (np. swapu odmowy zapłaty kredytu) w celu maksymalizowania zwrotu z kapitału ekonomicznego (Kothari, 2002, s. 60).

Najistotniejszą przyczyną sprzedaży zabezpieczenia przez bank komercyjny jest chęć dywersyfikacji ryzyka kredytowego (ECB, 2004). Badania przeprowadzone przez Europejski Bank Centralny (2004) wskazują, że również dążenie do zwiększenia zysków było postrzegane jako ważny czynnik podejmowania ryzyka kredytowego. Dodatkowo z badań tych wynika, że sprzedaż zabezpieczenia, np. przy użyciu swapu odmowy zapłaty kredytu czy swapu na dochód całkowity, może być doskonałą alternatywą dla tradycyjnej działalności kredytowej¹⁰. Przejmujący ryzyko w pewnym sensie udziela kredytu, ale nie ponosi kosztów jego obsługi i otrzymuje wynagrodzenie od przerzucającego ryzyko kredytowe. Często zawarcie takiej transakcji daje wyższe marże niż np. obligacje korporacyjne o tym samym ratingu. Kothari (2002) dodatkowo wskazuje, że do zawierania tego typu transakcji skłaniają sprzedającego zabezpieczenie arbitraż cenowy (wykorzystanie różnic między spreadami kredytowych instrumentów bazowych i pochodnych w stosunku do nich) oraz niższy koszt w porównaniu z angażowaniem się w tradycyjną działalność kredytową.

Podjęcie pośrednictwa na rynkach transferu ryzyka kredytowego jest motywowane głównie dochodami prowizyjnymi (EBC, 2003). Zasadniczo jest ono organizowane przez duże banki międzynarodowe, które przejmują ryzyko kredytowe, a następnie przekazują je dalej na rynki finansowe, przy użyciu określonych instrumentów. Pośrednicy mają zazwyczaj domknięte pozycje w instrumentach transferu ryzyka kredytowego. Ich głównym zadaniem jest świadczenie inwestorom usług poprzez tworzenie nowych produktów służących do transferu ryzyka kredytowego, ułatwianie zawierania transakcji i oczywiście tworzenie rynku (*market making*) derywatów kredytowych (EBC, 2003). Pośrednictwo na rynkach transferu ryzyka kredytowego jest silnie skoncentrowane i zajmuje się nim niewielka liczba banków uniwersalnych, mających dobrze rozwinięty pion bankowości inwestycyjnej (CGFS, 2003). O silnej koncentracji rynku świadczą np. wyniki badania przeprowadzonego przez "Risk Magazine" w 2002 r., zgodnie z którymi 13 instytucji pośredniczyło w zawieraniu 80% transakcji przy użyciu derywatów kredytowych, a 2 podmioty ułatwiały zawieranie 76% transakcji prowadzących do syntetycznej sekurytyzacji. ("Risk Magazine" (2002): *Credit derivatives survey: the vanilla explosion*, za CFGS, 2003). Należy podkreślić, że pod względem pośrednictwa szczególnie silnie skoncentrowany jest międzynarodowy rynek swapu odmowy zapłaty kredytu i sekurytyzacji syntetycznej (CGFS, 2003).

Przepływ ryzyka kredytowego w sektorze bankowym zmienia faktyczny poziom ryzyka kredytowego w tym sektorze. Jak twierdzi Effenberger (2003), w ta-

¹⁰ Tradycyjną działalność kredytową należy rozumieć jako udzielanie kredytu określonej podmiotowi, a następnie obsługa tego kredytu.

kim przypadku ryzyko nie jest zwyczajnie zamieniane pomiędzy bankami¹¹. Na skutek przerzucenia ryzyka zagregowane ryzyko kupującego zabezpieczenie jest równe ryzyku jednoczesnego zajścia zdarzenia kredytowego w odniesieniu do dłużnika referencyjnego i niewywiązania się kontrahenta swapowego z umowy. W ujęciu matematycznym jest ono równe sumie prawdopodobieństw tych dwóch zdarzeń pomniejszonej o iloczyn pomiędzy tymi dwoma prawdopodobieństwami (Effenberger, 2003). Jeżeli sprzedający zabezpieczenie ma tę samą wiarygodność kredytową co dłużnik referencyjny, to całkowite ryzyko kupującego zabezpieczenie będzie zredukowane, pod warunkiem że indywidualne ryzyko nie jest silnie skorelowane (Effenberger, 2003). O faktycznym zmniejszeniu tego ryzyka w sektorze bankowym można jednak mówić wówczas, gdy zostanie przesunięte do innych niż sektor bankowy segmentów rynku finansowego, np. do segmentu ubezpieczeniowego. Najważniejszą rolę w przejmowaniu ryzyka kredytowego ogrywają obecnie instytucje ubezpieczeniowe i fundusze hedgingowe (ang. *hedge funds*) (Fitch, 2004). Podstawową przyczyną przejmowania ryzyka kredytowego przez ubezpieczycieli jest chęć zarobienia na tych instrumentach transferu ryzyka kredytowego, które mają wyższą stopę zwrotu niż instrumenty właściwe dla tradycyjnej działalności ubezpieczeniowej¹² (EBC, 2004).

Wśród ubezpieczycieli najważniejszymi uczestnikami procesu transferu ryzyka kredytowego są **monoline insurers**¹³ nazywani też gwarantami finansowymi. *Monolines* rozpoczęły działalność na rynku obligacji municypalnych w Stanach Zjednoczonych w latach 70. Zakres ich czynności i zasięg geograficzny poszerzały się stopniowo w miarę rozwoju rynków finansowych. W latach 80. wkroczyły na rynek tradycyjnej sekurytyzacji,

a latach 90. na rynek syntetycznej sekurytyzacji. Obecnie prowadzą działalność również w Europie. Ich podstawowym zadaniem jest udzielanie gwarancji finansowych, zapewniających inwestorom terminową spłatę kapitału i odsetek od nabytych przez nich instrumentów dłużnych. Gwarancje te wzmacniają więc wiarygodność wyemitowanych w procesie sekurytyzacji instrumentów, co umożliwia nadanie im wyższej oceny ratingowej. *Monolines* zazwyczaj gwarantują cechujące się niskim ryzykiem transe portfela kredytowego, tzw. transe senioralne¹⁴ (zobacz tabela 3).

To, że ta grupa ubezpieczycieli inwestuje¹⁵ w aktywa o wysokiej jakości kredytowej, wynika z jednej strony z restrykcyjnych regulacji prawnych kształtujących funkcjonowanie tych podmiotów, a z drugiej strony z tego, że pojedyncza „inwestycja” takiego *monoline* opiewa na wysoką kwotę. Wysoka jakość kredytowa dużej tranzy zapewnia *monoline* relatywnie niski dochód. Spoglądając na działalność *monolines* z perspektywy poziomu przejmowanego ryzyka i biorąc pod uwagę to, że dostarczają one zabezpieczenia instrumentów bazowych o wysokiej jakości kredytowej, można stwierdzić, że wystawiają one opcje będące „głęboko poza pieniądzem” (ang. *deep out of the money*), chroniące przed zajściem katastroficznych zdarzeń kredytowych (BCBS, 2004).

Podmiotami przejmującymi ryzyko kredytowe są **globalni reasekuranci** i, w mniejszym stopniu, pozostali ubezpieczyciele (majątkowi, od nieszczęśliwych wypadków i na życie), którzy inwestują nie tylko w transe na poziomie inwestycyjnym, ale również w bardziej ryzykowne elementy portfela, tj. transe pośrednią (*mezzazine*). Należy podkreślić, że w niektórych krajach ubezpieczyciele nie mogą zawierać kredytowych transakcji pochodnych na dużą skalę, tj. nie może to być ich podstawowe źródło dochodu. Tak jest np.

¹¹ Autor ten dochodzi do takiego wniosku, ale nie potwierdza go stosownymi badaniami empirycznymi.

¹² Takimi instrumentami są np. umowa ubezpieczenia i ubezpieczenie kredytu.

¹³ Pozostawiam angielską nazwę, ponieważ instytucje te nie mają odpowiedników w polskim sektorze ubezpieczeniowym.

¹⁴ W procesie sekurytyzacji portfel kredytowy jest dzielony na tzw. transe. Zazwyczaj są trzy takie transe: senioralna, podporządkowana (ang. *mezzazine*) i najbardziej ryzykowna tranza *first loss* (zwana też *equity*). Więcej o tym piszą Rule (2001) oraz Zombirt (2002).

¹⁵ Przez pojęcie inwestowanie należy tu rozumieć udzielenie przez *monoline* gwarancji finansowej.

Tabela 3 Jakość kredytowa instrumentów transferu ryzyka kredytowego i obligacji na amerykańskim rynku ubezpieczeniowym w 2003 r.

Jakość kredytowa	Instrumenty transferu ryzyka kredytowego:			
	gwarancje finansowe	derywaty kredytowe	towarzystwa ubezpieczeń na życie	CDO nabywane przez: towarzystwa ubezpieczeń majątkowych i od nieszczęśliwych wypadków
AAA – A	95%	65%	55%	48%
Baa3/BBB-	3%	30%	26%	24%
Poniżej poziomu inwestycyjnego	2%	5%	19%	28%
Wartość (w mld USD):	222	2,5	26,4	1,8
W tym szacunek wartości poniżej oceny inwestycyjnej (w mld USD)	4	5	0,5	0,2

Źródło: opracowanie własne na podstawie Basel Committee on Banking Supervision, BIS (2004): *Credit Risk Transfer*, s. 20.

w Europie, gdzie firmy ubezpieczeniowe mogą podejmować tego typu działania jedynie w celach inwestycyjnych, powiązanych z ich podstawową działalnością ubezpieczeniową (IBIS, 2003). Takie ograniczenia prowadzą do omijania przez niektórych ubezpieczycieli restrykcyjnych przepisów prawa. Przykładem tego jest np. zawieranie swapu odmowy zapłaty kredytu przy użyciu stworzonych do tego celu zależnych firm ubezpieczeniowych (*captive insurance companies*), mających siedziby w zamorskich centrach finansowych, np. na Bermudach (Rule, 2001). Oprócz firm zależnych, zawieranie umów dotyczących derywatów kredytowych często ułatwia skorzystanie z usług podmiotów zajmujących się przekształcaniem tego rodzaju umów w umowy o charakterze ubezpieczeniowym¹⁶ (FSA, 2002). Są jednak kraje, w których regulacje nie zakazują inwestowania w derywaty kredytowe, a należą do nich np. Kanada i Japonia (IAIS, 2003).

Wprawdzie trudno oszacować ich udział w rynku, ale ważnymi podmiotami na rynkach instrumentów transferu ryzyka kredytowego są również **fundusze** emerytalne, inwestycyjne i hedgingowe. Przejmują one ryzyko kredytowe przede wszystkim inwestując w papiery wartościowe powstałe w drodze sekurytyzacji. Wydaje się jednak, że najistotniejsze spośród różnych rodzajów funduszy sprzedających zabezpieczenie są fundusze hedgingowe, które – w odróżnieniu od funduszy emerytalnych i inwestycyjnych – nie podlegają restrykcyjnym regulacjom. Podczas gdy fundusze emerytalne i inwestycyjne nabywają głównie senioralne transe CDO i kredytowe skrypty dłużne, fundusze hedgingowe z racji specyfiki swej działalności¹⁷ specjalizują się w nabywaniu ryzykownych tranz instrumentów strukturyzowanych (Rule, 2001). Fundusze hedgingowe również zawierają umowy indywidualnych swapów odmowy zapłaty kredytu, które wykorzystują w celu zabezpieczenia się przed ryzykiem kredytowym. Nie tylko przejmują ryzyko kredytowe, ale również przerzucają je na inne podmioty. Strategie inwestycyjne funduszy hedgingowych mogą być zróżnicowane, ale ich cechy charakterystyczne to: dokonywanie ciągłej wyceny podjętych inwestycji (tzw. *mark-to-market*) oraz wykorzystanie dźwigni i aktywnej sprzedaży, polegającej na bardzo szybkim zamykaniu pozycji mogących przynosić straty i ponownym inwestowaniu środków uzyskanych po zamknięciu tych pozycji. Występowanie funduszy hedgingowych może zagrażać

¹⁶ Tego typu instytucje określane się mianem *transformers*. Mogą one przyjmować postać Special Purpose Vehicle (SPV) lub Protective Cell Company (PCC).

¹⁷ Podstawowym celem działalności funduszy hedgingowych jest osiągnięcie dodatniego zwrotu z inwestycji. Profil inwestycji tych funduszy może być różny i obejmować bardzo ryzykowne inwestycje, takie jak kupno: papierów wartościowych o złej jakości kredytowej, niepięlnych papierów wartościowych, papierów wartościowych przedsiębiorstw z *emerging markets* oraz derywatów. Dążą one także do wykorzystania korzyści wynikających z arbitrażu (U.S. Securities nad Exchange Commission, 2003)

stabilności funkcjonowania rynku instrumentów transferu ryzyka kredytowego, a także całego systemu finansowego, ponieważ są podmiotami nieregulowanymi i mają tendencję do błyskawicznego wycofywania się z podjętych inwestycji (The President's Working Group on Financial Markets, 1999).

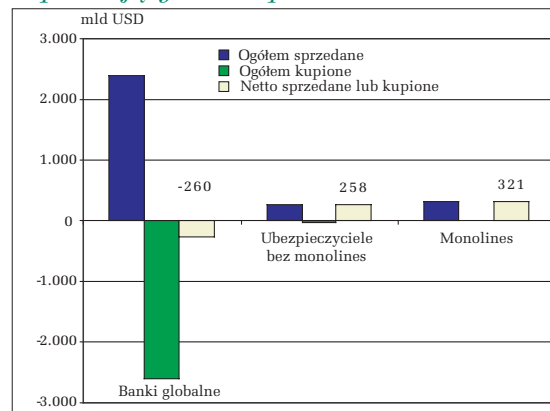
Do innych podmiotów przejmujących ryzyko kredytowe należą też wspomniane wcześniej domy papierów wartościowych. Podmioty te często pełnią funkcję pośredników w procesie zawierania transakcji kupna – sprzedaży zabezpieczenia, ale mogą również same transferować ryzyko kredytowe własnych ekspozycji kredytowych (BIS, 2004). Podmioty te wykorzystują przede wszystkim indywidualne swapy odmowy zapłaty kredytu i syntetycznych CDO (BIS, 2004).

Tendencje rozwojowe na rynku: przepływy ryzyka między przejmującymi i przerzucającymi ryzyko kredytowe

Poniższa analiza przepływów ryzyka kredytowego pomiędzy uczestnikami rynku opiera się na raporcie agencji ratingowej Fitch Ratings (2004) oraz raporcie Europejskiego Banku Centralnego (2004). Z powodu braku danych o transferze ryzyka kredytowego przy użyciu klasycznych instrumentów zabezpieczających przed ryzykiem kredytowym (takich jak gwarancje bankowe i ubezpieczenia) w analizie tej wykorzystano dane o transferze ryzyka kredytowego za pomocą derywatów kredytowych i instrumentów strukturyzowanych.

Z badań przeprowadzonych przez agencję Fitch wynika, że w 2003 r. banki zakupiły zabezpieczenie (czyli dokonały przerzucenia ryzyka kredytowego) na kwotę około 2,6 bln USD oraz sprzedały zabezpieczenie przed ryzykiem kredytowym na kwotę około 2,4 bln USD (zobacz wykres 1). Podawana przez Fitch różnica między tymi dwiema wielkościami, zwana zabezpieczeniem netto przed ryzykiem kredytowym, wynosi

Wykres 1 Wartość bilansowa pozycji w derywatach kredytowych i obligacjach zabezpieczonych długiem podmiotów kupujących i sprzedających zabezpieczenie w 2003 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie Fitch Ratings (2004): *Global Credit Derivatives Survey: Single - Name CDS Fuel Growth*, s. 2.

260 mld USD. Jest ona miarą ryzyka kredytowego przeliczonego poza sektor bankowy. Sektor ubezpieczeniowy zajmuje dominującą pozycję wśród podmiotów przejmujących ryzyko kredytowe. Poziom zabezpieczenia przed ryzykiem kredytowym sprzedanego przez sektor ubezpieczeniowy i ubezpieczeniowy reasekuracyjny wynosił w 258 mld USD. *Monolines* sprzedały natomiast zabezpieczenie ogółem na kwotę 321 mld USD. Na wykresie 1 wprowadzie nie zaprezentowano danych o zaangażowaniu funduszy hedgingowych w transfer ryzyka kredytowego, ale z danych British Bankers Association wynika, że były one zarówno kupującymi, jak i sprzedającymi zabezpieczenie. Ich udział w rynku derywatów kredytowych i syntetycznych instrumentów portfelowych w 2003 r. wynosił 16% dla pozycji kupna zabezpieczenia (przerzucenia ryzyka kredytowego) i 15% dla pozycji sprzedaży zabezpieczenia (przejęcia ryzyka kredytowego). Wartości tych udziałów wynoszą odpowiednio: 567 mld USD oraz 532 mld USD.

Wśród banków nabywców zabezpieczenia netto, wynoszącego 260 mld USD, są banki europejskie (52%), amerykańskie (głównie USA, 35%) oraz australijskie i azjatyckie (13%) (Fitch, 2004).

Zabezpieczenie zakupione przez banki miało w głównej mierze formę swapu odmowy zapłaty kredytu oraz obligacji zabezpieczonych długiem (CDO). Natomiast sektor ubezpieczeniowy sprzedawał zabezpieczenie zasadniczo za pomocą instrumentów portfelowych (obligacji zabezpieczonych długiem) i w mniejszej skali przy użyciu swapu odmowy zapłaty.

Interesujących informacji na temat znaczenia derywatów kredytowych i instrumentów strukturyzowanych (tj. instrumentów powstających w drodze sekurytyzacji wierzycielności, zarówno syntetycznej, jak i fi-

nansowanej) dostarcza badanie europejskiego rynku, przeprowadzone przez Europejski Bank Centralny (zobacz tabela 4). Wśród badanych banków przeliczenie ryzyka kredytowego przez banki z wykorzystaniem produktów strukturyzowanych stanowiło aż 30% aktywów ogółem (w Portugalii), podczas gdy przejmowanie ryzyka kredytowego nie przekroczyło 9%. Z wywiadów przeprowadzonych z bankami wynika, że zaangażowanie banków w transfer ryzyka kredytowego za pomocą technik strukturyzowanych cechuje ujemny związek korelacyjny z ich zaangażowaniem w transfer ryzyka kredytowego przy użyciu derywatów kredytowych (EBC, 2004). Pewne wyjątki od tej reguły są dostrzegane we Francji (po stronie sprzedaży zabezpieczenia) i we Włoszech, które miały silne pozycje w obu grupach instrumentów. W Niemczech wykorzystanie technik strukturyzowanych było dużo niższe niż w innych krajach (EBC, 2004).

Według Europejskiego Banku Centralnego jest wysoce prawdopodobne, że produkty strukturyzowane będą nadal odgrywać ważną rolę w transferze ryzyka kredytowego przez banki europejskie (EBC, 2004). Rosnąca popularność tych instrumentów wynika z ich relatywnie wysokiej płynności (EBC, 2004).

Banki europejskie były wprawdzie przeliczającymi netto ryzyko kredytowe, ale w grupie banków ankietowanych przez Fitch były również takie, które były sprzedającymi netto zabezpieczenia. Z wykresów 2 i 3 wynika, że zarówno te banki, jak i gwarantcy finansowi przejmowali ryzyko o wysokiej ocenie ratingowej. Widać również, że banki te, w 35% przypadków w przeciwieństwie do *monolines*, były skłonne do przejmowania ryzyka wierzycielności o ocenie niższej niż A. Wśród gwarantów finansowych rating niższy niż A stanowił zaledwie 6% ogółu zawartych kontraktów.

Tabela 4 Udział pozycji typu kupno zabezpieczenia lub sprzedaż zabezpieczenia w sumie aktywów wybranych banków w Europie w 2003 r. (w %)

Kraj	Kupno zabezpieczenia		Sprzedaż zabezpieczenia		Liczba ankietowanych banków
	derywaty kredytowe	produkty strukturyzowane	derywaty kredytowe	produkty strukturyzowane	
Niemcy*	7,80		8,70		10
Grecja*	0,02		0,20		3
Hiszpania		3-15		b.d.	4
Francja	0,6-12,9	0,2-1,5	0,3-9,6	0,1-8,5	3
Irlandia	0,13-4	1-10	0,6-7	0,2-0,6	**6
Włochy	0,5-5	0-6,5	0,1-5	0,2-7,5	**9
Luksemburg	0,50	0,5-1	1,70	1,5-2,5	***
Austria	0,70		3,40		8
Portugalia		5-30	2-3		4

* dane przeciętne

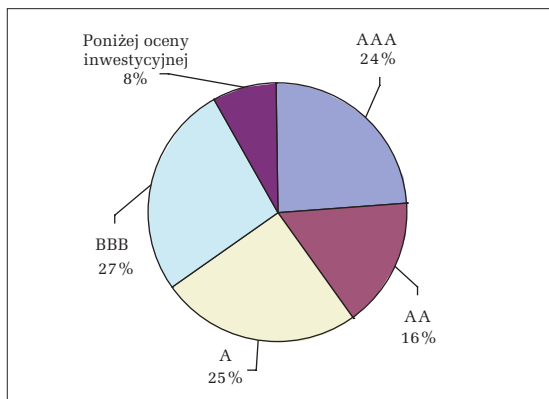
** kupno zabezpieczenia

*** sprzedaż zabezpieczenia

**** szacunek dla całego sektora bankowego

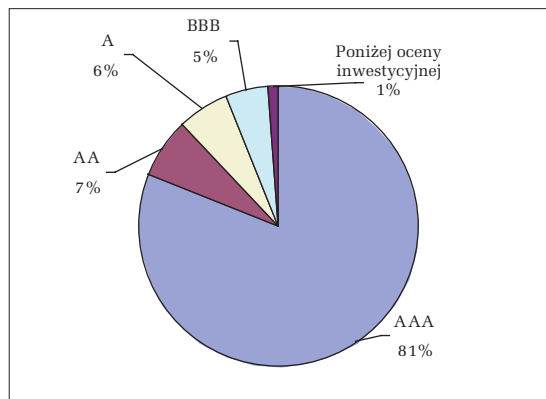
Źródło: opracowanie własne na podstawie European Central Bank (2004): *Credit risk transfer by EU banks: activities, risks and risk management*, Frankfurt am Main, s. 18.

Wykres 2 Rating pozycji europejskich banków sprzedających zabezpieczenie netto w derywatach kredytowych w 2003 r.



Źródło: Fitch Ratings (2004): Global Credit Derivatives Survey, op.cit., s. 4.

Wykres 3 Rating pozycji gwarantów finansowych (monoline insurers) w obligacjach zabezpieczonych długiem (CDO) w 2003 r.



Źródło: Fitch Ratings (2004): Global Credit Derivatives Survey, op.cit., s. 6.

Ograniczenia rozwoju rynku i zagrożenia dla stabilności finansowej

Rozwój rynku instrumentów transferu ryzyka kredytowego, przyspieszony szczególnie w ostatnich latach dzięki rozwojowi derywatów kredytowych, ma duży wpływ na funkcjonowanie systemu finansowego. Rynki te umożliwiają skuteczne zarządzanie ryzykiem kredytowym, prowadzą do rozluźnienia niektórych ograniczeń w dostępie do kredytu i pozwalają na efektywną alokację ryzyka wśród wielu podmiotów (CFGFS, 2003). Najmłodszy segment analizowanego rynku, czyli rynek kredytowych instrumentów pochodnych, zapewnia uczestnikom rynku dostęp do informacji niezbędnych do prawidłowej wyceny ryzyka i zwiększa płynność rynków kredytowych. Wydaje się jednak, że rozwój rynku instrumentów transferu ryzyka kredytowego może być ograniczony przede wszystkim jego nieprzejrzystością. Bariery rozwoju segmentu kredytowych instrumentów pochodnych jest, podkreślana w omówionych wcześniej raportach (Fitch, 2004; BCBS, 2004; CGFS, 2003), znaczny stopień koncentracji transakcji. Zarówno nieprzejrzystość rynku, jak i skoncentrowanie transakcji mogą prowadzić zakłócać funkcjonowanie systemu finansowego. Zagrożeniem dla stabilności systemu finansowego może być również ignorowanie przez uczestników rynku oraz przez instytucje nadzorcze ryzyka właściwego dla instrumentów transferu ryzyka kredytowego. Zagadnienia te zostały przedstawione poniżej.

Nieprzejrzystość rynku

Pojęcie przejrzystości (ang. *transparency*) odnosi się do ilości i dokładności dostarczanych informacji (Ziarko-Siwek, 2004). Przejrzystość można zdefiniować jako brak asymetrii informacji pomiędzy uczestnikami rynku w procesie transferu ryzyka kredytowego, a więc w relacjach między dłużnikiem, przerzucającym ryzyko kredy-

towe i przejmującym to ryzyko. Brak przejrzystości uniemożliwia stworzenie precyzyjnego obrazu przepływów ryzyka kredytowego pomiędzy uczestnikami rynku (mierzonego wartością rynkową pozycji w instrumentach transferu ryzyka kredytowego zajmowanych przez poszczególne strony). Brak wiedzy na ten temat utrudnia ocenę wielkości ryzyka systemowego na rynkach finansowych. To z kolei utrudnia organom nadzorczym nadzór nad instytucjami finansowymi. W celu określenia systemowego ryzyka w sektorze bankowym albo ryzyka koncentracji w indywidualnych bankach konieczne jest np. posiadanie informacji o tym, kto – poprzez sprzedaż zabezpieczenia – przejął dodatkowe ryzyko kredytowe i na jakim poziomie oraz jaka jest korelacja między ryzykiem podmiotu przejmującego ryzyko kredytowe i dłużnika referencyjnego (Effenberger, 2004).

Rynek instrumentów transferu ryzyka kredytowego jest rzeczywiście nieprzejrzysty, co jest spowodowane charakterem informacji o tym rynku. Wynika to przede wszystkim z przepisów zakazujących bankom ujawnianie poufnych danych o swoich kredytobiorcach, np. o sytuacji finansowej lub wysokości udzielonego kredytu. Poza tym wszelkie dane na temat poziomu udzielonych gwarancji, derywatów kredytowych i innych instrumentów są niejednorodne pod względem regulacyjnym, ponieważ pochodzą z różnych jurysdykcji. Niejednokrotnie są to dane szacunkowe i pochodzą z raportów sporządzanych przez stowarzyszenia uczestników rynku (Fitch, Creditex, Credit Trade, GFI, British Bankers Association, International Swaps and Derivatives Association) lub agencje ratingowe (Fitch, Moody's). Jedynie w Stanach Zjednoczonych banki komercyjne przekazują do OCC¹⁸ dosyć szczegółowe dane, na podstawie któ-

¹⁸ Skróć angielskiej nazwy Office of the Comptroller of the Currency. OCC sprawuje nadzór nad systemem bankowym w Stanach Zjednoczonych. Zadania tej instytucji obejmują m.in.: udzielanie licencji na prowadzenie działalności bankowej w USA, regulowanie działalności banków i nadzór nad ich funkcjonowaniem (OCC, 2004).

rych można odtworzyć strukturę rynku. Zupełnie inaczej jest w Europie, gdzie dane, o wysokim poziomie zagregowania zbierają BIS i EBC, często wykorzystując w swoich raportach informacje zawarte w opracowaniach przygotowywanych przez wymienione wyżej stowarzyszenia i agencje ratingowe.

Dane na temat rynków instrumentów transferu ryzyka kredytowego mają dwie zasadnicze wady. Jedną z nich jest wymieniony wcześniej wysoki poziom agregacji. Druga wynika z charakteru księgowego tych danych. Z reguły są to wielkości bilansowe, a więc podające w danym czasie wartość nominalną pozycji zajmowanych w poszczególnych instrumentach przez różne podmioty. Wielkości te, często różnią się zatem od wartości rynkowych, które świadczą o faktycznej skali ryzyka. Poza tym banki często nie są zobowiązane do podawania danych o poziomie wykorzystania instrumentów transferu ryzyka kredytowego, co oznacza, że wielkość omawianego rynku może być niedoszacowana. Nie jest również możliwe przeprowadzanie wiarygodnych porównań w skali międzynarodowej, ponieważ dostępne informacje pochodzą z różnych jurysdykcji.

Obecnie dostępny zestaw danych nie wystarczy więc do postawienia obiektywnej diagnozy o poziomie ryzyka systemowego w sektorze finansowym. Należy jednak oczekiwać, że organy nadzorcze wypracują jednolite standardy dotyczące raportowania o skali i zróżnicowaniu instrumentów wykorzystywanych przez różnego rodzaju instytucje finansowe, gdyż leży to w interesie zarówno uczestników rynku, jak i deponentów powierzających bankom swoje oszczędności.

Koncentracja rynku

Problem koncentracji transakcji dotyczy przede wszystkim rynku swapu odmowy zapłaty kredytu i syntetycznych CDO. Silna koncentracja rynku transferu ryzyka kredytowego przejawiać się może w tym, że niewielu kontrahentów organizuje obrót instrumentami transferu ryzyka kredytowego¹⁹, lub tym, że mała liczba kontrahentów²⁰ przejmuje na siebie ryzyko kredytowe. Może ona zagrażać funkcjonowaniu rynków kredytowych, szczególnie w przypadku stosunkowo młodego segmentu derywatów kredytowych, gdzie duże międzynarodowe banki odgrywają dominującą rolę. Koncentracja transakcji na rynkach instrumentów transferu ryzyka kredytowego jest spowodowana m.in. tym, że najwięksi kontrahenci na tych rynkach odgrywają jednocześnie podobną rolę w lepiej rozwiniętych segmentach rynku instrumentów pochodnych, takich jak swapy procentowe i walutowe (ECB, 2004). Wysoki poziom koncentracji oznacza, że szczególnie w przypadku niepiętnych instrumentów transferu ryzyka kredytowego

Tabela 5 Najważniejsi kontrahenci (pośrednicy) przejmujący ryzyko kredytowe i ich rating w 2003 r.

	Kontrahent	Rating (Fitch)
1	JP Morgan Chase	A+
2	Merrill Lynch	AA-
3	Deutsche Bank	AA-
4	Morgan Stanley	AA-
5	Credit Suisse First Boston	AA-
6	Goldman Sachs	AA-
7	UBS	AA+
8	Lehman Brothers	A-
9	Citigroup	AA+
10	Commerzbank	A-

Źródło: opracowanie własne na podstawie Fitch Ratings (2004): Global Credit Derivatives Survey, op.cit., s. 6.

(np. derywatów kredytowych bazujących na wierzytelnościach o niskiej jakości kredytowej) mogą pojawić się trudności ze znalezieniem kontrahenta sprzedającego zabezpieczenie.

Wyżej wskazano, że koncentracja może przejawiać się skumulowaniem obrotu (koncentracją pośrednictwa) lub też skumulowaniem kwoty sprzedanego zabezpieczenia w małej liczbie podmiotów. Obecnie dostępne dane (ECB, 2004; BIS, 2003; BIS, 2004) wskazują na występowanie pierwszego z wymienionych przejawów koncentracji. Zaprzestanie działalności przez pośrednika mogłoby mieć jedynie krótkoterminowy wpływ na sytuację na rynkach finansowych (ECB, 2004). W zależności od przyczyny, która skłania pośrednika do „wyjścia” z rynku, zakłócenia w funkcjonowaniu rynku będą różne. Gdyby jeden z głównych pośredników był zmuszony do opuszczenia rynku z powodu zmasowanych strat lub stosowania nieadekwatnych do rodzaju i wielkości ryzyka metod zarządzania ryzykiem kredytowym, mogłoby to poważnie zakłócić funkcjonowanie rynku, np. skłaniając innych pośredników do wyjścia z rynku. Możliwe jest również, że zmniejszenie się liczby pośredników będzie skutkowało wzrostem ceny zabezpieczenia. Sytuacja mogłaby się istotnie pogorszyć, gdyby bankructwo ważnego kontrahenta przyczyniło się do zwiększenia ryzyka systemowego, wywołując powstanie efektu domina²¹ (ECB, 2004). Wydaje się jednak, że jest to mało prawdopodobne co najmniej z kilku powodów. Po pierwsze, podmioty będące głównymi kontrahentami mają wysoki rating kredytowy²² (zobacz tabela 5). Po drugie, większość z nich funkcjonuje od wielu lat. Na przykład JP Morgan Chase powstał w 1895 r., Merrill Lynch w 1914 r., Deutsche Bank w 1870 r., Morgan Stanley w 1935 r., Credit Suisse First Boston w 1856 r.,

²¹ Efekt domina, zwany też zarażaniem, przejawia się tym, że bankructwo jednej instytucji finansowej powoduje zmasowane bankructwa w całym systemie finansowym, prowadząc do kryzysu finansowego.

²² Od kilku lat toczy się dyskusja nad jakością ocen dokonywanych przez agencje ratingowe. Wiele ciekawych informacji na ten temat można znaleźć np. w opracowaniu U.S. Securities and Exchange Commission (2003).

¹⁹ Co jest tożsame z omówioną wyżej koncentracją pośrednictwa.

²⁰ Kontrahentów należy traktować jako ostatecznych inwestorów nabywających instrumenty transferu ryzyka kredytowego.

Goldman Sachs w 1869 r.²³ Instytucje te przetrwały więc wiele kryzysów, zarówno politycznych, jak i gospodarczych. Istotną cechą tych podmiotów jest również to, że jako banki, a więc podmioty zaufania publicznego, są w szczególności sposobem regulowane przez państwo.

Zakłócenia stabilności funkcjonowania rynku są znacznie mniejsze, gdy główny kontrahent opuszcza rynek ze względów strategicznych. Z badań przeprowadzonych przez Europejski Bank Centralny (2004) wynika, że według banków w takim przypadku zagrożona byłaby jedynie płynność rynku instrumentów transferu ryzyka kredytowego w krótkim okresie, natomiast w długim okresie te efekty będą zanikać.

Ryzyko właściwe dla instrumentów transferu ryzyka kredytowego

Przerzucanie i przejmowanie ryzyka kredytowego może przynosić bankom korzyści, ale oznacza również narażenie się na dodatkowe ryzyko. Wyróżniamy następujące grupy ryzyka²⁴:

- ryzyko wynikające z asymetrii informacji
- ryzyko kredytowe,
- ryzyko kontrahenta,
- ryzyko prawne i dokumentacyjne,
- ryzyko błędnej wyceny.

Asymetria informacji

Problemy wynikające z asymetrii informacji²⁵ są nieuniknione w relacjach pomiędzy kredytobiorcą a kredytodawcą. Zalicza się do nich selekcję negatywną (ang. *adverse selection*) w odniesieniu do jakości kredytowej kredytobiorcy oraz pokusę nadużycia (ang. *moral hazard*) ze strony kredytobiorcy. Selekcja negatywna, w której kredytodawca nie może obserwować jakości kredytowej kredytobiorcy, może doprowadzić do eliminacji²⁶ najlepszych kredytobiorców (z powodu wygórowanej ceny kredytu) lub racjonowania kredytów, polegającego na wykluczeniu potencjalnie niewiarygodnych kredytobiorców – nieudzieleniu kredytu (Kiff, Michaud i Mitchell, 2003). Problemy z selekcją negatywną mogą być złagodzone dzięki sprawdzaniu (ang. *screening*) potencjalnego kredytobiorcy przed udzieleniem kredytu, dzięki czemu kredytodaw-

ca zyskuje wiedzę o typie przyszłego dłużnika. Problem pokusy nadużycia występuje wówczas, gdy kredytodawca nie może obserwować działalności kredytobiorcy po udzieleniu kredytu i kredytobiorca może podjąć działania, które są w jego interesie, ale szkodzą kredytodawcy. Problem pokusy nadużycia może być zredukowany dzięki monitorowaniu²⁷ kredytobiorcy (Diamond, 1984, za Kiff i inni, 2003).

W literaturze ekonomicznej podkreśla się, że banki pełnią szczególną funkcję w uzyskiwaniu poufnych informacji o kredytobiorcach i redukcji asymetrii informacji. Długoterminowe powiązanie z bankiem pomaga przedsiębiorstwu lub osobie fizycznej w budowaniu dobrej reputacji, co obniży koszt finansowania działalności dzięki wykorzystaniu kredytu bankowego (Kiff i inni, 2003). W dalszej perspektywie pozwala przedsiębiorstwu na tanie finansowanie się na rynkach kapitałowych, czy to w drodze emisji akcji, czy też obligacji. Jest to tzw. efekt uwierzytelnienia (ang. *certification effect*). Przerzucenie ryzyka kredytowego na inne podmioty stwarza jednak dodatkowe problemy, ponieważ dotychczasowa relacja kredytobiorca – kredytodawca zmienia się i przyjmuje postać: kredytobiorca – kredytodawca – przejmujący ryzyko kredytowe²⁸. Problemy związane z pojawieniem się tych nowych relacji mogą być rozwiązane dzięki pozyskaniu dodatkowych zabezpieczeń w momencie zawierania umowy prowadzącej do transferu ryzyka lub poprzez zatrzymanie części ryzyka przez podmiot kupujący zabezpieczenie. Zagadnienia te wymagają jednak szerszego komentarza, który zostanie zaprezentowany poniżej.

Transfer ryzyka kredytowego może zniechęcać banki do rzetelnego sprawdzania wiarygodności kredytobiorcy na początkowym etapie procedury udzielania kredytu oraz monitorowania dłużnika podczas obsługi kredytu, co prezentuje druga część schematu 2 (Kiff i inni). Zaprezentowana poniżej analiza wskazuje na problemy wynikające z dynamicznego rozwoju rynków transferu ryzyka kredytowego. Skoncentrowano się w niej na selekcji negatywnej i pokusie nadużycia oraz relacji kredytodawca – kredytobiorca i kredytodawca – przejmujący ryzyko kredytowe.

Relacja kredytobiorca – kredytodawca

Banki jako instytucje zaufania publicznego często mają poufne informacje o swoich kredytobiorcach i pełnią bardzo ważną dla sektora finansowego funkcję podmiotów redukujących asymetrię informacji. Możliwość łatwego pozyskania zabezpieczenia przed ryzykiem kre-

²³ Dane na ten temat można znaleźć na stronach internetowych tych instytucji oraz na stronie www.wikipedia.org

²⁴ Grupy te zostały wymienione ze względu na ich ważność. Pominęto tu ryzyko płynności i operacyjne, które również są właściwe dla instrumentów transferu ryzyka kredytowego.

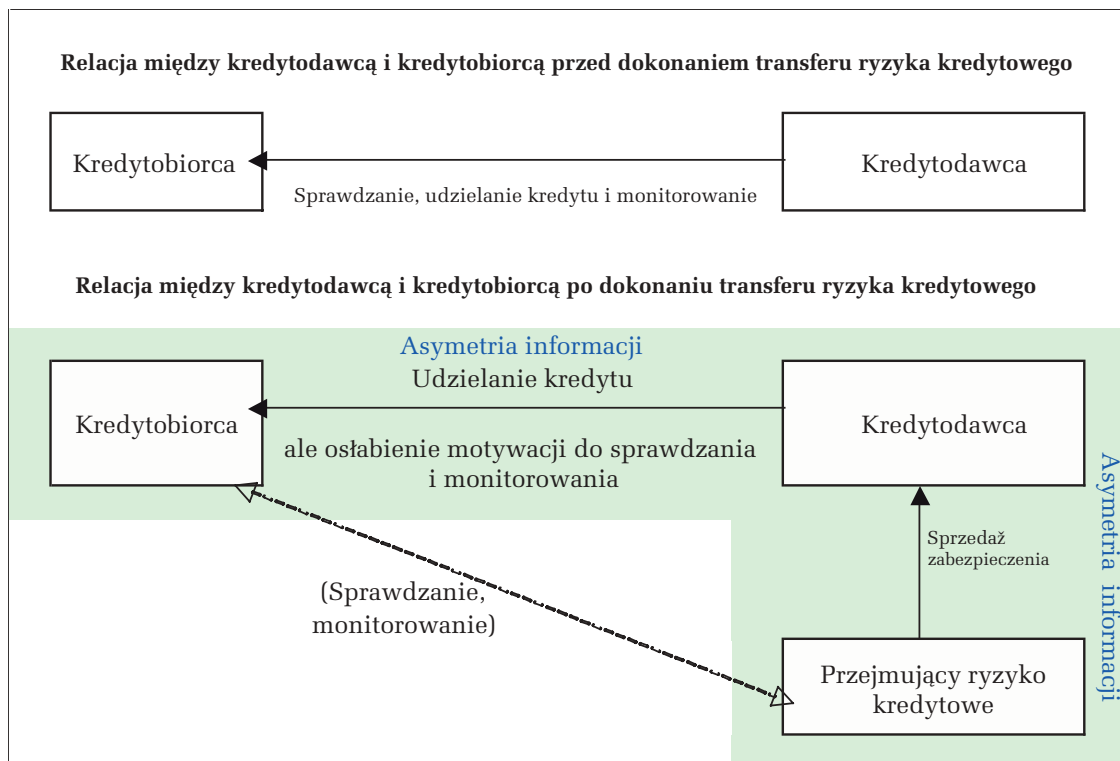
²⁵ Należy podkreślić, że asymetria informacji, tak charakterystyczna dla tego rynku, powoduje jego nieprzejrzystość i „skazuje” go na nieefektywność.

²⁶ Zbyt wysoka cena kredytu jest konsekwencją braku pełnej informacji o przyszłych kredytobiorcach. Często cena kredytu odzwierciedla przeciętną jakość portfela kredytowego. Uśredniona cena kredytu jest szczególnie wysoka, gdy w portfelu dominują kredyty o niezadowalającej jakości. W tej sytuacji klienci, których projekty inwestycyjne cechują się niskim ryzykiem i niskim zwrotem, mogą postrzegać tę cenę jako wygórowaną i zrezygnować z zaciągania kredytu (Kiff i inni, 2003).

²⁷ Pojęcie monitoringu kredytowego może być definiowane jako: „...system bieżącej i systemowej weryfikacji zdolności kredytowej klienta oraz zabezpieczeń prawnych w toku funkcjonowania kredytu. Podstawowym celem tego monitoringu jest systematyczne analizowanie poszczególnych umów kredytowych, a także struktury jakościowej portfela kredytowego na szczeblu oddziału i całego banku.” (Jaworski, 2003, s. 676).

²⁸ Szeroko na ten temat wypowiadają się Kiff, Michaud i Mitchell (2003).

Schemat 2 Relacje pomiędzy kredytobiorcą, kredytodawcą i przejmującym ryzyko kredytowe przed transferem ryzyka kredytowego i po transferze



Źródło: opracowanie własne na podstawie: J. Kiff, F.-L. Michaud, J. Mitchell (2003): *An analytical review of credit risk transfer instruments*. Paris, Banque de France "Financial Stability Review", s. 110 oraz Committee on the Global Financial System (2003): *Credit risk transfer*. Basel, Bank for International Settlements, s. 17.

dytowym może jednak powodować nasilenie się zjawiska asymetrii informacji (a więc jej przejawów w postaci selekcji negatywnej i pokusy nadużycia) w relacji pomiędzy kredytodawcą a kredytobiorcą.

Selekcja negatywna

Nasilenie się selekcji negatywnej przejawia się tym, że wiedząc o możliwości przerwania ryzyka ekspozycji kredytowej²⁹, bank będzie mniej skłonny do sprawdzania wiarygodności kredytobiorcy albo wręcz zaprzestania tego³⁰. Oznacza to, że selekcja kredytobiorców będzie albo mniej rygorystyczna, albo w ogóle jej nie będzie (Kiff i inni, 2003). W rezultacie wszystkie podmioty ubiegające się o kredyt dostaną go. W praktyce wydaje się to jednak mało prawdopodobne co najmniej z dwóch powodów. Po pierwsze, przerwający ryzyko kredytowe będzie dążył do pozyskania jak najpełniejszej informacji o dłużniku, którego ryzyko jest przerwane, co jest tożsame

z podjęciem *screeningu*. Wydaje się to bardzo możliwe w odniesieniu do ekspozycji kredytowych podlegających ocenie ratingowej³¹. W interesie kredytodawcy jest więc również wnikliwa analiza potencjalnych kredytobiorców, ponieważ uświadamia on sobie, że sprzedający zabezpieczenie nie zdecyduje się na to, aby angażować się w zbyt ryzykowne inwestycje. Należy jednak pamiętać, że osłabiona skłonność kredytodawcy do sprawdzania wiarygodności kredytobiorcy nie będzie występować wtedy, gdy zarówno on, jak i przejmujący ryzyko kredytowe mają równy dostęp do informacji i technologii *screeningu*. Wydaje się to jednak mało prawdopodobne, biorąc pod uwagę nieprzejrzyistość omawianego rynku. Drugi powód wiąże się z reputacją kredytodawcy. Dążąc do utrzymania reputacji godnego zaufania kontrahenta, kredytobiorca będzie skłonny do sprawdzania kredytobiorcy przed udzieleniem kredytu (Kiff i inni, 2003).

Pokusa nadużycia

Pokusa nadużycia ze strony kredytobiorcy. Nasilenie się pokusy nadużycia ze strony kredytobiorcy wynika z osłabienia lub zaprzestania monitorowania kredytobiorcy przez bank po przerwaniu ryzyka kredytowego. Ponieważ w wyniku tego banki nie mają wyczerpują-

²⁹ Przez pojęcie ekspozycji kredytowej należy tutaj rozumieć wierzytelność banku z tytułu udzielonego kredytu. Z perspektywy bilansu są to należności banku zarówno od osób fizycznych, jak i przedsiębiorstw. Będą to więc należności banku z tytułu kredytów udzielonych przez bank, zarówno krótko-, jak i długoterminowych, należności wynikające z zainwestowania w obligacje przedsiębiorstw.

³⁰ Zaprzestanie badania wiarygodności kredytowej skróci procedurę kredytową i może przyczynić się do obniżenia kosztów udzielania kredytu; dlatego może być atrakcyjne dla banku.

³¹ Ocenie ratingowej podlegają np. wierzytelności, na podstawie których emitowane są ABS oraz CDO.

cych informacji o kredytobiorcach i w konsekwencji nie znają ich faktycznej kondycji finansowej, kredytobiorcy ci nie mogą odnosić korzyści z zaprezentowanego powyżej efektu uwierzytelnienia. W związku z tym będą zaciągać kredyty na niepewne projekty, np. cechujące się niepewnym zyskiem i wysokim ryzykiem, ale przynoszące im korzyści osobiste. Może to znacznie pogorszyć jakość kredytową portfela kredytowego banku. Oczywiście te negatywne przejawy pokusy nadużycia nie wystąpią, jeżeli przerzucający ryzyko kredytowe zobowiąże się wobec przejmującego to ryzyko do ciągłego monitorowania kredytobiorcy. Może to osiągnąć na przykład poprzez umieszczenie w umowie, której celem jest przerzucenie ryzyka kredytowego, klauzuli uzależniającej wypłatę określonej kwoty w momencie zajścia zdarzenia kredytowego od monitorowania dłużnika przez przerzucającego ryzyko kredytowe.

Pokusa nadużycia za strony kredytodawcy. Kupno przez kredytobiorcę zabezpieczenia przed ryzykiem kredytowym może mieć dla niego negatywne konsekwencje. Mogą to być skutki dwojakiego rodzaju. Po pierwsze, zabezpieczenie przed ryzykiem kredytowym może być sygnałem o pogorszeniu się wiarygodności kredytowej dłużnika (ang. *credit signalling*) i w konsekwencji zneutralizować działanie efektu uwierzytelnienia. Po drugie, przerzucający ryzyko kredytowe może być skłonny do podejmowania działań mających na celu pogorszenie sytuacji kredytobiorcy, który znalazł się w trudnej sytuacji finansowej (Committee on the Global Financial System, 2003). Z tych powodów w interesie kredytobiorcy jest niewyrażanie zgody na przenoszenie przez bank ryzyka wierzycielności banku z tytułu udzielonego mu kredytu.

Rola sygnału emitowanego wskutek przerzucenia ryzyka kredytowego jest niejednorodna i zależy od: cech instrumentu transferującego ryzyko kredytowe, przejrzystości dokonywanej transakcji oraz od kontekstu, w którym używa się danego instrumentu. Te trzy determinanty ściśle wiążą się z konkretnymi rodzajami instrumentów finansowych. Są na przykład instrumenty zakładające, że kredytobiorca zatrzymuje część ryzyka (m.in. portfelowy swap odmowy zapłaty kredytu, *single tranche CDO*), a wypłata odszkodowania następuje dopiero w momencie, gdy strata przekroczy pewien ustalony wcześniej próg. Wówczas kredytobiorca jest skłonny monitorować dłużnika i w efekcie sygnał ten będzie mniej negatywny lub wcale nie będzie negatywny. Przejrzystość transferu jest również różna w zależności od rodzaju instrumentu. Odnosi się ona do obowiązku przekazywania instytucjom nadzorczym informacji o zawartych kontraktach przerzucających ryzyko kredytowe oraz do obowiązku zawiadamiania kredytobiorcy o zabezpieczeniu się przez bank np. przed jego niewypłacalnością. Sprzedaż długu wymaga zgody kredytobiorcy. Takie instrumenty, jak np. swap

odmowy zapłaty kredytu, opcje na spread kredytowy, swapy na dochód całkowity, nie wymuszają jednak na przerzucającym ryzyko pozyskania zgody dłużnika. Kiff i inni (2003) twierdzą, że problemy spowodowane pokusą nadużycia są trudniejsze do pokonania dla kredytobiorcy w przypadku tej drugiej grupy instrumentów. Jako sposób rozwiązania tych problemów wskazują (Morrison, 2002; za Kiff i inni, 2003) wprowadzenie obowiązku składania raportów, np. uczestnikom rynku, o zawartych przez banki umowach typu swap odmowy zapłaty kredytu. Istotny jest również kontekst, w którym używa się danego instrumentu. Istnieją takie instrumenty, które zabezpieczają banki przed ryzykiem kredytowym na początkowym etapie procedury kredytowej i zawierane są najczęściej z inicjatywy dłużnika, np. gwarancje bankowe, poręczenia, ubezpieczenie kredytu. Wykorzystanie tych instrumentów ogranicza zjawisko selekcji negatywnej. Ponadto w związku z tym, że umowy prowadzące do powstania tego typu instrumentów często zawierają klauzule nakazujące kredytodawcy monitorowanie kredytobiorcy, pod groźbą niewypłacenia odszkodowania, redukują zjawisko pokusy nadużycia. Ostatecznie pozwalają kredytobiorcy na odniesienie korzyści z efektu uwierzytelnienia.

Pokusa nadużycia może się również przejawiać w odniesieniu do dłużników mających niezbyt dobrą sytuację finansową. Przerzucenie ryzyka kredytowego może zachęcać banki, aby w momencie rozpatrywania wniosku kredytowego nie podejmowały kroków mających skłonić dłużnika do pozyskania np. dodatkowych zabezpieczeń, ponieważ nie muszą obawiać się strat wynikających z pogarszania się sytuacji dłużnika (Committee on the Global Financial System, BIS, 2003). Włączenie zdarzeń kredytowych³² do umów o transfer ryzyka kredytowego, obejmujących m.in. klauzule o restrukturyzacji, może jednak skłaniać przerzucającego ryzyko kredytowe, by doprowadził dłużnika do takiego stanu, w którym kredytobiorca będzie mógł wystąpić do sprzedającego zabezpieczenie z roszczeniem o płatność kompensacyjną³³. Przyczyną takiego postępowania będzie chęć pozbycia się należności o złej jakości

³² Zdarzenia kredytowe wykorzystywane na rynku derywatów kredytowych zostały opracowane przez ISDA i obejmują: niezdolność do zapłaty (ang. *failure to pay*), bankructwo, restrukturyzacje, przyspieszenie spłaty zobowiązania (ang. *obligation acceleration*), odmowę wykonania zobowiązania (ang. *obligation default*) oraz repudiację i moratorium (ang. *repudiation, moratorium*) (ISDA, 2003). Klasyczne instrumenty transferu ryzyka kredytowego, np. gwarancje i poręczenia, mają zazwyczaj indywidualnie ustalone (tzn. odrębnie dla każdej transakcji) zasady i warunki wypłaty rekompensaty. W odniesieniu do zdarzeń kredytowych wyjaśnienia wymagają pojęcia repudiacji i moratorium. Określenia te odnoszą się do pogorszenia się sytuacji finansowej kraju, w przeciwieństwie do pozostałych zdarzeń kredytowych, które mają zastosowanie do osób fizycznych lub przedsiębiorstw. Repudiacja oznacza odmowę zapłaty długów państwowych. Moratorium to odroczenie na określony czas terminu płatności lub czasowe wstrzymanie jakichś działań, ustanawiane przez państwo ze względu na nadzwyczajne okoliczności. Szczegóły nt. tych zdarzeń można znaleźć w ISDA (2003).

³³ Taka sytuacja miała miejsce np. w przypadku firm Concesco i Ralitrack. Szerzej na ten temat: Committee on the Global Financial System (2003) oraz Pollack (2003).

kredytowej i uzyskania gotówki wypłaconej po rozliczeniu transakcji, a następnie zainwestowania uzyskanych w ten sposób środków. Bank może faktycznie dążyć do pozbycia się tego typu należności, ponieważ jej utrzymywanie jest źródłem kosztów tworzenia rezerw na należności nieregularne³⁴. Pozbycie się tej należności ograniczy więc koszty. Poza tym, wyeliminowanie takiej należności z bilansu zmniejszy wymóg kapitałowy z tytułu ryzyka kapitałowego i doprowadzi do „odmrożenia” kapitału³⁵, który będzie mógł być przeznaczony na nowe inwestycje.

Relacja kredytodawca – przejmujący ryzyko kredytowe

Selekcja negatywna. Kredytodawca może wykorzystać swą wiedzę na temat kredytobiorców i próbować przerzucić ryzyko kredytowe tych aktywów, które mają niską jakość. Nie będzie to większym problemem dla sprzedającego zabezpieczenie, jednak pod warunkiem że dysponuje on odpowiednimi informacjami umożliwiającymi mu precyzyjną wycenę aktywów o niskiej jakości. W przeciwnym przypadku, tj. gdy wiedza przerzucającego zabezpieczenie na temat jakości kredytowej aktywów jest nieadekwatna i dokładna wycena jest trudna, nasila się zjawisko selekcji negatywnej (Kiff i inni, 2003). Na rynkach transferu ryzyka kredytowego wykształciły się mechanizmy ułatwiające pokonywanie przeszkód wynikających z omawianego zjawiska. Pierwszym z nich jest poleganie na zewnętrznych ratingach i sprzedaż zabezpieczenia na ekspozycje kredytowe podlegające ocenie ratingowej lub ekspozycje kredytowe znanych przedsiębiorstw (tzw. *blue – chips*). Taką możliwość daje przejęcie ryzyka kredytowego poprzez sprzedaż zabezpieczenia w swapie odmowy zapłaty kredytu lub kupno instrumentów strukturyzowanych (np. ABS, CLO, CBO). Innym środkiem zaradczym jest włączenie do kontraktów transferu ryzyka kredytowego klauzul należytej staranności, na mocy których kredytodawca ma obowiązek dostarczenia przejmującemu ryzyko kredytowe wszystkich istotnych informacji o kredytobiorcy. Sposobem na ograniczenie zjawiska selekcji negatywnej jest również przejęcie ryzyka w instrumentach portfelowych, których konstrukcja zakłada zatrzymanie części ryzyka przez przerzucającego ryzyko. Także kontekst, w którym używa się danego narzędzia transferu ryzyka kredytowego, może rozwiązać omawiany tutaj problem. Na przykład przerzucenie ryzyka kredytowego na inny podmiot, dokonane z inicjatywy przyszłego dłużnika, przed udzieleniem mu kredytu (gwarancje bankowe, poręczenia) właściwie eliminuje selekcję negatywną,

ponieważ przejmujący ryzyko kredytowe często ma jakieś powiązania z kredytobiorcą i może sam poddać go analizie (tj. screeningowi). Dbałość o utrzymanie dobrej reputacji przez przerzucającego ryzyko kredytowe i chęć dalszego zawierania tego rodzaju transakcji z pewnością także ogranicza selekcję negatywną.

Pokusa nadużycia

Pokusa nadużycia ze strony kredytodawcy. Instrumenty transferu ryzyka kredytowego potencjalnie ucieleśniają w sobie kilka przejawów pokusy nadużycia w relacji pomiędzy kredytodawcą a przejmującym ryzyko kredytowe. Kiff i inni (2003) wskazują na następujące aspekty takiej pokusy nadużycia: (1) zaprzestanie monitorowania dłużnika przez kredytodawcę, gdy tylko ryzyko jego ekspozycji kredytowej jest przetransferowane, (2) skłonność kredytodawcy do wcześniejszego uruchomienia procedury kompensacyjnej³⁶, po przerzuceniu ryzyka kredytowego danej ekspozycji kredytowej na inny podmiot. Znaczenie pierwszego aspektu zależy od tego, czy podmiot przerzucający ryzyko kredytowe zatrzymuje część tego ryzyka właściwego danej wierzytelności oraz czy instrument zastosowany do transferu ryzyka kredytowego instrument jest standaryzowany³⁷, czy nie. Jeżeli chodzi o standaryzację, to niezaprzeczną zaletą niestandaryzowanych instrumentów (jak np. kredytowe skrypty dłużne, ubezpieczenie kredytu, rewery gwarancyjne lub gwarancje bankowe) jest to, że chronią interes przejmującego ryzyko kredytowe, ponieważ umożliwiają włączenie do umów transferu ryzyka kredytowego klauzul zmuszających kredytodawcę do ciągłego monitorowania dłużnika. Instrumenty standaryzowane (takie jak swapy odmowy zapłaty kredytu, CDO) nie chronią w ten sposób sprzedającego zabezpieczenie, ale dosyć skutecznie eliminują charakterystyczne dla umów ryzyko prawne i dokumentacyjne, omawiane poniżej. Drugi aspekt pokusy nadużycia dotyczy sytuacji, gdy kredytobiorca podejmuje oportunistyczne działania, narażające przejmującego ryzyko kredytowe na straty, mimo że nie poniósł straty na skutek zmiany sytuacji finansowej dłużnika. Do takich zachowań może skłaniać kredytobiorcę włączenie restrukturyzacji, jako zdarzenia kredytowego. Są one o wiele bardziej prawdopodobne w przypadku standaryzowanych instrumentów transferu ryzyka kredytowego.

³⁶ Przejawem uruchomienia procedury kompensacyjnej jest wystąpienie przez kredytodawcę z roszczeniem o wypłatę odszkodowania, z powodu strat powstałych na skutek czynności podjętych przez dłużnika.

³⁷ Standaryzacja w tym przypadku odnosi się do klauzul zawartych w umowach o transfer ryzyka kredytowego, a dokładniej chodzi o to, czy umowy te jednakowo określają zdarzenia kredytowe uruchamiające procedurę kompensacyjną, okres trwania umowy, sposób rozliczenia transakcji. W literaturze przedmiotu podkreśla się, że do standaryzacji w takim rozumieniu prowadzi stosowanie się do wypracowanych przez ISDA reguł i definicji derywatów kredytowych.

³⁴ Rezerwy na należności nieregularne tworzy się w odniesieniu do należności, w przypadku których dłużnik opóźnia się ze spłatą kapitału lub odsetek.

³⁵ Wymóg kapitałowy z tytułu ryzyka kredytowego jest obliczany w celu wyliczenia współczynnika adekwatności kapitałowej banku i jest najwyższym kwotowo wymogiem kapitałowym w przypadku komercyjnego banku depozytowo-kredytowego.

Pokusa nadużycia ze strony przejmującego ryzyko kredytowe. Przejawami pokusy nadużycia ze strony przejmującego ryzyko kredytowe są: opóźnienie w wypłacie odszkodowania, odmowa zapłaty, zaskarżenie roszczenia o wypłatę odszkodowania po zajściu zdarzenia kredytowego (Kiff i inni, 2003). Takie przejawy występują szczególnie w przypadku instrumentów ubezpieczeniowych, gdzie ubezpieczyciel zazwyczaj dokonuje weryfikacji szkody przed wypłatą odszkodowania, co wydłuża procedurę kompensacyjną. Negatywnym aspektem pokusy nadużycia można zapobiec, przerzucając ryzyko za pomocą finansowanych instrumentów transferu ryzyka kredytowego (kredytowych skryptów dłużnych, gotówkowych CDO, sprzedaży długu). Właściwe dla ich konstrukcji jest bowiem przekazywanie kredytodawcy przez sprzedającego zabezpieczenie równowartości pieniężnej nominału instrumentu transferu ryzyka kredytowego z góry, zanim dojdzie do zdarzenia kredytowego (Kiff i inni, 2003). Niefinansowane narzędzia transferu ryzyka kredytowego (swapy odmowy zapłaty kredytu, gwarancje bankowe, instrumenty ubezpieczeniowe) nie dają takiej możliwości i w związku z tym mogą się przyczyniać do nasilenia pokusy nadużycia.

Ryzyko kredytowe

Ryzyko kredytowe związane z danym instrumentem transferu ryzyka kredytowego jest takie samo, jak ryzyko właściwe bezpośredniej ekspozycji kredytowej, czyli ekspozycji wynikającej z inwestycji w dowolny instrument dłużny (kredyt, pożyczka lub obligacja). Inaczej należy jednak zarządzać tym ryzykiem w odniesieniu do instrumentów indywidualnych niż w przypadku instrumentów portfelowych. Jeżeli indywidualny instrument transferu ryzyka kredytowego jest jednocześnie instrumentem wycenianym na rynku, jak np. swap odmowy zapłaty, wówczas możliwe są dwa podejścia inwestora do zarządzania ryzykiem kredytowym, uzależnione od założonego terminu zapadalności inwestycji. Podmiot, który nabywa np. swap odmowy zapłaty kredytu w celu dalszej odsprzedaży, będzie oceniał ryzyko pozycji inwestycyjnych z perspektywy rynkowej, koncentrując się na dziennej zmianie wartości rynkowej instrumentu i wykorzystując model Value at Risk oraz testy napięć (*stress tests*) (BIS, 2004). Odmienne będzie zarządzać ryzykiem podmiot, którego celem jest przetrzymywanie instrumentu transferu ryzyka kredytowego w portfelu inwestycyjnym przez dłuższy czas. Większy nacisk należy tu położyć na długoterminową ocenę wiarygodności kredytowej dłużnika referencyjnego. W praktyce możliwa jest kombinacja tradycyjnej analizy ryzyka kredytowego i technik stosowanych do oceny ryzyka rynkowego. W odniesieniu do instrumentów portfelowych zasadniczą kwestią jest prawidłowe określenie korelacji pomiędzy poszczególnymi

składnikami portfela. Jej niewłaściwe określenie może spowodować przejęcie wyższego ryzyka kredytowego niż zamierzone i w przypadku pogorszenia się sytuacji gospodarczej może narażać przejmującego ryzyko kredytowe na wysokie straty. Instrumentami, w przypadku których należy starannie wyliczać korelację, są portfelowe swapy odmowy zapłaty kredytu, swapy koszykowe oraz obligacji zabezpieczonych długiem (CDO).

Ryzyko kontrahenta

Ryzyko kontrahenta można zdefiniować szeroko lub wąsko. W szerokim ujęciu ryzyko kontrahenta to prawdopodobieństwo wystąpienia nieoczekiwane wyniku (np. straty) z powodu niewykonania zobowiązania przez drugą stronę umowy (Chorafas, 2000). Można wobec tego powiedzieć, że jedną z odmian ryzyka kontrahenta jest ryzyko kredytowe. W wąskim ujęciu, które będzie obowiązywać w tej części artykułu, ryzyko to traktowane jest jako możliwość niewywiązania się z umowy przez podmiot przejmujący ryzyko kredytowe, w przypadku gdy wystąpi zdarzenie kredytowe uruchamiające płatność kompensacyjną³⁸ lub podmiot przejmujący ryzyko kredytowe nie dopełni obowiązków wynikających z umowy. Ryzyko to jest największe w przypadku niefinansowanych instrumentów transferu ryzyka kredytowego, np. swapu odmowy zapłaty kredytu. Można je zmniejszyć poprzez zawarcie umów nettingowych oraz dodatkowe zabezpieczenia (ang. *collateral support agreement*) towarzyszące dokumentacji zawartej transakcji.

Przy szacowaniu tego ryzyka bank przerzucający ryzyko kredytowe powinien wziąć pod uwagę potencjalną korelację pomiędzy dłużnikiem referencyjnym a sprzedającym zabezpieczenie. Im wyższy stopień skorelowania tych podmiotów, tym mniejsza jest faktyczna redukcja ryzyka kredytowego. Jeśli bank niedokładnie oszacuje to ryzyko, może narażać się na duże straty, gdy obaj kontrahenci (czyli dłużnik referencyjny i podmiot przejmujący ryzyko kredytowe) jednocześnie stracą wypłacalność.

Ryzyko prawne i dokumentacyjne

Ryzyko prawne i ryzyko dokumentacyjne wiążą się z niekompletnością umów, w których ryzyko kredytowe jest sprzedawane. W przypadku tego ryzyka istotne są następujące elementy: kompletność dokumentacji, natura zdarzeń uruchamiających rozliczenie transakcji, świadomość różnic pomiędzy różnymi rodzajami in-

³⁸ Zdarzenie kredytowe to sytuacja, która naraża przerzucającego ryzyko kredytowe na straty z powodu pogorszenia się sytuacji dłużnika. Przykładami takich zdarzeń są: niewypłacalność, bankructwo, restrukturyzacja zadłużenia, repudiacja lub moratorium, układ z wierzycielami. Płatność kompensacyjna to kwota pieniędzy, która ma być wypłacona przerzucającemu ryzyko kredytowe na warunkach określonych w umowie zawartej między przerzucającym i przejmującym ryzyko kredytowe.

strumentów transferu ryzyka kredytowego. Ponieważ w momencie zawierania umowy trudno jest z góry określić wszystkie zdarzenia istotne dla kompletności transakcji, nie można ich wszystkich umieścić w zawartym kontrakcie. Wadliwość dokumentacji może się przejawiać tym, że dany instrument przerzuca ryzyko ekspozycji kredytowej, która ma nieco inne cechy niż instrument referencyjny³⁹.

Natura zdarzeń uruchamiających procedurę kompensacyjną wpływa na poziom ryzyka dokumentacyjnego. Zależy ona od typu instrumentu transferu ryzyka kredytowego. Dokumentacja swapu odmowy zapłaty zawiera tzw. miękkie zdarzenia, które uruchamiają rozliczenie kontraktu niekoniecznie tylko wtedy, gdy dłużnik referencyjny jest niewypłacalny. Powodem uruchomienia procedury kompensacyjnej może być np. restrukturyzacja zadłużenia. Gwarancje finansowe mają natomiast wąsko zdefiniowane pojęcie zdarzenia kredytowego i obejmuje ono jedynie niewypłacalność dłużnika.

Świadomość różnic pomiędzy poszczególnymi rodzajami instrumentów transferu ryzyka kredytowego jest istotna już w momencie zawierania kontraktu, zanim zostaną poniesione koszty. Przerzucający ryzyko kredytowe powinien zdawać sobie sprawę z tego, że dla swapu odmowy zapłaty, ubezpieczenia kredytu, rewersów gwarancyjnych oraz gwarancji bankowych właściwe jest występowanie ryzyka kontrahenta, dokumentacji i bazy⁴⁰, ale nie ryzyka rynkowego⁴¹ (Kiff i inni, 2003). Z kolei kredytowy skrypt dłużny i finansowane obligacje zabezpieczone długiem eliminują ryzyko kontrahenta i dokumentacji, ale cechuje je ryzyko rynkowe i bazy (Kiff i inni, 2003).

Ryzyko błędnej wyceny

Ryzyko błędnej wyceny pojawia się szczególnie w przypadku swapu odmowy zapłaty kredytu oraz instrumentów portfelowych. Wywołują je niedoskonałości modeli wyceny ryzyka kredytowego, które nie biorą pod uwagę wszystkich elementów istotnych dla prawidłowej wyceny elementów, ponieważ są tylko uprosz-

czeniu skomplikowanej rzeczywistości⁴². W opinii Banku Rozrachunków Międzynarodowych (CFGs, 2003) do wielkości wyliczonych za pomocą tych modeli należy podchodzić ostrożnie z trzech powodów. Po pierwsze, nie ma ogólnie zaakceptowanej metodologii wyceny. Może to powodować, że stosując dwa różne modele do wyceny jednej ekspozycji kredytowej, otrzymamy jej dwie różne ceny. Po drugie, niektóre z modeli są stosowane zbyt wcześnie, bez przeprowadzenia wiarygodnych testów sugerujących zasadność ich wdrożenia. Po trzecie, modele wyceny instrumentów portfelowych, w szczególności syntetycznych obligacji zabezpieczonych długiem (SCDO), są nieadekwatne do struktury ryzyka właściwego tym instrumentom (Kiff, Michaud, Mitchell, 2003; CFGs, 2003).

Błędna wycena polegająca na niedoszacowaniu rzeczywistego ryzyka może doprowadzić zakłócenia funkcjonowania gospodarki jako całości. Może ona powodować niewłaściwą alokację zasobów, ponieważ kapitał nie będzie przepływał do podmiotów najbardziej go potrzebujących i zdolnych do jego optymalnej alokacji (Effenberger, 2004). Z kolei przeszacowanie ryzyka może skutkować wzrostem ceny żądanej przez przejmującego ryzyko kredytowe. W takiej sytuacji podmiot przerzucający ryzyko kredytowe będzie musiał ponosić koszty droższego zabezpieczenia. W celu zrekompensovania nakładów poniesionych na kupno zabezpieczenia podniesie oprocentowania kredytów, co ograniczy dostęp m.in. przedsiębiorstw do kredytu bankowego i może spowodować obniżenie poziomu inwestycji w gospodarce (Effenberger, 2004).

Podsumowanie

Rynek instrumentów transferu ryzyka kredytowego tworzą podmioty przerzucające ryzyko kredytowe i przejmujące to ryzyko. Instrumenty transferu ryzyka kredytowego są zróżnicowane. Znajdują się wśród nich instrumenty klasyczne, obejmujące np. gwarancje bankowe i finansowe, poręczenia, ubezpieczenie kredytu, a także nowe, do których należy zaliczyć: swapy odmowy zapłaty kredytu, swapy na dochód całkowity, opcje na spready kredytowe. Instrumentami transferującymi ryzyko kredytowe są również transakcje sekurytyzacyjne, zarówno te starsze, czyli ABS, jak i młodsze, tj. CDO i syntetyczne CDO. Poszczególne segmenty rynku rozwijają się w różnym tempie. Najdynamiczniej rośnie rynek swapu odmowy zapłaty kredytu. Zwiększa się udział rynku instrumentów transferu ryzyka kredytowego w światowym PKB (w 2004 r. stanowił on 26% światowego PKB). Należy jednak pamię-

³⁹ Przykładów dostarcza opracowanie Basel Committee on the Banking Supervision (2004), s. 28-33.

⁴⁰ Baza jest różnicą pomiędzy ceną instrumentu bazowego w transakcji natchmiasowej a ceną instrumentu pochodnego użytego do zabezpieczenia. Ryzyko bazy to ryzyko nierównoległej zmiany ceny instrumentu bazowego i instrumentu pochodnego. Szerzej na ten temat piszą np.: Kudła (2002) i Dębski (2002). Ryzyko to wynikać może również z niedopasowania pomiędzy instrumentem bazowym a pochodnym. Swap odmowy zapłaty kredytu może być np. zawarty na krótszy okres niż ten, na który jest udzielony kredyt zabezpieczony przez ten swap. Niektórzy autorzy wskazują, że ryzyko bazy mogą powodować różnice regulacyjne (np. w niektórych jurysdykcjach swap odmowy zapłaty kredytu może być traktowany jako umowa ubezpieczenia) (Kiff i inni, 2003; Rule, 2001).

⁴¹ Ryzyko rynkowe dotyczy tej części aktywów i pasywów, którymi bank obarcza na bieżąco, czyli transakcji klasyfikowanych do ksiąg handlowych banku. Wiąże się to np. ze zmianą stóp procentowych lub kursów walutowych. Szerzej na ten temat piszą: Gątarek, Maksymiuk, Krysiak i Witkowski (2001).

⁴² Większość spośród tych modeli opiera się na koncepcji rozkładu normalnego zjawisk ekonomicznych. W rzeczywistości natomiast rozkład strat portfela kredytowego charakteryzuje się silną asymetrią prawostronną. Więcej na ten temat w: Gątarek, Maksymiuk, Krysiak, Witkowski (2001).

tać, że udział ten byłby wyższy, gdyby ujawniono dane liczbowe o klasycznych instrumentach transferu ryzyka kredytowego.

Podmiotami przerzucającymi ryzyko kredytowe są banki komercyjne. Najważniejszymi celami, które chcą osiągnąć w ten sposób, są zmniejszenie wymogów kapitałowych z tytułu ryzyka kredytowego i dywersyfikacja ryzyka portfela kredytowego. Podmiotami przejmującymi ryzyko kredytowe są natomiast przede wszystkim duże międzynarodowe banki zajmujące się bankowością inwestycyjną, firmy ubezpieczeniowe, fundusze (hedgingowe, emerytalne i inwestycyjne), a także banki komercyjne. Głównym motywem przejścia ryzyka kredytowego jest chęć zyskania na zawartej transakcji.

Ograniczeniem dla funkcjonowania rynku jest jego nieprzejrzystość. Powoduje ona, że jego uczestnicy nie dysponują jednolitą informacją o ryzyku, płynności i zyskowności zawieranych transakcji. Brak przejrzystości jest przeszkodą w analizie „przepływów” ryzyka kredytowego pomiędzy uczestnikami rynku, co uniemożliwia choćby przybliżoną ocenę wielkości ryzyka systemowego, które wywołują tego typu instrumenty.

Rozwojowi rynku kredytowych instrumentów pochodnych może zagrażać koncentracja pośrednictwa.

Może ona być przeszkodą w rozwoju rynku swapu umowy zapłaty kredytu i CDO, gdy upadłość jednego z pośredników naruszy stabilność systemu finansowego. Biorąc jednak pod uwagę wiek i doświadczenie podmiotów zajmujących się pośrednictwem w tym segmencie rynku, ryzyko wystąpienia tego typu sytuacji wydaje się nikłe.

Przed podjęciem decyzji o zawarciu umowy o transfer ryzyka kredytowego każda ze stron transakcji powinna wziąć pod uwagę ryzyko właściwe instrumentom transferu ryzyka kredytowego oraz problemy wynikające z asymetrii informacji. Ryzyko właściwe tym instrumentom to: ryzyko kredytowe, ryzyko kontrahenta, ryzyko prawne i dokumentacyjne, ryzyko błędnej wyceny. Asymetria informacji skutkuje występowaniem zjawiska selekcji negatywnej i pokusy nadużycia.

Rynek instrumentów transferu ryzyka kredytowego jest naturalnym dopełnieniem rynku kredytowego. W przypadku transakcji o terminach zapadalności dłuższych niż rok jest on również elementem nieregulowanego rynku kapitałowego. Na tle dojrzałych rynków kapitałowych, cechujących się efektywnością, wysoką płynnością obrotów i standaryzacją oferowanych instrumentów, rynek ten jest słabo rozwinięty.

Bibliografia

1. Basel Committee on Banking Supervision (2004): *Credit risk transfer*. Basel, Bank for International Settlements.
2. J. Bessis (2002): *Risk Management in Banking*. New York, John Wiley & Sons,
3. G. Borys (1996): *Zarządzanie ryzykiem kredytowym w banku*. Warszawa, PWN,
4. D. Chorafas (2000): *Managing credit risk*. London, Euromoney Books.
5. Committee on the Global Financial System (2003): *Credit risk transfer*. Basel, Bank for International Settlements.
6. W. Dębski (2002): *Rynek finansowy i jego mechanizmy*. Warszawa Wydawnictwo Naukowe PWN.
7. D. Effenberger (2003): *Credit derivatives: Implications for credit markets*. Frankfurt am Main, Deutsche Bank Research.
8. D. Effenberger (2004): *Credit derivatives: effects on the stability of financial markets*. Frankfurt am Main, Deutsche Bank Research.
9. European Central Bank (2004): *Credit risk transfer by EU banks: activities, risks and risk management*. Frankfurt am Main, European Central Bank.
10. Fitch Ratings (2003): *Global Credit Derivatives Survey, A Qualified Success*. New York, Fitch Ratings.
11. Fitch Ratings (2004): *Global Credit Derivatives Survey, Single-Name CDS Fuel Growth*, New York, Fitch Ratings.
12. D. Gątarek, R. Maksymiuk, M. Krysiak, Ł. Witkowski (2001): *Nowoczesne metody zarządzania ryzykiem finansowym*. Warszawa Finanse i Przedsiębiorstwo.
13. K. Gigol (2000): *Oplacalność działalności kredytowej banku*. Warszawa Twigger.
14. International Association of Insurance Supervisors (IAIS) (2003): *IAIS Paper on Credit Risk Transfer Between Insurance, Banking and Other Financial Sectors*.
15. International Swaps and Derivatives Association (2003): *Credit derivatives definitions*. New York, International Swaps and Derivatives Association.
16. J.P. Morgan Securities Inc (2005): *Global ABS/CDO weekly Market Snapshot*. New York, J.P. Morgan.
17. J. Kiff, F.-L. Michaud, J. Mitchell (2003): *An analytical review of credit risk transfer instruments*. Paris, Banque de France “Financial Stability Review”.

18. B Kosiński, A. Nowak (red.) (2004): *Bank depozytowo-kredytowy*. Warszawa Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego.
19. V. Kothari (2002): *Credit Derivatives and Synthetic Securitization*. Calcutta, Academy of Financial Services.
20. J. Kudła (2002): *Instrumenty finansowe*. Warszawa Oficyna Wydawnicza WSM SIG.
21. Office of the Comptroller of the Currency (2004): *Annual Report*. Washington.
22. M. Olszak (2005): *Instrumenty transferu ryzyka kredytowego banku*. Warszawa Uniwersytet Warszawski, Wydział Zarządzania, „Problemy Zarządzania” nr 2/2005.
23. E. Pollack (2003): *Assessing the Usage and Effect of Credit Derivatives*. USA, Harvard Law School.
24. D. Rule: *Risk transfer between banks, insurance companies and capital markets*. London, Bank of England, “Financial Stability Review” December 2001, s. 117-140.
25. D. Rule: *The credit derivatives market: its development and possible implications for financial stability*. London, Bank of England, “Financial Stability Review” June 2001, s. 137-159.
26. U.S. Securities and Exchange Commission (2003): *Implications of the Growth of Hedge Funds*. New York, U.S. Securities and Exchange Commission.
27. U.S. Securities and Exchange Commission (2003): *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets*. New York, U.S. Securities and Exchange Commission.
28. The President’s Working Group on Financial Markets (1999): *Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management*.
29. U. Ziarko-Siwiek (2004): *Ocena efektywności informacyjnej wybranych segmentów rynku finansowego w Polsce*. Warszawa, Narodowy Bank Polski, Materiały i Studia, zeszyt nr 178.
30. J. Zombirt (2002): *Sekurytyzacja w świetle bankowych regulacji europejskich*. Warszawa Szkoła Główna Handlowa.

Tabela 6 Charakterystyka wybranych indywidualnych instrumentów transferu ryzyka kredytowego

Wyszczególnienie	Indywidualny swap odmowy zapłaty (credit default swap, CDS)	Indywidualny swap na zwrot całkowity (Single name total return swap)	Indywidualny kredytowy skrypt dłużny (credit linked note)	Ubezpieczenie kredytu (credit insurance)	Gwarancja ubezpieczeniowa (financial guaranty insurance)	Rewersy gwarancyjne (surety bonds)	Gwarancja bankowa zapłaty
Przepływy finansowe między stronami	Kupujący zabezpieczenie przed ryzykiem kredytowym płaci w regularnych odstępach czasu opłatę (zwaną też premią) przez okres trwania kontraktu; Sprzedający zabezpieczenie wypłaca określoną kwotę po wystąpieniu zdarzenia kredytowego (sposób płatności jest uzależniony od przyjętych w umowie zasad rozliczenia)	Kupujący zabezpieczenie płaci sprzedającemu strumienie gotówkowe z instrumentu bazowego (płatności kuponowe, nadwyżkę wartości rynkowej ponad wartość nominalną instrumentu), a sprzedający okresowo płaci strumienie pieniężne wyliczone na podstawie indeksu stóp procentowych (np. stopy LIBOR lub określonej w umowie stopy stałej), powiększonego o uzgodniony wcześniej spread (równy premii za ryzyko). Dodatkowo, na zasadzie symetrii zobowiązuje się do zapłacenia kwoty deprecjacji danego rodzaju aktywów referencyjnych, równej różnicy między wartością nominalną instrumentu referencyjnego i jego wartością rynkową. Płaci strumienie gotówkowe będące sumą dwóch wielkości: iloczynu wybranej stopy rynkowej (np. LIBOR) przez określoną wartość.	Przejmujący ryzyko płaci wartość nominalną z góry. Kupujący zabezpieczenie płaci stopę procentową powiązaną z rynkową stopą procentową plus premię za ryzyko kredytowe i wypłaca nominal w dniu wymagalności; odsetki i (lub) nominal są redukowane po zajściu zdarzenia kredytowego, tak jak zostało to wcześniej uzgodnione.	Kupujący zabezpieczenie regularnie płaci składkę ubezpieczeniową. Sprzedający zabezpieczenie wypłaca kwotę po powstaniu szkody (sposób wypłaty zależy od warunków określonych w umowie ubezpieczenia).	Kupujący zabezpieczenie płaci premię ubezpieczeniową w regularnych odstępach czasu. W momencie zaniechania zapłaty przez dłużnika sprzedający zabezpieczenie wypłaca kupującemu zabezpieczenie odsetki i nominal od instrumentu dłużnego zgodnie z pierwotnym harmonogramem spłat.	Kupujący zabezpieczenie regularnie płaci składkę ubezpieczeniową. Sprzedający zabezpieczenie wypłaca kwotę po zaistnieniu szkody (sposób wypłaty zależy od warunków określonych w umowie ubezpieczenia).	Zleceniodawca gwarancji płaci prowizję, a gwarant wypłaca kwotę po spełnieniu warunków zapłaty przez uprawniony podmiot.

Dodatkowe rodzaje ryzyka włączające transakcję i stopień finansowania	Brak dodatkowego ryzyka. Niefinansowane.	Oprócz ryzyka kredytowego przenosi się również inne rodzaje ryzyka związane z instrumentem bazowym (np. ryzyko stopy procentowej, ryzyko pierwszej straty). Niefinansowane	Nabywcy skryptów dłużnych indeksowanych do zdarzeń kredytowych są narażeni na ryzyko dwojakiego pochodzenia: jedno wiąże się z instrumentem referencyjnym, natomiast drugie to ryzyko emitenta (np. SPV). Finansowane.	Brak dodatkowego ryzyka. Niefinansowane.	Brak dodatkowego ryzyka. Niefinansowane.	Brak dodatkowego ryzyka. Niefinansowane.
Zdarzenia uruchamiające płatność kompensacyjną	Standardowe zdarzenia kredytowe określone w dokumentacji ISDA (odmowa zapłaty, bankructwo, zaniechanie wykonywania zobowiązań, restrukturyzacja, przyspieszenie spłaty długu, repudiacja lub moratorium).	Nie mają zastosowania. Wyплаты w swapie dokonywane są na bieżąco i w przypadku wystąpienia zdarzenia kredytowego (np. niewypłacalności dłużnika) sprzedający zabezpieczenie wypłaca kupującemu	Zasadniczo typowe zdarzenia określone w dokumentacji ISDA, ale dokumentacja jest znaczenie mniej wystandardyzowana	Poniesienie szkody przez ubezpieczonego	Niezapłacenie odsetek lub nominalu	Poniesienie szkody przez ubezpieczonego
Sposób rozliczenia następujący po zejściu zdarzenia kredytowego	Zasadniczo poprzez dostarczenie instrumentu bazowego (referencyjnego) przez kupującego zabezpieczenie sprzedającemu, w zamian za wypłatę kwoty równej nominalnej instrumentu bazowego	Nie mają zastosowania	Typowo poprzez ustalenie wartości rynkowej instrumentu, który stał się niewypłacalny (np. kwotowania dealerów danego rynku) i wypłatę różnicy pomiędzy wartością nominalną tego instrumentu a jego aktualną wartością rynkową. Kwota wypłacona kupującemu zabezpieczenie redukuje zarówno wartość nominalną, jak i odsetki, na które opiewa CLN.	Ubezpieczyciel wypłaca ubezpieczanemu odszkodowanie. Wyrównanie strat na wniosek ubezpieczonego i podlega wycenie przeprowadzonej przez ubezpieczyciela, zanim nastąpi wpłata odszkodowania.	Odsetki i nominal są wypłacane kupującemu zabezpieczenie zgodnie z pierwotnym harmonogramem spłat. Przejmujący zabezpieczenie ma roszczenie zwrotne w stosunku do dłużnika.	Ubezpieczyciel wypłaca ubezpieczanemu odszkodowanie. Wyrównanie strat z reguly następuje na wniosek ubezpieczonego i podlega wycenie przeprowadzonej przez ubezpieczyciela, zanim nastąpi wpłata odszkodowania.
				Ubezpieczyciel wypłaca ubezpieczanemu odszkodowanie. Wyrównanie strat na wniosek ubezpieczonego i podlega wycenie przeprowadzonej przez ubezpieczyciela, zanim nastąpi wpłata odszkodowania.	Odsetki i nominal są wypłacane kupującemu zabezpieczenie zgodnie z pierwotnym harmonogramem spłat. Przejmujący zabezpieczenie ma roszczenie zwrotne w stosunku do dłużnika.	Gwarant wypłaca beneficjentowi sumę gwarancyjną i ma roszczenie zwrotne w stosunku do dłużnika.

Ryzyko kontrahenta powiązane z transakcją	Kupujący zabezpieczenie ponosi ryzyko kontrahenta do wysokości kwoty rozliczenia ustalonej w kontrakcie. Sprzedający zabezpieczenie narazony jest na ryzyko zawyżonej kwoty rozliczenia transakcji.	Ryzyko kontrahenta nie dotyczy kupującego zabezpieczenie, ponieważ z góry uzyskuje gotówkę. Przejmujący ryzyko kredytowe ponosi ryzyko utraty wartości nominalnej i odsetek od CLN.	Kupujący zabezpieczenie jest narazony na ryzyko kontrahenta do wysokości potencjalnej kwoty rozliczenia transakcji. Sprzedający ryzyko kredytowe jest narazony na ryzyko kontrahenta do poziomu kosztu rozliczenia transakcji. Poza tym problemem jest często stosunkowo długa procedura wyceny szkody.	Kupujący zabezpieczenie jest narazony na ryzyko kontrahenta do wysokości potencjalnej kwoty rozliczenia transakcji. Sprzedający ryzyko kredytowe jest narazony na ryzyko kontrahenta do poziomu kosztu rozliczenia transakcji.	Kupujący zabezpieczenie jest narazony na ryzyko kontrahenta do wysokości potencjalnej kwoty rozliczenia transakcji.	Beneficjent gwarancji jest narazony na ryzyko kontrahenta do wysokości kwoty gwarantowanej. Gwarant jest narazony na ryzyko kontrahenta do wysokości kosztów rozliczenia transakcji.
Czy występuje obowiązek powiadomienia kredytobiorcy	Nie	Nie	Dłużnik często jest włączony w procedurę udzielania ubezpieczenia kredytu	Nie mają zastosowania	Nie mają zastosowania	Gwarancja często jest udzielana na zlecenie dłużnika.
Standaryzacja	Tak (ale w zakresie zastosowań dokumentacji ISDA)	Nie	Nie	Częściowo tak (zgodnie ze standardami dla <i>monoline</i>)	Nie	Nie
Forma prawna transferu ryzyka kredytowego	Umowa oparta na dokumentacji ISDA	Umowa (czasami opiera się na dokumentacji ISDA)	Umowa ubezpieczenia	Umowa ubezpieczenia	Umowa ubezpieczenia	Umowne

Tabela 7 Charakterystyka portfelowych instrumentów transferu ryzyka kredytowego

Wyszczególnienie	Koszykowy swap odmowy zapłaty kredytu	Papiery wartościowe oparte na długi (CDO)	Syntetyczne papiery wartościowe oparte na długi (CDO)	Papiery wartościowe zabezpieczone aktywami (ABS)
Przepływy finansowe między stronami	Kupujący zabezpieczenie przed ryzykiem płaci stałą premię przez okres trwania kontraktu i otrzymuje płatność kompensacyjną po zajściu zdarzenia kredytowego. Sprzedający zabezpieczenie otrzymuje premię i wypłaca rekompensatę po wystąpieniu zdarzenia kredytowego.	Przerzucający ryzyko otrzymuje kwotę równą wartości rynkowej kredytu lub obligacji, której ryzyko jest transferowane od podmiotu specjalnego przeznaczenia (SPE). Może zatrzymywać część ryzyka (tzw. transzę pierwsza strata, ang. <i>first loss</i> lub <i>equity tranche</i>). SPE otrzymuje wszystkie przepływy właściwe kredytowi lub obligacji, pomniejszone o opłaty na rzecz podmiotów podnoszących jakość sekurytyzowanych wierzytelności i innych podmiotów podejmujących czynności na rzecz SPE.	Kupujący zabezpieczenie przed ryzykiem płaci stałą premię przez okres trwania kontraktu (podobnie jak w CDS) i otrzymuje płatność kompensacyjną po zajściu zdarzenia kredytowego od SPE. SPE otrzymuje premię, emituje papiery wartościowe na podstawie wierzytelności, których ryzyko jest transferowane, a za środki pozyskane z emisji kupuje wysokiej jakości papiery wartościowe (np. papiery rządowe) oraz wypłaca rekompensatę po zajściu zdarzenia kredytowego.	Przerzucający ryzyko kredytowe z góry otrzymuje od SPE kwotę równą wartości rynkowej sprzedawanej wierzytelności.
Dodatkowe rodzaje ryzyka związane w transakcję i stopień finansowania	Brak dodatkowych rodzajów ryzyka. Niefinansowany.	SPE może być narażone na ryzyko związane z niedopasowaniem (pod względem terminu zapadalności i kwoty) instrumentów bazowych i instrumentów wyemitowanych na ich podstawie.	SPE może być narażone na ryzyko bazujące z niedopasowania (pod względem terminu zapadalności i kwoty) wysokiej jakości papierów wartościowych, wysokości płatności kompensacyjnej i kwoty wyemitowanych papierów wartościowych.	SPE może być narażone na ryzyko związane z niedopasowaniem (pod względem terminu zapadalności i kwoty) instrumentów bazowych i instrumentów wyemitowanych na ich podstawie.
Zdarzenia uruchamiające płatność kompensacyjną	Standardowe zdarzenia kredytowe określone w dokumentacji ISDA (odmowa zapłaty, bankructwo, zaniechanie wykonywania zobowiązania, restrukturyzacja, przyspieszenie spłaty długu, repudiacja, moratorium itd.)	SPE może być narażone na ryzyko związane z niedopasowaniem (pod względem terminu zapadalności i kwoty) instrumentów bazowych i instrumentów wyemitowanych na ich podstawie.	Standardowe zdarzenia kredytowe określone w dokumentacji ISDA (odmowa zapłaty, bankructwo, zaniechanie wykonywania zobowiązania, restrukturyzacja, przyspieszenie spłaty długu, repudiacja, moratorium itd.)	Nie mają zastosowania.

Sposób rozliczenia transakcji po wystąpieniu zdarzenia kredytowego	Zasadniczo poprzez dostarczenie sprzedającemu przez kupującego zabezpieczenie instrumentu bazowego (referencyjnego), w zamian za wypłatę kwoty równej wartości nominalnej instrumentu bazowego. Czasami ustalenie ceny rynkowej dla bazowego po zajściu zdarzenia kredytowego i wypłatę różnicy pomiędzy ceną ustaloną w kontrakcie a ceną rynkową.	Nie ma zastosowania.	Zasadniczo poprzez dostarczenie sprzedającemu przez kupującego zabezpieczenie instrumentu bazowego (referencyjnego), w zamian za wypłatę kwoty równej wartości nominalnej instrumentu bazowego. Czasami przez ustalenie ceny rynkowej dla instrumentu bazowego po wystąpieniu zdarzenia kredytowego i wypłatę różnicy pomiędzy ceną ustaloną w kontrakcie a ceną rynkową.	Nie ma zastosowania.
Ryzyko kontrahenta powiązane z transakcją	Przerzucający ryzyko kredytowe ponosi ryzyko kontrahenta do wysokości ustalonej w kontrakcie kwoty rozliczenia; sprzedający zabezpieczenie narazony jest na ryzyko zawyżonej kwoty rozliczenia transakcji	Narażony na ryzyko kontrahenta jest przyjmujący ryzyko kredytowe. To ryzyko kontrahenta wynika z niewłaściwego zarządzania zabezpieczeniem (ang. <i>collateral</i>) oraz ryzykiem portfelowym.	Przerzucający ryzyko kredytowe jest narażony na ryzyko	Narażony na ryzyko kontrahenta jest przyjmujący ryzyko kredytowe. To ryzyko kontrahenta wynika z niewłaściwego zarządzania pozyskanym zabezpieczeniem (ang. <i>collateral</i>).
Czy występuje obowiązek powiadomienia kredytobiorcy	Nie	Tak	Nie	Tak
Standaryzacja	Tak (ale w zakresie zastosowań dokumentacji ISDA)	Brak standaryzacji	Brak standaryzacji	Brak standaryzacji.
Forma prawna transferu ryzyka kredytowego	Umowa oparta na dokumentacji ISDA	Umowa sprzedaży wierzycelności	Umowa (CDS - portfelowy)	Umowa sprzedaży wierzycelności

Źródło: opracowanie własne na podstawie CFCGS (2003); Credit Risk Transfer, s. 35 oraz Kiff, Michael i Mitchell (2003): An analytical review of credit risk transfer instruments, Financial Stability Review, s. 127.