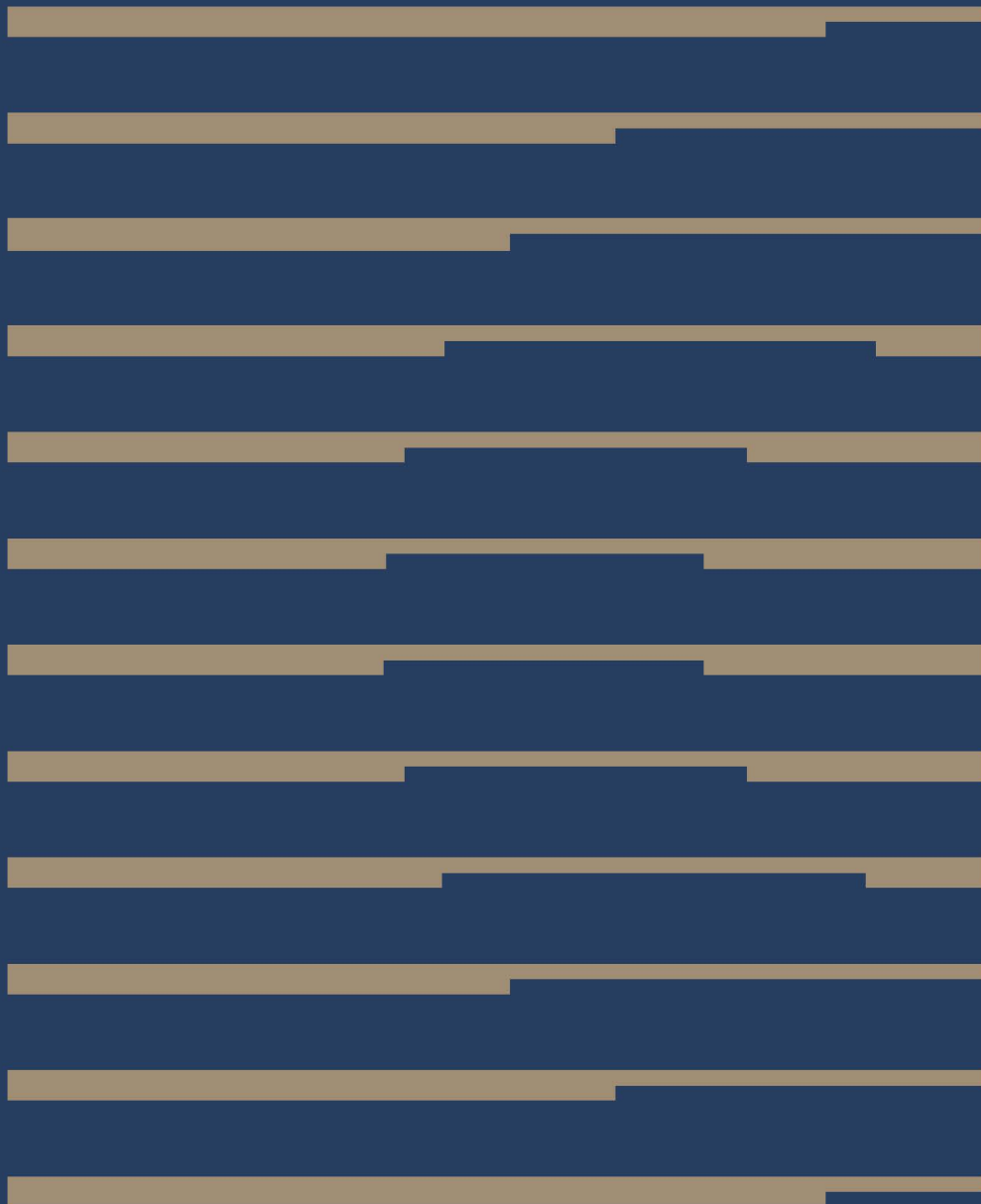


Swapy kredytowe

Monika Szmelter

*charakterystyka,
zastosowanie oraz rynek*

Wydawnictwo
Uniwersytetu Gdańskiego



Swapy kredytowe

Monika Szmelter

Swapy kredytowe

*charakterystyka,
zastosowanie oraz rynek*

Wydawnictwo
Uniwersytetu Gdańskiego

Gdańsk 2021

Recenzent
dr hab. Katarzyna Kochaniak, prof. UEK

Redaktor Wydawnictwa
Michał Staniszewski

Projekt okładki i stron tytułowych
Studio Spectro

Skład i łamanie
Mariusz Szewczyk

Publikacja sfinansowana ze środków
Wydziału Ekonomicznego Uniwersytetu Gdańskiego

© Copyright by Uniwersytet Gdański
Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego

ISBN 978-83-8206-208-3

Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego
ul. Armii Krajowej 119/121, 81-824 Sopot
tel.: 58 523 11 37; 725 991 206
e-mail: wydawnictwo@ug.edu.pl
www.wyd.ug.edu.pl

Księgarnia internetowa: www.kiw.ug.edu.pl

Druk i oprawa
Zakład Poligrafii Uniwersytetu Gdańskiego
ul. Armii Krajowej 119/121, 81-824 Sopot
tel. 58 523 14 49

Spis treści

Wstęp	7
Rozdział 1. Ryzyko kredytowe jako podstawa derywatów kredytowych	11
1.1. Klasyfikacja ryzyka kredytowego i zdarzeń kredytowych	11
1.1.1. Przejawy ryzyka kredytowego	11
1.1.2. Istota i rodzaje ratingu kredytowego	17
1.1.3. Formy zdarzeń kredytowych	20
1.2. Pochodne instrumenty kredytowe	23
1.2.1. Pojęcie derywatu kredytowego	23
1.2.2. Klasyfikacja i charakterystyka porównawcza derywatów kredytowych	25
Rozdział 2. Rodzaje swapów kredytowych	31
2.1. Swapy kredytowe pierwszej generacji	31
2.2. Swapy kredytowe drugiej generacji	43
2.2.1. Swapy kredytowe portfelowe i koszykowe	43
2.2.2. Porównanie swapów kredytowych	56
2.3. Swapy kredytowe trzeciej generacji – indeksy kredytowe	59
Rozdział 3. Motywy stosowania swapów kredytowych	75
3.1. Użycie swapów kredytowych pierwszej generacji	75
3.1.1. Zabezpieczenie przed ryzykiem kredytowym	75
3.1.2. Zajmowanie syntetycznych pozycji w ryzyku kredytowym	83
3.1.3. Powiększanie dochodów z aktywów i stopy zwrotu	85
3.1.4. Spekulacja i arbitraż na rynku ryzyka kredytowego	89
3.2. Zastosowanie swapów kredytowych drugiej i trzeciej generacji	109
3.2.1. Swapy portfelowe i koszykowe	109
3.2.2. Swapy kredytowe w transakcjach łączonych z krótkoterminowymi papierami dłużnymi powiązanych z ryzykiem kredytowym i sekurytyzacyjnymi papierami wartościowymi	115
3.2.3. Indeksy kredytowe i transzowe	121

Spis treści

Rozdział 4. Rynek swapów kredytowych	139
4.1. Poziom zajmowanych pozycji przez uczestników rynku	140
4.2. Rodzaje zawieranych transakcji i zabezpieczanych wierzytelności referencyjnych	145
4.3. Uczestnicy rynku (struktura podmiotowa i geograficzna rynku)	158
Zakończenie	167
Bibliografia	171
Spis rysunków	175
Spis tabel	179

Wstęp

W rozwoju rynku pochodnych instrumentów finansowych ryzyko kredytowe – obok innych, takich jak ryzyko walutowe i ryzyko stopy procentowej – stało się bazowym dla derywatów. Doszło do powstania kolejnego segmentu rynku derywatów finansowych, jakim stał się rynek pochodnych instrumentów kredytowych.

Rynek derywatów kredytowych był do wybuchu światowego kryzysu finansowego lat 2007–2009 jednym z najbardziej dynamicznie rozwijających się rynków finansowych, potem jednak rozpoczął się proces jego kurczenia. Rozwój tego rynku można więc podzielić na dwie fazy, które wyraźnie rozdziela wybuch światowego kryzysu finansowego w 2007 r. Segment derywatów kredytowych stał się wówczas kanałem transmisji impulsów kryzysowych na międzynarodowe rynki finansowe. W fazie przedkryzysowej obserwowano na rynku pochodnych instrumentów kredytowych tempo wzrostu wartości otwartych pozycji, które istotnie przekraczało jakiegokolwiek prognozy przygotowywane przez instytucje finansowe. Rynek derywatów kredytowych na skutek swoich słabości strukturalnych oraz błędnie wycenianego ryzyka kredytów substandardowych doświadczył jednak gwałtownego załamania.

Rynek derywatów kredytowych jest zróżnicowany pod względem instrumentów, które obejmuje. Najważniejszym jego instrumentem stał się swap kredytowy, występujący w różnych odmianach.

Rynek swapów kredytowych wzbudzał zainteresowanie naukowców, gdyż w fazie przedkryzysowej był rynkiem bardzo młodym i doświadczał dynamicznego rozwoju – powiększał się intensywnie, a do obrotu wprowadzano kolejne rodzaje transakcji swapowych. Rozważania naukowe podejmowano również w odniesieniu do roli derywatów kredytowych w światowym kryzysie finansowym lat 2007–2009.

W monografii tej pojawiają się studia nad różnymi typami swapów kredytowych, ze szczególnym naciskiem na potencjalne możliwości ich wykorzystania oraz proces zmian, jakich doświadczył ich rynek w długim okresie. W konsekwencji postawione zostały następujące cele:

- scharakteryzowanie poszczególnych rodzajów swapów kredytowych, dokonanie ich porównania oraz wskazanie podstawowych cech tej grupy derywatów;
- przeprowadzenie analizy potencjalnych motywów i form wykorzystania swapów kredytowych;
- zbadanie w ujęciu historycznym struktury rynku swapów kredytowych.

W pracy sformułowana została hipoteza badawcza, mówiąca o tym, że swapy kredytowe są elastycznymi instrumentami finansowymi, dzięki którym inwestorzy zarówno o wysokiej, jak i niskiej awersji do ryzyka, mogą dokonać wyboru spośród dużej liczby strategii inwestycyjnych, są w stanie podejmować ryzyko kredytowe generowane przez podmioty zarówno prawa publicznego, jak i prywatnego, a także zabezpieczać się przed nim.

Konsekwencją tak sformułowanej hipotezy badawczej jest podział pracy na cztery rozdziały. Pierwszy rozdział przedstawia definicję oraz klasyfikację ryzyka kredytowego, ratingu oraz zdarzeń kredytowych. Ponadto zawiera syntetyczną charakterystykę derywatów kredytowych. Ma charakter wprowadzający i wyjaśniający podstawowe pojęcia związane z derywatami kredytowymi, które są stosowane w dalszej części monografii.

Rozdział drugi traktuje o wszystkich najważniejszych cechach swapów kredytowych, czyli zawiera charakterystykę ich rodzajów. Przedstawiono w nim mechanizm działania poszczególnych instrumentów zaliczanych do badanej grupy z wykorzystaniem licznych przykładów. Struktura tego rozdziału opiera się na kryterium historycznym, co oznacza, że najpierw została zaprezentowana pierwsza, a potem druga i trzecia generacja swapów kredytowych.

Rozdział trzeci jest poświęcony przykładom potencjalnych zastosowań poszczególnych transakcji, czyli pozwala na uzyskanie odpowiedzi na pytanie, w jakich celach i w jaki sposób można użyć dany rodzaj swapa kredytowego. Rozdział tworzą dwie części – pierwsza odnosi się do prostych swapów kredytowych, a druga do swapów kredytowych drugiej i trzeciej generacji łącznie (ze względu na ich wspólną cechę, jaką jest mnogość aktywów bazowych).

Rozdział czwarty ukazuje zmiany wielkości rynku swapów kredytowych w długim okresie. Ponadto zaprezentowano ewolucję struktury badanego rynku (transakcyjnej, podmiotowej i geograficznej). Analiza została przeprowadzona na poziomie poszczególnych jego segmentów, a więc swapów prostych oraz

opartych na kilku aktywach bazowych. Rozważania w rozdziale objęły również problematykę wierzytelności, będących podstawą swapów walutowych.

W książce wykorzystano dane statystyczne zbierane w regularnych badaniach rynku swapów kredytowych, przeprowadzanych przede wszystkim przez Bank Rozrachunków Międzynarodowych i Międzynarodowe Stowarzyszenie Dealerów Swapowych (bazy danych i raporty). Posłużono się następującymi metodami badawczymi: analiza porównawcza, analiza opisowa oraz synteza.

Rozdział 1

Ryzyko kredytowe jako podstawa derywatów kredytowych

Rynek derywatów to relatywnie młody i duży (pod względem wielkości otwartych pozycji oraz obrotów) rynek finansowy na świecie. Cechą wyróżniającą go spośród pozostałych jest szeroki wachlarz instrumentów finansowych, którymi się na nim obraca. Inwestorzy mają do wyboru derywaty oparte na cenach wielu różnych rynków (zarówno finansowych, jak i towarowych). Przez wiele lat rynkami bazowymi dla pochodnych instrumentów finansowych były rynki: kapitałowy, pieniężny i walutowy, a więc derywaty finansowe umożliwiały transfer wyłącznie ryzyka rynkowego. Rozwój inżynierii finansowej spowodował jednak powstanie instrumentów pochodnych, których cena jest uzależniona od poziomu ryzyka kredytowego aktywów bazowych.

1.1. Klasyfikacja ryzyka kredytowego i zdarzeń kredytowych

1.1.1. Przejawy ryzyka kredytowego

Ryzyko kredytowe jest definiowane w różnorodny sposób. W tradycyjnym znaczeniu przez ryzyko kredytowe rozumie się:

- prawdopodobieństwo, że podmiot zaciągający kredyt lub pożyczkę, bądź emitent papierów dłużnych, nie wywiąże się w ustalonych terminach ze swoich zobowiązań (spłaty zadłużenia wraz z odsetkami) względem podmiotu, który dostarczył mu środki finansowe¹;

¹ R.S. Neal, *Credit derivatives: New Financial Instruments for Controlling Credit Risk*, „Economic Review” 1996, second quarter.

1. Ryzyko kredytowe jako podstawa derywatów kredytowych

- prawdopodobieństwo utraty wartości, czasami całkowitej, kredytowych pozycji aktywów²;
- zagrożenie dla banku wynikające z niewywiązania się dłużnika z zaciągniętych zobowiązań³;
- możliwość, że dojdzie do nieprzewidzianej zmiany zdolności kredytowej pożyczającego, co skutkuje zmianą wartości jego zobowiązania⁴;
- możliwość, że kontrahent finansowy nie spłaci swojego zobowiązania wobec udzielającego mu finansowania, powodując w konsekwencji jego stratę⁵.

Powyższe definicje reprezentują wąskie ujęcie, ponieważ źródłem ryzyka kredytowego w szerszym ujęciu może być:

- ekspozycja na ryzyko kredytowe instrumentu, w którym zajmowana jest pozycja (kredyt, pożyczka, papier dłużny);
- ekspozycja na ryzyko kredytowe kontrahenta (partnera), z którym doszło do zawarcia transakcji finansowej.

Przykładowo, jeżeli bank nabył obligacje wyemitowane przez pewne przedsiębiorstwo, to posiada on ekspozycję na ryzyko kredytowe instrumentu finansowego. Gdyby jednak ten sam bank zakupił papiery dłużne uzależnione od ryzyka wyżej wskazanych obligacji, lecz wyemitowane przez inny podmiot, oznaczałoby to, że podjął dodatkowo ryzyko kredytowe kontrahenta, który wyemitował owe papiery. Kiedy inwestor zawiera np. umowę swapa stopy procentowej⁶, to ma on również ekspozycję na ryzyko partnera, który może nie wywiązać się z postanowień kontraktu. Ryzyko kredytowe jest więc wszechobecne w systemie finansowym. Dotyka ono niemal wszystkich transakcji biznesowych – tylko proste operacje, np. kupno-sprzedaż towarów z bezpośrednią zapłatą, są pozbawione ryzyka kredytowego.

W szerszym ujęciu przez ryzyko kredytowe należy zatem rozumieć możliwość poniesienia straty na skutek niemożności, braku chęci lub terminowości ze strony partnera transakcji do honorowania zobowiązań finansowych⁷.

² T.B. Zieliński, J. Znanińska, *Bezpieczny bank*, Katowice 2001, s. 32.

³ W. Przybylska-Kapuścińska, *Zarządzanie ryzykiem i płynnością banku komercyjnego*, Poznań 2001, s. 43.

⁴ G. Carlone, *Introduction to Credit Risk*, 2020, s. 3.

⁵ *Ibidem*.

⁶ Swap procentowy to rodzaj pochodnego instrumentu finansowego, w którym następuje wzajemna wymiana płatności odsetkowych według różnych stóp procentowych w określonym w umowie czasie.

⁷ S. Bouteille, D. Coogan-Pushner, *The Handbook of Credit Risk Management: Originating, Assessing, and Managing Credit Exposures*, 2012, s. 3.

Na ryzyko kredytowe narażone są w szczególności:

- banki,
- nabywcy papierów dłużnych,
- emitenci papierów dłużnych.

Emitenci papierów dłużnych mają ekspozycję na ryzyko kredytowe, ponieważ ponoszone koszty finansowania zależą głównie od ryzyka dotknięcia ich zdarzeniem kredytowym. Podmiot, który planuje w przyszłości zaciągnąć dług poprzez emisję papierów dłużnych, musi zdawać sobie sprawę, że na skutek różnych nieprzewidzianych zdarzeń może dojść do wzrostu tych kosztów. Przykładowo problemy finansowe kilku większych przedsiębiorstw z branży mogą spowodować spadek zaufania inwestorów do całej branży i w efekcie konieczność zaproponowania przez emitenta wyższego oprocentowania potencjalnym inwestorom (jako rekompensaty podejmowania przez nich wyższego ryzyka). Wzrostu ryzyka kredytowego obawiają się także posiadacze obligacji, gdyż pogorszenie jakości kredytowej implikuje obniżkę ceny tych papierów, a więc spadek ich wartości. Posiadacze i emitenci papierów dłużnych odczuwają ryzyko w sposób bezpośrednio finansowy, co oznacza, że każda zmiana jego poziomu ma konkretny wymiar finansowy dla tych podmiotów (nawet gdy nie dochodzi do urzeczywistnienia ryzyka kredytowego). Z kolei w przypadku banków dopiero brak terminowej obsługi zadłużenia przez klienta ma przełożenie na osiągnięte przez nie zyski i przepływy finansowe. Banki mają jednak szczególnie dużą ekspozycję na ryzyko kredytowe – dla nich ryzyko kredytowe jest charakterystycznym i najważniejszym w ich działalności (udzielanie kredytów i pożyczek stanowi tradycyjne źródło dochodów instytucji bankowych). W szerszym ujęciu bank jest narażony na ryzyko kredytowe również z tytułu udzielonych gwarancji, poręczeń oraz wystawionych akredytyw⁸. Do tego należy wskazać, że banki podejmują je na bardzo dużą skalę. Ponadto utrzymują duże portfele papierów dłużnych, np. obligacji skarbowych. Ryzyko kredytowe pojawia się zarówno w obszarze bankowości depozytowo-kredytowej, jak i inwestycyjnej. Instytucje bankowe są również źródłem ryzyka kredytowego dla innych podmiotów, ponieważ zaciągają zobowiązania, aby finansować akcje kredytową (przyjmują lokaty, emitują dłużne papiery wartościowe).

W zależności od umiejscowienia ryzyka kredytowego w bilansie banku (po aktywach czy pasywach) można dokonać jego podziału na aktywne i pasywne⁹.

⁸ *Bankowość*, red. W.L. Jaworski, Z. Zawadzka, Warszawa 2002, s. 601 i 629.

⁹ M. Iwanicz-Drozdowska, W.L. Jaworski, Z. Zawadzka, *Bankowość. Zagadnienia podstawowe*, Warszawa 2010, s. 255; M. Iwanicz-Drozdowska, W.L. Jaworski, A. Szelągowska, Z. Zawadzka, *Bankowość. Instytucje, operacje, zarządzanie*, Warszawa 2017, s. 259.

Aktywne ryzyko kredytowe banku to ryzyko rozumiane w tradycyjnym znaczeniu, czyli niebezpieczeństwo niewywiązania się w umownych terminach dłużników ze zobowiązań względem banku, z tytułu udzielonych przez bank kredytów, pożyczek, nabytych obligacji, wystawionych gwarancji, poręczeń i akredytyw (znajdują się one w aktywach banku lub stanowią operacje pozabilansowe, w których bank odgrywa aktywną rolę i stąd ich nazwa). Na pasywne ryzyko kredytowe narażona jest z kolei instytucja bankowa w związku z możliwością rezygnacji przez deponentów z utrzymywania w banku środków do umownego terminu zakończenia lokat lub nieotrzymania przez bank kredytów refinansowych (dotyczy ono elementów pasywów banku i z tego wynika określenie ryzyka)¹⁰.

Inna klasyfikacja, ważniejsza z punktu zarządzania ryzykiem kredytowym (ze względu na dobór narzędzi do zarządzania), jaką można zastosować, to podział na:

- indywidualne (solo, jednostkowe, cząstkowe),
- portfelowe (biorące pod uwagę korelację wśród ekspozycji kredytowych, zagregowane, łączne)¹¹.

Pierwsze z nich ma źródło w pojedynczej umowie kredytowej lub w określonym papierze dłużnym, a więc zależy od kondycji ekonomiczno-finansowej indywidualnego dłużnika. Z kolei ryzyko portfelowe tworzą indywidualne ryzyka kredytowe, lecz połączone w postaci portfela kredytowego. Jego wysokość wynika więc nie tylko z ryzyka generowanego przez poszczególnych dłużników, lecz również z poziomu korelacji pomiędzy nimi (z powodu wspólnych cech). Ryzyko portfelowe pojawia się, gdy zarządzający portfelem (bank lub inny podmiot) angażuje zbyt dużo środków finansowych w jednego klienta (co powoduje, że w warunkach urzeczywistnienia się ryzyka indywidualnego portfel, w którego skład wchodzi ów dłużnik, istotnie traci na wartości). Innymi czynnikami wpływającymi na tworzenie się ryzyka portfelowego jest zbyt duża koncentracja w portfelu na danej branży, sektorze czy określonym regionie geograficznym. Portfel staje się bowiem wówczas bardziej podatny na zmiany wartości (rośnie odchylenie standardowe jego stopy zwrotu). Coraz wyższa dodatnia korelacja pomiędzy elementami portfela oznacza, że w warunkach, gdy spada stopa zwrotu jednego z nich, następuje jej spadek dla innych jego części. W efekcie

¹⁰ *Bankowość*, red. W.L. Jaworski, Z. Zawadzka, s. 660; M. Iwanicz-Drozdowska, W.L. Jaworski, Z. Zawadzka, *Bankowość...*, s. 255.

¹¹ M. Iwanicz-Drozdowska, W.L. Jaworski, Z. Zawadzka, *Bankowość...*, s. 256; M. Iwanicz-Drozdowska, *Zarządzanie finansowe bankiem*, Warszawa 2010, s. 146; *Bankowość*, red. W.L. Jaworski, Z. Zawadzka, s. 660.

w przypadku trudności finansowych indywidualnych kredytów zarządzający portfelem ponosi duże straty¹².

Podmiotami, które generują ryzyko kredytowe podejmowane przez innych, mogą być: osoby fizyczne, podmioty gospodarcze i sektor publiczny.

Szczególny rodzaj ryzyka kredytowego stanowi ryzyko kraju, którego urzeczywistnienie oznacza całkowite bądź częściowe zaprzestanie spłaty zobowiązań przez dany kraj jako następstwo zmian politycznych i gospodarczych¹³.

Na poziom ryzyka kredytowego wpływa zarówno faza cyklu koniunkturalnego, w jakiej znajduje się gospodarka, jak i specyficzne dla danego podmiotu wydarzenia. W warunkach ekspansji gospodarczej ryzyko kredytowe spada, a w sytuacji spowolnienia gospodarki – rośnie. Z kolei specyficzne ryzyko kredytowe jest niezależne od fazy rozwoju gospodarki, gdyż jego źródłem są przykładowo wydarzenia specyficzne dla biznesu, w którym działa dane przedsiębiorstwo¹⁴.

Należy zwrócić uwagę, że zaprezentowane tradycyjne definiowanie ryzyka kredytowego przez pryzmat zagrożenia niewywiązania się dłużnika ze swoich zobowiązań (z tytułu kredytu, pożyczki czy papierów dłużnych) czyni zeń czyste ryzyko, czyli takie, które prowadzić może tylko do potencjalnej straty.

Poziom ryzyka kredytowego w przypadku papierów dłużnych określa:

- spread kredytowy, stanowiący różnicę pomiędzy rentownością waloru ryzykownego i pozbawionego ryzyka; jest on dodatkowym zyskiem, który kompensuje posiadaczowi walorów ryzykownych podejmowane ryzyko kredytowe; na rynkach finansowych jako walory pozbawione ryzyka traktuje się wybrane obligacje skarbowe (np. amerykańskie, niemieckie);
- ocena ratingowa wydawana przez agencje ratingowe.

Wysokość spreadu kredytowego determinuje:

- rating nadany emitentowi papierów dłużnych przez agencję ratingową (im lepszy, tym niższy spread),
- termin zapadalności (im dłuższy, tym wyższy spread),
- poziom zaufania do emitenta (im wyższy, tym niższy spread),

¹² *Bankowość*, red. W.L. Jaworski, Z. Zawadzka, s. 601 i 629; M.S. Wiatr, *Systemy szacowania indywidualnego ryzyka kredytowego*, „Bank” 2001, nr 1; M. Iwanicz-Drozdowska, *Zarządzanie finansowe...*, s. 146.

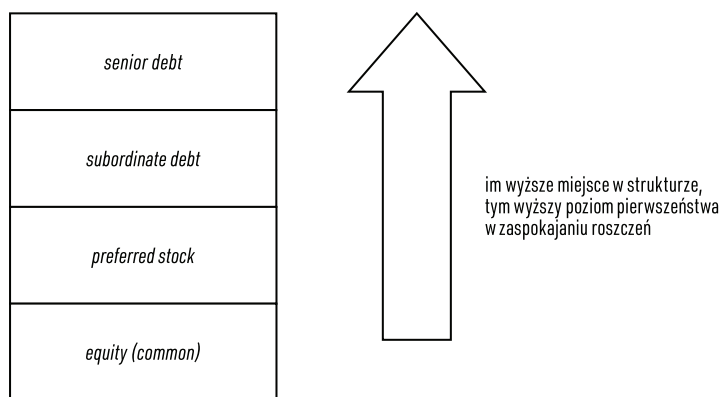
¹³ Z. Zawadzka, *Ryzyko bankowe*, „Bank” 2001, nr 6; M. Iwanicz-Drozdowska, W.L. Jaworski, Z. Zawadzka, *Bankowość...*, s. 232.

¹⁴ R.S. Neal, *Credit derivatives...* Szerzej na temat determinantów ryzyka kredytowego: *Współczesna bankowość*, red. M. Zaleska, Warszawa 2007, s. 301–306.

1. Ryzyko kredytowe jako podstawa derywatów kredytowych

– poziom w strukturze pasywów dłużnika (im wyższy, tym niższy spread)¹⁵.

Wyższy poziom danego zobowiązania w strukturze pasywów prowadzi do uzyskania wyższej stopy odzyskania i w efekcie do niższych strat powstałych w warunkach zdarzenia kredytowego. Jeżeli zobowiązanie stanowi dług główny dłużnika (*senior debt*), to jest ono obsługiwane w pierwszej kolejności. W sytuacji gdy ma charakter długu podporządkowanego (*subordinate debt*), zostaje uregulowane dopiero po zaspokojeniu wszystkich zobowiązań tworzących dług główny dłużnika (rys. 1.1)¹⁶.



Rysunek 1.1. Struktura pasywów ze względu na poziom pierwszeństwa w zaspokajaniu roszczeń

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Markit LCDX Tranches. The next stage in the evolution of loan-only CDS*, August 2009.

Przejawami ryzyka kredytowego są:

- zdarzenia bezpośrednio świadczące o istniejącym już zagrożeniu spłaty danego zobowiązania, np. ogłoszenie niewypłacalności;
- zdarzenia świadczące o zagrożeniu spłaty, ale niedotykające wiarygodności generującej ryzyko kredytowe, np. w przypadku kredytu bankowego niewywiązanie się dłużnika z innych zobowiązań (m.in. publiczno-prawnych);

¹⁵ A. Woźniak, *Jak świat radzi sobie z ryzykiem kredytowym*, „Rynek Terminowy” 1999, nr 3–5.

¹⁶ *Ibidem*.

- sygnały zapowiadające bezpośrednie zagrożenie bądź czyniące je bardziej prawdopodobnym, np. obniżenie ratingu podmiotu gospodarczego lub kraju¹⁷.

Materializacja ryzyka kredytowego dla wystawionego na ryzyko podmiotu może wynikać:

- ze zmiany spreadu kredytowego (inwestor ponosi stratę na skutek zmiany wartości papierów dłużnych, której nie przewidywał);
- z wystąpienia zdarzenia kredytowego.

Istnieje wiele technik pomiaru ryzyka kredytowego. Szczególnie banki, dla których ryzyko kredytowe należy do podstawowych w ich działalności, stosują różnorodne i zaawansowane metody jego szacowania, np. metoda wartości zagrożonej (*Value at Risk*, VaR).

1.1.2. Istota i rodzaje ratingu kredytowego

Rating kredytowy (*credit rating*) powszechnie nazywa się rankingiem określającym względną szansę na utratę zdolności płatniczej przez dany podmiot¹⁸. W ten sposób sformułowana definicja odnosi się do oceny samego dłużnika. Tymczasem ratingiem może zostać również objęta dana emisja papierów dłużnych. Aby więc uzyskać ogólną definicję analizowanego terminu, należy raczej stwierdzić, że rating kredytowy to kompleksowa ocena ryzyka kredytowego dłużnika lub określonej emisji papierów dłużnych (w praktyce można mieć więc do czynienia albo z ratingiem dłużnika, albo konkretnej puli papierów wartościowych). Nadawaniem w ten sposób zdefiniowanych ratingów kredytowych zajmują się wyspecjalizowane w tym celu agencje ratingowe. Mówi się wówczas o ratingu zewnętrznym. Należy jednak wskazać, że banki mogą stosować (uzyskawszy zgodę po spełnieniu określonych warunków i wymagań sprawozdawczych) metodę ratingów wewnętrznych szacowania ryzyka kredytowego (*internal rating-based approach*, IRB). Polega ona na stosowaniu przez banki własnych oszacowań charakterystyk ryzyka dla celów obliczania wymogów kapitałowych z tytułu określonej ekspozycji kredytowej, takich jak prawdopodobieństwo zaniechania czy strata z tytułu zaniechania. W ramach tej metody bank musi dysponować konkretnymi definicjami, procesami i kryteriami ratingu, służącymi zaliczeniu dowolnej ekspozycji do danej kategorii w ramach systemu ratingu

¹⁷ K. Jackowicz, *Pochodne instrumenty kredytowe (I). Definicja i rodzaje pochodnych instrumentów kredytowych*, „Bank i Kredyt” 2001, nr 3, marzec.

¹⁸ M. Krysiak, *Rating a ryzyko kredytowe*, „Rynek Terminowy” 2001, nr 11.

(czyli nadania jej ratingu wewnętrznego). Dla ekspozycji korporacyjnych, państwowych, bankowych w ramach procesu zatwierdzania kredytów każdemu kredytobiorcy i uznanym gwarantom bank nadaje rating (określany jako rating kredytobiorcy), a każdej ekspozycji rating produktu. W przypadku ekspozycji detalicznych bank podobnie każdą ekspozycję zalicza do pakietu. Rating kredytobiorcy musi reprezentować przeprowadzoną przez bank ocenę zdolności i skłonności dłużnika do postępowania zgodnie z warunkami umowy, nawet w sytuacji niekorzystnych czynników ekonomicznych lub gdyby doszło do nieoczekiwanych zdarzeń. Rating zewnętrzny może być pierwotnym czynnikiem określającym nadawanie ratingów wewnętrznych, przy czym bank musi być pewny, że uwzględnia inne ważne dane, zaliczając daną ekspozycję do kategorii lub pakietów kredytobiorców i produktów¹⁹.

Na rynkach finansowych używa się powszechnie zewnętrznych ratingów kredytowych i zazwyczaj termin „rating” kojarzony jest z oceną wystawianą przez agencje ratingowe różnym typom dłużnych papierów wartościowych. Na świecie działają międzynarodowe agencje ratingowe, takie jak Standard&Poors, Moody's i Fitch Ratings, oraz o charakterze regionalnym bądź niszowe, specjalizujące się w kalkulacji ryzyka kredytowego w określonym regionie geograficznym lub sektorze. Należy podkreślić, że ich ratingi kredytowe nie stanowią rekomendacji co do kupna, sprzedaży papierów danego emitenta czy konkretnej emisji. Mogą być tylko jednym z czynników branych pod uwagę przez podmiot podejmujący decyzje inwestycyjne, który powinien uwzględnić w nich np. bieżącą strukturę swojego portfela, rodzaj realizowanej strategii inwestycyjnej, jej horyzont i swój poziom awersji względem ryzyka²⁰.

Każda z agencji ma własną metodologię mierzenia i używa specyficznej skali ratingowej, przyjmującej formę kodów literowych, aby wyrazić opinię na temat relatywnej wielkości ryzyka kredytowego.

Zewnętrzne ratingi kredytowe dzieli się na:

- ratingi emitentów (*issuer rating*) oraz papierów wartościowych – ich programu lub indywidualnego papieru dłużnego (*issue credit rating, obligation credit rating*);

¹⁹ Bank for International Settlement, *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards. A revised framework*, June 2004.

²⁰ Standard&Poor's, *Guide to credit rating essentials. What are credit ratings and how do they work?*, 2014.

- ratingi długoterminowe i krótkoterminowe zarówno emitentów, jak i papierów wartościowych (*long-term issuer credit rating, long-term obligation credit rating, short-term issuer credit rating, short-term credit issuer rating*);
- ratingi międzynarodowe, pozwalające na porównanie ryzyka kredytowego np. dwóch emitentów pochodzących z różnych krajów, i krajowe, umożliwiające komparację ryzyka kredytowego np. dwóch papierów dłużnych pochodzących z tego samego kraju; dany kraj ma własną skalę, na początku której znajdują się najmniej ryzykowne papiery dłużne w tym kraju, zazwyczaj skarbowe, które stanowią punkt odniesienia dla określenia ryzyka kredytowego innych (*international credit rating, national credit rating*)²¹.

Agencje ratingowe stosując odmienne kryteria oraz niekiedy inne oznaczenia, dokonują również oceny ryzyka kredytowego specyficznych papierów dłużnych, instrumentów finansowych bądź instytucji²².

Ratingi nie stanowią gwarancji jakości kredytowej czy też poziomu ryzyka kredytowego w przyszłości, choć przy określaniu ratingu uwzględnia się wpływ różnych zdarzeń, jakie mogą pojawić się w przyszłości. Nie należy traktować ich jako absolutnych miar prawdopodobieństwa niewypłacalności danego dłużnika, gdyż nie jest możliwe przewidzenie wszystkich zdarzeń i czynników degradujących jego wiarygodność finansową, które mogą wystąpić w przyszłości. To, że przykładowo dany emitent otrzymał wysoką ocenę ratingową, nie oznacza, że w przyszłości nie może on zbankrutować. Lepszy rating podmiotu XYZ w stosunku do podmiotu ABC z niższą oceną należy interpretować tak, że w opinii agencji ratingowej prawdopodobieństwo niewypłacalności jest wyższe w przypadku papieru ABC w porównaniu do papieru XYZ²³.

Powodów, dla których podmioty zwracają się do agencji ratingowych o nadanie im, czy danej emisji ratingu, jest kilka. Jednym z nich może być niezależne potwierdzenie sytuacji finansowej przed właścicielami i pożyczkodawcami, co w odniesieniu do drugiej z wymienionych kategorii podmiotów pozwala na zaproponowanie niższego oprocentowania papierów dłużnych (w porównaniu z sytuacją, gdy papiery dłużne nie mają ratingu), a więc obniżenie kosztu pozyskania kapitału przez ich emitenta. Rating ułatwia bowiem kontakt tych, którzy posiadają wolne środki finansowe z tymi, którzy ich potrzebują. Inwestorzy papierów dłużnych nie są w stanie przeprowadzić tak wszechstronnej oceny

²¹ Moody's Investors Service, *Rating symbols and definitions*, www.moodys.com [dostęp: 11.02.2019].

²² *Ibidem*.

²³ Standard&Poors, *Guide to credit rating essentials...*

zdolności kredytowej jak banki, które na co dzień „żyją” z pożyczania pieniędzy. Tymczasem papier dłużny wyemitowany przez podmiot z oceną agencji ratingowej, czyli z ratingiem, dostarcza potencjalnemu nabywcy ważnej informacji (branej pod uwagę w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych) o związanym z nim ryzyku kredytowym, jakie podejmie jego przyszły właściciel. Poszerza on więc zestaw informacji na temat papierów dłużnych dostępnych dla inwestorów i w ten sposób ułatwia pozyskiwanie środków na rynku kapitałowym.

Rating może zostać nadany jednorazowo (np. w przypadku określonej emisji papierów wartościowych) bądź jest sporządzany cyklicznie (gdy wiarygodność finansowa danego dłużnika systematycznie podlega ocenie agencji ratingowej).

Agencje nadając ratingi, kierują się określonymi kryteriami, które mają zarówno charakter ilościowy, jak i jakościowy. Przykładowo przy tworzeniu ratingu przedsiębiorstwa brane są pod uwagę takie czynniki, jak: ocena kraju, w którym działa przedsiębiorstwo, jego jakość majątku, struktura kapitałów własnych, długoterminowa zdolność do przynoszenia zysków, płynność czy jakość kadry zarządczej. Procedura nadania ratingu składa się z kilku etapów: analizy ilościowej, analizy jakościowej oraz spotkań komitetów ratingowych, na które składają się prezentacja, dyskusja i głosowanie na temat ratingów²⁴.

1.1.3. Formy zdarzeń kredytowych

Terminem ściśle związanym z pojęciami ryzyka kredytowego i derywatu kredytowego jest zdarzenie kredytowe²⁵. Jego podstawowe rodzaje to:

- brak zapłaty (*failure to pay*),
- istotna zmiana (*restructuring*),
- natychmiastowa wymagalność (*obligation acceleration*),
- nieważność lub bezskuteczność wierzytelności (*credit event*),
- niewykonanie lub nienależyte wykonanie zobowiązań (*obligation default*),
- niewypłacalność (*bankruptcy*),

²⁴ *Ibidem*.

²⁵ Zostało ono scharakteryzowane przez Międzynarodowe Stowarzyszenie Swapów i Derywatów (ISDA), powstałe w 1985 roku, a jego działalność ma na celu podnoszenie bezpieczeństwa i efektywności działania pozagiełdowego rynku finansowego. Przygotowuje m.in. standardy umów zawieranych przez uczestników rynku oraz prowadzi jego systematyczne badania. Standaryzacja, jaką zastosowało ISDA w stosunku do analizowanego terminu, istotnie ułatwia prowadzenie handlu derywatami kredytowymi, bo wskazuje w sposób transparentny okoliczności wykonania kontraktów.

– zaprzeczenie (*repudiation*)²⁶.

Zdarzenia kredytowe charakterystyczne dla korporacyjnych papierów dłużnych, takie jak brak zapłaty oraz niewypłacalność, są tożsame z definicjami stosowanymi przez agencje ratingowe. Z kolei zaprzeczenie jest terminem odnoszącym się do długu różnych państw. Zdarzeniem kredytowym można ogólnie określić wydarzenie powodujące wzrost lub spadek ryzyka kredytowego.

Brak zapłaty w odniesieniu do określonej wierzytelności oznacza sytuację, w której dłużnik nie wykonał zobowiązania pieniężnego (bądź zrobił to w sposób nienależyty) do końca okresu dopuszczalnej zwłoki. Minął więc ustalony termin obsługi tej wierzytelności, jak również uzgodniony w umowie pochodnego instrumentu kredytowego dodatkowy czas na dokonanie tego (jeżeli nie jest określony, to domyślnie jest to siedem dni), a dłużnik nie wywiązał się z ciążącego na nim zobowiązania wynikającego z określonej wierzytelności.

Przez istotną zmianę dokonaną przez dłużnika w odniesieniu do wierzytelności należy rozumieć:

- obniżenie stopy lub kwoty odsetek generowanych przez wierzytelność oraz jej nominału,
- przesunięcie terminów ich wypłacania lub naliczania, a także daty spłaty wartości nominalnej,
- zmianę waluty wierzytelności czy wypłacanych odsetek na walutę, która nie jest walutą dozwoloną²⁷,
- zmianę kolejności w zaspokajaniu wierzytelności przez dłużnika, co powoduje podporządkowanie analizowanej wierzytelności względem innych²⁸.

Natychmiastowa wymagalność oznacza zdarzenie polegające na postawieniu wierzytelności bazowej derywatu kredytowego w stan natychmiastowej wymagalności wskutek wystąpienia w odniesieniu do jej dłużnika zdarzeń innych niż brak zapłaty przewidzianych w treści tej wierzytelności.

Zdarzenie określane jako nieważność lub bezskuteczność wierzytelności to takie, które powoduje nieważność lub bezskuteczność wierzytelności, a więc m.in. naruszenie lub obejście bezwzględnie obowiązujących przepisów prawa,

²⁶ Związek Banków Polskich, *Rekomendacja w sprawie zawierania kredytowych transakcji terminowych na polskim rynku międzybankowym*, styczeń 2005.

²⁷ Jest nią waluta każdego kraju należącego do Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD) i posiadającego rating dla swoich długoterminowych zobowiązań płatniczych co najmniej AAA/Aaa/AAA.

²⁸ W ramach wskazanych okoliczności występują wyjątki, o czym szerzej w: Związek Banków Polskich, *Rekomendacja...*



Wydawnictwo
Uniwersytetu Gdańskiego

ISBN 978-83-8206-208-3