

Aleksandra Jurkowska

Katedra Finansów

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

Zmiany regulacyjne a rozwój pochodnych instrumentów kredytowych na polskim rynku finansowym

Streszczenie

Pozytywnym skutkiem rozwoju pochodnych instrumentów kredytowych towarzyszy pojawienie się nowych obszarów ryzyka zagrażających stabilności finansowej. Ze względu na fazę rozwoju rynku (barierami rozwoju były ograniczenia regulacyjne, proceduralne i technologiczne) zagrożenia związane z PIK w Polsce nie ujawniły się w takim stopniu, jaki zaobserwowano w krajach rozwiniętych. Zmniejszeniu skali ryzyka mają służyć ostatnie zmiany w sferze regulacyjnej, m.in. rozporządzenie EMIR i rozporządzenie w sprawie krótkiej sprzedaży i wybranych aspektów w zakresie swapów ryzyka kredytowego oraz rozpowszechnianie standardów ISDA dotyczących umów bilateralnych. Osiągnięcie tego celu pozwoli ograniczyć negatywne zjawiska, jakie ujawniły się w ostatnich latach, umożliwi stabilny rozwój rynku oraz zwiększy szanse na skuteczną alokację ryzyka przy wykorzystaniu omawianej kategorii instrumentów w Polsce. Niektóre z przyjętych rozwiązań mogą jednak mieć negatywne następstwa: nowe wymogi w zakresie tworzenia i funkcjonowania CCP nie sprzyjają przejrzystości obrotu pochodnymi, a potencjalny skutek zakazu handlu „nagimi swapami” to wzrost premii za ryzyko. Będzie to szczególnie odczuwalne dla krajów o słabszym potencjale ekonomicznym i finansowym, do których należy Polska.

Słowa kluczowe: pochodne instrumenty kredytowe, sekurytyzacja, stabilność finansowa, swapy kredytowe, zmiany regulacyjne.

1. Wprowadzenie – typy i rola pochodnych instrumentów kredytowych

Cele artykułu to ogólna systematyka pochodnych instrumentów kredytowych (PIK) oraz analiza ich roli i ewolucji na polskim rynku finansowym w kontekście dokonujących się zmian regulacyjnych. Zmiany te z jednej strony mają się przyczynić do zapewnienia bezpieczeństwa obrotu i zwiększenia stabilności finansowej, z drugiej strony nie eliminują wszystkich zagrożeń, jakie ujawniły się w ostatnich latach, a potencjalne negatywne skutki ich wprowadzenia odczuwają głównie kraje o słabszym potencjale ekonomicznym, w tym Polska.

Pochodne instrumenty kredytowe to „instrumenty, których wartość jest uzależniona od ryzyka kredytowego bazowej obligacji, pożyczki lub innego aktywu finansowego” [Wytyczne dotyczące przekazywania informacji... 2013]. W literaturze przedmiotu wymieniane są różne rodzaje PIK [Niedziółka 2011, s. 302–355; Pruchnicka-Grabias 2011, s. 33–91; Huterska 2010, s. 73–108]. Z uwagi na ich skomplikowaną konstrukcję wyodrębnienie rozłącznych kryteriów kategoryzacji jest utrudnione. Zgodny z zasadą rozłączności najbardziej ogólny ich podział pozwala wyodrębnić instrumenty pierwszej, drugiej i trzeciej generacji.

Do instrumentów pierwszej generacji można zaliczyć te o najmniej skomplikowanej strukturze, służące głównie do zabezpieczenia ryzyka niewypłacalności dłużnika, np. kontrakty *forward* na *spread* kredytowy, kredytowe kontrakty *futures*, proste swapy kredytowe czy giełdowe i pozagiełdowe kredytowe kontrakty opcyjne.

Podstawową składową większości instrumentów drugiej generacji są swapy kredytowe (*credit default swaps*; CDS). Można podzielić je na proste instrumenty pozwalające na modyfikację funkcji wypłaty, instrumenty oparte na indeksach i instrumenty strukturyzowane.

PIK trzeciej generacji to instrumenty hybrydowe, stanowiące kombinację różnych instrumentów pochodnych, np. swapcje kredytowe. Szczególny typ pochodnych kredytowych stanowią syntetyczne CDO (*Synthetic Collateralized Debt Obligations*) emitowane w procesie sekurytyzacji na bazie syntetycznego portfela referencyjnego, w skład którego wchodzi m.in. obligacje, pożyczki czy strukturyzowane produkty kredytowe (*Assets Backed Securities*, *Mortgage Backed Securities* lub inne CDO). Na skutek ich emisji dochodzi do transferu dochodów i ryzyka kredytowego bez zmiany właściciela aktywów. Inwestorzy CDO przyjmują na siebie ryzyko związane z konkretną transzą, efektywnie sprzedając ochronę kredytową inicjatorowi CDO, z kolei emitent CDO dokonuje hedgingu tego ryzyka poprzez sprzedaż ochrony kredytowej na referencyjny portfel w postaci swapów kredytowych [Puszer 2012, s. 726].

Jednym z najbardziej dynamicznie rozwijających się segmentów rynku derywatów kredytowych pozostawały w ostatnich latach swapy kredytowe, których wykorzystanie w celach innych niż zabezpieczenie przed ryzykiem kredytowym wielokrotnie wymieniano wśród przyczyn kryzysu finansowego lat 2008–2009. Dane zamieszczone w tabeli 1 świadczą o wyraźnej tendencji spadkowej w zakresie wolumenu swapów kredytowych od momentu wybuchu kryzysu do I połowy 2013 r. (wartość nominalna otwartych pozycji brutto we wspomnianym okresie zmniejszyła się o prawie 60%).

Tabela 1. Wartość nominalna pozycji brutto w swapach kredytowych w ujęciu globalnym w okresie grudzień 2007– czerwiec 2013 (w mld USD)

Instrumenty/Okresy	Grudzień 2007	Grudzień 2008	Grudzień 2009	Grudzień 2010
Proste swapy kredytowe (<i>single name credit default swaps</i>)	32 246	25 730	21 917	18 145
Struktury złożone (<i>multi-name credit default swaps</i>), w tym:	25 648	16 138	10 776	11 753
– produkty indeksowe (<i>index products</i>)	–	–	–	7 476
Ogółem	57 894	41 868	32 693	29 898
Instrumenty/Okresy	Grudzień 2011	Grudzień 2012	Czerwiec 2013	
Proste swapy kredytowe (<i>single name credit default swaps</i>)	16 865	14 309	13 135	
Struktury złożone (<i>multi-name credit default swaps</i>), w tym:	11 761	10 760	11 214	
– produkty indeksowe (<i>index products</i>)	9 731	9 663	10 170	
Ogółem	28 626	25 069	24 349	

Źródło: [OTC Derivatives Market Activity in the Second Half of 2008, 2009, s. 7; OTC Derivatives Market Activity in the Second Half of 2010, 2011, s. 8] oraz <https://www.bis.org/statistics/dt1920a.pdf> (14.01.2014).

Pochodne kredytowe to narzędzie zarządzania ryzykiem pozwalające na jego efektywną alokację, umożliwiające nie tylko obniżenie kosztów przeniesienia ryzyka kredytowego, ale również podniesienie stopy zwrotu z inwestycji. Jako produkty o coraz bardziej złożonej strukturze stają się jednak źródłem wielu rodzajów zagrożeń. Do nowych obszarów ryzyka należy zaliczyć asymetrię informacji na linii kupujący – sprzedający zabezpieczenie, wykorzystanie derywatów kredytowych w celach innych niż zabezpieczenie pozycji (w tym głównie celach spekulacyjnych), spadek jakości omawianej grupy instrumentów, nadmierną

ufność w modelowe rozwiązania przy ocenie ryzyka kredytowego w procesie dystrybucji PIK, konflikt interesów na linii kredytodawca-dłużnik, utratę przez banki roli kontrolera sytuacji finansowej dłużnika w warunkach upowszechnienia się modelu *originate and distribute* i wzrost możliwości „lewarowania” instytucji finansowych. Indukowana przez wymienione obszary niestabilność przejawia się we wzroście pokusy nadużycia, ogólnego poziomu niepewności, prawdopodobieństwa niewypłacalności i podatności systemów na szoki płynnościowe [Sarra 2009].

2. Stabilizowanie sektorów finansowych krajów Unii Europejskiej – PIK a zmiany regulacyjne

Ze względu na wymienione zagrożenia w ramach struktur UE podjęto liczne inicjatywy ukierunkowane na zwiększenie bezpieczeństwa i przejrzystości funkcjonowania rynku pochodnych instrumentów kredytowych. 16 sierpnia 2012 r. weszło w życie Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (określane jako European Market Infrastructure Regulation; EMIR) wprowadzające zasady rozliczania przez centralnych partnerów rozliczeniowych (*Central Counterparty*; CCP) instrumentów pochodnych stanowiących przedmiot obrotu poza rynkiem regulowanym, w przypadku których podmiotem referencyjnym jest podmiot funkcjonujący na rynku europejskim [Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012... 2012]. Zgodnie z rozporządzeniem rodzaje instrumentów pochodnych OTC podlegających obowiązkowi rozliczania przez CCP precyzują akty wykonawcze KE. Podmioty niefinansowe zostały zwolnione z konieczności rozliczania przez CCP transakcji instrumentami pochodnymi OTC, które służą zabezpieczeniu się przed ryzykiem wynikającym z podstawowej działalności gospodarczej, o ile wartość dokonywanych transakcji instrumentami pochodnymi o charakterze spekulacyjnym nie przekracza określonego progu rozliczeniowego (*clearing threshold*). Z wymogu angażowania CCP wyłączono także transakcje dokonywane wewnątrz grup kapitałowych, w tym międzynarodowych grup bankowych. Ze względu na potencjalną koncentrację ryzyka kredytowego i operacyjnego w sieci CCP i wzrost znaczenia kontrahentów centralnych w systemie finansowym na skutek wprowadzenia nowych rozwiązań w EMIR sprecyzowano zasady funkcjonowania CCP dotyczące m.in. ich kapitałów własnych i innych zasobów finansowych, wymogów organizacyjnych, kryteriów bezpośredniego dostępu do CCP, zarządzania ryzykiem rozliczeniowym i płynności oraz rodzajów przyjmowanych zabezpieczeń. W odniesieniu do transakcji instrumentami pochodnymi niepodlegających obowiązkowi rozliczania przez CCP określono zasady zarządzania ryzykiem kredytowym

kontrahenta i operacyjnym. Zgodnie z omawianą regulacją informacje na temat zawarcia i zmiany warunków pojedynczych transakcji instrumentami pochodnymi będącymi przedmiotem obrotu i na rynku OTC i na rynku regulowanym mają być przekazywane do repozytoriów transakcji (*trade repositories*). Gromadzenie danych w repozytoriach transakcji na obszarze UE autoryzowanych i nadzorowanych przez ESMA ma umożliwić nadzorcom krajowym, bankom centralnym, ESMA i ESRB monitorowanie ryzyka systemowego wynikającego z transakcji instrumentami pochodnymi. W rozporządzeniu przewidziano możliwość rozliczania transakcji przez kontrahentów centralnych mających siedzibę poza UE, jeśli spełnione zostaną odpowiednie warunki.

Od 1 listopada 2012 r. zaczęło obowiązywać rozporządzenie w sprawie krótkiej sprzedaży i swapów ryzyka kredytowego [Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 236/2012... 2012]. Regulacja wprowadziła m.in. zakaz zawierania przez osoby fizyczne i prawne transakcji niepokrytej krótkiej sprzedaży akcji i długu państwowego oraz nagich swapów ryzyka kredytowego wystawianych na dług państwowy. Za nagie (niepokryte) swapy kredytowe powiązane z długiem rządowym uznano takie, które nie służą do zabezpieczenia:

- ryzyka niewykonania zobowiązania przez emitenta, w przypadku gdy określona osoba fizyczna lub prawna ma pozycję długą z tytułu długu państwowego tego emitenta, do którego to długu odnosi się dany swap ryzyka kredytowego z tytułu długu państwowego lub

- ryzyka obniżenia wartości długu państwowego, w przypadku gdy określona osoba fizyczna lub prawna posiada aktywa lub pasywa, w tym np. kontrakty finansowe, portfel aktywów lub zobowiązania finansowe, których wartość jest skorelowana z wartością długu państwowego.

W rozporządzeniu przewidziano możliwość tymczasowego zawierania transakcji niepokrytej krótkiej sprzedaży papierów skarbowych oraz niepokrytych transakcji CDS przez właściwe organy krajowe w przypadku wystąpienia zaburzeń na rynku tych papierów dłużnych, w szczególności gdy istotnie zmniejszyłaby się jego płynność. W odniesieniu do akcji dopuszczonych do obrotu na rynku zorganizowanym wprowadzono dwuprogowy model raportowania pokrytych pozycji krótkich netto. Dla pozycji krótkich netto w papierach skarbowych oraz transakcji CDS dotyczących zobowiązań państw UE (w tym pozycji niepokrytych) wymagane jest jedynie ich ujawnienie wobec właściwego organu. Jako uzupełnienie omawianej regulacji KE w czerwcu i lipcu 2012 r. wydała trzy rozporządzenia delegowane i jedno wykonawcze, które określają standardy techniczne dla transakcji krótkiej sprzedaży i CDS z tytułu długu państwowego.

3. Pochodne instrumenty kredytowe na rynku polskim

W pozycjach pozabilansowych banków w Polsce pochodne kredytowe w postaci swapów kredytowych pojawiły się w 2005 r. Barięą dla rozwoju rynku był głównie znikomy popyt wynikający z braku regulacji w zakresie ich nabywania przez niebankowe instytucje finansowe i procedur operacyjnych pozwalających na monitorowanie ryzyka powiązanego z tymi instrumentami, małej popularności ratingów istotnych przy ich wycenie oraz niedostosowania systemów informatycznych do specyfiki rozliczeń transakcji zawieranych z wykorzystaniem PIK. Do zwiększenia popularności omawianych instrumentów przyczyniło się przyjęcie 7 stycznia 2005 r. przez Zarząd Związku Banków Polskich *Rekomendacji w sprawie zawierania kredytowych transakcji terminowych na polskim rynku międzybankowym* [2005] oraz wejście w życie również z początkiem stycznia 2005 r. Uchwały KNB Nr 4/2004... [2004]. W rekomendacji zawarto szczegółowe definicje podstawowych kredytowych instrumentów pochodnych oraz standardy funkcjonowania rynku derywatów z ekspozycją na wierzytelności, natomiast wspomniana uchwała umożliwiła bankom wykorzystanie derywatów kredytowych do uwalniania kapitału regulacyjnego. Zwiększeniu przejrzystości rynku służyło także opublikowanie w czerwcu 2009 r. przez Urząd KNF stanowiska w sprawie dobrych praktyk w zakresie walutowych transakcji pochodnych. Dokument zawierał rekomendacje podjęcia przez banki działań zmierzających do poprawy jakości informowania klientów o ryzyku związanym z instrumentami pochodnymi oraz wzmocnienia mechanizmów kontroli ryzyka wynikającego z zawierania takich transakcji.

Pomimo wprowadzonych rozwiązań rynek kredytowych instrumentów pochodnych rozwijał się bardzo wolno: w latach 2007–2008 pozycje brutto banków krajowych z tytułu transakcji zawartych na rynku kredytowych instrumentów pochodnych nie przekraczały 200 mln PLN, w 2009 r. spadły do 100 mln PLN, a w latach 2010–2012 ich poziom był bliski zera, co ilustruje tabela 2.

Tabela 2. Wartość nominalna pozycji brutto banków krajowych na rynku kredytowych instrumentów pochodnych w latach 2007–2012 (waluty obce wyrażone w mld PLN)

2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
0,0	0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0

Źródło: dane NBP zamieszczone w raportach nt. rozwoju systemu finansowego w Polsce w latach 2007–2012.

W analizowanym okresie nieliczne ekspozycje z tytułu instrumentów kredytowych wynikały z zaangażowania banków w transakcje CDS zawierane z nierezydentami. Kontrakty CDS zawierano także na rynku *offshore* (pomiędzy

nierezydentami) przy wykorzystaniu polskich obligacji skarbowych oraz obligacji niektórych polskich przedsiębiorstw emitowanych na rynkach zagranicznych w roli aktywów referencyjnych. Wartość otwartych pozycji brutto z tytułu transakcji CDS na polskie obligacje skarbowe, raportowanych do repozytorium danych DTCC Derivatives Repository Ltd., na koniec 2011 r. wyniosła prawie 40,5 mld USD, a liczba kontraktów – ponad 3,7 tys., natomiast na koniec 2012 r. ok. 45,7 mld USD (a więc ok. 0,2 proc. wartości brutto pozycji otwartych w swapach kredytowych ogółem na świecie), a liczba kontraktów – ponad 4,3 tys. [*Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2011 r.* 2013, s. 244; *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2012 r.* 2013, s. 289].

Kwotowania CDS wystawianych na dług rządowy często wykorzystywane są do oceny długoterminowej stopy wolnej od ryzyka. Poziomy tych kwotowań w latach 2007–2012 ilustrują rys. 1–3.

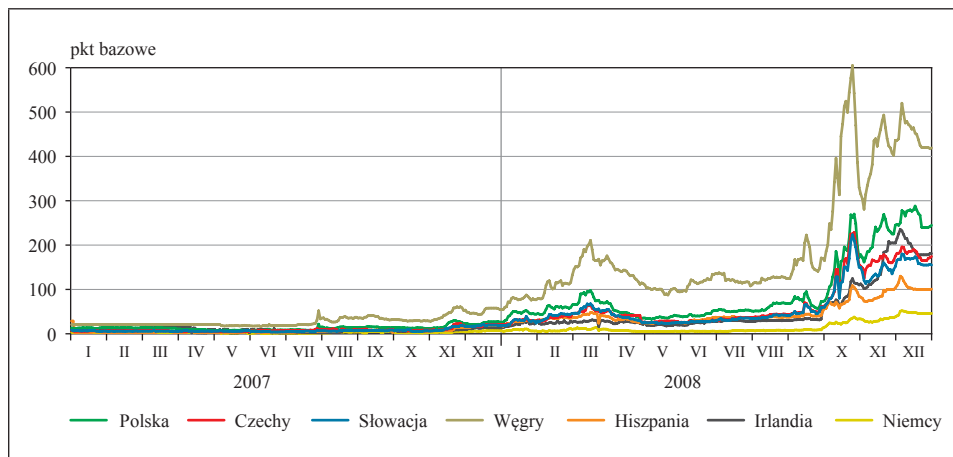
W 2008 r. wycena swapów kredytowych wystawianych na polskie obligacje skarbowe znacząco wzrosła, gdyż na ocenę ryzyka inwestycyjnego Polski wpłynęły problemy gospodarcze Węgier i Ukrainy oraz obniżenie ratingów tych państw przez międzynarodowe agencje ratingowe. Kraje Europy Środkowo-Wschodniej postrzegane są bowiem bardzo często jako jednolita grupa pomimo znacznego faktycznego zróżnicowania ich sytuacji makroekonomicznej.

W 2009 r. Polska jako jedyne państwo w UE odnotowała wzrost PKB (o 1,8%); dług publiczny (50,9% PKB) kształtował się poniżej średniej dla UE oraz dla strefy euro. Zaufanie do polskiego rynku finansowego wzrosło, do czego przyczyniły się tendencje na rynkach światowych (spadek awersji do ryzyka inwestycyjnego), przyznana w maju przez MFW elastyczna linia kredytowa oferowana jedynie krajom o stabilnej sytuacji makroekonomicznej oraz utrzymanie ratingów długoterminowych dla zadłużenia w walucie zagranicznej na poziomach A-, A- i A2 (odpowiednio według ocen S&P, Fitch i Moody's) w sytuacji obniżki ratingów dla wielu krajów UE. Inwestorzy wyraźnie przestali też postrzegać kraje Europy Środkowo-Wschodniej jako jednolitą grupę pod względem ryzyka inwestycyjnego. Wszystkie te czynniki znalazły odzwierciedlenie w kwotowaniach transakcji CDS.

Stabilna sytuacja gospodarcza oraz pozytywne oceny perspektyw wzrostu gospodarczego wzmacniały zaufanie do polskiego rynku finansowego także w 2010 r. z wyjątkiem kwietnia i maja, kiedy obawy co do wypłacalności Grecji spowodowały wzrost awersji do ryzyka.

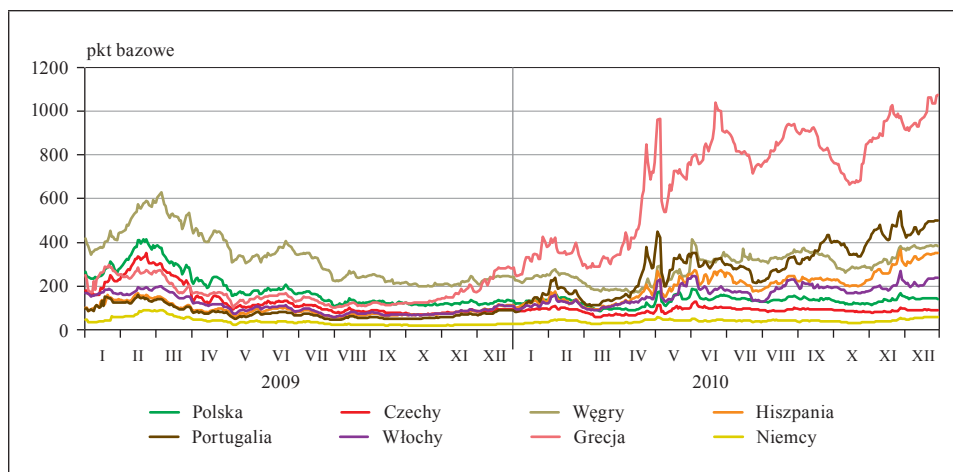
W ocenie inwestorów w 2011 r. ryzyko inwestycyjne większości krajów UE wzrosło, jednak stosunkowo dobre wskaźniki makroekonomiczne i stabilny system finansowy Polski wpłynęły na słabsze wzrosty kwotowań kontraktów CDS wystawianych na polskie obligacje skarbowe w porównaniu ze wzrostami obserwowanymi dla innych krajów unii.

W 2012 r. doszło do istotnego spadku postrzeganego ryzyka kredytowego w odniesieniu do większości krajów UE (w tym *emerging markets*) i spadku kwotowań kontraktów CDS.



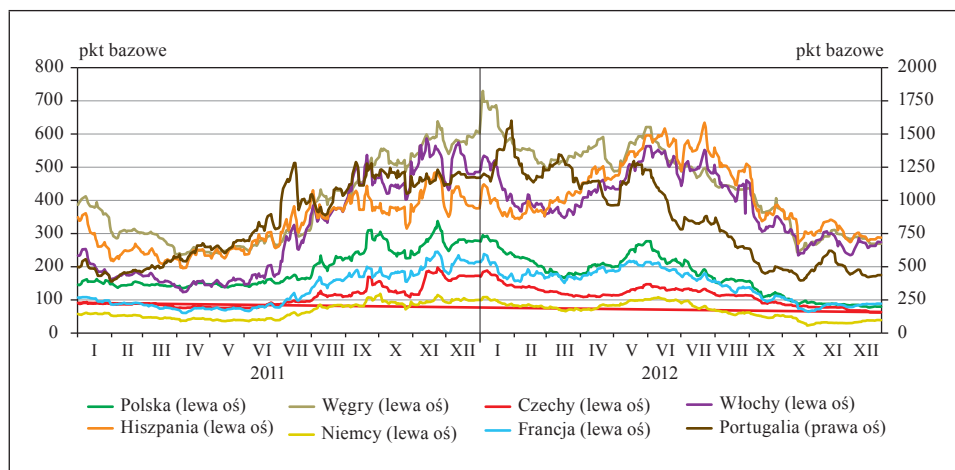
Rys. 1. Notowania kontraktów CDS wystawianych na polskie obligacje skarbowe na tle wybranych krajów UE w latach 2007–2008

Źródło: [Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2008 r., 2010, s. 208].



Rys. 2. Notowania kontraktów CDS wystawianych na polskie obligacje skarbowe na tle wybranych krajów UE w latach 2009–2010

Źródło: [Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2010 r., 2012, s. 207].



Rys. 3. Notowania kontraktów CDS wystawianych na polskie obligacje skarbowe na tle wybranych krajów UE w latach 2011–2012

Źródło: [Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2012 r., 2013, s. 244].

4. Wpływ zmian regulacyjnych w Europie na krajowe standardy w zakresie obrotu pochodnymi instrumentami kredytowymi

W związku z zaburzeniami na krajowym rynku finansowym w latach 2008–2009 KNF opublikowała w 2010 r. m.in. Rekomendację A dotyczącą zarządzania przez banki ryzykiem związanym z transakcjami pochodnymi [Uchwała nr 134/2010 KNF... 2010]. Jej wprowadzenie miało zwiększyć bezpieczeństwo obrotu na pozagiełdowym rynku instrumentów pochodnych, w szczególności w relacjach banków z klientami detalicznymi, podwyższyć standardy dokumentacji transakcji pochodnych, a także ułatwić bankom pełne wdrożenie dyrektywy MIFID [Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady... 2004]. Zgodnie z rekomendacją banki powinny dysponować kompletnymi i wewnętrznie spójnymi systemami zarządzania ryzykiem, w tym modelami wyceny instrumentów pochodnych monitorowania ryzyka rynkowego oraz kredytowego kontrahenta i odpowiednią dokumentacją prawną. We wskazanym dokumencie znalazło się także zalecenie, aby motywacyjne systemy wynagradzania pracowników nie były uzależnione wyłącznie od wielkości sprzedaży określonych produktów (zapobieganie *mis-selling*).

Po wejściu w życie rozporządzenia EMIR, 1 lipca 2011 r. na polskim rynku rozpoczęła działalność izba rozliczeniowa KDPW_CCP, prawnie wydzielona ze struktur KDPW, rozliczająca transakcje, których przedmiotem są papiery

wartościowe lub inne instrumenty finansowe rejestrowane w KDPW, a także zapewniająca płynność rozliczeń. Instytucja ta pełniła początkowo rolę jedynie gwaranta rozliczeń, nie będąc izbą rozliczeniową o statusie partnera centralnego *sensu stricto*. W rozporządzeniu EMIR CCP jest bowiem definiowany jako podmiot przejmujący prawa i obowiązki wynikające z zawartej transakcji i w stosunkach z bezpośrednimi uczestnikami staje się kupującym dla każdego sprzedającego i sprzedającym dla każdego kupującego, przy czym pierwotna umowa między stronami zostaje wygaszona. Wymaga to wykorzystania mechanizmu nowacji lub *open offer*, które w 2011 r. nie istniały w krajowym porządku prawnym. 2 listopada 2012 r. KDPW stworzyło repozytorium transakcji służące do gromadzenia i przechowywania informacji dotyczących transakcji, których przedmiotem są instrumenty finansowe, w tym instrumenty pochodne oraz informacji na temat tych instrumentów. Konstrukcja tzw. nowacji rozliczeniowej została wprowadzona do polskiego porządku prawnego dzięki wejściu w życie nowelizacji ustawy o obrocie instrumentami finansowymi [Ustawa z dnia 28 czerwca 2012 r. o zmianie ustawy o obrocie... 2012] 4 sierpnia 2012 r. W 2012 r. KDPW_CCP wdrożyło mechanizm nowacji rozliczeniowej w odniesieniu do wszystkich transakcji objętych systemem gwarancji rozliczeń, w tym z rynku OTC. Od 2 stycznia 2013 r. KDPW_CCP mogło prowadzić rozliczenia transakcji wybranymi instrumentami pochodnymi na podstawie polskich przepisów, korzystając z okresu przejściowego przewidzianego w rozporządzeniu EMIR. 8 kwietnia 2014 r. Komisja Nadzoru Finansowego dokonała autoryzacji izby rozliczeniowej KDPW_CCP, potwierdzając w ten sposób, że spełnia ona wszystkie wymogi stawiane tego typu instytucjom przez rozporządzenie EMIR.

Wydarzeniem, które miało wpływ na zwiększenie bezpieczeństwa obrotu pochodnymi kredytowymi na rynku OTC, było także przyjęcie przez Związek Banków Polskich 2 sierpnia 2011 r. *Rekomendacji dotyczącej wybranych transakcji zawieranych na polskim rynku międzybankowym* [2011]. Poprzednie wersje wzorcowej dokumentacji transakcyjnej zawarte były w rekomendacjach opublikowanych w latach 1999 oraz 2003. Najważniejsze zmiany dotyczyły treści wzorcowej umowy ramowej oraz umowy dodatkowej (m.in. dostosowanie treści do wymogów wprowadzonych przez dyrektywę MIFID). Nowym wzorcem zawartym w rekomendacji z 2011 r. była umowa zmieniająca, nie wniesiono natomiast zmian do wzorca obowiązującej wcześniej umowy zabezpieczającej ze względu na planowane prace nad jej nowym standardem. Banki krajowe w relacjach z bankami zagranicznymi stosowały jednak powszechnie umowy zabezpieczające wzorowane na standardzie ISDA; wzorzec ten coraz częściej wykorzystywany był także w transakcjach zawieranych pomiędzy bankami krajowymi [Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2012 r., 2013, s. 290].

Aktualizacja krajowego wzorca umowy zabezpieczającej została przyjęta przez Związek Banków Polskich 2 października 2012 r.

5. Uwarunkowania prawne i rynkowe rozwoju technik sekurytyzacyjnych w Polsce

Przed 2004 r. banki mogły przeprowadzić w Polsce sekurytyzację na podstawie obowiązujących ustaw Prawo bankowe (1997, art. 5 ust. 2 pkt 5), o obligacjach (1995) Prawo wekslowe (1936) i Kodeks cywilny (1964), jednak brak do 2007 r. jednoznacznej definicji sekurytyzacji oznaczał poruszanie się w obszarze pojęcia, które funkcjonowało jedynie w języku obiegowym i wymagało rozstrzygnięcia niejednokrotnie złożonych kasusów prawnych. Po raz pierwszy definicję tę sformułowano Uchwałą nr 1/2007 KNB [2007, załącznik nr 18, §1] (implementującej zapisy *Nowej umowy kapitałowej* oraz *Trzeciej dyrektywy kapitałowej*). Obecnie sekurytyzację definiuje Uchwała nr 76/2010 KNF zgodna z CRD, wyróżniająca sekurytyzację tradycyjną i syntetyczną [2010, załącznik nr 18, część I, §1–4]. Prócz tego zasady sekurytyzacji aktywów przez banki polskie określał ustawa Prawo bankowe (1997, art. 92a) i przepisy szczegółowe (m.in. dotyczące działalności funduszy inwestycyjnych oraz podatkowe).

Na mocy obowiązujących przepisów sekurytyzacja tradycyjna może odbywać się poprzez przelew wierzytelności (uregulowany w Kodeksie cywilnym; Prawo bankowe dopuszcza tę formę w relacjach ze spółkami kapitałowymi, towarzystwami funduszy inwestycyjnych tworzących fundusze sekurytyzacyjne i funduszami sekurytyzacyjnymi) lub subpartycypację (umowę zawieraną z towarzystwem funduszy inwestycyjnych tworzącym fundusz sekurytyzacyjny albo funduszem sekurytyzacyjnym). Przenoszona wierzytelność przestaje być składnikiem aktywów inicjatora (przy przelewie wierzytelności) lub nie (przy umowach o subpartycypację, w przypadku których dochodzi jedynie do transferu ryzyka kredytowego). W przypadku sekurytyzacji syntetycznej sekurytyzowane aktywa pozostają w bilansie banku – inicjatora, jednak operacji towarzyszy powstanie kredytowych instrumentów pochodnych (*credit default swaps*, *total return swaps*, *credit linked notes* itd.) lub gwarancje.

Do 2005 r. inicjatorami przeprowadzanych w Polsce transakcji sekurytyzacyjnych były podmioty niebankowe; banki występowały jednak często w roli administratora procesu. Z ankiety przeprowadzonej przez Wydział Regulacji Ostrożnościowych w Biurze Polityki Nadzorczej GINB wynika, że na przełomie 2006 i 2007 r. w Polsce (podobnie jak w innych krajach Unii Europejskiej) banki najczęściej decydowały się na sekurytyzację w celu obniżenia wymogów kapitałowych, pozbywając się głównie wierzytelności w sytuacji nieregularnej [*Seku-*

rytyzacja w krajach Unii Europejskiej... 2007]. Transfer aktywów w większości przypadków odbywał się na podstawie umów o subpartycypację.

Sekurytyzacja syntetyczna w Polsce jest wykorzystywana w znikomym stopniu. Zakres ujawnianych informacji nie pozwala na określenie dokładnej liczby i ogólnej wartości tego typu transakcji, jednak z analizy raportów rocznych wynika, że inicjatorem emisji syntetycznych CLO (*Collateralized Loan Obligations*) konstruowanych na bazie portfela kredytów udzielonych małym i średnim przedsiębiorstwom był m.in. Raiffeisen Zentralbank (szczegóły transakcji ilustruje tabela 3).

Tabela 3. Specyfikacja sekurytyzacji syntetycznej zainicjowanej przez Raiffeisen Zentralbank w 2006 r.

Typ transakcji	Sprzedawca roszczeń lub strona zabezpieczona	Data umowy	Termin zapadalności	Wolumen	Portfel	Transza Junior
Transakcja syntetyczna ROOF CEE 2006-1 (emisja syntetycznych CLO); KfW jako pośrednik i <i>Super Senior</i> Inwestor oraz European Investment Fund jako Inwestor	Raiffeisen Bank Polska SA, Warszawa oraz Raiffeisenbank a.s., Praga	Marzec 2006 r.	Marzec 2019 r.	450 mln EUR	Kredyty udzielone MŚP (<i>SME & midcap loans</i>)	1,8%

Źródło: [Raiffeisen Zentralbank. *Raport roczny za rok 2012...*, s. 101] oraz http://www.efse.lu/media/pdfs/presentations/annual-meetings/2008/Panel%201_Feldscher_Raiffeisen_080429.pdf (dostęp: 12.01.2014).

W ostatnim okresie nie powstał żaden raport pozwalający stwierdzić, czy w latach 2008–2012 dokonały się zmiany w zakresie przedmiotu sekurytyzowanych wierzytelności i stosowanych technik sekurytyzacyjnych, a zwłaszcza pozwalający wyodrębnić tendencje dotyczące wykorzystania sekurytyzacji syntetycznej. Pozostawienie w mocy zasadniczych rozwiązań prawnych regulujących dopuszczalne metody transferu aktywów, stabilna struktura należności zagrożonych oraz powrót rynku międzybankowego do stanu nadpłynności w 2010 r. [*Sprawozdanie z wykonania założeń...* 2013, s. 21] skłaniają do przypuszczenia, że zmiany takie nie nastąpiły. Udzielenie precyzyjnej odpowiedzi na zadane pytanie wymaga jednak pogłębionych analiz sprawozdań finansowych potencjalnych inicjatorów sekurytyzacji oraz analiz obowiązujących aktów prawnych, zwłaszcza w kontekście przepisów ustawy o obrocie instrumentami

finansowymi [2005] definiującej takie pojęcia, jak „papier wartościowy” czy „instrument pochodny”.

6. Podsumowanie

Informację o pierwszych swapach kredytowych przeprowadzonych przez banki w Polsce odnotowano w 2005 r. Do końca 2012 r. nieliczne ekspozycje polskich banków z tytułu pochodnych instrumentów kredytowych wynikały z zaangażowania w transakcje CDS zawierane z nierezydentami. Przesłanki rynkowe pozwalają przypuszczać, że zakres wykorzystania swapów kredytowych w procesach sekurytyzacji aktywów przez rodzime banki do końca 2012 r. był również znikomy. Barierą rozwoju rynku były ograniczenia regulacyjne, proceduralne i technologiczne.

Ze względu na fazę rozwoju rynku i uwarunkowania prawne zagrożenia dla stabilności systemu finansowego związane z PIK w naszym kraju nie ujawniły się w takim stopniu, jaki zaobserwowano w krajach rozwiniętych. Polska jednak od wielu lat znajduje się w zasięgu międzynarodowych przepływów kapitałowych, a zawirowania w gospodarce światowej znajdują przełożenie na wycenę pewnych wewnętrznych paramentów rynkowych, w tym stopy wolnej od ryzyka. Skala tego przełożenia uzależniona jest w coraz szerszym zakresie od czynników fundamentalnych.

Implementacja regulacji i standardów europejskich i międzynarodowych dotyczących kredytowych instrumentów pochodnych (rozliczanie przy udziale partnerów centralnych, zakaz handlu nagimi swapami, rozpowszechnianie standardów wzorowanych na ISDA) ma zapobiec fali spekulacji oraz spowodować wzrost przejrzystości zawieranych transakcji, co powinno ułatwić ocenę zagrożeń związanych z PIK przez krajowe i paneuropejskie organy nadzoru. Osiągnięcie tego celu pozwoli ograniczyć negatywne zjawiska, jakie ujawniły się w ostatnich latach, umożliwi stabilny rozwój rynku oraz zwiększy szanse na skuteczną alokację ryzyka przy wykorzystaniu omawianej kategorii instrumentów w Polsce. Niektóre z przyjętych rozwiązań mogą jednak mieć negatywne następstwa dla krajów o słabszym potencjale gospodarczym i finansowym. Na mocy EMIR centralni kontrahenci podlegają lokalnym organom nadzoru, a na rynku wewnętrznym w roli kontrahenta centralnego może występować jedynie KDPW_CCP. Istnieje zatem duże prawdopodobieństwo, że pewna część transakcji będzie rozliczana przez centralnych kontrahentów mających siedzibę za granicą, a KNF będzie miał możliwość jedynie pośredniego (przez sieć repozycji transakcji) dostępu do informacji. Ponadto wyłączenia z obowiązku angażowania CCP utrudnią ocenę ryzyka w takich krajach, w których systemy

bankowe charakteryzują się dużym udziałem podmiotów zależnych od zagranicznych instytucji finansowych (a więc m.in. w Polsce). Zakaz handlu „nagimi swapami” może w pewnym stopniu ograniczyć skalę spekulacji, uzasadnione wydają się jednak opinie, że zmniejszy on szanse na skuteczną alokację ryzyka kredytowego, co oznacza wzrost premii za ryzyko, a w efekcie kosztów obsługi długu. Będzie to szczególnie odczuwalne przez kraje borykające się z problemem strukturalnej nierównowagi finansów publicznych, do których należy również Polska.

Literatura

- Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 kwietnia 2004 roku w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG, Dz.Urz. UE z 30 kwietnia 2004 r. Nr L 145/1–75.
- Huterska A. [2010], *Kredytowe instrumenty pochodne w zarządzaniu ryzykiem kredytowym*, CeDeWu Sp. z o.o., Platinium, Warszawa.
- Niedziółka P. [2011], *Kredytowe instrumenty pochodne a stabilność finansowa*, Oficyna Wydawnicza, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa.
- OTC Derivatives Market Activity in the Second Half of 2008* [2009], Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department, May.
- OTC Derivatives Market Activity in the Second Half of 2010* [2011], Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department, May.
- Pruchnicka-Grabias I. [2011], *Pochodne instrumenty kredytowe. Systematyka, wycena, zastosowanie*, CeDeWu Sp. z o.o., Warszawa.
- Puszer B. [2012], *CDO na globalnym rynku finansowym*, Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Lublin – Polonia, Vol. XLVI,4, Sectio H, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, Katedra Bankowości i Rynków Finansowych.
- Raiffeisen Zentralbank. Raport roczny za rok 2012*. Wyciąg z Raportu Zarządu Grupy Raiffeisen Zentralbank, Skonsolidowanego sprawozdania finansowego, Raportu audytora, RZB Group, <http://raiffeisenpolbank.com/documents/30393755/30469202/2012+Sprawozdanie+skonsolidowane+RZB.pdf> (dostęp: 12.01.2014).
- Rekomendacja dotycząca wybranych transakcji zawieranych na polskim rynku międzybankowym* [2011], Związek Banków Polskich, 2 sierpnia.
- Rekomendacja w sprawie zawierania kredytowych transakcji terminowych na polskim rynku międzybankowym* [2005], Związek Banków Polskich, styczeń, Warszawa
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 236/2012 z dnia 14 marca 2012 r. w sprawie krótkiej sprzedaży i wybranych aspektów dotyczących swapów ryzyka kredytowego, Dz.Urz. UE z 24 marca 2012 r. L 86/1–24.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji, Dz.Urz. UE z dnia 27 lipca 2012 r. L 201/1–59.

- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2007 r.* [2008], red. P. Sobolewski, D. Tymoczko, NBP, Warszawa, listopad.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2008 r.* [2010], red. P. Sobolewski, D. Tymoczko, NBP, Warszawa.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2009 r.* [2011], red. P. Sobolewski, D. Tymoczko, NBP, Warszawa.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2010 r.* [2012], red. P. Sobolewski, D. Tymoczko, NBP, Warszawa.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2011 r.* [2013], red. P. Sobolewski, D. Tymoczko, NBP, Warszawa.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2012 r.* [2013], red. P. Sobolewski, D. Tymoczko, NBP, Warszawa.
- Sarra J. [2009], *Credit Derivatives, Market Design, Creating Fairness and Sustainability*, Network for Sustainable Financial Markets: Consultation Paper No. 1, January.
- Sekurytyzacja w krajach Unii Europejskiej oraz w polskim systemie bankowym. Wyniki ankiety badawczej* [2007], Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego. Biuro Polityki Nadzorczej, Warszawa, wrzesień.
- Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej na rok 2012* [2013], Narodowy Bank Polski, Rada Polityki Pieniężnej, Warszawa, maj.
- Uchwała nr 4/2004 Komisji Nadzoru Bankowego z dnia 8 września 2004 r. w sprawie zakresu i szczegółowych zasad wyznaczania wymogów kapitałowych z tytułu poszczególnych rodzajów ryzyka oraz zakresu stosowania metod statystycznych i warunków, których spełnienie umożliwi uzyskanie zgody na ich stosowanie, sposobu i szczegółowych zasad obliczania współczynnika wypłacalności banku, zakresu i sposobu uwzględniania banków w holdingach w obliczaniu wymogów kapitałowych i współczynnika wypłacalności oraz określenia dodatkowych pozycji bilansu banku ujmowanych łącznie z funduszami własnymi w rachunku adekwatności kapitałowej oraz zakresu, sposobu i warunków ich wyznaczania, Dz.Urz. NBP z 2004 r. Nr 15, poz. 25.
- Uchwała nr 1/2007 Komisji Nadzoru Bankowego z dnia 13 marca 2007 r. Dz.Urz. NBP z 2007 r., nr 2, poz. 3.
- Uchwała nr 76/2010 Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 10 marca 2010 r. w sprawie zakresu i szczegółowych zasad wyznaczania wymogów kapitałowych z tytułu poszczególnych rodzajów ryzyka, Dz.Urz. KNF z 2010 r., nr 2, poz. 11 z późn. zm.
- Uchwała nr 134/2010 Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 5 maja 2010 r. w sprawie wydania Rekomendacji A dotyczącej zarządzania ryzykiem towarzyszącym zawieraniu przez banki transakcji na rynku instrumentów pochodnych, Dz.Urz. KNF z 2010 r., nr 3, poz. 20.
- Ustawa z dnia 28 kwietnia 1936 r. – Prawo wekslowe, Dz.U. z 1936 r., nr 37, poz. 282 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny, Dz.U. z 1964 r., nr 16, poz. 93 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach, Dz.U. z 1995 r., nr 83, poz. 420 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe, Dz.U. z 1997 r., nr 140, poz. 939 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz.U. z 2005 r., nr 183, poz. 1538.

Ustawa z dnia 28 czerwca 2012 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz.U. z 2012 r., nr 0, poz. 836.

Wytyczne dotyczące przekazywania informacji właściwym krajowym organom nadzoru, EIOPA-CP-13/010 PL, załącznik techniczny IV.

Regulatory Changes and the Development of Credit Derivatives on the Polish Financial Market

The positive effects of the development of credit derivatives is accompanied by new areas of risk that threaten financial stability. Due to the phase of the market development (the foregoing development barriers were regulatory, procedural and technological constraints) the level of risk associated with credit derivatives in Poland is not comparable to the risk observed in developed ones. The new threats are supposed to be reduced by recent regulatory changes (implementing EMIR, the Regulation on short selling and certain aspects of credit default swaps and ISDA standards). Achieving this goal will enable the stable development of the credit derivatives market and will increase the chances for effective credit risk allocation in Poland. Some of the solutions may, however, have negative consequences: new requirements for the establishment and functioning of the CCP are not conducive to the transparency of derivatives trading, while the prohibition of „naked swaps” trading can increase the risk premium. This will be especially discernible in countries with weaker financial and economic potential, including Poland.

Keywords: credit derivatives, securitisation, financial stability, credit default swaps.