

Zabezpieczenie ryzyka stopy procentowej w kredytowaniu działalności przedsiębiorstw

Monika Klimontowicz*, Anna Pyka**

Poprawiająca się koniunktura gospodarcza, złagodzenie polityki kredytowej banków oraz niski poziom stóp procentowych sprzyjają zwiększaniu zobowiązań kredytowych firm. Kredyty te są zwykle kredytami o zmiennym oprocentowaniu, co powoduje trudności w oszacowaniu kosztu pozyskanego kapitału wynikające z ryzyka wzrostu stóp procentowych. Wychodząc naprzeciw potrzebom klientów w tym zakresie, banki oferują szereg produktów mających na celu zabezpieczenie przedsiębiorstw przed tego typu ryzykiem. Celem artykułu jest określenie przesłanek korzystania przez przedsiębiorstwa z instrumentów zabezpieczających ryzyko zmian stóp procentowych. Realizacja tego celu wymagała omówienia ryzyka transakcyjnego wynikającego ze zmiany stóp procentowych, scharakteryzowania dostępnych na polskim rynku instrumentów zabezpieczających to ryzyko oraz przeanalizowania związanych z nimi korzyści i ryzyk.

Słowa kluczowe: ryzyko stopy procentowej, transakcje IRS, transakcje FRA, transakcje CIRS, opcje na stopę procentową.

Nadesłany: 08.11.17 | Zaakceptowany do druku: 17.05.18

The Hedging of Interest Rate Risk in Enterprises' Loans

The improving economic situation, loosened credit policy of banks and a low level of interest rates foster the increase in enterprises' credit obligations. Variable rates that are characteristic of those credits cause some difficulties in capital cost estimation resulting from the risk of interest rate increase. To meet enterprises' expectations, banks are offering a range of products aimed at hedging such a risk. The purpose of the paper is to define the prerequisites for using interest rate hedging instruments in enterprises' policies. It required characterising the nature of transactional risk resulting from interest rate changes, presenting financial instruments offered by banks operating on the Polish banking market and analysing advantages and threats connected with such transactions.

Keywords: interest rate risk, interest rate swap, forward rate agreements, currency interest rate swap, interest rate options.

Submitted: 08.11.17 | Accepted: 17.05.18

JEL: G110, G120, G210, M210

* **Monika Klimontowicz** – dr, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, Katedra Bankowości i Rynków Finansowych.

** **Anna Pyka** – dr, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, Katedra Bankowości i Rynków Finansowych.
Adres do korespondencji: Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, ul. 1 Maja 50, 40-287 Katowice;
e-mail: mklimontowicz@ue.katowice.pl; anna.pyka@ue.katowice.pl.

1. Wstęp

Budowanie przewagi konkurencyjnej i utrzymanie pozycji rynkowej wymaga od przedsiębiorstw ciągłego, systematycznego rozwoju. Konieczność rozwijania różnych obszarów działalności jest nierozdzielnie związana z poszukiwaniem optymalnych źródeł finansowania planów rozwojowych przedsiębiorstw. Kapitał na cele inwestycyjne może pochodzić z różnych źródeł. Zanim przedsiębiorstwo skorzysta z finansowania zewnętrznego, bierze pod uwagę szereg czynników. W przypadku inwestycji jednym z kluczowych czynników jest zdolność do prawidłowej obsługi zaangażowania, czyli terminowej spłaty kapitału wraz z jego kosztami. Na tę zdolność w znacznym stopniu wpływa stabilność (niezmienność) kosztów finansowania. Długoterminowe zaangażowanie niesie za sobą ryzyko zmiany stóp procentowych będące pochodną zmian bazowej stopy procentowej, co bezpośrednio wpływa na poziom kosztów finansowania danego przedsięwzięcia.

W obecnych warunkach gospodarczych, charakteryzujących się najniższym w historii poziomem stóp procentowych, ryzyko to nabiera szczególnego znaczenia. Po raz pierwszy od wielu lat, zarówno w Polsce, jak i pozostałych krajach Unii Europejskiej, przedsiębiorstwa nie uznają możliwości uzyskania kredytów bankowych za barierę dalszego wzrostu. Stosunkowa łatwość w uzyskaniu zewnętrznego finansowania przy obecnym poziomie stóp procentowych zachęca przedsiębiorstwa do korzystania z kredytów. Jednocześnie jednak, przy tak niskich stopach, zagrożenie, że znacząco wzrosną one w okresie kredytowania, jest większe. Powoduje to konieczność zabezpieczenia się przed ryzykiem ich wzrostu w przyszłości. Transakcje zabezpieczające tego typu ryzyko wykorzystują instrumenty pochodne o niestandardowej konstrukcji finansowej dostosowanej do potrzeb klienta.

Oferta banków w tym zakresie obejmuje szereg różnych transakcji zabezpieczających ryzyko zmiany stopy procentowej. Do najczęściej wykorzystywanych należą transakcje IRS (*Interest Rate Swap*), transakcje FRA (*Forward Rate Agreement*), transakcje CIRS (*Currency Interest Rate Swap*) czy różnego rodzaju opcje na stopę procentową. Stosowanie instrumentów pochodnych

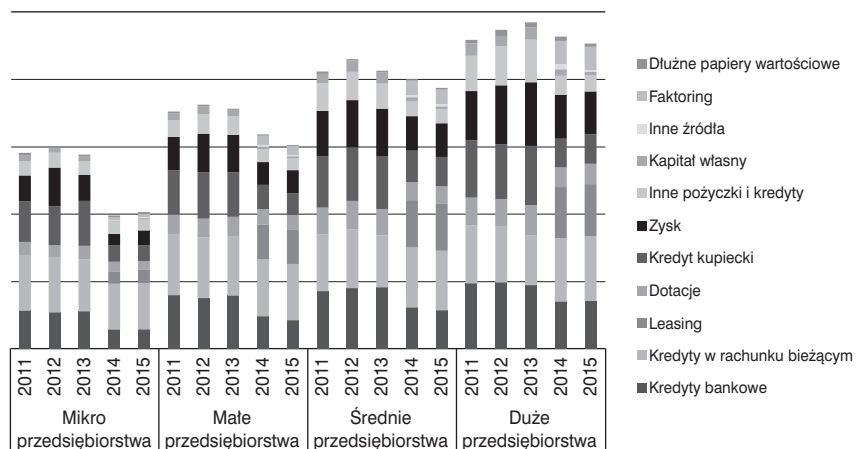
wiąże się z pewnym ryzykiem zarówno dla przedsiębiorstw, jak i banków. Dlatego elastyczność banków w zakresie ich stosowania podlega pewnym ograniczeniom wynikającym zarówno z regulacji wewnątrzbankowych, jak i ustawowych (np. dyrektywy MIFID).

Celem artykułu jest określenie przesłanek korzystania przez przedsiębiorstwa z oferowanych przez banki instrumentów pochodnych zabezpieczających ryzyko zmian stóp procentowych. Realizacja tego celu wymagała omówienia ryzyka transakcyjnego wynikającego ze zmiany stóp procentowych, scharakteryzowania dostępnych na polskim rynku instrumentów zabezpieczających to ryzyko oraz przeanalizowania korzyści i ryzyk wynikających z ich wykorzystania.

2. Ryzyko transakcyjne związane ze zmianą stopy procentowej kredytów gospodarczych

Struktura wykorzystania źródeł finansowania różni się w zależności od wielkości przedsiębiorstwa. Skłonność do korzystania z zewnętrznych źródeł finansowania rośnie wraz ze wzrostem wielkości i skali działania firm (ECB, 2016, s. 13–14). Uzyskane w badaniach Europejskiego Banku Centralnego dane potwierdzają, że pomimo coraz większej różnorodności i dostępności finansowania na rynku pozabankowym, produkty bankowe pozostają dla przedsiębiorstw, niezależnie od skali ich działania, głównym zewnętrznym źródłem finansowania. Najczęściej przedsiębiorstwa korzystają z kredytu w rachunku bieżącym. W 2015 r. w grupie badanych przedsiębiorstw skorzystało z niego 34,5% mikrofirm, 41,8% małych przedsiębiorstw, 44,4% średnich przedsiębiorstw oraz 48,2% dużych przedsiębiorstw. Na drugim miejscu wśród zewnętrznych źródeł finansowania znajdują się kredyty gospodarcze. W 2015 r. korzystało z nich 14,4% mikro, 21,2% małych, 28,5% średnich i 48,2% dużych przedsiębiorstw. We wszystkich grupach badanych przedsiębiorstw odsetek firm wykorzystujących zewnętrzne źródła finansowania przewyższa odsetek firm korzystających ze środków własnych. Struktura wykorzystania poszczególnych źródeł finansowania w latach 2011–2015 nie ulegała znaczącym zmianom (rysunek 1).

Rysunek 1. Wykorzystanie wewnętrznych i zewnętrznych źródeł finansowania w działalności mikro, małych, średnich i dużych przedsiębiorstw działających na terenie UE w latach 2011–2015



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Europejskiego Banku Centralnego, <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html> (03.01.2017).

Analiza wyników badań prowadzonych przez Europejski Bank Centralny pozwala na wyciągnięcie wniosku, że w najbliższym czasie wykorzystanie produktów bankowych dla finansowania działalności przedsiębiorstw nie ulegnie drastycznym zmianom i pozostaną one głównym zewnętrznym

źródłem pozyskiwania środków. Badani przedsiębiorcy jako główne bariery wzrostu wskazują bowiem inne czynniki (tabela 1). Dostęp do kredytów bankowych wśród tych czynników znajduje się na ostatnim miejscu i stanowi problem dla niespełna 8,9% przedsiębiorstw.

Tabela 1. Najważniejsze problemy stojące przed przedsiębiorstwami działającymi na terenie UE w 2015 r.

Problem	Wielkość przedsiębiorstwa			
	mikro	małe	średnie	duże
Pozyskanie nowych klientów	26,5	26,9	27,7	28,1
Dostępność wykwalifikowanej kadry	15,3	18,8	19,2	18,5
Konkurencja	12,9	14,1	16,4	17,1
Koszty produkcji	14,5	12,9	13,5	13,3
Regulacje	14,1	13,5	12,7	13,4
Dostęp do źródeł finansowania	12,1	9,8	7,5	6,5

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Europejskiego Banku Centralnego, <https://www.ecb.europa.eu/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html> (03.01.2017).

Poprawiająca się koniunktura gospodarcza i łagodzenie polityki kredytowej sprzyja wzrostowi dynamiki akcji kredytowej. Wartość portfela kredytowego w stosunku do roku poprzedniego w 2015 r. wzrosła o 7,9%. Na ten wzrost złożyły się:

wysoka dynamika kredytów inwestycyjnych, istotne przyspieszenie wzrostu w przypadku kredytów o charakterze bieżącym oraz na nieruchomości (NBP, 2016, s. 111–112) – tabela 2.

Tabela 2. Wartość kredytów dla przedsiębiorstw w Polsce w latach 2011–2015 (w mld PLN)

Wyszczególnienie	2011	2012	2013	2014	2015
Przedsiębiorcy indywidualni	46,4	49,0	52,7	58,6	61,6
Przedsiębiorstwa, w tym:	246,1	249,1	252,7	270,1	292,1
kredyty inwestycyjne	81,6	79,1	84,0	92,5	98,2
kredyty o charakterze bieżącym	100,5	103,3	102,6	105,9	114,9
kredyty na nieruchomości	46,7	49,3	47,4	48,7	55,2
pozostałe	17,3	17,4	18,7	23,0	23,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie NBP (2016).

Oprocentowanie kredytów bankowych oferowanych przedsiębiorcom na polskim rynku usług bankowych jest zazwyczaj oprocentowaniem zmiennym. Kredyty o stałej stopie procentowej oferowane są obecnie przez trzy banki: BZ WBK, Deutsche Bank i PKO BP, przy czym są to kredyty hipoteczne, a stała stopa procentowa nie jest oferowana przez cały okres trwania umowy kredytowej (Krasoń, 2017). W rezultacie korzystaniu z tego typu finansowania towarzyszy ryzyko transakcyjne dotyczące ceny pieniądza. Ryzyko stopy procentowej oznacza niekorzystną dla przedsiębiorstwa zmianę wartości zobowiązań odsetkowych (lub należności z tytułu lokat) związaną z wahaniami stóp procentowych na rynku pieniężnym (Słobosz, Ziomko i Przywecki, 2011; Rahnema, 1990).

Prognozowanie poziomu stóp procentowych jest niezwykle trudne ze względu na makroekonomiczny i częściowo polityczny charakter czynników wpływających na ich poziom. Źródłem tego ryzyka jest zatem brak możliwości dokładnego przewidzenia kierunku i skali zmian. Przy zmiennej stopie procentowej, w sytuacji wzrostu poziomu zastosowanej stopy bazowej (WIBOR, LIBOR, EURLIBOR itp.), przedsiębiorstwa, które prowadzą swoją działalność przy wsparciu dofinansowania zewnętrznego, są narażone na droższą obsługę zadłużenia. Utrzymujący się od kilku lat w polskiej gospodarce niezwykle niski poziom stóp procentowych pozwala przypuszczać, że prędzej czy później zostaną one podwyższone.

Biorąc pod uwagę wartości udzielanych przez banki kredytów (tabela 2) oraz udział kredytów w finansowaniu działalności przedsiębiorstw (rysunek 1), należy wskazać, że ponoszone w tym zakresie ryzyko wpływa nie tylko na poszczególne przedsię-

biorstwa, ale też na całą gospodarkę. Może się ono zmaterializować na każdym etapie trwania umowy kredytowej, realnie wpływając na koszty pozyskania kapitału i efektywność całego przedsięwzięcia. Z tego powodu przedsiębiorstwa powinny rozważyć możliwość zabezpieczenia się przed takim ryzykiem. Decyzję o wykorzystaniu oferowanych przez banki instrumentów zabezpieczających ryzyko stopy procentowej powinna poprzedzić wnikliwa analiza korzyści i ryzyk wynikających z ich wykorzystania.

3. Instrumenty rynku finansowego zabezpieczające ryzyko zmiany stopy procentowej oferowane przez banki w Polsce

Banki działające w Polsce oferują kilka rodzajów instrumentów pochodnych zabezpieczających ryzyko niekorzystnych zmian stóp procentowych. Instrumenty te pozwalają zabezpieczyć się przed wzrostem kosztu kredytu, umożliwiają bardziej precyzyjne zarządzanie przepływami finansowymi, budżetami i inwestycjami narażonymi na zmianę stopy procentowej. Pozwalają one także zabezpieczyć się przed obniżeniem stopy zwrotu z inwestycji, np. gdy posiadacz długoterminowych obligacji o zmiennym oprocentowaniu spodziewa się obniżki stóp procentowych. W dalszej części artykułu przedmiotem rozważań będzie tylko kwestia ograniczenia ryzyka wzrostu stopy procentowej przy zaciąganiu zobowiązań kredytowych. Wśród nich powszechnie oferowane są transakcje: Interest Rate Swap (IRS), Forward Rate Agreement (FRA), Currency Interest Rate Swap (CIRS) oraz opcje na stopę procentową (np. CAP/Floor) – tabela 3.

Tabela 3. Instrumenty zabezpieczające ryzyko stopy procentowej oferowane przedsiębiorstwom przez wybrane banki działające w Polsce

Bank	IRS	FRA	CIRS	Opcje
PKO Bank Polski SA	X	X	X	
Bank Pekao SA	X	X	X	X
Bank Zachodni WBK SA	X			
mBank SA	X	X	X	X
ING Bank Śląski SA	X	X	X	X
Getin Noble Bank SA	X			
Bank Millenium SA	X	X	X	X
Bank BGŻ PNB Paribas SA	X			X
Raiffeisen Polbank SA	X		X	X
Alior Bank SA	X		X	X

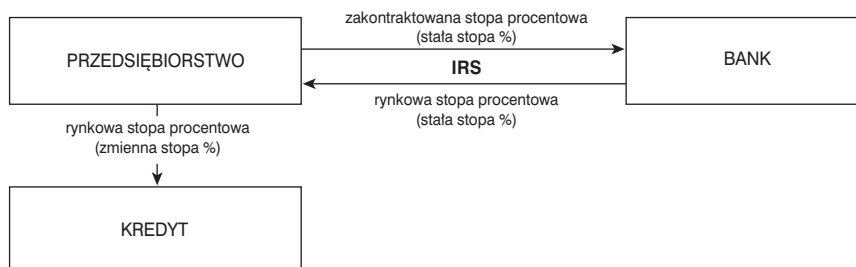
Źródło: opracowanie własne na podstawie informacji dostępnych na stronach internetowych banków (05.01.2017).

Podstawowym produktem oferowanym przez banki w celu zabezpieczenia ryzyka stopy procentowej jest transakcja IRS. W ramach umowy IRS strony umowy zobowiązują się do wymiany serii płatności odsetkowych naliczanych w tej samej walucie od uzgodnionej kwoty nominalnej i dla ustalonego okresu, przy czym jedna ze stron płaci odsetki oparte na stałym oprocentowaniu, druga strona zaś płaci odsetki oparte na oprocentowaniu zmiennym (Tymuła, 2000, s. 76) – rysunek 2. Możliwa jest wymiana zmiennej stopy procentowej na inną zmienną, np. 1M WIBOR na 3M WIBOR (Letkowski, 2011) lub zmiennej na stałą, co jest stosowane w przypadku inwestycji jako zabezpieczenie przed spadkiem stopy procentowej.

Rozliczenie transakcji odbywa się w wyznaczonych dniach przez porówna-

nie odpowiedniej stawki referencyjnej (np. WIBOR) z zakontraktowaną stopą procentową. Na koniec każdego okresu odsetkowego przedsiębiorstwo płaci odsetki naliczone według stałej stopy procentowej w transakcji IRS, a otrzymuje odsetki naliczone według zmiennej stopy procentowej ustalonej dla danego okresu odsetkowego. Zmienna stopa procentowa, która będzie obowiązywać w tym okresie, jest ustalana na podstawie stawki referencyjnej dwa dni robocze przed rozpoczęciem każdego okresu odsetkowego. Rozliczenie następuje poprzez wypłacenie różnicy pomiędzy obiema płatnościami (rozliczenie netto). W sytuacji, gdy przedsiębiorstwo decyduje się dokonać wcześniejszej spłaty kredytu zabezpieczonego transakcją IRS, następuje też wcześniejsze rozliczenie transakcji IRS (tzw. *early termination*).

Rysunek 2. Mechanizm transakcji IRS



Źródło: opracowanie własne.

Transakcja IRS, jako transakcja pozabilansowa, nie wymaga zaangażowania kapitałowego. Ponadto w stosunku do kredytu jest to odrębna umowa, co daje możliwość zabezpieczenia kredytu zaciągniętego w innym banku oraz swobodę w wyborze okresu zabezpieczenia (czas trwania transakcji IRS nie musi obejmować całego okresu kredytowania). Ponadto transakcje IRS charakteryzują się dużą elastycznością ich dopasowania do parametrów kredytu, w tym jego waluty, amortyzacji, harmonogramu spłat, karencji w spłacie kapitału (Malinowski, 2011) itd. Z zawarciem transakcji IRS nie są związane dodatkowe koszty. Trzeba jednak pamiętać, że zakontraktowana stopa procentowa na dzień zawarcia umowy jest zazwyczaj mniej korzystna od obowiązującej w tym czasie na rynku stawki referencyjnej. Wiele przedsiębiorstw jest gotowych ponieść taki koszt dla niezmienności kosztów finansowania. Ustabilizowanie kosztów odsetkowych dzięki ustaleniu efektywnego kosztu kredytu już w dniu zawarcia transakcji ułatwia przedsiębiorstwu planowanie finansowe.

Należy zwrócić uwagę na fakt, że analizowany instrument nie jest dostępny dla każdego przedsiębiorstwa i dla każdej umowy kredytowej. Wśród wymagań, które muszą zostać spełnione, najczęściej wymienia się:

- minimalną kwotę transakcji, która z reguły dla transakcji złotówkowych wynosi około 1 mln złotych, a dla transakcji w walutach obcych 1 mln EUR lub równowartość tej kwoty w innej walucie obcej,
- czas trwania transakcji (od 1 roku do 25 lat),
- przyznanie przez bank limitu transakcyjnego dla IRS,
- uzyskanie statusu klienta profesjonalnego zgodnie z klasyfikacją MIFID,
- spełnienie przez przedsiębiorstwo wymagań rozporządzenia EMIR.

Transakcja IRS w sytuacji przewidywania podwyżek stóp procentowych jest pożądanym instrumentem zabezpieczenia ceny kredytu, pod warunkiem że sam instrument jest dla danego przedsiębiorstwa dostępny. Korzystając z tego instrumentu, przedsiębiorstwo musi być świadome pewnych ryzyk z nim związanych. Po pierwsze, po potwierdzeniu transakcji, niezależnie od przyszłych zdarzeń i okoliczności, nie jest możliwe wycofanie się z niej ani zmiana jej warunków. Transakcja IRS obarczona

jest również umiarkowanym ryzykiem niedopasowania przepływów przedsiębiorstwa z jego zobowiązaniami wynikającymi z transakcji oraz umiarkowanym ryzykiem rynkowym związanym z możliwością niekorzystnych (innych od oczekiwań przedsiębiorstwa) zmian poziomu stóp procentowych. Jeśli transakcja IRS zawierana jest jako zabezpieczenie przyszłych płatności w przypadku wzrostu stóp procentowych, ryzyko rynkowe jest istotnie ograniczone, ponieważ wpływy zmiany stóp procentowych na pozycję zabezpieczaną i transakcję znoszą się. Natomiast w przypadku spadku stóp procentowych przedsiębiorstwo płaci stałą stopę procentową i nie korzysta ze spadku stóp procentowych.

Mniej popularne wśród przedsiębiorstw są pozostałe instrumenty pochodne zabezpieczające stopę procentową.

Kontrakt FRA stanowiący dwustronne zobowiązanie (klienta i banku) do rozliczenia różnicy pomiędzy uzgodnioną stawką (stopa stała), a stawką referencyjną – stopa zmienna (np. WIBOR) dla określonej kwoty i w określonym dniu w przyszłości, tzw. dniu rozliczenia zabezpiecza pojedynczą płatność odsetkową. W rezultacie przedsiębiorstwo, aby zabezpieczyć serię płatności, zmuszone jest zawrzeć kilka tego typu kontraktów (na każdy okres rozliczeniowy).

Na mniejszą popularność transakcji FRA wpływa również wysokie ryzyko niedopasowania przepływów przedsiębiorstwa do jego zobowiązań wynikających z transakcji. Podobnie jak w przypadku transakcji IRS, ryzyko rynkowe związane z możliwością niekorzystnych (innych od oczekiwań przedsiębiorstwa) zmian poziomu stóp procentowych oceniane jest jako umiarkowane. I w tym przypadku przy wzroście dodatnich stóp procentowych jest ono istotnie ograniczone (wpływy zmiany stóp procentowych na pozycję zabezpieczaną i transakcję znoszą się), a przy spadku stóp procentowych przedsiębiorstwo nie odnosi żadnych korzyści.

Głównymi korzyściami wykorzystania FRA do ograniczenia ryzyka zmiany stóp procentowych są: możliwość dokładnej projekcji wyniku finansowego dla danej płatności, brak zaangażowania kapitałowego oraz możliwość odsprzedaży lub odkupu FRA przed terminem rozliczenia.

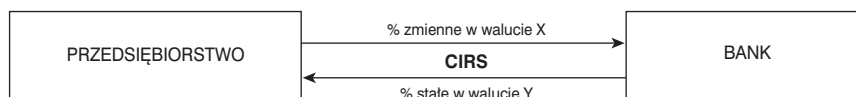
Kolejnym instrumentem zabezpieczającym ryzyko zmiany stóp procentowych jest

transakcja CIRS, która może być również wykorzystywana jako instrument zabezpieczający przed ryzykiem zmiany kursu walutowego.

CIRS jest umową pomiędzy dwiema stronami, polegającą na zamianie płatno-

ści odsetkowych liczonych w jednej walucie (np. EUR) według stopy procentowej zmiennej na płatności odsetkowe liczone w innej walucie (np. PLN) według stałej lub odwrotnie (Binkowski i Bееck, 1998, s. 58) – rysunek 3.

Rysunek 3. Mechanizm transakcji CIRS



Źródło: opracowanie własne.

Obie płatności odsetkowe naliczane są od uzgodnionych przez strony transakcji kwot nominalnych (ustalonych w oparciu o dany kurs walutowy), a ich wymiana jest dokonywana cyklicznie w uzgodnionych dniach. W przypadku tej transakcji poziom ryzyka jest podobny do ryzyk występujących w transakcjach IRS i FRA.

Do najważniejszych korzyści można zaliczyć możliwość:

- jednoczesnego zabezpieczenia się przed ryzykiem zmiany stóp procentowych i kursu walutowego,
- zmiany profilu ryzyka bez zmiany pierwotnej umowy kredytowej,
- dokładnej projekcji wyniku finansowego poprzez ustalenie już w dniu zawarcia transakcji poziomu kursu walutowego oraz oprocentowania kredytu opartego na zmiennym oprocentowaniu, na cały okres kredytowania,
- odsprzedaży lub odkupu kontraktu przed jego końcem,
- odwrócenia transakcji w trakcie jej trwania,
- zawarcia transakcji CIRS o niestandardowej konstrukcji finansowej (np. amortyzowanych, zaliczkowych, roller-coaster).

Innym instrumentem zabezpieczenia ryzyka zmiany stopy procentowej są opcje na stopę procentową. To instrument finansowy dający nabywcy opcji prawo (nie zobowiązanie) do „pożyczenia” lub „ulokowania” w przyszłości środków według uprzednio ustalonej stałej stopy procentowej, w zamian za zapłaconą na rzecz wystawcy premię. Przedsiębiorstwa (kredytobiorcy) mają możliwość zarówno nabywania opcji od banku, jak i ich sprzedaży bankowi. W przypadku wykonania przez

nabywcę opcji prawa do rozliczenia opcji na stopę procentową rozliczana jest jedynie różnica pomiędzy poziomem stopy procentowej ustalonej w momencie zawierania transakcji a poziomem stopy referencyjnej w dniu rozliczenia. Banki oferują opcje CAP, FLOOR oraz COLLAR.

Wystawca opcji CAP (bank) gwarantuje, że wypłaci nabywcy różnicę wynikającą ze wzrostu rynkowych stóp procentowych ponad poziom ustalony w opcji. Nabywca opcji CAP (przedsiębiorstwo-kredytobiorca) zabezpiecza się w ten sposób przed wzrostem stóp, zachowując jednocześnie możliwość skorzystania z ewentualnego spadku ich poziomu.

Opcja FLOOR wykorzystywana jest do zabezpieczenia stopy procentowej przy inwestycjach przedsiębiorstw w celu ograniczenia ryzyka spadku stóp procentowych. Wystawca opcji FLOOR gwarantuje, że wypłaci nabywcy różnicę wynikającą ze spadku stóp procentowych poniżej poziomu ustalonego w opcji. Nabywca opcji FLOOR (np. inwestor) zabezpiecza się w ten sposób przed spadkiem stóp procentowych, zachowując jednocześnie możliwość skorzystania z ewentualnego wzrostu ich poziomu.

Opcja COLLAR jest złożeniem opcji CAP i opcji FLOOR, pozwalającym na zabezpieczenie ryzyka stopy procentowej w pewnym korytarzu wahań rynkowej stopy procentowej w zdefiniowanym okresie. Górna granica korytarza to CAP, dolna to FLOOR. Klient sprzedaje jedną z tych opcji, drugą kupuje.

Banki oferujące opcje CAP i FLOOR wymagają odpowiednio wysokiej wartości kontraktu (średnio około 5 mln PLN) na okres od 1 roku do 10 lat.

Opcja na stopę procentową obarczona jest umiarkowanym ryzykiem niedopasowania przychodów klienta do jego płatności z tytułu zawarcia transakcji oraz umiarkowanym ryzykiem rynkowym związanym z możliwością niekorzystnych (innych od oczekiwania klienta) zmian poziomu stóp procentowych. W przypadku gdy klient za pomocą zakupionych opcji zabezpiecza przyszłe płatności, ryzyko rynkowe jest ograniczone. W przypadku zawarcia transakcji typu COLLAR (klient kupuje opcję CAP i sprzedaje opcję FLOOR), w środowisku ujemnych stóp procentowych, ryzyko rynkowe nie jest ograniczone. Podobnie jak w przypadku pozostałych instrumentów stosowanie opcji może przynieść przedsiębiorstwu szereg korzyści. Wśród nich najczęściej wymienia się możliwość: zabezpieczenia się przed ryzykiem zmiany stóp procentowych, precyzyjnego planowania finansowego w długim okresie, ograniczenia wzrostu kosztu kredytu (lub przy opcjach FLOOR spadku rentowności inwestycji) opartych o zmienną stopę procentową, ograniczenia kosztów transakcji do wysokości płaconej premii opcyjnej, zastosowania strategii opcyjnych odpowiadających specyficznym potrzebom klienta oraz odsprzedania lub odkupienia opcji.

Wszystkie omówione transakcje umożliwiają przedsiębiorstwu zabezpieczenie się przed ryzykiem niekorzystnych zmian stóp procentowych. Ze wszystkimi związane są też pewne ryzyka. Doświadczenia kryzysu finansowego zapoczątkowanego w 2008 r. pozwalają sądzić, że niedostateczna wiedza o charakterze instrumentów finansowych i ryzyku zawieranych transakcji w przypadku niektórych przedsiębiorstw mogła być przyczyną problemów w ich rozliczaniu (International Swaps and Derivatives Association, 2004, s. 418). W rezultacie na rynku pojawiły się nowe wymagania regulacyjne określające zasady i warunki stosowania tego typu instrumentów.

4. Uwarunkowania regulacyjne dotyczące stosowania instrumentów zabezpieczających ryzyko zmiany stopy procentowej

Kluczową regulacją mającą na celu ochronę inwestorów, zwiększoną przejrzystość działania banków i firm inwestycyjnych oraz promowanie konkurencji w sektorze finansowym są Dyrektywa w sprawie

rynków instrumentów finansowych (*Markets in Financial Instruments Directive* – MiFID)¹ oraz Rozporządzenie MiFIR (*Markets in Financial Instruments Regulation*)². Główną przesłanką wprowadzenia MIFID była chęć ograniczenia ryzyka pojawiającego się w tego typu transakcjach. Przedmiotem dyrektywy jest obrót instrumentami rynku pieniężnego, jednostkami funduszy inwestycyjnych oraz papierami wartościowymi i instrumentami pochodnymi, a także świadczenia usług powierniczych i doradztwa inwestycyjnego (Pyka, 2010).

Zgodnie z MiFID informacje kierowane przez banki do klientów powinny być rzetelne, niebudzące wątpliwości i niewprowadzające w błąd. Banki zobowiązane są do przedstawiania szczegółowych wyjaśnień dotyczących charakteru instrumentu finansowego i opisu ryzyka, jakie się z nim wiąże. Bank musi dokładnie opisać składniki i mechanizm ryzyka w przypadku instrumentów złożonych z kilku instrumentów lub usług. Ponadto banki mają obowiązek przeprowadzenia oceny adekwatności (poprzez przymus wypełniania przez klientów specjalnych ankiet, które mają określać ich profil inwestycyjny), czyli upewnić się, czy transakcja spełnia cele inwestycyjne klienta, czy klient rozumie i jest zdolny oszacować ryzyko związane z daną usługą inwestycyjną lub instrumentem finansowym oraz czy jest on zdolny zarządzać tym ryzykiem. Bank weryfikuje zwłaszcza rodzaje usług i instrumentów finansowych znanych klientowi, wielkość i częstotliwość transakcji zawieranych na poszczególnych instrumentach oraz okres, w jakim były zawierane, poziom wykształcenia oraz obecny lub poprzedni zawód klienta istotny w rozpatrywanym względzie (zob. art. 19 ust. 4–5 MiFID1 oraz art. 36–37 MiFID2). W sytuacji niedostatecznego zrozumienia istoty instrumentu finansowego przez klienta i ryzyka generowanego przez zawarcie danej transakcji bank nie może rekomendować danej usługi klientowi, a nawet w pewnych sytuacjach powinien odradzać klientowi zakup określonych instrumentów finansowych. Jeśli mimo wszystko klient zdecyduje się na przeprowadzenie transakcji, bank powinien przekazać mu udokumentowane ostrzeżenie (Rak i Ambrozik, 2009, s. 426).

Ochrona inwestorów polega również na jawnej klasyfikacji klientów, Klasyfikacja

klientów zakłada, że różnym typom klientów należy zapewnić inny poziom ochrony oraz przekazać odpowiednie informacje na temat produktów i usług inwestycyjnych świadczonych przez firmę inwestycyjną. Klasyfikacja ta powinna podlegać regularnym przeglądom. W Dyrektywie MiFID klienci zostali podzieleni na trzy grupy: uprawnionych kontrahentów, klientów profesjonalnych i klientów detalicznych.

W aspekcie omawianego tematu (tj. zabezpieczeń ryzyka stopy procentowej przedsiębiorstw niefinansowych) omówienia wymaga grupa klientów detalicznych i profesjonalnych³. Z najwyższego poziomu ochrony korzystają klienci detaliczni. Do nich zalicza się tych klientów, którzy nie należą do pozostałych kategorii. Z kolei za klientów profesjonalnych uznaje się przedsiębiorstwa spełniające co najmniej dwa z poniższych wymogów:

- suma bilansowa wynosi co najmniej 20 000 000 EUR,
- obrót netto wynosi co najmniej 40 000 000 EUR,
- kapitał (fundusz) własny wynosi co najmniej 2 000 000 EUR.

W porównaniu z klientami detalicznymi, ta kategoria klientów zobowiązana jest przekazać bankowi czy firmie inwestycyjnej mniej informacji niż klienci detaliczni i jest objęta mniejszą niż oni ochroną.

Klienci powinni zostać powiadomieni o przydzielonej im kategorii. W tym celu wykorzystuje się tzw. pakiety informacyjne dla klientów (zob. art. 28 MiFID), których zawartość dopasowana jest do danej kategorii. Ponadto klient powinien zostać poinformowany o możliwości ubiegania się o zakwalifikowanie do wyższej (opcja podwyższenia) lub niższej (opcja obniżenia) kategorii. W dokumencie powinno być wyraźnie zaznaczone, że klasyfikacja w wyższej kategorii będzie skutkowałą dla klienta tym, że będzie on otrzymywał znacznie mniej informacji i będzie chroniony w znacznie mniejszym stopniu.

Większość przedsiębiorstw w Polsce kwalifikuje się do kategorii klientów detalicznych. Niezależnie od ich wielkości i doświadczenia dyrektywa zobowiązuje banki do podjęcia wszelkich uzasadnionych działań w celu najkorzystniejszej realizacji ich zleceń w odniesieniu do ceny, kosztu, szybkości i innych czynników. Obowiązek najlepszego wykonania odnoszący się do wszystkich rodzajów instrumentów

finansowych określa art. 21 MiFID1 z dalszymi uściśleniami w MiFID2 (sekcja 5). Do obowiązków z tym związanych należy dokładne rejestrowanie zleceń, wykonywanie porównywalnych zleceń klientów kolejno i niezwłocznie oraz informowanie klientów o wszelkich istotnych trudnościach w realizacji zleceń. Dodatkowo bank musi być w stanie udowodnić, że zlecenia były realizowane zgodnie z przedstawioną klientowi i zaakceptowaną przez niego polityką. Warunkiem uznania przekazywanych klientom informacji za rzetelne, niebudzące wątpliwości i niewprowadzające w błąd jest spełnienie warunków określonych w art. 27 MiFID2. Ponadto realizacja zaleceń MiFID, jako działanie w najlepiej pojętym interesie klienta, narzuca na banki obowiązek podania łącznej ceny usługi. Jeżeli podanie ceny nie jest możliwe, to należy przedstawić weryfikowalną podstawę obliczenia ceny. W przypadku wystąpienia opłat w walucie należy podać obowiązujący kurs i ewentualny koszt wymiany. Klient musi być również poinformowany o wszelkich innych kosztach, które nie są płatne za pośrednictwem banku czy przedsiębiorstwa inwestycyjnego (np. podatki), o sposobie płatności itp. (sposób informowania o kosztach jest określony przez art. 33 MiFID2).

Regulacje zawarte w Dyrektywach MiFID wywierają wpływ na strukturę rynku instrumentów pochodnych. Restrykcyjne wymogi transparentności z jednej strony przekładają się na zwiększenie konkurencyjności rynku, ale z drugiej strony większa konkurencyjność rynku (cen) mogą skutkować w dłuższej perspektywie konsolidacją rynku wokół największych graczy. Potwierdza to polska praktyka gospodarcza, która pokazuje, że w ostatnich latach część banków znacznie ograniczyło swój „apetyt” na zawieranie transakcji pochodnych (szczególnie z klientami detalicznymi).

5. Podsumowanie

Poprawiająca się koniunktura gospodarcza, złagodzenie przez banki polityki kredytowej oraz niski poziom stóp procentowych sprzyjają zwiększaniu zobowiązań kredytowych, co potwierdzają dane dotyczące dynamiki akcji kredytowej w Polsce. Dominująca pozycja kredytów wśród zewnętrznych źródeł finansowania działalności przedsiębiorstw powoduje, że jednym z kluczowych zagrożeń utrudniających osza-

cowanie kosztu pozyskanego w ten sposób kapitału i planowanie finansowe jest ryzyko wzrostu stóp procentowych.

Wychodząc naprzeciw potrzebom klientów w tym zakresie, banki oferują szereg produktów mających na celu zabezpieczenie przedsiębiorstw przed tego typu ryzykiem. Transakcje te wykorzystują instrumenty pochodne o niestandardowej konstrukcji finansowej. Instrumenty te, poza szeregiem korzyści wynikających z ich wykorzystania, wiążą się również z pewnymi ryzykami. Brak zrozumienia specyfiki tego typu produktów uznawany jest za jedną z przyczyn problemów, które pojawiły się w czasie ostatniego kryzysu finansowego.

Obowiązujące obecnie regulacje chronią przedsiębiorstwa przed pochopnym wykorzystaniem instrumentów zabezpieczających ryzyko stopy procentowej. Zgodnie z dyrektywą MiFID wszystkie analizowane banki informują klientów zarówno o zalecanych, jak i ryzykach związanych ze skorzystaniem z tych instrumentów. Do głównych przesłanek przemawiających za korzystaniem z tego typu instrumentów należy zaliczyć możliwość projekcji kosztów kapitału i wyniku finansowego, brak konieczności zaangażowania kapitałowego oraz ich elastyczność umożliwiającą dopasowanie instrumentu do sytuacji i potrzeb danego przedsiębiorstwa.

Przypisy

- ¹ Podstawy prawne MiFID to: 1) Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych („Dyrektywa MiFID”); 2) Rozporządzenie Komisji (WE) nr 1287/2006 z dnia 10 sierpnia 2006 r. wprowadzające środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do zobowiązań przedsiębiorstw inwestycyjnych w zakresie prowadzenia rejestrów, sprawozdań z transakcji, przejrzystości rynkowej, dopuszczania instrumentów finansowych do obrotu oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy; 3) Dyrektywa Komisji 2006/73/WE z dnia 10 sierpnia 2006 r. wprowadzającej środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez przedsiębiorstwa inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy (tzw. MiFID 2); 4) Dyrektywa 2006/31/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 5 kwietnia

2006 r. zmieniającej dyrektywę 2004/39/WE w sprawie rynków instrumentów finansowych w odniesieniu do niektórych terminów; 5) Dyrektywa 97/9/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 3 marca 1997 r. w sprawie systemów rekompensat dla inwestorów. Najważniejsze krajowe akty prawne dostosowujące rynek usług finansowych w Polsce do wymogów MiFID to: Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi z dnia 29 lipca 2005 r., Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 20 listopada 2009 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych.

- ² Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (EU) nr 648/2012.
- ³ Do uprawnionych kontrahentów zalicza się podmioty działające w sektorze finansowym, w tym: banki, biura maklerskie, firmy ubezpieczeniowe oraz fundusze inwestycyjne i emerytalne, a także instytucje rządowe i publiczne, banki centralne i instytucje ponadnarodowe. Podmioty te korzystają z najniższego poziomu ochrony gwarantowanej dyrektywą MiFID. Zakłada się, że posiadają one doświadczenie pozwalające na podejmowanie decyzji inwestycyjnych w oparciu o swój profil korporacyjny. Przedsiębiorstwo spełniające warunki kontrahenta uprawnionego musi wyrazić *explicite* zgodę na takie traktowanie. Może to być zawarte w umowie ogólnej lub dotyczącej każdej transakcji.

Bibliografia

- Binkowski, P. i Beeck, H. (1998). *Innowacje bankowe, instrumenty terminowego rynku finansowego*. Warszawa: Poltext.
- Dyrektywa Komisji 2006/73/WE z dnia 10 sierpnia 2006 r. wprowadzająca środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez przedsiębiorstwa inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy (Tekst mający znaczenie dla EOG), DzU UE L 241/26. Pozyskano z <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32006L0073&from=PL>
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2004/39/WE z dnia 21 kwietnia 2004 r. 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) – MiFID; DzU UE L 145. Pozyskano z <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A32004L0039>

- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2006/31/WE z dnia 5 kwietnia 2006 r. zmieniająca dyrektywę 2004/39/WE w sprawie rynków instrumentów finansowych w odniesieniu do niektórych terminów; DzUrz UE L 114/60. Pozyskano z <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=celex%3A32006L0031>
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 97/9/WE z dnia 3 marca 1997 r. w sprawie systemów rekompensat dla inwestorów, DzUrz UE L 84/22. Pozyskano z <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:31997L0009&from=PL>
- ECB. (2016). *The Survey on the Access to Finance of Enterprises in the Euro Area. October 2015 to March 2016*. Frankfurt am Main: European Central Bank.
- International Swaps and Derivatives Association. (2004). *A Survey of Finance Professors' Views on Derivatives*. Cyt. za: E. Pietrzak i M. Markiewicz (red.) (2007). *Finanse, bankowość i rynki finansowe*. Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego.
- Krasoń, M. (2017). *Które banki oferują kredyty o stałej stopie oprocentowania?* Pozyskano z <http://mojafirma.infor.pl/kredyty/rynek-kredytow/28-0040.Ktore-banki-oferuja-kredyty-o-stalej-stopie-oprocentowania.html>
- Letkowski, D. (2011). Swap – konstrukcja kontraktu, rynek i ryzyko. *Acta Univesitatis Lodziensis, Folia Oeconomica*, 247, 109–123.
- Malinowski, A. (2011). Zastosowanie kontraktów SWAP w Polsce. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Przyrodniczo-Humanistycznego w Siedlcach. Administracja i Zarządzanie*, 88(15), 127–135.
- NBP. (2016). *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2015 r.* Warszawa: Departament Stabilności Finansowej NBP. Pozyskano z <http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/systemfinansowy/rozwoj.html>
- Pietrzak, E. i Markiewicz M. (2007). *Finanse, bankowość i rynki finansowe*. Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego.
- Pyka, A. (2010). Markets in financial instruments directive (MIFID) jako instrument ograniczenia ryzyka transakcji na papierach wartościowych. *Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Poznaniu*, (29), 209–219.
- Rahnema, A. (1990). *An Overview of Exchange and Interest Rate Risk Management*. Spain: IESE Business School, University of Navarra.
- Rak, J. i Ambrozik, M. (2009). Walutowe transakcje opcyjne – analiza przypadku. W: W. Szczęsny i J. Turyna (red.), *Finansowe uwarunkowania rozwoju organizacji gospodarczych. Teoria i praktyka budżetowania*. Warszawa: Wydawnictwo Uniwersytetu Warszawskiego.
- Rozporządzenie Komisji (WE) nr 1287/2006 z dnia 10 sierpnia 2006 r. wprowadzające środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do zobowiązań przedsiębiorstw inwestycyjnych w zakresie prowadzenia rejestrów, sprawozdań z transakcji, przejrzystości rynkowej, dopuszczania instrumentów finansowych do obrotu oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy. Dz.U. UE L 241/1. Pozyskano z <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/HTML/?uri=CELEX:32006R1287&from=PL>
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 20 listopada 2009 r. w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych, Dz.U. 2009 nr 204 poz. 1577.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (EU) nr 648/2012. Dz.U. UE L 173/84. Pozyskano z <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0600&qid=1474466666072&from=PL>
- Rysińska, M. (2014). Zarządzanie ryzykiem w działalności gospodarczej ze szczególnym uwzględnieniem stopy procentowej i waluty. *Studia i Materiały. Miscellanea Oeconomicae*, (4).
- Stobosz, J., Ziomko, R. i Przywecki, M. (2011). *Badanie zarządzania ryzykiem i ubezpieczeniami w firmach w Polsce*. Warszawa: Aon Polska Sp. z o.o.
- Tymuła, I. (2000). *Swapy finansowe*. Warszawa: Biblioteka Menedżera i Bankowca.
- Ustawa o obrocie instrumentami finansowymi z dnia 29 lipca 2005 r., Dz.U. 2005 nr 183 poz. 1538.