

ANETA KALISIAK

## Alternatywne formy transferu i finansowania ryzyka w przedsiębiorstwie

*Przedmiotem artykułu są alternatywne instrumenty ubezpieczania ryzyka działalności przedsiębiorstw. Rozwój nowych form transferu i finansowania ryzyka nastąpił w wyniku integracji różnych segmentów rynku finansowego. Tego rodzaju instrumenty znajdują zastosowanie w podmiotach o rozbudowanych pionach finansowych, gdyż wymagają specjalistycznej wiedzy i prowadzenia wielu analiz. Szczególną formą alternatywnego ubezpieczenia ryzyka jest kapitał warunkowy, dający dostęp do dodatkowych środków w momencie wystąpienia określonego zdarzenia losowego (trigger event).*

**Słowa kluczowe:** ryzyko działalności przedsiębiorstw, zapotrzebowanie na kapitał, transfer ryzyka, kapitał warunkowy, kapitał pozabilansowy.

### Wprowadzenie

Współczesne przedsiębiorstwa mogą korzystać z innowacyjnych rozwiązań w zakresie zarządzania ryzykiem prowadzonej działalności. Jest to wynikiem integracji zarządzania ryzykiem i kapitałem danego podmiotu gospodarczego. Przedsiębiorstwa zyskują dzięki temu dostęp do dodatkowego kapitału na finansowanie negatywnych skutków zmaterializowania się ryzyka.

Problematyka niniejszego artykułu koncentruje się na alternatywnych formach ochrony przed skutkami ryzyka w przedsiębiorstwie. W opracowaniu scharakteryzowano podstawowe instrumenty alternatywnego transferu i finansowania ryzyka przez przedsiębiorstwa. Przy opracowywaniu niniejszego artykułu dokonano m.in. przeglądu najnowszych badań oraz istotnych publikacji polsko- oraz anglojęzycznych.

Artykuł składa się z pięciu części. W pierwszej przedstawiono istotę finansowania działalności podmiotów gospodarczych oraz źródła pozyskania kapitału przez przedsiębiorstwa. Część druga prezentuje zależność pomiędzy koniecznością ochrony przed ryzykiem, na jakie narażone jest przedsiębiorstwo, a jego zapotrzebowaniem na kapitał. Obok krótkiej charakterystyki podstawowych ryzyk, przedstawione zostały metody ich kontroli. Alternatywne formy ochrony przed skutkami ryzyka zaprezentowano w części trzeciej. W części czwartej przedstawiono istotę kapitału

warunkowego, zaś w części ostatniej zaprezentowano możliwości oraz bariery jego zastosowania w przedsiębiorstwie, a także przewidywania autorki co do kierunku dalszego rozwoju rynku finansowania warunkowego.

## 1. Finansowanie działalności przedsiębiorstwa

Prowadzenie działalności przez przedsiębiorstwo, zarówno w obszarze operacyjnym, jak i inwestycyjnym, wymaga dysponowania odpowiednimi aktywami, a także pozyskania źródeł ich finansowania – kapitałów. Kapitał może być pozyskany zarówno ze źródeł wewnętrznych, tzn. wypracowanych przez dany podmiot, oraz zewnętrznych, pochodzących ze środków innych przedsiębiorstw i uczestników rynku, np. banków, inwestorów itp.

Do źródeł wewnętrznych zalicza się zysk zatrzymany [zysk netto pomniejszony o wypłacone dywidendy], odpis amortyzacyjny, wpływy ze sprzedaży aktywów, a także nadwyżki środków pieniężnych. Zewnętrzne źródła obejmują wszelkie zwiększenia pasywów. Wyjątek stanowi wzrost kapitału własnego powstały w wyniku zatrzymania zysku. Zewnętrznych źródeł finansowania działalności dostarcza przedsiębiorcom przede wszystkim rynek finansowy, m.in. z emisji papierów wartościowych, udziałowych oraz dłużnych. Inną formą finansowania zewnętrznego jest leasing. Zgodnie z art. 709 Kodeksu cywilnego „przez umowę leasingu finansujący zobowiązuje się w zakresie działalności swego przedsiębiorstwa nabyć rzecz od oznaczonego zbywcy na warunkach określonych w tej umowie i oddać tę rzecz korzystającemu do używania albo używania i pobierania pożytków przez czas oznaczony, a korzystający zobowiązuje się zapłacić finansującemu w uzgodnionych ratach wynagrodzenie pieniężne, równe co najmniej cenie lub wynagrodzeniu z tytułu nabycia rzeczy przez finansującego”.<sup>1</sup> W przypadku leasingu przedsiębiorstwo nie otrzymuje środków pieniężnych, gdyż zostaje mu przekazany do użytkowania środek rzeczowy, stanowiący przedmiot umowy. Wykorzystując finansowanie bankowe, podmioty mogą pozyskiwać środki poprzez zaciągnięcie kredytów. Poza rynkiem finansowym podstawowym źródłem zewnętrznego finansowania przedsiębiorstw są krótkoterminowe zobowiązania, powstające w ramach prowadzonej przez owe podmioty działalności operacyjnej. Ich przewaga nad pożyczkami i kredytami polega na braku naliczania oprocentowania w przypadku ich terminowego regulowania.

Podstawową klasyfikację kapitału będącego w dyspozycji przedsiębiorstwa stanowi podział na kapitały własne i obce. Nie wszystkie bowiem przedstawione źródła finansowania stanowią dla przedsiębiorstwa źródła kapitału. Kapitał obcy stanowią zaciągnięte przez przedsiębiorstwo oprocentowane zobowiązania w formie m.in. kredytów oraz pożyczek. „Istotne znaczenie dla zaliczania zobowiązań do kapitału obcego ma bowiem fakt, że zobowiązania te powstały na skutek decyzji wierzycieli o zainwestowaniu posiadanych przez nich kapitałów w przedsiębiorstwo, mających na uwadze możliwą do realizacji stopę zwrotu z takiej inwestycji”.<sup>2</sup> Kapitały własne mogą pochodzić zarówno ze źródeł zewnętrznych, (kapitały wniesione przez udziałowców), jak i wewnętrznych (tablica 1).

---

1. Art. 709 Ustawy z 3 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny [Dz. U. 1964 Nr 16, poz. 93].

2. A. Duliniec, *Finansowanie przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007, s. 36.

Tablica 1. Źródła kapitału

|                                                                                                                                                                                                                                         |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Wewnętrzne źródło kapitału własnego:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Zysk zatrzymany</li> </ul>                                                                                                                         |
| <b>Zewnętrzne źródła kapitału własnego:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Emisja akcji/zwiększanie udziałów</li> </ul>                                                                                                       |
| <b>Zewnętrzne źródła kapitału obcego:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Kredyty bankowe</li> <li>• Emisja dłużnych papierów wartościowych (obligacji i innych instrumentów dłużnych)</li> <li>• Leasing finansowy</li> </ul> |
| <b>Zewnętrzne źródło kapitału hybrydowego/zamiennego:</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Emisja obligacji zamiennych i innych hybrydowych papierów wartościowych</li> </ul>                                                   |

Źródło: A. Duliniec, *Finansowanie przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007, s. 37.

Zgodnie z teorią hierarchii źródeł finansowania „przedsiębiorstwa powinny wykorzystywać takie źródła finansowania, które minimalizują negatywne skutki występowania asymetrii informacyjnej. Wymaga to wyboru źródeł finansowania według następującej kolejności: zysk zatrzymany, dług, papiery hybrydowe, emisja akcji”<sup>3</sup>. Oznacza to, że przedsiębiorstwa decydują się na korzystanie z zewnętrznych źródeł kapitału, gdy wewnętrzne oraz zewnętrzne źródła niebędące źródłami kapitału zostaną wyczerpane.

## 2. Zapotrzebowanie na kapitał a ochrona przed skutkami ryzyka w przedsiębiorstwie

Zapotrzebowanie na kapitał w przedsiębiorstwie jest zdeterminowane przede wszystkim koniecznością finansowania posiadanych przez dany podmiot aktywów, niezbędnych do prowadzenia przez niego działalności. Zainwestowany w przedsiębiorstwie kapitał zarówno własny, jak i obcy, ma na celu finansowanie aktywów operacyjnych netto<sup>4</sup>. Dlatego też jest nazywany kapitałem operacyjnym. Jego wysokość jest szacowana przy założeniu niewystępowania ryzyka.

Wszystkie przedsiębiorstwa działają w warunkach kształtowanych przez szereg czynników od nich niezależnych – trudnych do przewidzenia i precyzyjnego określenia. A tam, gdzie pojawia się niewiadoma, pojawia się również ryzyko. Dlatego też zapotrzebowanie przedsiębiorstwa na kapitał zależy także od jego ekspozycji na ryzyko, wynikającej z prowadzonej działalności. Obok kapitału operacyjnego przedsiębiorstwa powinny dysponować dodatkowym kapitałem, który pozwoli na pokrycie skutków zmaterializowania się różnych rodzajów ryzyka.

W literaturze przedmiotu spotkać można wiele różnych ujęć i definicji ryzyka. W ekonomii występują dwie koncepcje ryzyka<sup>5</sup>:

3. J. Kubiak, *Wykorzystanie rachunku przepływów pieniężnych do analizy struktury kapitału*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego „Finanse, rynki finansowe, ubezpieczenia”, 2012 nr 50, s. 306.
4. A. Duliniec, *Determinanty polityki finansowej przedsiębiorstwa*, „Finansowy Kwartalnik Internetowy e-Finanse”, <http://e-finanse.com/artykuly/3.pdf> [20.08.2015].
5. K. Jajuga, *Pojęcie ryzyka i zarządzanie ryzykiem*, [w:] *Zarządzanie ryzykiem*, red. K. Jajuga, PWN, Warszawa 2009, s. 13.

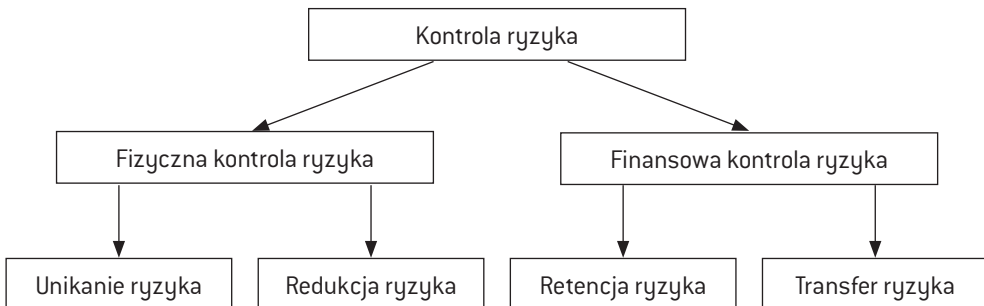
- koncepcja neutralna;
- koncepcja negatywna.

W ujęciu neutralnym (ryzyko spekulacyjne) ryzyko rozumiane jest jako możliwość odchylenia zarówno w górę, jak i w dół od założonego poziomu. Jest zatem interpretowane jako szansa i zagrożenie w jednym. W ujęciu negatywnym (ryzyko czyste) ryzyko rozpatrywane jest wyłącznie jako zagrożenie. Jego wystąpienie wiąże się jedynie z negatywnymi skutkami.

Ryzyko w koncepcji neutralnej można zdefiniować jako mierzalne prawdopodobieństwo wystąpienia zdarzeń o cechach innych niż zakładano. W przypadku przedsiębiorstw ryzyko oznacza zatem możliwość osiągnięcia innych wyników prowadzonej działalności – ich zmniejszenie lub zwiększenie – w stosunku do wartości oczekiwanych. Dla ustalenia zapotrzebowania na dodatkowy kapitał wynikający z ekspozycji na ryzyko bardziej właściwa jest definicja ryzyka w koncepcji negatywnej, tzw. czystego ryzyka (*pure risk*). W tej koncepcji ryzyko traktowane jest wyłącznie jako zagrożenie. Oznacza to, iż jego zmaterializowanie prowadzi do powstania strat lub szkód, które wpłyną na pogorszenie wyników działalności w stosunku do wartości oczekiwanych. Wystąpienie w przedsiębiorstwie strat nadzwyczajnych wymaga ich pokrycia ze specjalnie zgromadzonego w tym celu dodatkowego kapitału. Kapitał przeznaczony na finansowanie skutków zmaterializowania się ryzyka nazywany jest kapitałem na pokrycie ryzyka (*risk capital*). Może on mieć charakter bilansowy oraz pozabilansowy.

Decyzje o wysokości kapitału na pokrycie ryzyka oraz o jego charakterze wynikają z przyjętego sposobu zarządzania ryzykiem stosowanym w przedsiębiorstwie. Istnieją dwie podstawowe metody zabezpieczania się przed ryzykiem, które mogą skutkować ujemnym wpływem na wyniki działalności oraz pojawieniem się trudności finansowych w wyniku zaistniałych szkód lub strat. Pierwszą metodą jest zatrzymanie ryzyka oraz jednocześnie zapewnienie źródeł finansowania niezbędnych na pokrycie ewentualnych strat wynikłych z zaistnienia niekorzystnych zdarzeń. Można także dokonać transferu ryzyka na inne podmioty, m.in. ubezpieczycieli, wystawców instrumentów pochodnych czy inwestorów rynku kapitałowego. Podmioty te w przypadku zmaterializowania się ryzyka zapewnią pełne lub częściowe finansowanie powstałych w jego wyniku strat. Obie metody zabezpieczenia się przed skutkami ryzyka w przedsiębiorstwie wymagają identyfikacji źródeł oraz obszarów narażonych na jego wystąpienie. Wymienione metody w literaturze przedmiotu są również nazywane finansową kontrolą ryzyka (rysunek 1).

Rysunek 1. Metody kontroli ryzyka



Źródło: M. Mojsiewicz, W. Tarczyński, *Zarządzanie ryzykiem*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2001, s. 7–35.

Fizyczne metody kontroli ryzyka skupiają się na ograniczaniu występowania i wielkości ewentualnych strat. Jedną z możliwości jest całkowite wyeliminowanie prawdopodobieństwa wystąpienia strat poprzez unikanie ryzyka, co jednak wymagałoby zaprzestania prowadzenia działalności, która jest narażona na ryzyko. Redukcja ryzyka może następować poprzez ograniczanie skali działań w obszarach narażonych na ryzyko lub na wdrażaniu pewnych rozwiązań organizacyjno-technicznych. Mogą to być np. programy edukacyjne, szkolenia, usprawnienia techniczne w formie ochrony lub systemu zabezpieczeń. Drugą grupą kontroli ryzyka jest kontrola finansowa. Polega ona na samodzielnym zarządzaniu ryzykiem przez podmiot narażony na jego wystąpienie. Retencja ryzyka oznacza, iż firma podjęła decyzję o wewnętrznym finansowaniu ryzyka. Wymaga to przeznaczenia określonej części kapitałów własnych na sfinansowanie strat powstałych w wyniku zmaterializowania się ryzyka. Zgromadzony przez przedsiębiorstwo kapitał na pokrycie ryzyka ma wówczas charakter bilansowy.

$$\text{Kapitał bilansowy} = \text{Kapitał operacyjny} + \text{Kapitał na pokrycie ryzyka}$$

Kapitał bilansowy na pokrycie ryzyka stanowi pewną „nadwyżkę” posiadanych przez dany podmiot środków pieniężnych oraz innych płynnych krótkoterminowych aktywów finansowych. Jak już wspomniano, stanowią one jedynie zabezpieczenie na wypadek wystąpienia strat lub szkód. Nie są natomiast wykorzystywane w toku prowadzenia działalności operacyjnej. Utrzymywanie w przedsiębiorstwie kapitału na pokrycie ryzyka generuje stosunkowo wysokie koszty. Są one bowiem w większości przypadków wyższe od możliwych do uzyskania dochodów z tytułu posiadania „nadwyżek” aktywów obrotowych.<sup>6</sup>

Alternatywę dla zatrzymania ryzyka stanowi transfer ryzyka na inne podmioty, czyli przesunięcie odpowiedzialności. W przeciwieństwie do retencji ryzyka, polega on na finansowaniu skutków zrealizowanego ryzyka ze środków zewnętrznych, pochodzących z otoczenia firmy.

Istnieją dwie podstawowe formy dokonywania owego transferu:

- transfer działalności narażonej na ryzyko/kreującej potencjalne straty;
- transfer zobowiązania do pokrycia ewentualnych strat.

W pierwszym przypadku przedsiębiorstwo może, m.in. poprzez subkontrakt lub klauzule zawarte w umowie, wynająć podmiot zewnętrzny do realizacji zadań z określonego obszaru działalności narażonej na ryzyko. Dzięki temu odpowiedzialność za ewentualne straty ponosi przyjmujący zlecenie. Najczęściej ta forma transferu ryzyka polega na korzystaniu z usług podwykonawców. Transfer odpowiedzialności za pokrycie skutków ryzyka „polega na stworzeniu określonego stosunku prawnego, gdzie jeden przedsiębiorca zobowiązany będzie do pokrycia strat zaistniałych w aktywach lub pasywach innej jednostki gospodarczej [ ... ]. Umowa ta realizowana może być w dwojaki sposób: poprzez ubezpieczenia lub określone postanowienia stosunku prawnego”<sup>7</sup>. W tym przypadku kapitał na pokrycie ryzyka ma charakter pozabilansowy. Źródła finansowania skutków ryzyka są bowiem uruchamiane dopiero w momencie zaistnienia określonych zdarzeń. Źródła kapitału pozabilansowego zapewniają podmioty, na które przedsiębiorstwo przeniosło ryzyko wynikające z prowadzonej działalności.

6. A. Dulinić, *Finansowanie ...*, op. cit., s. 146.

7. Ibidem.

Transferu zobowiązań na pokrycie powstałych strat można dokonać na ubezpieczyciela lub na inny podmiot niebędący ubezpieczycielem. Przenoszenie odpowiedzialności za pokrycie skutków ryzyka na podmioty inne niż ubezpieczyciele przyjmuje zwykle formę odpłatnej umowy cywilnoprawnej.

Najczęściej stosowane jej formy to:

- umowa faktoringu;
- umowa forfaitingu;
- poręczenie;
- gwarancja.

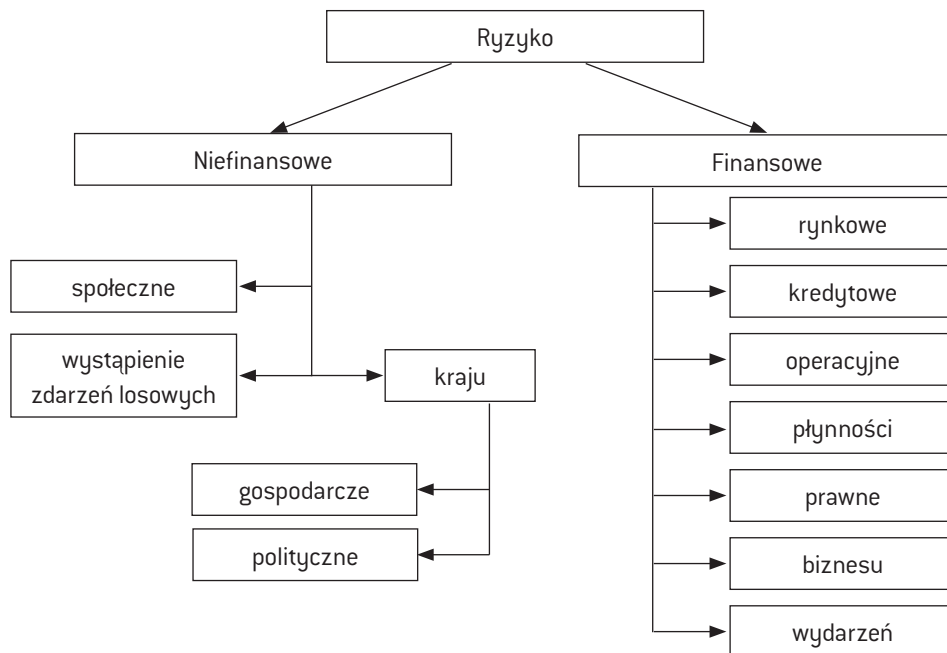
Jak już wspomniano, autorzy różnie definiują i klasyfikują ryzyko w literaturze przedmiotu. Dla potrzeb niniejszego opracowania przyjęto następujący sposób jego podziału. Klasyfikacji ryzyka, na jakie narażone są przedsiębiorstwa w toku prowadzonej przez siebie działalności, można dokonać w oparciu o dwa podstawowe kryteria:

- wg czynników kształtujących ryzyko;
- wg wpływu na sytuację finansową podmiotu.

Zgodnie z pierwszym kryterium wyróżniamy ryzyko systematyczne (systemowe), inaczej nazywane zewnętrznym oraz ryzyko specyficzne (wewnętrzne). Ryzyko systematyczne jest kształtowane przez czynniki zewnętrzne, niezależne od podmiotu gospodarczego. Przedsiębiorstwo nie może go zatem kontrolować i wiarygodnie oszacować. Jest ono bowiem zdeterminowane przez siły przyrody, globalne lub lokalne warunki ekonomiczne, tj. inflację czy wysokość stóp procentowych. Ryzyko niesystematyczne nazywane jest wewnętrznym, gdyż obejmuje obszar działania danego przedsiębiorstwa. Może być zatem przez nie kontrolowane. Ryzyko specyficzne obejmuje m.in. zarządzanie firmą, dostępność surowców, konkurencję, poziom dźwigni finansowej czy płynność firmy.

Według kryterium wpływu na sytuację finansową podmiotu gospodarczego wyróżnić można ryzyko finansowe i niefinansowe. Obie grupy ryzyka wpływają na wyniki finansowe przedsiębiorstwa, które jest na nie narażone. W przypadku ryzyka finansowego wpływ ten jest bezpośredni, natomiast w przypadku ryzyka niefinansowego ma charakter pośredni. W ramach ryzyka niefinansowego wyróżnić można ryzyko społeczne, polityczne, gospodarcze oraz wystąpienia zdarzeń losowych. W ramach ryzyka finansowego wyróżniamy ryzyko rynkowe, kredytowe, operacyjne, płynności, prawne i wydarzeń (rysunek 2).

Rysunek 2. Rodzaje ryzyka według wpływu na sytuację finansową podmiotu



Źródło: opracowanie własne na podstawie literatury przedmiotu.

Ryzyko rynkowe zdeterminowane jest przez zmiany cen na rynkach finansowych i związanych z nimi rynkach, np. na rynku towarowym. W ramach ryzyka rynkowego wyróżniamy ryzyko stopy procentowej, kursu walutowego, zmiany cen akcji i towarów. Ryzyko rynkowe jest rozpatrywane w ujęciu neutralnym. Może bowiem przynieść poprawę, jak i pogorszenie sytuacji finansowej podmiotu gospodarczego.

Ryzyko kredytowe wynika z możliwości niewywiązania się drugiej strony kontraktu ze swoich zobowiązań. Można je zatem rozpatrywać w dwóch obszarach, jako:

- ryzyko niedotrzymania warunków, wyrażające się niedokonaniem płatności wynikających z zawartej umowy;
- ryzyko wiarygodności kredytowej, oznaczające zmianę wiarygodności kredytowej partnera transakcji.

Ryzyko wiarygodności kredytowej, w przeciwieństwie do ryzyka niedotrzymania warunków, jest ryzykiem neutralnym. Zdolność i wiarygodność kredytowa może bowiem ulec obniżeniu, jak i podwyższeniu.

Nowa Umowa Kapitałowa Komitetu Bazylejskiego definiuje ryzyko operacyjne jako „ryzyko wystąpienia straty spowodowane przez niewłaściwe lub nieprawidłowo działające wewnętrzne procesy, ludzi oraz systemy, bądź też zdarzenia zewnętrzne”<sup>8</sup>. Istnieje wiele częściowych obszarów ryzyka operacyjnego. Można tu wymienić m.in.:

- oszustwa wewnętrzne;

8. *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards. A Revised Framework*, Basel Committee on Banking Supervision, Bank of International Settlements 2006, s. 144.

- oszustwa zewnętrzne;
- relacje biznesowe;
- bezpieczeństwo pracy;
- zniszczenia aktywów;
- wadliwe systemy.

Każdy z tych obszarów może być jednak rozpatrywany jedynie w ujęciu negatywnym ryzyka.

Płynność finansowa jest definiowana jako „zdolność podmiotu do wywiązywania się (spłacania) w terminie najbardziej wymagalnych [krótkoterminowych] zobowiązań [np. związanych z zapłatą kontrahentom za wyroby i usługi, wypłatą wynagrodzeń, itp.]”<sup>9</sup>. Ryzyko płynności oznacza zatem możliwość pogorszenia lub utraty tej zdolności przez przedsiębiorstwo.

Ryzyko prawne wiąże się z możliwością uchwalenia aktów prawnych, które wpłyną w sposób pozytywny lub negatywny na sytuację podmiotu gospodarczego. Oznacza także możliwość poniesienia straty na skutek zawarcia umów wywołujących dla podmiotu niekorzystne efekty prawne.

Bardzo ważne w prowadzeniu działalności przez przedsiębiorstwa jest ryzyko biznesu. Jest ono spowodowane zmianami warunków ekonomicznych prowadzenia działalności gospodarczej.

Ostatnim rodzajem ryzyka finansowego jest ryzyko wydarzeń. Jego materializacja następuje w wyniku wystąpienia pewnych specyficznych zdarzeń, które mogą wywierać wpływ na sytuację finansową firmy. Za przykład mogą posłużyć klęski żywiołowe czy katastrofy naturalne.

### 3. Alternatywne formy ochrony przed skutkami ryzyka

Obok tradycyjnych form transferu i finansowania ryzyka przez przedsiębiorstwo na rozwiniętych rynkach pojawiają się rozwiązania innowacyjne. Określa się je jako alternatywne formy transferu i/lub finansowania ryzyka (ART – *Alternative Risk Transfer*)<sup>10</sup>. Dostępne są na rynkach kapitałowych oraz rynku ubezpieczeń, a także reasekuracji. Największą popularnością cieszą się wśród wielkich przedsiębiorstw.

Wielu autorów wskazuje, iż ART stanowią pośrednie rozwiązanie pomiędzy retencją a przeniesieniem ryzyka (rysunek 3). Instrumenty te pozwalają na zintegrowane zarządzanie ryzykiem i kapitałem przedsiębiorstwa. Prowadzenie działalności w warunkach ryzyka zmusza podmioty do aktywności zarówno w obszarze poszukiwania różnych form i instrumentów zabezpieczania się przed nim, jak również w zakresie poszukiwania metod pozyskania dodatkowego kapitału na pokrycie skutków ryzyka, którego zmaterializowania nie udało się uniknąć.

Spośród licznych definicji na potrzeby niniejszego opracowania wybrano stanowisko, według którego „przez alternatywny transfer ryzyka [...] należy rozumieć wszelkie (inne niż klasyczne) formy ubezpieczeń i reasekuracji, a także inne techniki manipulacji ryzykiem, za pomocą których finansowe skutki realizacji ryzyka zostają przeniesione na rynek kapitałowy”<sup>11</sup>. W literaturze przed-

---

9. Portal Edukacji Ekonomicznej, Narodowy Bank Polski: <https://www.nbportal.pl/sloownik/plynnosc-finansowa> [20.08.2015].

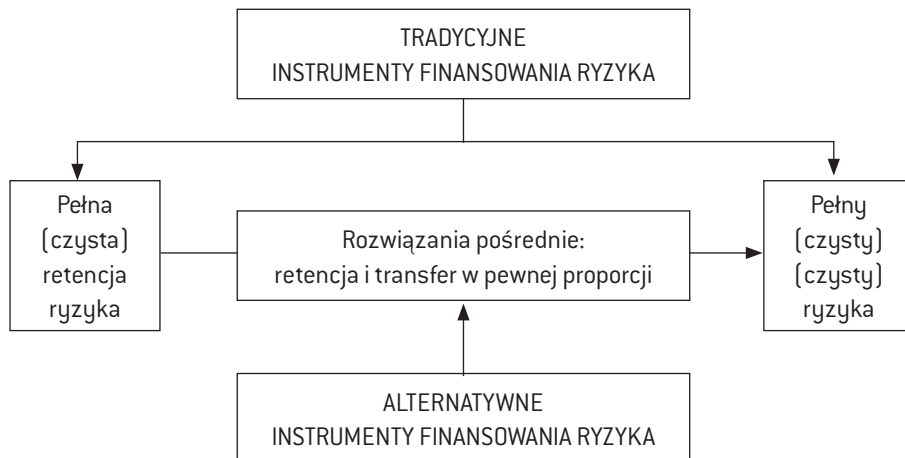
10. C. Culp, *The Revolution in Corporate Risk Management: A Decade of Innovations in Process and Products*, „Journal of Applied Corporate Finance” 2002, Winter, s. 8.

11. G. Strupczewski, *Zastosowanie ubezpieczeniowych instrumentów pochodnych jako sposób alternatywnego transferu ryzyka katastroficznego*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie „Finanse” 2011, nr 875, s. 29.



miotu wskazuje się, iż początki ART sięgają lat 60. XX wieku i są związane z koncepcją *captive*<sup>12</sup>. Pierwotnie ART postrzegano jako termin opisujący narzędzia, za pomocą których nabywcy ochrony ubezpieczeniowej szukali innych środków i metod manipulowania ryzykiem niż ubezpieczenie.<sup>13</sup>

Rysunek 3. Tradycyjne a alternatywne instrumenty finansowania ryzyka w przedsiębiorstwie



Źródło: M. Wieczorek-Kosmala, *Nietradycyjne instrumenty finansowania ryzyka w przedsiębiorstwie*, [w:] *Ekonomia, finanse. Współczesne wyzwania i kierunki rozwoju*, red. H. Buk i in., Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2010, s. 532.

Istnieje wiele alternatywnych instrumentów finansowania ryzyka przedsiębiorstwa. Stosowane są one przede wszystkim przez duże podmioty gospodarcze lub grupy przedsiębiorstw. Jako najpopularniejsze z instrumentów można wymienić:

- program *finite risk* prospektywny;
- program *finite risk* retrospektywny;
- kontrakty MMPs (*multi-line, multi-year products*);
- kontrakty MTPs (*multi-trigger products*);
- keptyw (*captive*);
- kapitał warunkowy (*contingent capital facility*).

Pierwszy instrument – program *finite risk* prospektywny – podobnie jak keptyw, polega na związaniu rezerwy ekonomicznej, która jest gromadzona na rachunku zwanym *experience account*. Rachunek ten, a dokładniej zgromadzona na nim rezerwa, jest zarządzany przez ubezpieczyciela. Zaletą tego instrumentu ujawnia się w przypadku, gdy wysokość utworzonej rezerwy okaże się niewystarczająca dla pokrycia skutków ryzyka i ubezpieczyciel udostępnia swoje środki.

Program *finite risk* retrospektywny również polega na tworzeniu rezerwy ekonomicznej. Nie jest tu jednak znana całkowita rozciągłość następstw ryzyka, na której finansowanie owa rezerwa jest

12. Forma samoubezpieczenia. Polega na tworzeniu przez wielkie przedsiębiorstwa lub grupy przedsiębiorstw spółek zależnych w celu ubezpieczenia własnych ryzyk.

13. M. Kowalski, *Reasekuracja finansowa – szanse i zagrożenia*, „Gazeta Ubezpieczeniowa”, [http://www.gu.com.pl/index.php?option=com\\_content&view=article&id=12272&catid=122](http://www.gu.com.pl/index.php?option=com_content&view=article&id=12272&catid=122) [23.08.2015].

gromadzona. Kontrakty MMPs oraz MTPs są kontraktami wieloletnimi o specyficznych cechach. Oba polegają na agregacji zagrożeń (zarówno ubezpieczalnych, jak i nieubezpieczalnych) w formie kumulacji ryzyka. W przypadku kontraktu MTPs finansowanie zostaje uruchomione dopiero w sytuacji realizacji wszystkich zagrożeń.<sup>14</sup>

Keptyw stanowi rezerwę ekonomiczną, która zostaje wyodrębniona ze struktur przedsiębiorstwa i przekazana podmiotowi zewnętrznemu utworzonemu specjalnie w tym celu (keptywowi). W keptywie następuje ubezpieczenie i/lub reasekuracja ryzyka zmaterializowanego w przedsiębiorstwie, które go utworzyło.

Podstawą zawierania keptywów są względy czysto ekonomiczne. Podmiot powołujący go do życia ma na celu pozyskanie ochrony ubezpieczeniowej, przy stosunkowo niskich kosztach. Oznacza to, iż rolą keptywu jest przede wszystkim ograniczenie poziomu składki ubezpieczeniowej, do której uiszczania zobowiązane jest określone przedsiębiorstwo lub grupa podmiotów. Jest to możliwe m.in. dzięki dostępowi do rynku reasekuracyjnego.

Oprócz funkcji optymalizacji kosztów rolą keptywu jest także poprawa efektywności zarządzania ryzykiem, na które narażony jest dany podmiot, oraz optymalizacja przepływów finansowych przedsiębiorstwa lub grupy przedsiębiorstw, dla których obsługi keptyw został stworzony.

Keptyw może zostać związany w różnej formie. Jest to uzależnione od liczby właścicieli i relacji, jakie pomiędzy nimi zachodzą. Niektóre z możliwych rozwiązań to<sup>15</sup>:

- captive czysty – ubezpieczający ryzyko podmiotu, przez który został utworzony, a także przedstawiciele, dyrektorów, pracowników i niezależnych dostawców tego podmiotu;
- captive ogólny – ubezpieczający, oprócz ryzyka właścicieli i podmiotów zależnych, także ryzyka podmiotów niezwiązanych z przedsiębiorstwem, przez które został powołany do życia;
- captive grupowy – związany przez więcej niż jeden podmiot gospodarczy, w celu ubezpieczenia ryzyk związanych z prowadzoną przez nie działalnością oraz ryzyk, na które narażeni są ich przedstawiciele, dyrektorzy itp.

#### 4. Kapitał warunkowy w zarządzaniu ryzykiem przedsiębiorstwa

Termin „kapitał warunkowy” (*contingent capital*) może być definiowany w różny sposób. Jest to uzależnione od segmentu rynku, w którym instrument ten jest wykorzystywany. Bankowość traktuje kapitał warunkowy jako instrument służący do pozyskania kapitału pozaregulacyjnego.

Z perspektywy zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie kapitał warunkowy jest traktowany jako instrument finansowania skutków ryzyka. Zapewnia on bowiem dostęp do środków finansowych w sytuacji zmaterializowania się określonego ryzyka i potrzeby pokrycia strat lub naprawy spowodowanych nim szkód. Zgodnie z tym ujęciem kapitał warunkowy jest specyficznym rodzajem opcji na kapitał bilansowy. Są to różnego rodzaju kontrakty opcyjne na kapitał bilansowy, własny lub obcy, takie jak opcje na emisję akcji (warunkowy kapitał własny) czy linia kredytowa oraz

---

14. M. Wieczorek-Kosmala, *Aplikacja instrumentów alternatywnego finansowania ryzyka (ARF) – nowy wymiar retencji ryzyka w przedsiębiorstwie*, [w:] *Ubezpieczenia gospodarcze i społeczne. Wybrane zagadnienia ekonomiczne*, red. W. Sułkowska, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2011, s. 32.

15. I. Kwiecień, D. Brach, *Wykorzystanie captive w zarządzaniu ryzykiem*, Materiały z konferencji „Rynek kapitałowy”, Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu, Międzyzdroje 2000.

opcje na emisję obligacji (warunkowy kapitał obcy).<sup>16</sup> Emitent ma zatem prawo do emisji nowych instrumentów dłużnych lub udziałowych w określonym momencie w przyszłości, po z góry ustalonej cenie. Inwestor nie ma prawa, lecz obowiązek nabycia określonego instrumentu od emitenta. Wykonanie opcji może jednak nastąpić jedynie w sytuacji zaistnienia określonego zdarzenia.

Emitent dokonuje zatem zakupu opcji sprzedaży dla nowych instrumentów finansowych, których emisja może nastąpić w przyszłości. Dostawca kapitału pobiera opłatę z tytułu zawartego kontraktu, w ramach której dodatkowo naliczana jest opłata za podejmowane ryzyko. Realizacja opcji następuje w momencie wystąpienia tzw. *trigger events*. Polega ona na wyemitowaniu instrumentów finansowych, które dostawca kapitału jest zobowiązany zakupić. Emitent pozyskuje niezbędne do pokrycia skutków zaistniałego ryzyka środki pieniężne.

Przedsiębiorstwo decydując się na taką formę finansowania ryzyka, musi ponieść koszt nabycia opcji na kapitał. Koszt kapitału warunkowego jest ustalony w momencie zawierania transakcji nabywania opcji, a nie po wystąpieniu zdarzeń skutkujących uruchomieniem kapitału warunkowego. Zapobiega to wzrostowi kosztu tego kapitału. W sytuacji, gdy przedsiębiorstwo decyduje się na pozyskanie kapitału warunkowego dopiero po wystąpieniu ryzyka i spowodowanych nim strat lub szkód, jego koszty są zwykle znacznie wyższe. Koszty pozyskania kapitału warunkowego zawierają wtedy dodatkowo wysoką premię za ryzyko, z jakim wiąże się inwestowanie w kapitał podmiotu przeżywającego trudności finansowe.

Realizacja opcji może nastąpić jedynie w przypadku jednoczesnej realizacji dwóch podstawowych warunków tej transakcji. Pierwszy z nich zakłada, iż opcja musi być *in-the-money*, tzn. kapitał pozyskany z realizacji opcji musi być tańszy lub atrakcyjniejszy z powodu innych korzyści niż kapitał, który mógłby zostać pozyskany bezpośrednio od inwestorów lub innych uczestników rynku. Drugi warunek, *second trigger*, dotyczy konkretnych zdarzeń i ryzyk, których wystąpienie i spowodowanie straty pozwala na uruchomienie finansowania. Prawidłowe funkcjonowanie mechanizmu finansowania w ramach kapitału warunkowego jest zdeterminowane przez cechy następujących parametrów: aktywów bazowych, typu oraz okresu wykonania opcji oraz jej ceny.<sup>17</sup>

Charakterystyczną cechą pozabilansowego kapitału warunkowego jest możliwość uruchomienia go w bardzo krótkim czasie, niezwłocznie po wystąpieniu określonego zdarzenia losowego, bez konieczności ustalania kosztów transakcji lub innych warunków umowy. Wszystko zostaje bowiem uzgodnione w momencie nabycia opcji. Zawierając transakcję, należy pamiętać o określeniu *trigger events*. Jest to „typ mechanizmu i okoliczności uruchamiania wypłat, decydujący o tym, czy cedentowi ryzyk należy się pokrycie i w jakiej wysokości”<sup>18</sup>.

Rozwój alternatywnych form finansowania ryzyka w postaci m.in. kapitału warunkowego jest „przejawem integrowania się różnych segmentów rynku finansowego oraz postępującej konwergencji rynku kapitałowego, rynku instrumentów pochodnych i rynku ubezpieczeń. Zaciera się podział na podmioty dostarczające przedsiębiorstwom kapitał i podmioty ubezpieczające – przejmujące

16. A. Duliniec, *Determinanty polityki finansowej przedsiębiorstwa*, „Finansowy Kwartalnik Internetowy e-Finanse”, <http://e-finanse.com/artykuly/3.pdf> [23.08.2015].

17. C. Culp, *Contingent Capital: Integrating Corporate Financing and Risk Management*, „Journal of Applied Corporate Finance”, vol. 15, nr 1, Spring 2002.

18. Reasekuracja. *Klasyczne i alternatywne metody transferu ryzyka ubezpieczeniowego*, red. A. Małek, Poltext, Warszawa 2011, s. 227.

ryzyko”<sup>19</sup>. Dzięki wykorzystywaniu tych innowacyjnych rozwiązań przedsiębiorstwa zabezpieczają się przed ryzykiem i jednocześnie zyskują dostęp do kapitału warunkowego.

Stale rozwijający się rynek alternatywnych form transferu ryzyka oferuje przedsiębiorstwom wiele instrumentów finansowania pozabilansowego. Podstawowym są kontrakty opcyjne na kapitał bilansowy. Wyróżnić tu można opcje na emisję akcji (opcje na kapitał własny) oraz opcje na emisję obligacji (opcje na kapitał obcy). Opcja daje przedsiębiorcy prawo do emisji określonej puli nowych instrumentów finansowych (akcji lub obligacji). Inwestorzy mają zaś obowiązek nabycia wyemitowanych akcji lub obligacji na wcześniej ustalonych warunkach. W ramach finansowania warunkowego opcje przyjmują zwykle formę opcji amerykańskich, co oznacza, iż mogą zostać zrealizowane w całym okresie obowiązywania kontraktu.

Przedsiębiorstwo może również pozyskać kapitał warunkowy poprzez uruchomienie uwarunkowanej linii kredytowej, której warunki zostały wcześniej wynegocjowane z bankiem. Linia kredytowa jest definiowana jako „produkt bankowy finansujący działalność klientów, polegający na udostępnieniu przez bank możliwości zadłużania się do wysokości sumarycznego limitu ustalonego w umowie w okresie określonym umową”<sup>20</sup>. W ramach uwarunkowanej linii kredytowej bank, w zamian za uiszczoną opłatę, zobowiązuje się do udzielenia pożyczki kapitału dla przedsiębiorstwa. Uruchomienie finansowania następuje jednak dopiero w przypadku zaistnienia określonego zdarzenia skutkującego poniesieniem strat przez przedsiębiorstwo.

Niektórzy autorzy wskazują na gwarancje finansowe jako jedną z form finansowania warunkowego.<sup>21</sup> Instrument ten umożliwia bezpośredni transfer ryzyka na podmioty dostarczające gwarancji finansowej. Mogą nimi być banki lub instytucje ubezpieczeniowe. Jest to bardzo interesujący produkt, gdyż z jednej strony zapewnia bezpieczeństwo finansowe wierzycielowi, w sytuacji gdy dłużnik na skutek określonego zdarzenia utraci zdolność do spłaty swoich zobowiązań, zaś z drugiej strony uwarunkowana gwarancja zapewnia dłużnikowi pośredni dostęp do kapitału warunkowego, w sytuacji utraty przez niego płynności pozwala mu na obsługę zaciągniętego długu.

Opisane instrumenty dotyczą warunkowego finansowania kapitałem pozabilansowym. Oznacza to, iż dostęp do niego jest uwarunkowany zaistnieniem konkretnych zdarzeń skutkujących powstaniem strat w przedsiębiorstwie. Dopiero wtedy zamienia się on w kapitał bilansowy. Obok warunkowego finansowania kapitałem pozabilansowym funkcjonują instrumenty kapitału warunkowego oparte na kapitale bilansowym z wbudowanym zabezpieczeniem przed ryzykiem. Dlatego też instrumenty te nazywane są także uwarunkowanymi zobowiązaniami.<sup>22</sup>

Jednym z instrumentów bilansowego finansowania warunkowego są obligacje katastroficzne. Są to dłużne papiery wartościowe. Ich cechą charakterystyczną jest możliwość wstrzymania ich obsługi na skutek zajścia określonego wcześniej zdarzenia (katastrofy), które spowodowało powstanie strat w przedsiębiorstwie. Emisja obligacji katastroficznych jest dokonywana

---

19. A. Duliniec, *Kierunki rozwoju zarządzania finansami w przedsiębiorstwach międzynarodowych*, „Zeszyty Naukowe Kolegium Gospodarki Światowej” 2007, nr 21.

20. Portal Edukacji Ekonomicznej, Narodowy Bank Polski: <https://www.nbportal.pl/slownik/linia-kredytowa> [09.11.2015].

21. E. Banks, *Alternative Risk Transfer. Integrated Risk Management through Insurance, Reinsurance and the Capital Markets*, Wiley, Chichester 2004, s. 142.

22. A. Duliniec, *Finansowanie...*, op. cit., s. 151.

za pośrednictwem spółki specjalnego przeznaczenia (SPV), która pośredniczy w procesie transferu ryzyka i przepływu kapitału między sponsorem a inwestorem.<sup>23</sup>

Oprocentowanie obligacji katastroficznych jest zwykle wyższe niż zwykłych obligacji, gdyż składa się na nie dochód z inwestycji o niskim ryzyku, powiększony o dodatkową premię za ryzyko z tytułu możliwości wstrzymania obsługi obligacji. Do ryzyka katastrofy zalicza się przede wszystkim trzęsienia ziemi, huragany, tsunami, a od pewnego czasu także ataki terrorystyczne. W sytuacji, gdy zdarzenie ubezpieczeniowe nie zaistnieje, inwestorzy otrzymają zwrot zainwestowanego kapitału w terminie zapadalności obligacji. Wystąpienie katastrofy i spełnienie określonych w umowie *trigger events* oznacza dla inwestorów odroczenie, pomniejszenie lub utratę części bądź całości zainwestowanego kapitału.

Do form bilansowego finansowania warunkowego zaliczane są również odwrotne obligacje zamienne. Typowe obligacje zamienne to „obligacje, które dają posiadaczowi prawo do ich zamiany w pewnym ustalonym okresie na ustaloną liczbę akcji”<sup>24</sup>. Odwrotne obligacje zamienne różnią się od nich warunkami zamiany na akcje. W przypadku odwrotnych obligacji zamiennych prawo zamiany na akcje przypada bowiem emitentowi obligacji, nie zaś jego posiadaczowi (obligatariuszowi). Przedsiębiorstwo dokonuje konwersji na akcje, gdy rynkowa cena akcji jest niższa od ceny konwersji. Spadek cen akcji związany jest z trudnościami finansowymi podmiotu gospodarczego, wynikającymi m.in. z zaistnienia negatywnych zdarzeń prowadzących do powstania różnego rodzaju szkód lub strat. Warunkiem realizacji opcji konwersji jest dodatkowo wystąpienie konkretnych zdarzeń skutkujących powstaniem strat w przedsiębiorstwie. W ramach konwersji kapitał obcy zostaje zamieniony na kapitał własny przedsiębiorstwa. Przedsiębiorstwo nie musi już zatem dokonywać obsługi swojego długu poprzez dokonywanie płatności oprocentowania i wykupu obligacji.

Stosowanie różnych form finansowania warunkowego jest możliwe dzięki integracji zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie z zarządzaniem kapitałem. Wybór źródeł finansowania w firmie zależy bowiem od tego, czy przedsiębiorstwo decyduje się na ponoszenie ryzyka (retencję), czy dokonuje jego przeniesienia na inne podmioty (transfer).

## 5. Możliwości oraz bariery implementacji kapitału warunkowego w przedsiębiorstwie jako formy finansowania skutków ryzyka

Kapitał warunkowy, jako jedna z alternatywnych form finansowania i transferu skutków ryzyka, znajduje zastosowanie w procesie zarządzania ryzykiem przedsiębiorstwa. Skorzystanie z tego rozwiązania może stanowić doskonałą alternatywę lub uzupełnienie dla innych – w tym także tradycyjnych – form ograniczania skutków ryzyka. Jego stosowanie jest jednak obwarowane pewnymi ograniczeniami i warunkami, których wypełnienie pozwala na pełne wykorzystanie możliwości i zalet płynących z tego rozwiązania.

23. M. Więckowska, *Obligacje w zarządzaniu ryzykiem katastroficznym*, [w:] *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a rynek polski*, red. K. Jajuga, W. Ronka-Chmielowiec, „Prace naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 371, Wrocław 2014, s. 361.

24. K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje. Instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2012, s. 30.

Objawem zmaterializowania się ryzyka w przedsiębiorstwie mogą być różnego rodzaju szkody lub straty. Realnym przejawem wystąpienia ryzyka jest natomiast zmienność przepływów pieniężnych danego podmiotu, a to pociąga za sobą łańcuch następstw. Po pierwsze, przedsiębiorstwo może nie być w stanie realizować przyjętej przez siebie strategii działania oraz celów wyznaczonych w obszarze działalności operacyjnej. Może to skutkować ograniczeniem skali prowadzonej działalności, a nawet czasowym jej zaprzestaniem, co nie pozostaje bez konsekwencji finansowych. Przedsiębiorstwo odnotowuje obniżone wpływy ze sprzedaży, przy jednoczesnym wzroście wydatków. Działania podmiotu skupiają się bowiem na poprawie jego sytuacji, a nawet odbudowie, co pochłania kolejne środki. Taka spirala może w efekcie prowadzić do zachwiania stabilności finansowej przedsiębiorstwa, co z kolei nie ułatwi mu dostępu do tradycyjnych form pozyskania kapitału (ubezpieczenia).

Alternatywą, a w skrajnych przypadkach jedynym rozwiązaniem, pozostaje zastosowanie innowacyjnych form finansowania ryzyka (w tym kapitału warunkowego), które umożliwią zagrożonemu podmiotowi odzyskanie – przynajmniej częściowej – kontroli nad łańcuchem następstw ryzyka swojej działalności. Należy jednak wziąć pod uwagę kilka istotnych kwestii.

Po pierwsze, instrumenty finansowania warunkowego mają zastosowanie wyłącznie dla zarządzania ryzykiem asymetrycznym. Ryzyko asymetryczne jest ryzykiem rozpatrywanym w koncepcji negatywnej. Mówi się o ryzyku wtedy, gdy istnieje możliwość pewnej straty, szkody, czy po prostu niezrealizowania określonego celu działania.<sup>25</sup> Podmiot narażony na to ryzyko nie upatruje w nim żadnych możliwych korzyści. Oznacza to, iż jedyną alternatywą dla obecnej sytuacji, jest strata, która generuje zapotrzebowanie na dodatkowy kapitał niezbędny do jej pokrycia.

Po drugie, kapitał warunkowy ma zastosowanie przede wszystkim dla ryzyka, które charakteryzuje rzadkość występowania, ale które jest jednocześnie obciążone dużą dotkliwością skutków. Przykładem najlepiej obrazującym taką sytuację jest wystąpienie ryzyka katastroficznego, np. w postaci klęski żywiołowej. Dodatkowo, kapitał warunkowy powinien być stosowany jako element komplementarny w stosunku do tradycyjnych form ochrony przed skutkami ryzyka – ubezpieczenia. Argumentem przemawiającym za tym jest fakt, iż finansowaniem w ramach kapitału warunkowego można objąć zdarzenia (*trigger events*) niepodlegające ubezpieczeniu.

Należy również pamiętać, iż efektywne wykorzystanie alternatywnych instrumentów transferu i finansowania ryzyka wymaga od zarządzających dobrej znajomości cech, zalet i zagrożeń, jakie wynikają ze stosowania poszczególnych narzędzi. Niezbędne jest także przeprowadzanie wnikliwej analizy porównawczej kosztów korzystania z różnych form zabezpieczenia się przed ryzykiem prowadzonej działalności. Dlatego też z alternatywnych rozwiązań korzystają przede wszystkim duże przedsiębiorstwa o rozbudowanych pionach finansowych, a także korporacje międzynarodowe wyposażone w specjalne centra finansowe.

Decydując się na zastosowanie alternatywnych rozwiązań w zakresie zarządzania ryzykiem prowadzonej działalności, należy również rozważyć wpływ wybranej metody na sytuację podmiotu gospodarczego. Pod uwagę należy wziąć m.in. poziom dźwigni finansowej, docelową strukturę kapitału, a także inne elementy decyzyjne w zakresie finansów przedsiębiorstwa.

Kapitał warunkowy w swojej pierwotnej formie był wykorzystywany jedynie przez zakłady ubezpieczeniowe, reasekuracyjne oraz banki. Obecnie jest również narzędziem wykorzystywanym do zarządzania ryzykiem przez niektóre podmioty sektora niefinansowego. Nie jest to jednak

---

25. K. Jajuga, *Pojęcie...*, op. cit., s. 13.

rozwiązanie popularne. Rynek alternatywnych form transferu i finansowania ryzyka wśród podmiotów niefinansowych dopiero zaczął się rozwijać. Oferta staje się coraz bogatsza i jest sukcesywnie dostosowywana do potrzeb zgłaszanych przez odbiorców tych usług.

Ograniczenia w stosowaniu innowacyjnych narzędzi przez podmioty niefinansowe mogą wynikać m.in. z „przywiązania” do tradycyjnych rozwiązań, co z kolei może być spowodowane obawą przed nieznanym. Dodatkowo, obawa ta może być potęgowana niepewnością co do zachowania poszczególnych uczestników transakcji, tj. emitentów, inwestorów oraz dawców kapitału. Mając jednak na uwadze tempo rozwoju rynku alternatywnych narzędzi transferu ryzyka oraz dużą elastyczność w zakresie zdarzeń, które mogą być objęte finansowaniem warunkowym, można przypuszczać, iż zainteresowanie przedsiębiorstw tym rozwiązaniem będzie sukcesywnie wzrastać.

## Podsumowanie

Artykuł przedstawia alternatywne formy transferu i finansowania ryzyka występującego w działalności przedsiębiorstw. Dokonany powyżej przegląd nie wyczerpuje wszystkich instrumentów, które mogą być stosowane jako alternatywa (lub uzupełnienie) w stosunku do tradycyjnych form ubezpieczenia ryzyka. Zanalizowane zostały najważniejsze – według autorki – z alternatywnych rozwiązań służących ochronie przed skutkami ryzyka w przedsiębiorstwie. W praktyce oraz literaturze przedmiotu odnaleźć można wiele innych innowacyjnych rozwiązań. Stanowią one często formy pośrednie pomiędzy wymienionymi instrumentami lub różne klasy i rodzaje w ramach danego rozwiązania. Przykładowo, w ramach kapitału warunkowego można wyróżnić różne jego postaci. I tak, wskazuje się na trzy jego podstawowe formy, tj. dłużny kapitał warunkowy, udziałowy kapitał warunkowy i inne.

Zgodnie z rozważaniami, korzystanie z alternatywnych form finansowania skutków ryzyka w przedsiębiorstwie wymaga odpowiedniej infrastruktury. Ogranicza to zatem możliwość ich stosowania przez małe przedsiębiorstwa, dla których są to rozwiązania „za drogie”. Duża różnorodność oraz stały rozwój alternatywnych narzędzi, a także powstawanie nowych ich form może okazać się w przyszłości interesującym mechanizmem finansowania ryzyka również dla małych podmiotów. Możliwość połączenia decyzji finansowych i procesu zarządzania ryzykiem, jaką daje kapitał warunkowy, może bowiem pozwolić nawet na obniżenie kosztów ponoszonych przez przedsiębiorstwo.

## Wykaz źródeł

- Banks E., *Alternative Risk Transfer. Integrated Risk Management through Insurance, Reinsurance and the Capital Markets*, Wiley, Chichester 2004.
- Culp C., *Contingent Capital: Integrating Corporate Financing and Risk Management*, „Journal of Applied Corporate Finance”, vol. 15, nr 1, Spring 2002.
- Culp C., *The Revolution in Corporate Risk Management: A Decade of Innovations in Process and Products*, „Journal of Applied Corporate Finance” 2002.
- Duliniec A., *Finansowanie przedsiębiorstwa*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007.

- Duliniec A., *Kierunki rozwoju zarządzania finansami w przedsiębiorstwach międzynarodowych*, „Zeszyty Naukowe Kolegium Gospodarki Światowej”, 2007 nr 21.
- Duliniec A., *Determinanty polityki finansowej przedsiębiorstwa*, „Finansowy Kwartalnik Internetowy e-Finanse”, <http://e-finanse.com/artukuly/3.pdf> (23.08.2015).
- International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards. A Revised Framework*, Basel Committee on Banking Supervision, Bank of International Settlements 2006.
- Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje. Instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2012.
- Jajuga K., *Pojęcie ryzyka i zarządzanie ryzykiem*, [w:] *Zarządzanie ryzykiem*, red. K. Jajuga, PWN, Warszawa 2009.
- Kodeks cywilny, Ustawa z 3 kwietnia 1964 r. (Dz. U. 1964 Nr 16, poz. 93).
- Kowalski M., *Reasekuracja finansowa – szanse i zagrożenia*, „Gazeta Ubezpieczeniowa”, [http://www.gu.com.pl/index.php?option=com\\_content&view=article&id=12272&catid=122](http://www.gu.com.pl/index.php?option=com_content&view=article&id=12272&catid=122) (23.08.2015).
- Kubiak J., *Wykorzystanie rachunku przepływów pieniężnych do analizy struktury kapitału*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego „Finanse, rynki finansowe, ubezpieczenia” 2012, nr 50.
- Kwiecień I., Brach D., *Wykorzystanie captive w zarządzaniu ryzykiem*, Materiały z konferencji „Rynek kapitałowy”, Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu, Międzyzdroje 2000.
- Mojsiewicz M., Tarczyński W., *Zarządzanie ryzykiem*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2001.
- Nowe praktyki na rynku kapitałowym*, red. R. Karkowska, A. Sopoćko, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2014.
- Portal Edukacji Ekonomicznej, Narodowy Bank Polski: <https://www.nbportal.pl/slownik/linia-kredytowa> (09.11.2015).
- Portal Edukacji Ekonomicznej, Narodowy Bank Polski: <https://www.nbportal.pl/slownik/plynnosc-finansowa> (20.08.2015).
- Reasekuracja. Klasyczne i alternatywne metody transferu ryzyka ubezpieczeniowego*, red. Małek A., Poltext, Warszawa 2011.
- Strupczewski G., *Zastosowanie ubezpieczeniowych instrumentów pochodnych jako sposób alternatywnego transferu ryzyka katastroficznego*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie „Finanse” 2011, nr 875.
- Ubezpieczenia: rynek i ryzyko*, red. W. Ronka-Chmielowiec, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2002.
- Ubezpieczenia. Podręcznik akademicki*, red. J. Handschke, J. Monkiewicz, Poltext, Warszawa 2011.
- Wieczorek-Kosmala M., *Aplikacja instrumentów alternatywnego finansowania ryzyka (ARF) – nowy wymiar retencji ryzyka w przedsiębiorstwie*, [w:] *Ubezpieczenia gospodarcze i społeczne. Wybrane zagadnienia ekonomiczne*, red. Sułkowska W., Oficyna a Wolters Kluwer Business, Warszawa 2011.
- Wieczorek-Kosmala M., *Nietradycyjne instrumenty finansowania ryzyka w przedsiębiorstwie*, [w:] *Ekonomia, finanse. Współczesne wyzwania i kierunki rozwoju*, red. Buk H. i in., Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2010.
- Więckowska M., *Obligacje w zarządzaniu ryzykiem katastroficznym*, [w:] *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a rynek polski*, red. K. Jajuga, W. Ronka-Chmielowiec, Prace naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, nr 371, Wrocław 2014.



## Alternative forms of risk transfer and financing in an enterprise

*The article is devoted to alternative instruments aimed at insuring the risk of enterprises' operation. Development of new forms of risk transfer and financing has taken place as a result of integration of various segments of the financial market. Instruments of this type can be used by entities with complex financial divisions, because they require expertise and numerous analyses. What is a specific form of alternative risk insurance is contingent capital, which offers access to additional funds when a given trigger event occurs.*

**Key words:** risk of enterprises' operation, demand for capital, risk transfer, contingent capital, off-balance-sheet capital.

**ANETA KALISIAK** – doktorantka na Wydziale Nauk Ekonomicznych w Szkole Głównej Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie.

