

**Magdalena Walczak**

Wyższa Szkoła Bankowa we Wrocławiu

---

## ZARZĄDZANIE RYZYKIEM WALUTOWYM W POLSKICH PRZEDSIĘBIORSTWACH W ŚWIELE NAJLEPSZYCH ŚWIATOWYCH PRAKTYK

---

**Streszczenie:** Artykuł dotyczy wykorzystywania przez polskich przedsiębiorców walutowych instrumentów pochodnych na przełomie 2008 i 2009 roku. Pod uwagę wzięto wyłącznie ten okres, ze względu na niespotykaną do tej pory skalę strat ponoszonych z tytułu zawartych transakcji opcyjnych. W celu przybliżenia sytuacji podmiotów zaangażowanych w walutowe derywaty przytoczono dane pochodzące z raportów UKNF. Następnie skonfrontowano zawarte w nich wnioski ze światowymi praktykami zarządzania ryzykiem, do których zalicza się zalecenia sformułowane w opracowaniu rady nadzorczej Banku Anglii. W podsumowaniu zawarto uwagi na temat potrzeby poznania istoty zarządzania ryzykiem w celu efektywnego wykorzystania narzędzi dostępnych na rynku finansowym.

**Słowa kluczowe:** opcje walutowe, zarządzanie ryzykiem, ryzyko kursowe.

### 1. Wstęp

W artykule skonfrontowano wnioski z raportów Komisji Nadzoru Finansowego dotyczące zaangażowania polskich przedsiębiorstw w walutowe instrumenty pochodne w 2009 roku z wytycznymi dotyczącymi najlepszych praktyk w zarządzaniu ryzykiem. Celem artykułu jest odpowiedź na pytanie, czy można było uniknąć strat z tytułu zawarcia nieodpowiednich umów dotyczących opcji walutowych dzięki znajomości wytycznych opracowanych przez Bank Anglii.

### 2. Ryzyko walutowe jako przykład ryzyka finansowego w działalności gospodarczej

W literaturze przedmiotu spotykane są niejednorodne definicje ryzyka. Przez pryzmat rezultatów, jakie może dać ryzyko, wyróżniamy dwa ujęcia: takie, które traktuje ryzyko jako możliwość poniesienia straty, zagrożenie; i takie, które zakłada możliwość wystąpienia wyników innych niż oczekiwane. Konsekwencje mogą być zarówno gorsze, jak i lepsze od spodziewanych [Forlicz 2001, s. 31]. Możemy zatem mówić, że „w pewnych sytuacjach ryzyko jest szansą, a w pewnych zagrożeniem”

[Tarczyński, Mojsiewicz 2001, s. 15-17]. Świadomość tego jest szczególnie istotna dla przedsiębiorców, ponieważ nie pozwala traktować ryzyka jako pewnej straty<sup>1</sup>. Ryzykiem można zarządzać, a w wyniku tego zarządzania można minimalizować straty lub nawet zwiększać zyski.

W działalności gospodarczej występuje różnego rodzaju ryzyko. Próby jego sklasyfikowania choćby w ogólnej postaci przyniosły wiele odmiennych rozwiązań<sup>2</sup>. W artykule zostanie przytoczony wyłącznie podział ryzyka finansowego, czyli tego, które „powoduje finansowe skutki dla podmiotu” (cyt. za: [Jajuga (red.) 2007, s. 18]). Do ryzyka finansowego zaliczymy m.in. ryzyko [Tarczyński, Mojsiewicz 2001]:

- rynkowe,
- kredytowe,
- operacyjne,
- płynności,
- prawne,
- biznesu,
- wydarzeń.

Ze względu na tematykę artykułu na szczególną uwagę zasługuje ryzyko rynkowe, a zwłaszcza jeden jego rodzaj – ryzyko walutowe. Pozostałe rodzaje ryzyka rynkowego to ryzyka [Tarczyński, Mojsiewicz 2001]:

- stopy procentowej,
- cen akcji,
- cen towarów.

Ryzyko kursowe występuje w sytuacji, gdy posiadane składniki majątku są denominowane w walucie obcej i kurs tej waluty ulega zmianie. Od tych wahań zależy wartość posiadanych składników majątku. Ryzyko walutowe dotyczy nie tylko eksporterów i importerów, ale także firm, które za granicą kupują surowce do produkcji swoich towarów, jak i te, które na zagranicznych rynkach finansowych lokują nadwyżki kapitału czy też zaciągają kredyty w walutach obcych.

### 3. Najlepsze światowe praktyki w zarządzaniu ryzykiem

Opisy najlepszych światowych praktyk w dziedzinie zarządzania ryzykiem [Jorion 2003, s. 563-583] zostały sporządzone m.in. przez Grupę Trzydziestu (G-30), Bank Anglii i Counterparty Risk Management Policy Group (CRMPG). Najbardziej szczegółowy opis zaproponowała G-30 w 1993 r.<sup>3</sup>, na potrzeby niniejszego artykułu zo-

---

<sup>1</sup> <http://www.spolkigieldowe.bdo.pl/biuletyn/46/swiat-gieldy/ryzyko-to-nie-zapowiedz-nieszczesc.html>, 23.02.2010.

<sup>2</sup> Np. w opracowaniu Tarczyńskiego i Mojsiewicza [2001] znajduje się podział na ryzyko systematyczne (kontrolowane przez podmiot) i specyficzne (niezależne od podmiotu).

<sup>3</sup> Opracowanie G-30 zawiera opis 24 wytycznych.

staną jednak przytoczone tylko wytyczne opracowane przez Bank Anglii ze względu na ich kompleksowość i zwięzłość ujęcia. Potrzebę spisania najskuteczniejszych działań dostrzeżono po głośnych upadkach firm na początku lat 90. XX w., wtedy to zaczęły się również prace nad prawnymi obostrzeniami w stosowaniu derywatów.

Po upadku najstarszego na świecie banku Barrings w 1995 r. Bank Anglii opracował raport i umieścił w nim zalecenia dotyczące zarządzania ryzykiem:

1) Obowiązkowe zrozumienie (*duty to understand*)

Menedżerowie zarządzający firmą muszą rozumieć podstawowe prawa działania ich przedsiębiorstwa, podejmowane decyzje i wykorzystywane przez siebie narzędzia.

2) Wyraźnie określona odpowiedzialność (*clear responsibility*)

Odpowiedzialność za każdy rodzaj aktywności musi być konkretnie przypisana do stanowiska pracownika. W raportach G-30 i CRMPG znajdują się zapisy, że odpowiedzialność za zarządzanie ryzykiem spoczywa na kadrze zarządzającej, menedżerach.

3) Odpowiednia kontrola wewnętrzna (*relevant internal controls*)

Kontrola wewnętrzna obejmująca nie tylko procesy i procedury, ale także konkretne stanowiska, jest niezbędna do skutecznego realizowania strategii zarządzania ryzykiem.

4) Szybkie reagowanie na ujawnione słabości (*quick resolution of weaknesses*)

Każdy ujawniony błąd lub nieodpowiednie działanie, które zostanie wykryte przez audyt wewnętrzny lub zewnętrzny, muszą być natychmiast zgłoszone do menedżerów wyższego szczebla.

W 1999 r., gdy zagrożony bankrutem był fundusz Long-Term Capital Management (LTCM), CRMPG, w której skład weszły największe międzynarodowe banki komercyjne i inwestycyjne, sporządziła raport i wytyczne dotyczące ulepszenia wewnętrznych rozwiązań w dziedzinie zarządzania ryzykiem. Opracowane zalecenia zwracają szczególną uwagę na poprawę standardów związanych z przepływem informacji, monitorowaniem sytuacji, wyszkoleniem kadry zarządzającej i przypisaniem jej odpowiedzialności za podejmowane decyzje. Dodatkowo zarówno opracowanie G-30, jak i CRMPG, wskazują na konieczność wykorzystania analizy VaR do mierzenia ryzyka rynkowego oraz testów warunków skrajnych (*stress-testing*) jako narzędzi dających pełny obraz, jak będzie zachowywał się portfel instrumentów także wtedy, gdy na rynku dojdzie do rzadkich i nieoczekiwanych sytuacji<sup>4</sup>.

Niekorzystne skutki ryzyka walutowego można zabezpieczać na wiele sposobów [Miształ 2004, s. 69-76]. Jednym z nich są transakcje wykorzystujące instrumenty pochodne. Wśród nich do najczęściej stosowanych należy zakup kontraktów terminowych lub opcji na kurs walutowy. W zależności od tego, czy podmiot posiada należności, czy zobowiązania w walutach obcych, będą to kontrakty i opcje na sprzedaż lub zakup walut.

<sup>4</sup> Zalecenie 5 i 6 w raporcie G-30 oraz 6 w raporcie CRMPG.

#### 4. Instrumenty pochodne – kij, który ma dwa końce

Instrumenty finansowe, których cena zależy od ceny aktywów bazowych, noszą nazwę instrumentów pochodnych lub derywatów. Są to umowy zakładające dostarczenie lub odkupienie określonej ilości danego towaru, w oznaczonym terminie, po uzgodnionej cenie. Wyróżniamy kilka głównych grup instrumentów pochodnych: kontrakty terminowe, opcje i swapy [Jajuga (red.) 2007, s. 73-84]. Od końca lat 70. XX w. obserwujemy rozkwit tego typu instrumentów [Wiśniewska 2007, s. 9]. Wtedy to sytuacja na świecie sprawiła, że zaczęto poszukiwać instrumentów finansowych, które pozwalałyby ograniczyć ryzyko. Stąd bierze się pierwsza funkcja derywatów: zabezpieczenie ryzyka – asekuracja. Do pozostałych funkcji zaliczamy także funkcję spekulacyjną [Nieborak 2004, s. 131]. Zastosowania te, choć skrajnie różne, wzajemnie się przenikają i dzięki temu jest możliwy obrót derywatami. Speculanci kupują bądź wystawiają derywaty, aby zarobić na spadku lub wzroście cen i dlatego są nieodzownymi partnerami przedsiębiorców asekurujących się. Speculanci za określoną cenę są w stanie przyjąć na siebie dodatkowe ryzyko, którego pozbywają się zabezpieczający, aby przy pomyślnym dla nich rozwoju sytuacji móc zyskać jeszcze więcej. W literaturze przedmiotu wymieniana jest jeszcze jedna funkcja instrumentów pochodnych – arbitrażowa. Jednak w wypadku rynku walutowego, który funkcjonuje 24 godziny na dobę przez 7 dni w tygodniu, wykorzystując do handlu nowoczesne wirtualne narzędzia, transakcje tego typu sprowadzają się do minimalnych rozmiarów, ponieważ szybki dostęp do informacji niweluje przewagę arbitrażysty nad jego potencjalnym klientem.

Kontrakty terminowe (zarówno *forward* – giełdowe, jak i *futures* – pozagiełdowe) stanowią zobowiązanie stron do zakupu czy sprzedaży w określonym czasie w przyszłości danej ilości towaru po ustalonej cenie. Różnice pomiędzy nimi wynikają w głównej mierze z przyjętych regulacji w miejscu obrotu, tj. na rynku regulowanym lub pozagiełdowym – OTC [Jajuga (red.) 2007, s. 82-83].

Opcje różnią się od kontraktów terminowych znacznie w swym pierwotnym założeniu, ponieważ dają nabywcy opcji jedynie prawo do sprzedaży bądź kupna uzgodnionego waloru. Wystawca opcji ma z jej tytułu zobowiązanie, które musi wypełnić. A za gotowość do jego wypełnienia otrzymuje premię, którą zachowuje, nawet jeśli kupujący postanowi nie skorzystać ze swojego prawa. Wyróżniamy dwa rodzaje opcji: kupna i sprzedaży. Opcja kupna (*call*) daje jej nabywcy prawo do kupna określonego towaru po znanej cenie w przyszłości. Opcja sprzedaży (*put*) daje natomiast nabywcy prawo do sprzedaży aktywów bazowych, na który została wystawiona, a wystawca opcji zobowiązuje się to aktywum odkupić na uzgodnionych warunkach. Jeśli mówimy o kupowaniu opcji, to jest to zajmowanie długiej pozycji (tzw. *long*), sprzedawanie opcji natomiast to krótka pozycja (tzw. *short*). Przy czym można kupować oraz sprzedawać zarówno opcje *call*, jak i *put*.

Omówione powyżej dwa podstawowe rodzaje opcji to nie jedyne występujące w obrocie. W praktyce stosuje się także opcje tzw. trzeciej generacji albo inaczej opcje egzotyczne [Jajuga (red.) 2007, s. 78].

Aby korzystanie z opcji nie pociągało za sobą kosztów finansowych w postaci premii płaconej przez kupującego, stosuje się struktury opcyjnie złożone zarówno z opcji *call* jak i *put*, które dzięki wymianie premii (zapłaconej i otrzymanej) pozwalają uzyskać instrument zerokosztowy. To właśnie takie instrumenty nabywali polscy przedsiębiorcy. W dużym uproszczeniu było to kupowanie opcji sprzedaży (*long put*) i sprzedawanie kilku opcji kupna (*short call*) [Zarzycki 2010]. Podmioty, które chciały zabezpieczyć swoje przychody w walutach obcych przed dalszym umacnianiem się złotówki, zamiast kupić opcję sprzedaży, która zapewniłaby znany poziom wpływów i jednocześnie dawałaby możliwość nieskorzystania z niej w przypadku osłabienia się kursu, decydowały się dodatkowo na wystawienie kilku opcji kupna, co pociągało za sobą konieczność dopłacenia bankowi różnicy między kursem rynkowym a tym ustalonym w kontrakcie w razie osłabienia waluty. W momencie zakupu przedsiębiorstwa nie płaciły nic za zawarcie takiej transakcji. Zobowiązując się jednak do zrealizowania wystawionych opcji, brały na siebie dodatkowe ryzyko.

## 5. Zaangażowanie polskich przedsiębiorców w walutowe instrumenty pochodne

Od 2006 r., kiedy to kurs złotego zaczął się znacznie umacniać w stosunku do walut obcych, tj. euro czy dolara, opcje walutowe stały się pożądanym produktem finansowym, poszukiwanym przez polskich przedsiębiorców otrzymujących wynagrodzenie w walutach obcych. Na przełomie lipca i sierpnia 2008 r. nastąpił szczyt w sprzedaży walutowych transakcji opcyjnych<sup>5</sup>. Kurs euro kształtował się na poziomie 3,2 zł. Było to w przeddzień upadku inwestycyjnego banku Lehman Brothers i drastycznego pogorszenia się sytuacji na giełdach i rynku walutowym, co pociągnęło za sobą załamanie światowego popytu [Zarzycki 2010]. Następstwem tych wydarzeń było znaczne osłabienie złotego. Na przełomie lat 2008 i 2009 polską opinią publiczną wstrząsnęły pojawiające się raporty o możliwości wystąpienia ogromnych strat finansowych po stronie polskich przedsiębiorstw z tytułu zaangażowania w opcje walutowe, które miały być instrumentem zabezpieczającym ryzyko niekorzystnej zmiany kursu walutowego, a stały się potencjalnym zagrożeniem dla wypłacalności firm (m.in. [Walutowe... 2008]; [Opcje... 2009]; [Firmy... 2009]).

W marcu 2009 roku pojawił się pierwszy raport<sup>6</sup> Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego dotyczący sytuacji polskich przedsiębiorstw w związku z zaangażowaniem w pochodne instrumenty walutowe. Z przeprowadzonej w nim analizy wynika między innymi, że na dzień 13 lutego 2009 ujemna wycena z tytułu zaangażowania

<sup>5</sup> <http://www.notowany.pl/artykul/6580/toksyczne-opcje-dusza-gielde-i-gospodarke>, 23.03.2010.

<sup>6</sup> Komunikat UKNF z dnia 11.03.2009, *Podstawowe wnioski z analizy zaangażowania przedsiębiorstw w walutowe instrumenty pochodne*, [www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl), 23.03.2010.

w opcje walutowe wynosiła 9 mld zł, w kontrakty terminowe 7 mld zł i w swapy 2 mld zł. Znaczna część przedsiębiorstw (ok. 80-85%) zawierała transakcje zabezpieczające, a więc ujemne rozliczenia kontraktów opcyjnych zostały skompensowane wyższymi przychodami z rozliczenia transakcji faktycznych. Straty mogą natomiast ponieść przedsiębiorstwa, które zawierały transakcje przewyższające ich przewidywane wpływy lub zawierające umowy z kilkoma bankami pod te same wpływy. Tego typu działania stanowią spekulacje. UKNF okresowo weryfikował wycenę zaangażowania i na dzień 17 sierpnia 2009 r. zobowiązania przedsiębiorstw wynosiły 5,51 mld zł (w tym 2,21 mld to opcje, 2,24 mld zł – forwardy, 1,06 mld zł – swapy)<sup>7</sup>. W tym samym dokumencie czytamy, że wszystkich firm, które na ten dzień mają zawarte transakcje pochodne, jest ok. 1,6 tys ( w porównaniu do 2,4 tys. na koniec lipca), a ponad 20% z nich ma transakcje zawarte z więcej niż jednym bankiem.

W dokumencie z dnia 4 czerwca 2009 r.<sup>8</sup> możemy znaleźć między innymi informacje o tym, że: „Część przedsiębiorców stwierdziła jednak, iż charakter transakcji (w szczególności zawieranych telefonicznie) był dla nich niezrozumiały, a podejmowane decyzje wynikały z zaufania do banków budowanego na gruncie długoletniej współpracy pomiędzy nimi”.

Przedsiębiorcy skarżyli się także na niedopełnienie przez banki obowiązków informacyjnych, proponowanie nieodpowiednich instrumentów lub kwot transakcji, niedostarczanie na czas informacji o bieżącej wycenie instrumentów, prezentowanie wyceny instrumentów na podstawie parametrów oderwanych do rzeczywistości. W dalszej części dokumentu czytamy, że: „UKNF zarekomendował bankom podjęcie działań zmierzających do poprawy jakości informowania klientów o ryzyku związanym z instrumentami pochodnymi oraz wzmocnienie mechanizmów kontroli ryzyka wynikającego z zawierania takich transakcji z klientami niefinansowymi. Wymienione zagadnienia mogą stać się podstawą do wypracowania standardów w zakresie oferowania instrumentów pochodnych”<sup>9</sup>.

Nie ma natomiast w tym opracowaniu nic na temat konieczności edukowania podmiotów niefinansowych w zakresie zarządzania ryzykiem, a przecież dostarczenie przedsiębiorstwom elementarnej wiedzy na ten temat znacznie ułatwiłoby bankowcom komunikację z klientem, zarazem zapobiegałoby zawieraniu transakcji rażąco godzących w interesy firm.

---

<sup>7</sup> Komunikat UKNF z dnia 17.08.2009, *Komunikat Urzędu KNF w sprawie zaangażowania przedsiębiorstw w walutowe instrumenty pochodne*, [www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl), 23.03.2010.

<sup>8</sup> Komunikat UKNF z dnia 4.06.2009, *Stanowisko UKNF w sprawie dobrych praktyk w zakresie walutowych transakcji pochodnych – podstawowe zagadnienia opracowane na podstawie wniosków z analizy nadzorczej*.

<sup>9</sup> Komunikat z dnia UKNF z dnia 17.08.2009 *Komunikat Urzędu KNF w sprawie zaangażowania przedsiębiorstw w walutowe instrumenty pochodne*, [www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl), 23.03.2010.

## 6. Wnioski

Większość opcji zawartych w 2008 r. wygasła do połowy 2010 r. i dopiero wtedy będzie można podsumować, ile tak naprawdę polscy przedsiębiorcy stracili na omawianych kontraktach. Do dzisiaj znanych jest już kilka przykładów przedsiębiorstw, które do tego czasu znikną z rynku, jak chociażby Odlewnie Polskie, Elwo<sup>10</sup>, Krośnińskie Huty Szkła<sup>11</sup>. Wymienione podmioty to spółki giełdowe, których wyniki finansowe są przedmiotem zainteresowania zarówno KNF, jak i akcjonariuszy, ale jakie będą straty wśród małych i średnich przedsiębiorstw?

Czytając powyżej przytoczone raporty UKNF pod kątem zgodności ze światową praktyką zarządzania ryzykiem, można by stwierdzić, że polscy przedsiębiorcy nie potrafili efektywnie wykorzystywać nowoczesnych instrumentów finansowych. Byłoby to jednak zbyt duże uproszczenie. Należy podkreślić, że UKNF szacuje, że ok. 15–20% zaangażowanych podmiotów zawierało transakcje spekulacyjne, narażając się w ten sposób na poważne straty finansowe. A są przecież na polskim rynku firmy, które od lat osiągają lepsze wyniki ze swej działalności dzięki umiejętnemu wykorzystaniu derywatów, jak choćby KGHM Polska Miedź S.A.

Zarządzający przedsiębiorstwami, o których mowa w komunikatach UKNF, podpisywali umowy, których ekonomicznej treści nie rozumieli, i przez to przyjmowali ryzyko niezwiązane z podstawową działalnością firm. W wielu przypadkach menedżerowie oskarżają dealerów bankowych o zły dobór parametrów instrumentu czy też nieinformowanie o ryzyku płynącym z zawarcia danej transakcji, ale gdyby w firmach istniały jakiegokolwiek regulacje dotyczące zarządzania ryzykiem, takie niedopasowanie zostałoby ujawnione i skorygowane przed zawarciem kontraktu. Znajomość zaleceń Banku Anglii mogła w znacznej mierze zapobiec stratom przedsiębiorców.

Miejmy nadzieję, że ta lekcja, jakkolwiek droga, przyniesie korzyści polskim przedsiębiorcom, którzy dostrzegą potrzebę opracowania rozwiązań w dziedzinie zarządzania ryzykiem i w przyszłości będą osiągać lepsze wyniki finansowe dzięki zastosowaniu nowoczesnych instrumentów finansowych.

## Literatura

- Firmy straciły na opcjach 15 miliardów złotych*, Dziennik.pl, 24.02.2009.  
Forlicz S., *Niedoskonała wiedza podmiotów rynkowych*, PWN, Warszawa 2001.  
Jajuga K. (red.), *Zarządzanie ryzykiem*, PWN, Warszawa 2007.  
Jorion P., *Financial Risk Manager Handbook*, GARP, New Jersey 2003.

---

<sup>10</sup> <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Bankructwo-Elwo-z-grupy-Rafako-krwawe-zniwa-opcji-walutowych-czas-zaczac-1885389.html>, 24.03.2010.

<sup>11</sup> [http://wyborcza.biz/biznes/1,101562,7413735,Akcjonariusze\\_upadlych\\_firm\\_z\\_GPW\\_stracili\\_cwierc.html](http://wyborcza.biz/biznes/1,101562,7413735,Akcjonariusze_upadlych_firm_z_GPW_stracili_cwierc.html) / 24.03.2010.

- Misztal P., *Zabezpieczenie przed ryzykiem zmian kursu walutowego*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2004.
- Nieborak T., *Pochodne instrumenty finansowe. Aspekty prawnopodatkowe*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2004.
- Opcje walutowe dobiją złotego?*, Dziennik.pl; 17.02.2009,
- Tarczyński W., Mojsiewicz M., *Zarządzanie ryzykiem. Podstawowe zagadnienia*, PWE, Warszawa 2001.
- Walutowe sidła banków*, „Gazeta Wyborcza”, 29.11.2008,
- Wiśniewska E., *Gieldowe instrumenty pochodne*, CeDeWu Wydawnictwo Fachowe, Warszawa 2007.
- Zarzycki H., *Asymetryczne instrumenty pochodne w aspekcie zabezpieczenia polskiego eksportu w dobie kryzysu*, <http://www.konferencja.edu.pl>, 23.03.2010.

## CURRENCY RISK MANAGEMENT IN POLISH ENTERPRISES IN THE LIGHT OF BEST GLOBAL PRACTICES

**Summary:** The paper concerns the use of foreign exchange derivatives by Polish entrepreneurs at the end of 2008 and 2009. Only this period was taken into consideration due to the unprecedented scale of the losses from covered option transactions. In order to introduce the situation of Polish enterprises involved in foreign currency derivatives the data from UKNF reports are quoted. Then applications are confronted with the best global practices of risk management, which include the recommendations made by Bank of England. The summary includes a reflection that knowledge of risk management essence is a key to make the effective use of the financial market tools.