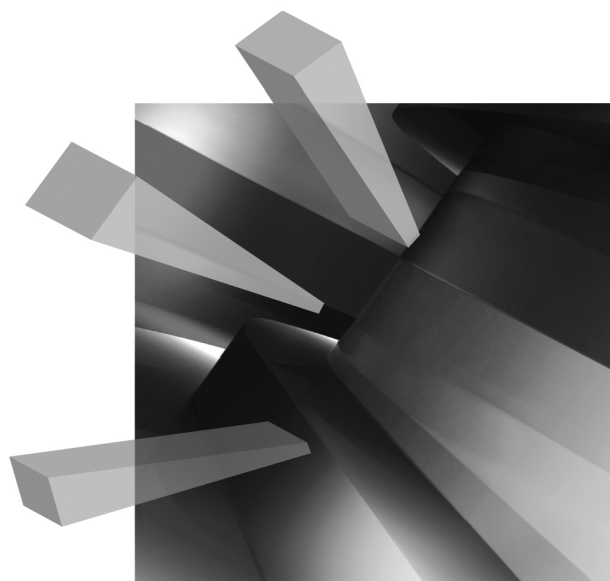


NAUKI O ZARZĄDZANIU MANAGEMENT SCIENCES

4(17)•2013



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2013

Redaktor Wydawnictwa: Aleksandra Śliwka

Redaktor techniczny i korektor: Barbara Łopusiewicz

Łamanie: Beata Mazur

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,

w Dolnośląskiej Bibliotece Cyfrowej www.dbc.wroc.pl,

The Central European Journal of Social Sciences and Humanities <http://cejsh.icm.edu.pl>

The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się

na stronie internetowej Wydawnictwa

www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie
wymaga pisemnej zgody Wydawnictwa

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2013

ISSN 2080-6000

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Nakład: 200 egz.

Spis treści

Wstęp	7
Krzysztof Ćwik , Wzrost przedsiębiorstwa przez tworzenie ugrupowania kapitałowego.....	9
Wojciech Fliegner , Analiza relacji między regułami i procesami biznesowymi.....	18
Michał Jankowski , Toksyczne opcje walutowe – negatywne aspekty ograniczania ryzyka walutowego dla przedsiębiorstw na przykładzie wydarzeń z roku 2008.....	29
Elżbieta Karaś, Agnieszka Piasecka-Gluszak , Zarządzanie wiedzą – dlaczego tak ważne?.....	45
Patrycja Klimas , Współzależność wymiarów innowacyjności organizacyjnej.....	61
Tomasz Kopczyński , Zarządzanie projektami na tle wzrastającej złożoności i dynamiki otoczenia.....	73
Kamila Malewska , Doskonalenie potencjału intuicyjnego współczesnego menedżera.....	83
Grażyna Osbert-Pociecha , Zmiany upraszczające w organizacji – wyniki badań sondażowych.....	95
Ireneusz P. Rutkowski , Zmodyfikowane metody analizy portfelowej i ich zastosowanie do oceny projektów innowacji produktowych.....	109
Anna Sankowska, Krzysztof Santarek , Zaufanie w sieci badawczo-rozwojowej jednostek naukowych. Studia przypadków.....	123
Krzysztof Stepaniuk , Facebook jako płaszczyzna kreowania więzi społecznych między wybranymi podmiotami turystycznymi a użytkownikami serwisu. Studium przypadku.....	142
Michał Terlecki , Wykorzystanie sponsoringu imiennego w sporcie na przykładzie koszykarskiego Śląska Wrocław.....	154
Katarzyna Tracz-Krupa , Efektywność wydatkowania środków Europejskiego Funduszu Społecznego na rozwój kadr.....	172
Paweł Waniowski , Uczciwość cen. Etyczne aspekty procesu kształtowania cen w przedsiębiorstwach.....	184
Jarosław Woźniczka , Czas jako zmienna w procesach planowania i pomiaru efektów komunikacji marketingowej.....	198
Anna Zięba , Zastosowanie funkcji informacyjnej pytania w doskonaleniu analizy ankiet wykorzystywanych w przedsiębiorstwach.....	219

Summaries

Krzysztof Ćwik , Growth of the company through the creation of a business group.....	17
Wojciech Fliegner , Analysis of relationship between rules and business processes.....	28
Michał Jankowski , Toxic currency options – negative aspects of the exchange rate risk limitation for companies in relation to events from the year 2008.....	44
Elżbieta Karaś, Agnieszka Piasecka-Głuszak , Knowledge management – why is it so important?.....	60
Patrycja Klimas , The interdependencies within dimensions of organizational innovativeness.....	71
Tomasz Kopczyński , Management of projects compared to the increasing complexity and the dynamics of the environment.....	82
Kamila Malewska , Improving intuitive potential of contemporary manager.....	94
Grażyna Osbert-Pociecha , Changes that lead to simplification – results of studies.....	108
Ireneusz P. Rutkowski , Modified methods of portfolio analysis and their application to the evaluation of product innovation projects.....	122
Anna Sankowska, Krzysztof Santarek , Trust in R & D network of scientific units. Case studies.....	141
Krzysztof Stepaniuk , Facebook as a creation plain of secondary social bonds between selected tourist companies and users. Case study.....	153
Michał Terlecki , Use of title sponsorship in sport. The case of Śląsk Wrocław basketball team.....	171
Katarzyna Tracz-Krupa , Efficiency of the European Social Fund expenditure on the human resources development.....	183
Paweł Waniowski , Price integrity. Ethical aspects of the price formation process in companies.....	197
Jarosław Woźniczka , Time as a variable in processes of marketing communication planning and performance measurement.....	218
Anna Zięba , Application of the Item Information Function to improve the analysis of questionnaires used in companies.....	229

Michał Jankowski

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

TOKSYCZNE OPCJE WALUTOWE – NEGATYWNE ASPEKTY OGRANICZANIA RYZYKA WALUTOWEGO DLA PRZEDSIĘBIORSTW NA PRZYKŁADZIE WYDARZEŃ Z ROKU 2008

Streszczenie: Niniejsze opracowanie porusza temat ryzyka kursowego w przedsiębiorstwach. Na wstępie następuje zdefiniowanie pojęcia *ryzyko* i *ryzyko walutowe* oraz przedstawione zostają czynniki wpływające na jego poziom. W dalszej części pracy zaprezentowane zostały instrumenty, których zastosowanie powoduje ograniczenie ryzyka walutowego – kontrakty *future/forward*, opcje oraz kontrakty typu SWAP. Pomimo wielu zalet tych instrumentów, ich niewłaściwe zastosowanie może doprowadzić do bardzo poważnych konsekwencji. Z tego powodu w pracy, oprócz pozytywnych właściwości tych instrumentów, przedstawione zostały ich negatywne cechy na przykładzie wydarzeń z roku 2008. Końcowa część pracy ukazuje, że pomimo iż opisywane wydarzenia miały miejsce prawie 5 lat temu, to do dnia dzisiejszego problemy, które z nich wyniknęły, nie zostały rozwiązane oraz spowodowały znaczącą utratę zaufania do tego typu instrumentów ograniczających ryzyko kursowe.

Słowa kluczowe: ryzyko walutowe, kontrakt *forward*, opcje walutowe, instrumenty pochodne.

DOI: 10.15611/noz.2013.4.03

1. Wstęp

W obecnych czasach przedsiębiorcy mają praktycznie nieograniczone możliwości wyboru swoich kontrahentów. Wielu z nich, chcąc maksymalizować swoje zyski, rozpoczyna współpracę z podmiotami zagranicznymi. Decyzja ta w większości przypadków oznacza rozpoczęcie rozliczeń w walucie obcej, a tym samym pojawienie się ryzyka kursowego. Ryzyko to dotyczy zarówno importerów, jak i eksporterów. W przypadku eksporterów można powiedzieć, że jest ono większe. Otóż eksporter ponosi wszystkie koszty w złotych (czynsz, media, materiały i surowce, płace pracowników), a sprzedaje swoje usługi lub towary za granicą. Oznacza to, że zapłata otrzymywana od kontrahentów wyrażana jest w walucie obcej. Odwrotna sytuacja ma miejsce w przypadku importerów. Zakup materiałów, surowców, towarów odbywa się za granicą w walucie obcej. Natomiast sprzedaż gotowych usług lub towarów odbywa się w kraju w walucie krajowej. Nasuwa się pytanie, dlaczego import jest obciążony mniejszym ryzykiem. Otóż w przypadku importu tylko część kosztów

jest ponoszona w walucie obcej, natomiast większość kosztów związanych z funkcjonowaniem przedsiębiorstwa ponoszona jest w walucie krajowej – w tej sytuacji o wiele łatwiej jest szacować potencjalne przychody bądź też straty.

Przedstawione dwa scenariusze stanowią zaledwie prosty przykład ilustrujący ten problem. Niejednokrotnie spotykamy się z o wiele bardziej skomplikowaną sytuacją. Przedsiębiorca prowadzący działalność gospodarczą występuje w roli zarówno importera, jak i eksportera. Globalizacja sprawiła, że starając się minimalizować koszty oraz maksymalizować przychody, przedsiębiorcy przeprowadzają transakcje na wielu rynkach. Bardzo często w różnych walutach. Pierwszy problem pojawia się w momencie importu surowców, który może być rozliczany w walucie obcej lub krajowej. Następnie ma miejsce przetworzenie surowców w produkt gotowy. W tym przypadku koszty ponoszone są w walucie krajowej. Na koniec tego procesu następuje sprzedaż – eksport, która jest rozliczana w walucie obcej. Przykład ten pokazuje, że niepewność związana z takim modelem działalności jest bardzo wysoka. Może dojść nawet do tak niekorzystnej sytuacji, że produkt gotowy będzie tańszy od kosztów jego wytworzenia, jeśli cenę wyrazimy w walucie obcej.

Ryzyko kursowe jest związane z niepewnością co do wysokości kursu walutowego w dniu realizacji transakcji. Zmiana kursu może okazać się zarówno korzystna, jak i niekorzystna dla przedsiębiorcy. Racjonalnie działający przedsiębiorca, który obawia się zmian na rynku walutowym, powinien podjąć działania zmierzające do zmniejszenia ryzyka związanego ze zmianą kursu walutowego.

Celem tego opracowania jest przedstawienie, w jaki sposób nieprawidłowo dobrane instrumenty finansowe, zamiast chronić przed ryzykiem, powodują jego zwiększenie. Analiza zostanie dokonana na przykładzie wydarzeń z roku 2008. W tym okresie banki proponowały swoim klientom tzw. opcje bezkosztowe, oparte na strategii korytarza, które miały zapewnić *darmową* ochronę przed ryzykiem walutowym. Nieodpowiednie wykorzystanie tych instrumentów doprowadziło wiele przedsiębiorstw do problemów finansowych. Opracowanie to stanowi wstęp teoretyczny do dalszych badań związanych z nieprawidłowym wykorzystaniem instrumentów finansowych do ograniczenia poziomu ryzyka walutowego przez przedsiębiorców. W niniejszym opracowaniu przedstawiono definicję ryzyka walutowego oraz podstawowych instrumentów pochodnych.

Na uwagę zasługuje również fakt, że do dnia dzisiejszego kwestie poruszane w tym opracowaniu nie zostały do końca rozwiązane.

2. Ryzyko kursowe

Dotychczas pojęcia samego ryzyka oraz ryzyka walutowego przedstawiono intuicyjnie i nie zostały jeszcze zdefiniowane w tym opracowaniu. Na potrzeby tego artykułu zostały przyjęte następujące definicje:

Ryzyko – połączenie prawdopodobieństwa wystąpienia określonego zdarzenia (lub grupy zdarzeń) oraz skutków ich wystąpienia dla przedsiębiorstwa [Williams, Smith, Young 2002, s. 30].

Ryzyko walutowe – potencjalna zmiana dochodu wynikająca z nieoczekiwanych zmian kursu waluty obcej. Dotyczy ona wszystkich przedsiębiorstw – zarówno finansowych, jak i niefinansowych – oraz dodatnich i ujemnych odchyłeń dochodu [Kalinowski 2007, s. 34].

Należy zauważyć, że w przypadku obu definicji zmiany na rynku walutowym, które w efekcie będą korzystne dla przedsiębiorstwa, również uważane są za obciążone ryzykiem.

Ryzyko walutowe jest nierozłącznie powiązane z upływem czasu. Najczęściej spowodowane jest to różnymi terminami dostawy oraz płatności za produkt. W tym czasie na rynku walutowym mogą wystąpić wahania, które finalnie spowodują zmianę wartości produktu w tych dwóch momentach. W większości przypadków za moment rozpoczęcia występowania ryzyka walutowego uznaje się moment ustalenia ceny produktu. Moment, w którym to przedsiębiorca otrzymuje zapłatę za dostarczony produkt, uznaje się za koniec ekspozycji na ryzyko [Zajac 2002, s. 332-333].

Przedsiębiorstwa, które mają zarówno zobowiązania, jak i należności, mogą nie być narażone na występowanie tego ryzyka, pod warunkiem że są one równe co do wartości oraz daty zapadalności. Mówimy wtedy, że przedsiębiorstwo ma zamkniętą pozycję walutową. Dążenie do sytuacji, w której przedsiębiorstwo ma zamknięte wszystkie pozycje walutowe, jest jednym ze znanych sposobów ograniczania ryzyka walutowego [Lewandowski 1993, s. 29-30].

Świadomie działający przedsiębiorca powinien zastosować odpowiednie zabezpieczenie do występującego poziomu ryzyka. Jeżeli ryzyko nie przekracza pewnego poziomu, który uważany jest przez przedsiębiorcę za bezpieczny, to może on całkowicie zrezygnować ze stosowania instrumentów chroniących przed ryzykiem. Należy pamiętać, że większość instrumentów wiąże się z poniesieniem dodatkowego kosztu, który przy niewielkich transakcjach może być zbyt wielki. Na poziom ryzyka wpływają następujące elementy [Misztal 2004, s. 62-63]:

- rozmiar ekspozycji netto¹ – wraz ze wzrostem tego poziomu rośnie ryzyko walutowe,
- stabilność waluty – dokonywanie transakcji w walutach stabilnych zmniejsza poziom ryzyka walutowego, ponieważ wystąpienie niepokojących zmian na rynku jest zdecydowanie mniejsze. Tym samym obniża się prawdopodobieństwo poniesienia nieprzewidzianych strat, jak również osiągnięcia dodatkowych zysków,
- okres do wygaśnięcia ryzyka – im dłuższy termin do realizacji płatności, tym to ryzyko jest większe,
- relacja otwartej pozycji do obrotów przedsiębiorstwa – ryzyko zwiększa się wraz ze wzrostem tego współczynnika,

¹ *Rozmiar ekspozycji netto* – bezwzględna różnica pomiędzy wierzytelnościami i zobowiązaniami w danej walucie.

- kwalifikacje kadry kierowniczej – wraz ze wzrostem umiejętności zarządzających spada ryzyko walutowe,
- preferencje kadry kierowniczej oraz właścicieli do ryzyka kursowego oraz metod zarządzania nim.

3. Instrumenty zmniejszające ryzyko walutowe

Przedsiębiorca, który planuje zabezpieczyć się przed ryzykiem walutowym, ma do dyspozycji wiele instrumentów, które może zastosować. Można nawet powiedzieć, że ich liczba jest nieograniczona, biorąc pod uwagę możliwość ich łączenia ze sobą. Głównym ich celem jest zamknięcie otwartych pozycji walutowych występujących u przedsiębiorcy. Najważniejsze z nich to transakcje typu *forward*, kontrakty *futures* oraz *opcje walutowe*.

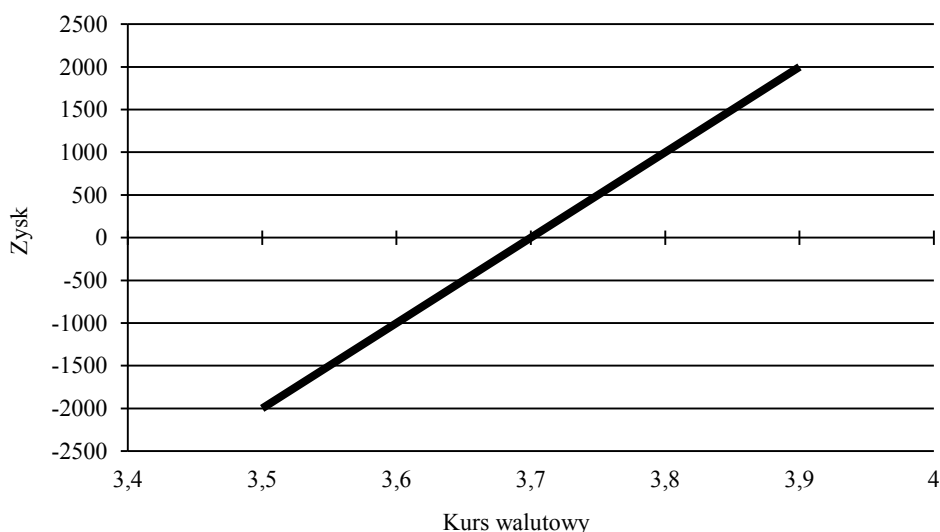
Należy pamiętać, że dobrze dobrana strategia zabezpieczająca powinna spowodować, że przedsiębiorca nie odczuje zmian występujących na rynkach walutowych. Jedną z wad takiego rozwiązania jest jego koszt. Im ryzyko, przed którym staramy się zabezpieczyć, jest większe, tym większy jest koszt takiego zabezpieczenia. Zaznaczyć należy, że koszt nie musi być bezpośrednio związany z instrumentem, za pomocą którego ryzyko kursowe jest niwelowane, ale również może wynikać z niezrealizowania potencjalnych zysków.

Kontrakt *forward*

Podstawowym, a również najprostszym instrumentem zmniejszającym ryzyko walutowe jest kontrakt *forward*. W jego przypadku strony umawiają się co do ceny waluty. Jedna ze stron zobowiązuje się do sprzedania ustalonej ilości waluty po ściśle określonej cenie (zajmuje pozycję krótką) i w ściśle określonym terminie. Natomiast druga ze stron zobowiązuje się kupić ustaloną ilość waluty po określonej cenie od strony pierwszej (zajmuje pozycję długą), również w ściśle określonym terminie [Morawska, Truszkowski 2009, s. 43-44].

W przypadku kontraktu *forward* obie strony mają zagwarantowaną stałą cenę waluty, co oznacza całkowitą likwidację ryzyka kursowego.

Teoretycznie zawarcie kontraktu *forward* nie wiąże się z dodatkowymi kosztami. Jednakże można mówić o potencjalnie utraconych korzyściach. Załóżmy, że został zawarty kontrakt *forward* na walutę, którego cena kontraktowa wynosi 3,7 zł za jednostkę waluty (zob. rys. 1). W sytuacji, gdy cena waluty w dniu realizacji kontraktu wynosiłaby 3,8 zł za jednostkę, dla strony sprzedającej walutę oznacza to, że ponosi *potencjalną* stratę w wysokości 0,1 zł za jednostkę waluty, ponieważ w dniu realizacji kontraktu mogłaby sprzedać tę walutę za cenę odpowiednio wyższą. Gdyby cena waluty obowiązująca na rynku w dniu realizacji kontraktu była niższa od ceny kontraktowej, to kontrakt przyniósłby sprzedającemu zysk, ponieważ kupujący jest zobowiązany do kupna waluty po z góry ustalonej cenie, która w tej sytuacji jest



Rys. 1. Kontrakt *forward*

Źródło: opracowanie własne.

wyższa od ceny rynkowej. Należy pamiętać, że kontrakt *forward* działa w sposób lustrzany. Zysk dla sprzedającego oznacza taką samą stratę dla kupującego, i odwrotnie.

Dowolność ustalania warunków kontraktu *forward* oraz jego prostota powodują, że jest to najczęściej wybierane zabezpieczenie. Średnie dzienne obroty netto tymi kontraktami na rynku polskim wyniosły w 2011 r. 465,5 mln USD [Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2011 r. ... 2012, s. 348].

Kontrakt *futures*

Kontrakt *futures* jest bardzo podobny do kontraktu *forward*. Różni się on jedynie formą rozliczenia. Kontrakt *forward* jest obecny na rynku nieregulowanym, co sprawia, że jest on bardzo elastyczny. Kontrakt *futures* występuje na rynku regulowanym – giełdzie. Można powiedzieć, że jest to transakcja *forward* z następującymi dodatkowymi elementami [Wiśniewska 2007, s. 21-23]:

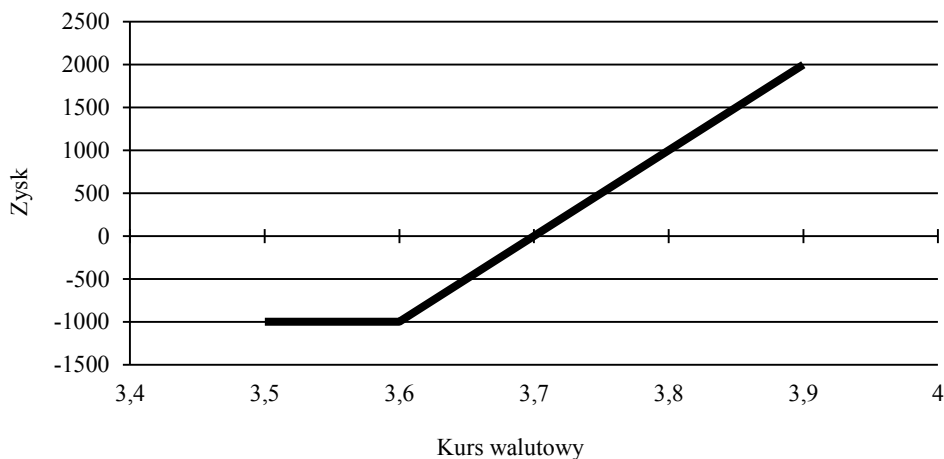
- 1) data rozliczenia oraz wielkość jest standaryzowana przez giełdę,
- 2) handel odbywa się na podobnej zasadzie co obrót akcjami,
- 3) każdego dnia odbywa się ich wycena oraz rozliczenie depozytu zabezpieczającego pomiędzy stronami przez uznaną izbę rozliczeniową.

Konieczność standaryzacji tego zabezpieczenia sprawia, że jest ono mało popularne. Przedsiębiorca bardzo często nie jest w stanie skorzystać z tego rodzaju zabezpieczenia, ponieważ nie może dopasować proponowanych przez giełdę produktów pod względem wielkości oraz daty rozliczenia.

Z tego powodu produkt ten jest mało popularny w Polsce. W roku 2011 wartość transakcji walutowych kontraktami *futures* wyniosła zaledwie 6,6 mld zł [Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2011 r. ... 2012, s. 364].

Opcja

Podstawową wadą kontraktów *forward* oraz *futures* jest obowiązek ich realizacji przez obie strony. Lepszym zabezpieczeniem byłby instrument, który można byłoby zastosować tylko w sytuacji, przed którą chcemy się zabezpieczyć. Takim instrumentem jest *opcja*. Idea tego instrumentu opiera się na założeniu, że posiadacze *opcji* mają prawo, ale nie obowiązek, do przeprowadzenia transakcji kupna/sprzedaży waluty we wcześniej ustalonym terminie i po wcześniej ustalonej cenie. Obowiązek przeprowadzenia transakcji ma tylko jedna ze stron – wystawca *opcji*. On to zobowiązuje się, że sprzeda lub kupi walutę po określonej cenie i w ustalonym czasie. Za ten obowiązek pobiera opłatę, tzw. premię za *opcję*. Premia za *opcję* stanowi jedyny koszt *opcji* dla jej nabywcy. Wysokość premii zależy od ceny realizacji *opcji* [Nieborak 2004, s. 160-162].



Rys. 2. Opcja *longcall*

Źródło: opracowanie własne.

Aby dokonać wszystkich możliwych transakcji na rynku, potrzebne są dwa typy *opcji* [Jajuga 2006, s. 31-32]:

- *opcja* kupna (*call option*) – wystawca *opcji* zobowiązuje się sprzedać określoną ilość waluty po określonej cenie i w określonym czasie nabywcy *opcji*. Nabywca ma prawo kupić od wystawcy określoną ilość waluty po określonej cenie i w określonym czasie (zob. rys. 2),

- *opcja sprzedaży (put option)* – wystawca zobowiązuje się kupić od nabywcy *opcji* określoną ilość waluty po określonej cenie i w określonym czasie. Nabywca *opcji* ma prawo sprzedać wystawcy *opcji* określoną ilość waluty po określonej cenie i w określonym czasie.

W przypadku eksportera stara się on zabezpieczyć przed spadkiem kursu walutowego. Dlatego też powinien kupić *opcję sprzedaży* waluty po określonej cenie. W przypadku, gdyby kurs waluty spadł poniżej poziomu ceny realizacji *opcji*, eksporter korzysta z prawa, jakie daje mu *opcja*, i sprzedaje walutę wystawcy *opcji* po ustalonej cenie. W przypadku wzrostu ceny waluty powyżej kwotę realizacji *opcji* eksporter nie korzysta z prawa, jakie daje mu *opcja*, i sprzedaje waluty po cenie rynkowej.

Odwrotnie postępuje importer. Aby zapłacić za zakupiony towar lub usługę, musi zakupić waluty. W tym przypadku stara się on uchronić przed wzrostem ceny walut. W tym celu kupuje *opcję kupna*. W sytuacji gdy na rynku cena waluty rośnie, korzysta z *opcji* i kupuje walutę po określonej cenie od wystawcy *opcji*. W sytuacji gdy cena spada, nie korzysta z prawa, jakie daje mu *opcja*, i kupuje walutę na rynku po cenie niższej niż wynikająca z kontraktu *opcijnego*.

Wydawać się mogło, że *opcja* powinna stanowić jeden z lepszych instrumentów zabezpieczających przed niekorzystnymi zmianami cen na rynku walut. Niestety mają one jedną znaczną wadę – są stosunkowo drogie w sytuacji, gdy chce się kupić tylko samą *opcję*. Premia za *opcję* może sięgać kilku procent wartości całej transakcji, którą *opcja* ta zabezpiecza. Kwota ta jest znacząca i wielu przedsiębiorców rezygnuje ze stosowania tego rodzaju zabezpieczenia.

Z *opcjami* walutowymi związany jest problem ich wyceny. Ze względu na obszerność tego zagadnienia zostanie ono pominięte w tym opracowaniu. Dodatkowe informacje można znaleźć w publikacjach [Bartosiewicz 2012; Hull 1998; Taylor 2000; Keith, Brown 2001] i innych.

SWAP

Ostatnim produktem, o którym należy wspomnieć, jest kontrakt SWAP. Jest to umowa, w której strony zobowiązują się dokonać w przyszłości płatności zgodnie z ustalonym harmonogramem. Umowa ta definiuje, jak ma wyglądać rozliczenie oraz kiedy mają wystąpić przepływy [Sopoćko 2005, s. 181-183].

Najczęściej spotykaną formą zabezpieczenia ryzyka na rynku walutowym za pomocą tego instrumentu jest kontrakt CIRS². Strony kontraktu zobowiązują się do wymiany serii odsetkowych płatności w dwóch różnych walutach, które naliczane są do uzgodnionej kwoty nominalnej oraz dla ustalonego okresu [Karkowski 2009, s. 54].

Ze względu na dość wysoki koszt tego zabezpieczenia raczej nie jest ono wykorzystywane przez przedsiębiorców. Transakcje CIRS zawierane były niemal wyłącz-

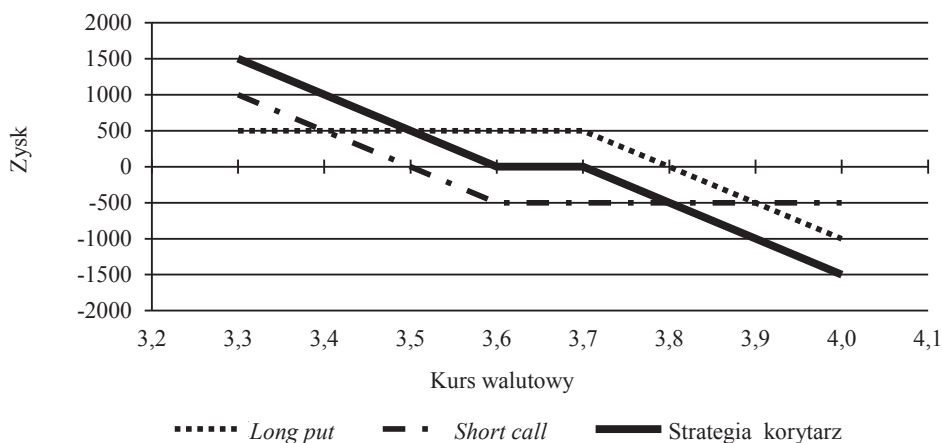
² CIRS – *Currency Interest Rate Swap*.

nie przez banki. Ich udział wynosił 95%. Pomimo uczestnictwa tak dużych podmiotów na rynku rynek transakcji CIRS w roku 2011 pozostawał najmniejszym segmentem krajowego rynku walutowych instrumentów pochodnych na kurs złotego – średnie dzienne obroty wynosiły na nim 110 mln zł [Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2011 r. ... 2012, s. 350].

Instrumenty złożone

Na podstawie powyższych instrumentów można stworzyć wiele wariantów, które zabezpieczają przed różnymi rodzajami ryzyka. Dzięki temu wykwalifikowani doradcy mogą stworzyć strategię, która będzie dopasowana do konkretnego przedsiębiorcy. Pewnym problemem jest brak rozwiniętego rynku kontraktów walutowych w Polsce. Nie istnieje giełda, na której prowadzone są transakcje kupna i sprzedaży tych instrumentów. Przez to przedsiębiorcy skazani są na pośrednictwo banków. Powoduje to, że kontrakty opcyjne są mało elastyczne.

Możliwości łączenia instrumentów wykorzystywały banki i zaproponowały przedsiębiorcom połączenie dwóch strategii opcyjnych. Koszty związane z zakupem *opcji* były pokrywane jednoczesnym wystawianiem innej *opcji*.



Rys. 3. Strategia korytarz (*risk reversal*)

Źródło: opracowanie własne.

W 2008 r. eksporterzy chcieli zabezpieczyć się przed dalszym spadkiem kursu euro i jednocześnie nie chcieli ponosić kosztów związanych z zakupem *opcji*. Dlatego też kupili od banku *opcję* sprzedaży, której premię pokryli ze sprzedaży bankowi *opcji* kupna. Strategia ta nazwana jest korytarzem (zob. rys. 3) [Ejsymont 2006].

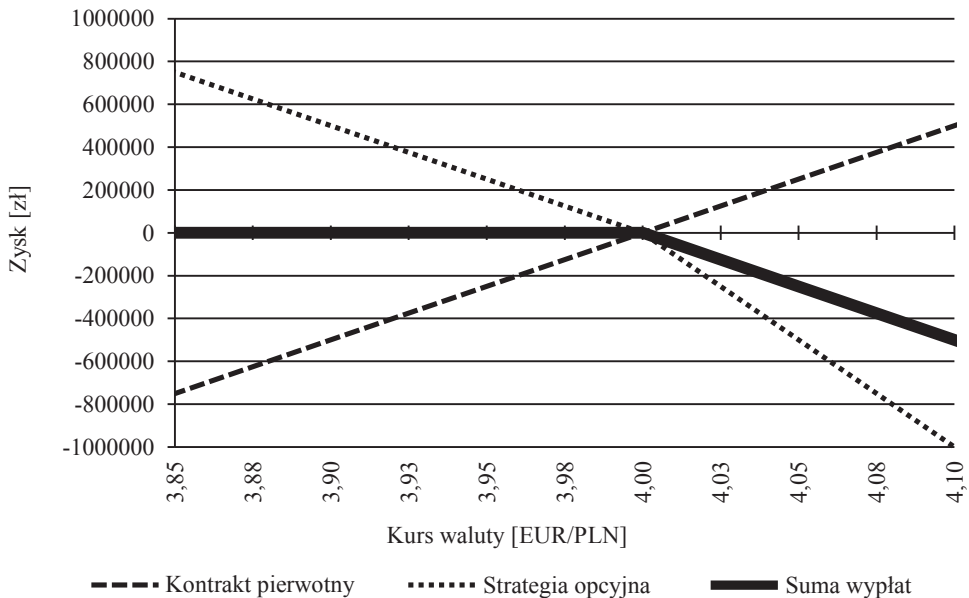
4. Niebezpieczeństwo stosowania instrumentów finansowych

Teoretycznie instrumenty, które służą przeciwdziałaniu występowania ryzyka w transakcjach walutowych, nie powinny doprowadzić do sytuacji kryzysowej. W praktyce okazało się jednak, że jest inaczej. Kryzys nastąpił w roku 2008. Do pierwszej połowy 2008 r., w wyniku pozytywnych zmian społeczno-gospodarczych w latach poprzednich, występował wzrostowy kurs złotego w stosunku do wielu walut, a szczególnie do dolara amerykańskiego, franka szwajcarskiego oraz euro. Przedsiębiorcy, a zwłaszcza eksporterzy, oczekiwali, że polski złoty w dalszym ciągu będzie się umacniał. Dlatego też banki zaczęły oferować swoim klientom produkty, które miały zabezpieczyć ich przed dalszym spadkiem ceny euro. Grupą zagrożoną w tej sytuacji byli eksporterzy. Ciągły spadek wartości euro powodował, że zyski związane z handlem z zagranicą odpowiednio spadały.

Rozwiązaniem tego problemu miała być zaproponowana przez banki *strategia bezkosztowa* – wspomniana wcześniej strategia korytarza, ale nie tylko. Eksporter, który chciał zabezpieczyć się przed spadkiem ceny euro, kupował od banku *opcję sprzedaży*. Premia za zakup *opcji sprzedaży* pokrywana była ze sprzedania *opcji kupna* bankowi. Tylko, że eksporter dążył do tego, aby bank nie zrealizował tej *opcji*. Dlatego też starał się, aby cena realizacji *opcji kupna* była znacznie większa od obecnie obowiązującego kursu. Efektem takiego działania była niska wysokość premii za sprzedaż bankowi *opcji kupna*. Powodowało to, że eksporter musiał sprzedać bankowi o wiele więcej *opcji kupna*, niż kupował *opcji sprzedaży* od banku. Oznaczało to, że zobowiązywał się do sprzedania bankowi o wiele większej ilości waluty, niż oczekiwał z wpływów eksportowych, i której kurs zabezpieczał *opcją sprzedaży*. Taka pozycja eksportera oznaczała dla niego o wiele większe ryzyko niż dla banku.

Przykładem takiego produktu może być następująca strategia opcyjna zaproponowana przez bank. Załóżmy, że eksporter chce zabezpieczyć się przed spadkiem waluty, w której podpisany ma kontrakt – 5 mln euro. W celu najlepszej ochrony powinien wykupić w banku na kwotę 5 mln euro *opcję sprzedaży*. Takie zabezpieczenie wiąże się z poniesieniem przez eksportera dodatkowych kosztów. W celu zlikwidowania tego kosztu eksporter sprzedaje bankowi równocześnie *opcję kupna* na kwotę 10 mln euro. W tym przypadku wartość *opcji kupna* dwukrotnie przewyższa wartość *opcji sprzedaży*. Taki produkt jest skrajnie niekorzystny dla eksportera. Załóżmy, że eksporter oszacował, że kurs euro w dniu realizacji transakcji powinien wynieść 4 EUR/PLN. W przypadku jego spadku eksporter traci na kontrakcie podstawowym, natomiast zyskuje na zabezpieczeniu. W przypadku jego wzrostu sytuacja jest odwrotna.

Rysunek 4 przedstawia opisaną sytuację. W sytuacji, gdy kurs waluty spada poniżej założonego poziomu, eksporter nic nie zyskuje ani nic nie traci. Wykupione zabezpieczenie działa. Zupełnie inaczej jest w sytuacji, gdy cena waluty zaczyna rosnąć. W tym przypadku dodatkowy przychód uzyskiwany na kontrakcie pierwotnym nie jest w stanie pokryć straty wynikającej ze strategii opcyjnej. Eksporter musi szukać dodatkowego źródła finansowania.



Rys. 4. Wykorzystanie toksycznej strategii opcyjnej

Źródło: opracowanie własne.

Przedstawiony przykład stanowi bardzo duże uproszczenie. W rzeczywistych warunkach stosunek opcji *sprzedaży* do *kupna* był zdecydowanie mniej korzystny dla przedsiębiorcy. Tym samym powodował jeszcze większe straty. Dodatkowo banki korzystały ze swojej uprzywilejowanej pozycji w stosunku do przedsiębiorcy. Po pierwsze, banki jako instytucje finansowe miały o wiele większą wiedzę w stosunku do przedsiębiorców. Niejednokrotnie oferowały one przedsiębiorcom produkty, które były dla nich zbyt skomplikowane. Osoby podejmujące decyzje po stronie przedsiębiorstw niejednokrotnie dysponowały tylko podstawową wiedzą z dziedziny finansów. W większości wypadków nie potrafiły zinterpretować oferty przedstawianej przez bank.

Oferta banków bardzo często była nieuczciwa w stosunku do przedsiębiorców. W pracy [Karkowski 2009] można znaleźć analizę oferty przedstawianej przez banki, dokonanej na podstawie wywiadów bezpośrednich z 92 przedsiębiorcami. Jak się okazuje, banki budowały produkty w taki sposób, aby były one jak najbardziej dochodowe dla nich. Pod nazwą strategii *opcyjnej* ukrywały kontrakt *forward*. Innym razem przedstawiona oferta nie pozwalała na narysowanie funkcji wypłaty. Dodatkowo kontrakty zawierały klauzule, które stawiały banki w uprzywilejowanej pozycji, np. ograniczenie wysokości wypłaty realizowanej przez bank.

Z drugiej strony można się zastanawiać, czy bank, zawierając takie transakcje, nie postępował po prostu chętnie. Ale w tym przypadku należy pamiętać, że bank jest jedy-

nie pośrednikiem. W sytuacji, gdy kupuje od przedsiębiorcy opcję, jednocześnie sprzedaje podobną opcję innej instytucji lub na giełdzie. Teoretycznie na każdej transakcji bank powinien zarobić. W tamtym okresie nikt nie podejrzewał jeszcze, że może pojawić się problem z niewypłacalnością przedsiębiorców, którzy zawarli kontrakty opcyjne z bankiem.

W pierwszej połowie 2008 r. zabezpieczenie to skutecznie ograniczało ryzyko walutowe. Przedsiębiorcy, a przede wszystkim eksporterzy, czerpali spore zyski z tak skonstruowanego zabezpieczenia. Przez większość tego okresu kurs złotego umacniał się w stosunku do euro. Dodatkowo banki zwiększyły akcję marketingową i zaczęły namawiać w sposób bardziej agresywny do zakupu tego rodzaju zabezpieczeń, pokazując, ile przedsiębiorcy stracili, nie kupując wcześniej tego rodzaju zabezpieczenia. Początkowo przedsiębiorcy podchodzili do propozycji banków dosyć sceptycznie, ale agresywna akcja marketingowa ze strony banków spowodowała, że wielu klientów skorzystało z ich oferty.

W drugiej połowie 2008 r. sytuacja wyglądała zupełnie inaczej, niż zakładały przedstawiane przez bank scenariusze i predykcje ekspertów. Złoty uległ gwałtownemu osłabieniu³. Spowodowało to, że opcje kupna sprzedane bankowi zaczęły być *in the money*⁴. Przez to banki zaczęły korzystać z prawa opcji i domagać się wynikających z nich praw od przedsiębiorców. Ponieważ, jak już wcześniej zostało wspomniane, liczba opcji sprzedanych bankowi była o wiele większa od liczby kupionych opcji, które służyły jako zabezpieczenie, spowodowało to powstanie olbrzymich kosztów związanych z realizacją zobowiązań po stronie przedsiębiorców. Finalnie taka sytuacja może doprowadzić do bankructwa dobrze prosperującego przedsiębiorstwa lub – jeśli nie bankructwa – to dramatycznego zmniejszenia zysku bądź też wygenerowania straty.

Na koniec należy pamiętać, że za zaistniałą sytuację odpowiadają zarówno banki, które prowadziły agresywną politykę marketingową oraz wielokrotnie nie informowały swoich klientów o potencjalnym ryzyku takiej transakcji. Z drugiej strony winni są również przedsiębiorcy, którzy zaufali bankom. A już na samym początku podejrzenie powinien budzić fakt *bezkosztowości* proponowanego rozwiązania. Bank, jak każda inna instytucja, nie działa charytatywnie, co oznacza, że nie oferuje swoich produktów bezpłatnie.

Dodatkowo przedsiębiorcy niejednokrotnie nie czytali umów, które podpisywali z bankiem. Zachowanie to było powodowane zaufaniem do banku, który według nich powinien być traktowany jako instytucja zaufania publicznego. Drugim powodem był brak wiedzy przedsiębiorców na temat proponowanych im produktów. W tej kwestii może budzić zdziwienie, dlaczego przedsiębiorcy nie skorzystali z porad doradców finansowych i zdali się na informacje przekazywane przez przed-

³ Więcej w [Konopczak, Sieradzki, Wiernicki 2010, s. 58-59].

⁴ *In the money* – w przypadku opcji kupna określenie to oznacza, że wartość instrumentu bazowego jest wyższa od ceny wykonania. Należy więc zrealizować opcję.

stawicieli banków, których wiedza na temat sprzedawanych produktów była niejednokrotnie niewystarczająca.

Ostatnim elementem, o jakim należy wspomnieć, jest chęć szybszego wzbogacenia się. Instrumenty proponowane przez bank miały cechy produktu służącego zabezpieczeniu się przed ryzykiem, jak również cechy produktu używanego do spekulacji. Wiele przedsiębiorstw nastawiło się na ten drugi cel i zawarło umowy na ilości walut, które często kilkunastokrotnie przekraczały kwotę wymaganych zabezpieczeń. Zachowanie to skutecznie wypaczyło pierwotne przeznaczenie opcji jako instrumentu służącego do zmniejszenia ryzyka.

Zaistniała sytuacja spowodowała, że wielu przedsiębiorców wniosło do sądów sprawy przeciwko bankom, z którymi zawierali umowy. Domagali się oni najczęściej stwierdzenia nieważności zobowiązania bądź ustalenia, że zobowiązania te nie podlegają wykonaniu. Czasami pojawiały się też żądania rozwiązania transakcji lub zmniejszenia ich wartości. Podstawą tych roszczeń była próba przekonania sądów, że przedsiębiorcy podpisali umowy, nie rozumiejąc ich bądź też nawet ich nie czytając. Innymi zarzutami podnoszonymi przez przedsiębiorców były:

- 1) brak podania przez bank wystarczającej informacji o możliwym ryzyku,
- 2) występowanie uchybień formalnych,
- 3) wprowadzenie przez bank w błąd (art. 84 k.c.⁵),
- 4) używanie podstępów w celu podpisania umowy (art. 86 k.c.),
- 5) nadzwyczajna zamiana stosunków (art. 357 k.c.),
- 6) wyzysk (art. 388 k.c.),
- 7) niezgodność z zasadami współżycia społecznego (art. 94 k.c.).

Determinacja przedsiębiorców w tym zakresie okazała się olbrzymia. Korzystali oni z każdej możliwości, zakładając nawet sprawy karne pracownikom banków⁶.

Od wystąpienia tego problemu minęło już prawie 5 lat. Przez ten okres sądom nie udało się ustalić wspólnego stanowiska w tej kwestii. Początkowo wydawać się mogło, że sądy będą raczej odrzucać pozwy przedsiębiorców i wydawać wyroki korzystne dla banków⁷. W wyniku złożonych apelacji sprawy wracały do ponownego rozpatrzenia.

Nie bez znaczenia pozostaje również stanowisko Sądu Najwyższego. W uzasadnieniu [Wyrok sygn. II CS 291/2010 z dnia 24 listopada 2010 r., 2010] Sąd Najwyższy zgodził się z opinią przedsiębiorcy, że w sporach związanych z kontrahentami Sąd Polubowny przy Związku Banków Polskich nie powinien być organem orzekającym. Sąd Najwyższy nie podzielił opinii przedsiębiorców, którzy twierdzili, że taka sytuacja doprowadziłaby do złamania reguły *nemo iudex in causa sua*⁸. Stwier-

⁵ k.c. – kodeks cywilny [Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r....].

⁶ Przykładowo: sygn. VI DS 90 / 09 lub sygn. VI Ds 96/09/S.

⁷ Przykładowo: [Wyrok SP-M 5.A/09 z dnia 22 listopada 2010 r.... 2010; Wyrok SP-M.9/A/09 z dnia 23 listopada 2010 r.... 2010].

⁸ *Nemo iudex in causa sua* – z łac. nikt nie może być sędzią we własnej sprawie.

dził on natomiast, że regulamin Sądu Polubownego przy Związku Banków Polskich przyznaje większe uprawnienia bankom.

Drugi, bardzo istotny wyrok Sądu Najwyższego został wydany w dniu 27 kwietnia 2012 r.:

(...) Zgodnie z powołanym przepisem oświadczenie woli należy tak tłumaczyć, jak tego wymagają ze względu na okoliczności, w których złożone zostało, zasady współżycia społecznego oraz ustalone zwyczaje, a w umowach należy raczej badać, jaki był zgodny zamiar stron i cel umowy, aniżeli opierać się na jej dosłownym brzmieniu. Mając na uwadze, że transakcja, która legła u podstaw sporu między stronami, była regulowana kilkoma umowami, które w trakcie jej trwania uległy zmianom, oraz że była ona niewątpliwie transakcją skomplikowaną, przy ocenie skutków jej wypowiedzenia przez powoda nie można było ograniczyć się tylko do interpretacji samych postanowień umowy, ale sąd był zobowiązany wziąć pod uwagę, jaki był rzeczywisty zamiar stron i cel umowy. Strony współpracowały ze sobą od wielu lat. (...) [Wyrok sygn. V CSK 193/11 z dnia 27 kwietnia 2012 r. ... 2012].

Stwierdzenie faktu, że sądy powinny, oprócz interpretowania tylko postanowień umowy, wziąć pod uwagę rzeczywisty zamiar stron oraz cel umowy, powoduje, że nie można opracować jednoznacznego stanowiska w tej sprawie. Każda sprawa powinna zostać potraktowana indywidualnie.

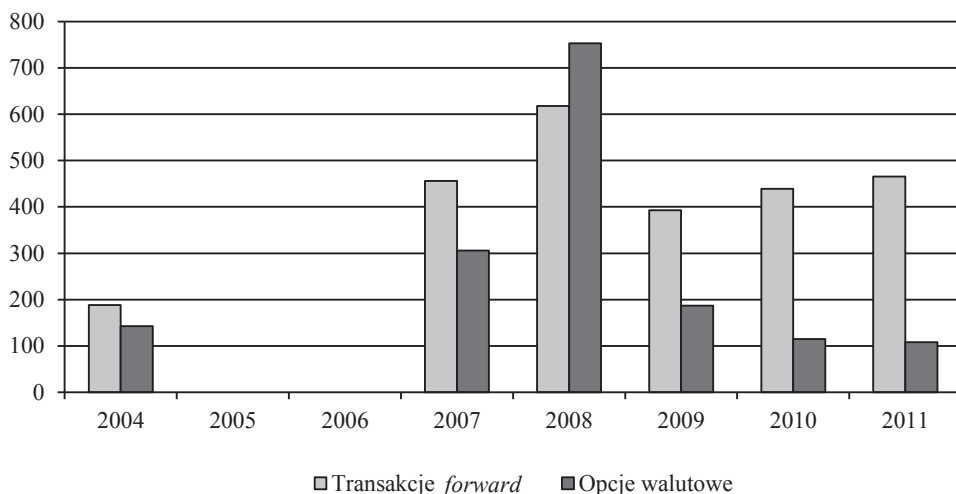
Oba wspomniane wyroki Sądu Najwyższego⁹ pozwalają przedsiębiorcy spróbować ponownie dochodzić swoich roszczeń w sądzie. Z tego względu najprawdopodobniej na finalne rozwiązanie problemu związanego z toksycznymi opcjami będziemy musieli poczekać jeszcze kilka lat.

5. Podsumowanie

Niniejsze opracowanie miało na celu przedstawienie podstawowych instrumentów służących do zabezpieczania się przed zmianami na rynku walutowym oraz ryzyka związanego ze stosowaniem tych instrumentów. Można powiedzieć, że rok 2008 był przełomowy. W jego trakcie przedsiębiorcy zaczęli gwałtownie korzystać z opcji jako instrumentu, który potencjalnie miał chronić przed dalszym umacnianiem się złotówki. Niestety, nie znając szczegółów zawieranych umów i nie rozumiejąc mechanizmu działania tego instrumentu, przedsiębiorcy zaczęli stosować ten instrument również do spekulacji, zapominając o pierwotnym jego przeznaczeniu. Spowodowało to, że w tym samym jeszcze roku przedsiębiorcy przestali wykorzystywać ten instrument, ponieważ spowodował on olbrzymie straty i doprowadził niektórych z nich do bankructwa. Dlatego też należy pamiętać, że powinno się zawsze stosować tylko te instrumenty, których działanie jest nam znane.

⁹ Oprócz wspomnianych wyroków warto zapoznać się jeszcze z następującymi orzeczeniami Sądu Najwyższego: [Wyrok sygn. IV SK 225/11 z dnia 16 lutego 2012 r. ... 2012; Wyrok sygn. IV CSK 166/12 z dnia 5 października 2012 r. ... 2012; Wyrok sygn. IV CSK 284/12 z dnia 9 listopada 2012 r. ... 2012].

Strach i odrzucenie tego typu zabezpieczeń spowodowały tąpnięcie na rynku instrumentów zabezpieczających przed ryzykiem walutowym. Rysunek 5 przedstawia średnie dzienne obroty netto na rynku transakcji *forward* oraz *opcji walutowych*. Największe obroty były notowane w roku 2008. W wyniku wystąpienia kryzysu zaufania na rynku instrumentów pochodnych w roku 2009 średnie dzienne obroty na opcjach walutowych spadły prawie do poziomu z roku 2004. W kolejnych latach zainteresowanie tym produktem stopniowo jeszcze bardziej spadało.



Rys. 5. Średnie dzienne obroty netto na pozagiełdowych rynkach walutowych instrumentów pochodnych w Polsce (w mln USD)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2007 r. ... 2008, s. 232-233; Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2008 r. ... 2009, s. 258; Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2009 r. ... 2010, s. 243; Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2010 r. ... 2011, s. 258-259; Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2011 r. ... 2012, s. 348].

Również zainteresowanie kontraktami *forward* w 2009 r. gwałtownie spadło, jednakże spadek ten był zdecydowanie mniejszy niż w przypadku *opcji*. Przedsiębiorcy nie stracili zaufania do tego instrumentu i w przeciwieństwie do *opcji* w następnych latach mogliśmy obserwować wzrost zainteresowania tym instrumentem.

Szeroka oferta instrumentów sekurytyzacyjnych powinna skutecznie zabezpieczyć przedsiębiorców przed ryzykiem kursowym. Niestety, jak w przypadku każdego narzędzia finansowego, musi zostać ono właściwie użyte. W tym przypadku zarówno banki, wiedzione chęcią osiągnięcia dodatkowych przychodów, jak i osoby reprezentujące przedsiębiorstwa, które nie dysponowały wystarczającą wiedzą, zachowały się w sposób nieodpowiedni. Banki będące instytucjami zaufania publicznego nie powinny oferować produktów, o których wiedziały, że są nieodpowiednie dla swoich klientów i w przyszłości mogą narazić ich na straty. Z drugiej strony,

przedsiębiorcy nie powinni stosować do zabezpieczeń przed ryzykiem walutowym produktów, których działania nie rozumieli.

Nawet po tylu latach od wystąpienia tego zjawiska nie jesteśmy w stanie jednoznacznie stwierdzić, która ze stron ponosi większą odpowiedzialność. W celu zachowania pełnego obiektywizmu należałoby prześledzić każdą transakcję. Jest to jednak niemożliwe. Zaistniała sytuacja diametralnie zmieniła podejście przedsiębiorców do instrumentów mogących ograniczyć ryzyko walutowe. Stali się oni mniej ufni i przestali korzystać z bardziej zaawansowanych produktów, tj. opcji walutowych (zobacz rys. 5). Obecnie należy zadać pytanie, jaki jest stan wiedzy polskich przedsiębiorców o instrumentach mogących ich zabezpieczyć przed ryzykiem walutowym. Kolejną kwestią, którą należałoby poddać badaniu, jest nastawienie przedsiębiorców do wykorzystania dostępnych instrumentów w celu minimalizacji ryzyka walutowego.

Literatura

- Bartosiewicz A., *Kontrakty futures i opcje na frankfurckiej giełdzie Eurex: właściwości i wycena*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012.
- Ceregra P., *Opcje walutowe są zabezpieczeniem, a nie sposobem na zwiększanie zysków*, „Rzeczpospolita” z dnia 16 grudnia 2008 r.
- Domagalski M., *Odszkodowania za toksyczne opcje nie takie proste*, „Rzeczpospolita” z dnia 8 października 2012 r.
- Domagalski M., *Ryzyko to za mało, by unieważnić opcje*, „Rzeczpospolita” z dnia 14 listopada 2012 r.
- Ejsymont A., *Zerokosztowe strategie opcyjne w zarządzaniu ryzykiem walutowym*, „Monitor Rachunkowości i Finansów” 8/2006, C.H. Beck, 2006.
- Gątarek D., *Polak głupi po opcjach*, „Puls Biznesu” z dnia 11 czerwca 2010 r.
- Hull J., *Kontrakty terminowe i opcje. Wprowadzenie*, WIG PRESS, Warszawa 1998.
- Jajuga K., *Giełdowe instrumenty pochodne*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2006.
- Kalinowski M., *Zarządzanie ryzykiem w przedsiębiorstwie*, CeDeWu, Warszawa 2007.
- Karkowski P., *Toksyczne opcje – od zaufania do bankructwa*, GreenCapital.pl, Warszawa 2009.
- Konopczak M., Sieradzki R., Wiernicki M., *Kryzys na światowych rynkach finansowych – wpływ na rynek finansowy w Polsce oraz implikacje dla sektora realnego*, „Bank i Kredyt” 2010, nr 41(6), s. 45-70.
- Keith C., Brown F.K., *Analiza inwestycji i zarządzanie portfelem. Tom 1-2*, PWE, Warszawa 2001.
- Lewandowski D., *Analiza ryzyka walutowego*, Olympos, Warszawa 1993.
- Manowiec T., *Opcje na cenzurowanym*, „Gazeta Bankowa” z dnia 19 stycznia 2009 r.
- Mazurek J., *Toksyczne opcje*, „CFO – Magazyn Finansistów” z dnia 11 marca 2009 r.
- Misztal P., *Zabezpieczenie przed ryzykiem zmian kursu walutowego*, Difin, Warszawa 2004.
- Miśtał-Kluś A., *Opje walutowe w praktyce sądowej*, „Rzeczpospolita” z dnia 1 lutego 2013 r.
- Morawska H., Truszkowski J., *Finansowe instrumenty pochodne. Ryzyko, wycena i strategie*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2009.
- Nieborak T., *Pochodne instrumenty finansowe. Aspekty prawno podatkowe*, Difin, Warszawa 2004.
- Pawlikowska A., Zacharzewski M., *Banki wygrywają z firmami procesy o opcje walutowe*, „Rzeczpospolita” z dnia 22 grudnia 2010 r.

- Reilly F.K., Brown K.C., *Analiza inwestycji i zarządzanie portfelem*, PWE, Warszawa 2001.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2006 r.*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2007.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2007 r.*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2008.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2008 r.*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2009.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2009 r.*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2010.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2010 r.*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2011.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2011 r.*, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2012.
- Sopoćko A., *Rynkowe instrumenty finansowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
- Tarczyński W., *Instrumenty pochodne na rynku kapitałowym*, PWE, Warszawa 2003.
- Taylor F., *Rynki i opcje walutowe: rozwój, struktura, transakcje*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2000.
- Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. *Kodeks cywilny* (DzU 1964, nr 16, poz. 93 z późn. zm.), 2011.
- Williams A.C., Smith M.L., Young P.C., *Zarządzanie ryzykiem a ubezpieczenia*, PWN, Warszawa 2002.
- Wiśniewska E., *Gieldowe instrumenty pochodne*, CeDeWu, Warszawa 2007.
- Wites K., *Zapis na „sąd bankowy” jest bezpieczny*, „Rzeczpospolita” z dnia 15 kwietnia 2011 r.
- Wyrok SP-M 5.A/09 z dnia 22 listopada 2010 r.*, Sąd Polubowny przy Związku Banków Polskich, 2010.
- Wyrok SP-M.9/A/09 z dnia 23 listopada 2010 r.*, Sąd Polubowny przy Związku Banków Polskich, 2010.
- Wyrok sygn. II CS 291/2010 z dnia 24 listopada 2010 r.*, Sąd Najwyższy, 2010.
- Wyrok sygn. IV CSK 166/12 z dnia 5 października 2012 r.*, Sąd Najwyższy, 2012.
- Wyrok sygn. IV CSK 284/12 z dnia 9 listopada 2012 r.*, Sąd Najwyższy, 2012.
- Wyrok sygn. IV SK 225/11 z dnia 16 lutego 2012 r.*, Sąd Najwyższy, 2012.
- Wyrok sygn. V CSK 193/11 z dnia 27 kwietnia 2012 r.*, Sąd Najwyższy, 2012.
- Zajac J., *Polski rynek walutowy w praktyce: produkty, transakcje, strategie, zarządzanie ryzykiem walutowym*, K.E. Liber, Warszawa 2002.

TOXIC CURRENCY OPTIONS – NEGATIVE ASPECTS OF THE EXCHANGE RATE RISK LIMITATION FOR COMPANIES IN RELATION TO EVENTS FROM THE YEAR 2008

Summary: This article provides information about the exchange rate risk in companies. At the beginning the definitions of risk and exchange rate risk are provided. Next, the article includes a short analysis of the main financial instruments that can reduce those risks – forward/futures contract, option and SWAP contract. Besides many positive features of those instruments, the inappropriate usage of them can cause many serious problems. For this reason a reader will find herein not only a list of positive attributes of those instruments but also a description of their negative impact on entrepreneurs in the year 2008. The final part shows that although the described event took place five years ago, till now the market has not managed to solve problems caused by toxic derivatives and entrepreneurs still do not trust in this sort of exchange rate risk reduction possibilities.

Keywords: exchange rate risk, forward contract, currency option, derivatives.