

*Grażyna Ancyparowicz**

WSPÓŁPRACA BANKÓW Z SEKTOREM PRZEDSIĘBIORSTW W OCHRONIE RYZYKA KURSOWEGO W LATACH 2007–2009

WSTĘP

Od początku pierwszej dekady XXI w., wraz z rozszerzaniem akcji kredytowej i ułatwień w dostępie do pożyczek międzybankowych, w obiegu było coraz więcej pieniądza wirtualnego, rosła nadpłynność globalnego systemu finansowego. Procesy inflacyjne miały umiarkowane tempo, co skłaniało władze monetarne do utrzymywania stóp procentowych na niskim poziomie. Względnie łatwy dostęp przedsiębiorstw niefinansowych i gospodarstw domowych do źródeł finansowania, w połączeniu z zaniżaniem norm oceny zdolności kredytowej, podtrzymywały ożywienie gospodarcze. Gwałtownie rosnąca w tym okresie emisja instrumentów sekurytyzowanych umacniała złudne poczucie bezpieczeństwa. Brak jednolitych, uniwersalnych standardów nadzoru nad globalnym rynkiem finansowym ułatwiał rozprzestrzenianie się kreatywnej rachunkowości, skutkiem czego system sprawozdawczości finansowej tracił przejrzystość¹. W czasach prosperity transfery pieniężne i kapitałowe, w 80% generowane przez banki, powiększały się w tempie znacznie szybszym od gospodarki realnej. W 2007 r. globalne transfery kapitału po-

* Prof. dr hab. Grażyna Maria Ancyparowicz jest absolwentką Szkoły Głównej Handlowej. Specjalizuje się w zagadnieniach makroekonomicznych, ze szczególnym uwzględnieniem problematyki finansów, w resorcie statystyki kieruje badaniami w tym zakresie.

¹ J. Szambelańczyk, *Refleksje o działalności kredytowej na tle globalnego kryzysu finansowo-gospodarczego*, referat na spotkaniu Klubu Polska 2015+ Działalność kredytowa w dobie spowolnienia gospodarczego z perspektywy banków i przedsiębiorstw, 25 marca 2009 r.

życzkowego (po wyeliminowaniu przepływów wewnątrz korporacyjnych) wyniosły 4,9 bln USD; ich wartość była ok. 3,5-krotnie wyższa od globalnej wartości PKB².

Oslabienie aktywności uczestników globalnego rynku finansowego w czasie kryzysu dotkliwie odczuły kraje mocno uzależnione od zasilania zewnętrznego. W fazie *credit crunch*³ globalnego kryzysu finansowego nastąpiły zmiany rozmieszczenia aktywów finansowych na świecie. Umocniła się pozycja strefy euro, której udział w ciągu 2008 r. zwiększył się do 23,6% (o 1,1 pkt proc. w porównaniu z rokiem poprzednim). Utrzymała się – mimo niższego niż przed rokiem udziału (30,8%, wobec 31,1% w 2007 r.) – dominacja Stanów Zjednoczonych, stabilna okazała się pozycja Japonii (14,8%). Udział państw Europy Środkowej i Wschodniej obniżył się z 2,2% do 0,8% (o 1,4 pkt proc.), spadły także udziały krajów rozwijających się. Bezpośrednim negatywnym skutkiem odpływu kapitału zagranicznego była deprecjacja walut narodowych względem głównych walut rezerwowych, a w jej następstwie wzrost kosztów obsługi zadłużenia w walutach obcych, który dotknął zarówno sektor prywatny, jak sektor finansów publicznych.

Odpływ zagranicznego kapitału z Polski, który rozpoczął się w połowie 2008 r. i trwał do połowy następnego roku, wywarł dwojaki rodzaj skutki monetarne. Po pierwsze, spadł poziom oficjalnych rezerw walutowych naszego kraju, po drugie – utrzymujący się od 2003 r. wzrostowy kurs PLN wobec kluczowych walut światowych⁴ gwałtownie się załamał. Od 15 lipca do 15 września 2008 r. cena USD wzrosła o prawie 0,40 zł, EUR o ponad 0,20 zł. Po tym okresie nastąpiło krótkotrwałe wzmocnienie PLN, lecz od połowy października 2008 r. zaobserwowano ponowne osłabienie polskiej waluty, które (przy niewielkich fluktuacjach kursu) trwało do końca 2009 r.

Podmioty niefinansowe, korzystając z bogatej oferty banków i instytucji rynku kapitałowego, coraz częściej i na coraz większą skalę angażują wolne środki w transakcje instrumentami finansowymi. Stopa zwrotu z inwestycji portfelowych istotnie wpływa na wynik finansowy przedsiębiorstw. Narodowy Bank Polski prowadzi monitoring rynku finansowego, lecz czyni to z pozycji organu władzy mone-

² McKinsey Global Institute, *Mapping global capital markets: Fifth annual report*, October 2008, s. 8–11.

³ W atmosferze wzajemnych podejrzeń o złą jakość portfela inwestycyjnego, kryzys finansowy najpierw przejawiał się wzrostem stóp procentowych na globalnym rynku finansowym, następnie wywołał zjawisko awersji do kredytowania, określane mianem *credit crunch* lub *closing credit*. Pogląd ten jest uproszczeniem. W rzeczywistości trudno ocenić, czy większe znaczenie miał tu niedostateczny poziom zasilania kredytowego działalności gospodarczej, czy pesymistyczne prognozy zarządów i rad nadzorczych korporacji niefinansowych, stymulowane m.in. wypowiedziami publicystów i naukowców, wskazujących na analogie z przeszłości.

⁴ W ciągu ostatnich pięciu lat światowe rezerwy walutowe wzrosły z 3,4 bln USD do 6,8 bln USD; w końcu czerwca 2009 r. udział USD wyniósł 63%, EUR – 27%, JPY – 3%, pozostałych walut – 7%. McKinsey Global Institute, *An Exorbitant Privilege? Implications of Reserve Currencies for Competitiveness*, December 2009, s. 14.

tarnej, natomiast brak było dotychczas danych statystycznych odnośnie do rodzajów instrumentów i skutków transakcji finansowych podmiotów niefinansowych.

Istnieje bogata literatura na temat rozwoju i standingu polskiego rynku finansowego, nadal jednak – zarówno ze względu na trudności merytoryczne, jak i krótką historię – stosunkowo słabo rozpoznany jest segment instrumentów pochodnych. Dlatego, gdy okazało się, że w 2008 r. wiele polskich przedsiębiorstw poniosło trudne do wyjaśnienia straty, przypisano je nierzetelnym bądź spekulacyjnym umowom na instrumenty pochodne. Na początku 2009 r. pojawiły się nawet projekty ustaw, które były próbą unieważnienia zawartych kontraktów. Powstała zatem potrzeba rozpoznania sytuacji i standingu finansowego podmiotów zaangażowanych we współpracę z bankami w dziedzinie ochrony ryzyka kursowego. Przeprowadzone w 2010 r. w resorcie statystyki pilotażowe badanie „Instrumenty finansowe” miało na celu ustalenie przyczyn pogorszenia wyników finansowych przedsiębiorstw, które stosowały umowy na derywaty jako formę zabezpieczenia ryzyka walutowego. Badanie to nie służyło zatem rozpoznaniu strategii stosowanej przez respondentów w zarządzaniu tym ryzykiem, ale miało na celu: identyfikację czynników odpowiedzialnych za spadek wyniku finansowego netto w sektorze przedsiębiorstw, ocenę skali zobowiązań z tytułu umów na instrumenty pochodne, pozyskanie informacji o subiektywnych odczuciach respondentów na temat relacji z bankami i innymi firmami inwestycyjnymi⁵. Badanie to zapoczątkowało szeroko zakrojone prace, których końcowym efektem będzie systematyczna obserwacja portfeli inwestorów w sektorze przedsiębiorstw. Pionierski i pilotażowy charakter badania „Instrumenty finansowe” oznacza, że prezentowane tu wyniki mają charakter wstępny i będą w przyszłości podlegały weryfikacji.

Celem niniejszego artykułu jest weryfikacja hipotezy: *W latach 2008–2009 światowy kryzys finansowy przyczynił się do strat przedsiębiorstw na derywatach zabezpieczających ryzyko walutowe, choć winę za nie można przypisać m.in. skłonności do hazardu moralnego, niekompetencji bądź nierzetelności stron kontraktów na instrumenty pochodne.*

1. SKUTKI DEPRECJACJI ŻŁOTEGO DLA POLSKIEGO PKB, BILANSU OBROTÓW BIEŻĄCYCH I PRZEDSIĘBIORSTW

Polska utrzymała w czasie globalnego kryzysu finansowego dodatnią realną dynamikę wzrostu gospodarczego, wyróżniając się korzystnie na tle pozostałych krajów UE.

Spośród trzech głównych komponentów określających przyrost PKB, ujemny wpływ akumulacji na poziom tego wskaźnika został z nadwyżką zrównoważony

⁵ Wyniki tego badania zawiera publikacja (dostępna w formie płyty CD i na portalu internetowym GUS) pt.: *Instrumenty pochodne w portfelach przedsiębiorstw niefinansowych. Raport z badania*, Główny Urząd Statystyczny, lipiec 2010 r.

dotatnim wpływem popytu konsumpcyjnego i pozytywnym – w ujęciu złotowym – wpływem salda obrotów bieżących z zagranicą. Ten ostatni komponent dynamiki PKB osiągnął wartość dodatnią dzięki zmniejszeniu deficytu w handlu zagranicznym i deprecjacji polskiej waluty wobec głównych walut światowych. Z kolei poprawa wyniku w rozliczeniach za dostawy towarów i usług z zagranicą – paradoksalnie – nastąpiła dzięki kryzysowi.

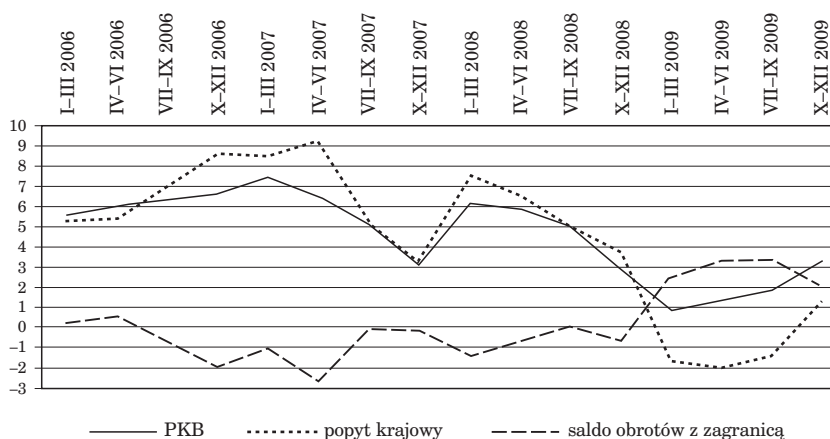
Tabela 1. Realna stopa wzrostu PKB w Unii Europejskiej (rok poprzedni=100)

Wyszczególnienie	Lata				
	2006	2007	2008	2009	2010 ^a
Unia Europejska 27 krajów w tym:	3,2	3,0	0,5	-4,2	1,0
Francja	2,2	2,4	0,2	-2,6	1,3
Niemcy	3,4	1,7	-0,9	-4,9	1,6
Polska	6,2	6,8	5,0	1,7	2,7
Wielka Brytania	2,8	2,7	-0,1	-4,9	1,2
Włochy	2,0	1,5	-1,3	-5,0	0,8
Unia Europejska 15 krajów	3,0	2,8	0,3	-4,2	0,9

^a Prognoza.

Źródło: Eurostat.

Wykres 1. Wpływ popytu krajowego i salda obrotów z zagranicą na realny wzrost polskiego PKB (w pkt. proc.)

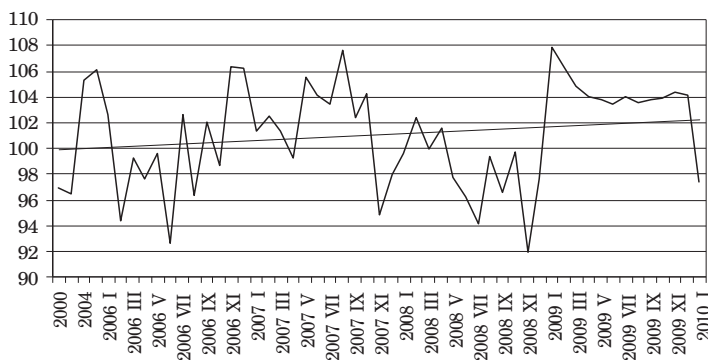


Źródło: Główny Urząd Statystyczny, Biuletyny Statystyczne z lat 2007–2010.

Tabela 2. Rachunek bieżący bilansu płatniczego na bazie transakcji (w mln EUR)

Wyszczególnienie	Lata				2008=100
	2006	2007	2008	2009	
Ogółem saldo w rachunku bieżącym	-7 445	-14 586	-18 302	-5 005	x
Eksport towarów	93 406	105 893	120 890	100 215	82,9%
Import towarów	98 945	118 262	138 614	103 398	74,6%
Przychody z usług	16 358	20 934	24 217	20 733	85,6%
Rozchody na usługi	15 776	17 526	20 698	17 243	83,3%
Saldo dochodów	-7 712	-11 827	-9 590	10 073	x
Saldo transferów bieżących	5 224	6 202	5 528	4 796	x

Źródło: Narodowy Bank Polski, Biuletyn Informacyjny 12/2008, s. 53–54 i Biuletyn Informacyjny 3/2010, s. 58–59.

Wykres 2. Terms of trade w polskim handlu zagranicznym

Źródło: Główny Urząd Statystyczny, Biuletyny Statystyczne z lat 2007–2010.

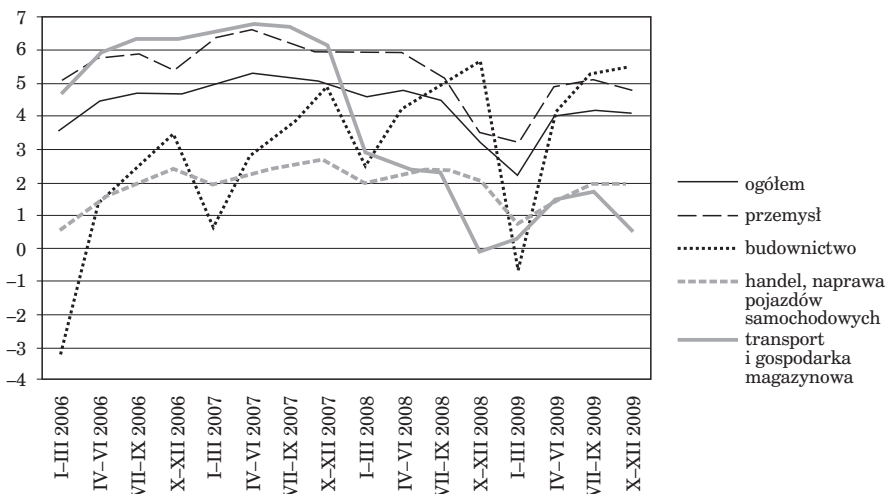
Głęboka recesja w krajach będących głównymi partnerami gospodarczymi polskich przedsiębiorstw negatywnie wpłynęła na obroty wewnątrz korporacyjne, co skutkowało obniżeniem wolumenu importu. Spadek eksportu wyrobów finalnych był również dotkliwy, ale częściowo zjawisko to łagodziła deprecjacja złotego wobec walut głównych partnerów handlowych, która zwiększyła cenową konkurencyjność dostaw towarów i usług z naszego kraju na rynki międzynarodowe. Dodatkowym czynnikiem pozytywnie oddziałującym na rozliczenia bieżące był – wywołany kryzysem – spadek światowych cen paliw i surowców⁶. Dzięki temu można było zaob-

⁶ ...ponad trzydzieści lat trwające wzrosty cen ropy i gazu stały się już tak zwyczajne, że przestano zwracać na nie uwagę. Ekonomistów wzrost tych cen nie dziwił, dziwiło ich, że nie rosną ceny

serwować na przełomie lat 2008 i 2009 poprawę *terms of trade* w polskim handlu zagranicznym.

Dodatnia dynamika PKB i zmniejszenie deficytu w rachunku bieżącym bilansu płatniczego w rozliczeniach dostaw towarów i usług, odwróciły uwagę decydentów od trudnej sytuacji przedsiębiorstw. Wiele umów wynegocjowanych w czasie prosperity nie doszło do skutku, pogorszyły się *terms of trade*, niekorzystnej zmianie uległa geograficzna i asortymentowa struktura handlu zagranicznego, wzrosło ryzyko i koszty ubezpieczenia.

Wykres 3. Wskaźnik rentowności obrotu netto w sektorze przedsiębiorstw (w %)



Źródło: Główny Urząd Statystyczny, Biuletyny Statystyczne z lat 2007–2010.

Wydarzenia te nie mogły jeszcze znaleźć odzwierciedlenia w sprawozdawczości finansowej i statystyce gospodarczej. Nagłe pogorszenie wyników sektora przedsiębiorstw odnotowane w 2008 r. było trudne do wyjaśnienia. Szukające sensacji media przypisały je zdarzeniom nadzwyczajnym – stratom na spekulacjach na

większości innych towarów. Narastający kryzys energetyczny umykał uwadze, bowiem wzrost cen nośników energii był neutralizowany dzięki nieustannej kreacji pieniądza. Ponieważ pieniądź był łatwo osiągalny, wzrastające koszty ropy naftowej, gazu i pochodzących z nich produktów można było udźwignąć. (...) Na wroście cen ropy państwa OPEC robiły kokosowe interesy. (...) 11 lipca [2008 r. – przyp. aut.] cena ropy pobiła historyczny rekord – 147 dolarów za baryłkę, a potem zaczęła spadać, aby w marcu 2009 r. osiągnąć poziom niespełna 40 dolarów za baryłkę (...) bowiem kryzys znacznie obniżył popyt. Być może niżka cen ropy ocaliła gospodarkę światową przed katastrofą... Por.: A. Malkiewicz, Kryzys. Polityczne, ekologiczne i ekonomiczne uwarunkowania, Wydawnictwo Naukowe „Scholar”, Warszawa 2010, s. 46 i s. 87.

rynku derywatów, co tylko częściowo okazało się zgodne ze stanem faktycznym. Poniesione przez eksporterów i inne podmioty gospodarcze „straty na asymetrycznych opcjach walutowych”⁷ lobbyści i media prezentowały jako główną przyczynę zwolnień grupowych pracowników z powodu złej kondycji finansowej, a nawet upadłości przedsiębiorstw stanowiących lokalnie głównego pracodawcę. Opozycja parlamentarna, w obronie istniejących miejsc pracy, domagała się od rządu podjęcia inicjatyw mających poskromić egoizm banków, zmusić je do zwiększenia akcji kredytowej na rzecz przedsiębiorstw, zwłaszcza w regionach dotkniętych chronicznym bezrobociem⁸.

2. KONTROWERSJE WOKÓŁ ASYMETRYCZNIE ZŁOŻONYCH UMÓW NA OPCJE WALUTOWE

Transfer ryzyka kredytowego przez wieki ograniczał się do gwarancji i akredytywy, kontrakty terminowe jako forma ochrony ryzyka walutowego rozpowszechniły się w dopiero w XIX w. Pojawienie się w Stanach Zjednoczonych w latach siedemdziesiątych minionego stulecia nowych technik sekurytyzacyjnych zapoczątkowało niezwykle dynamiczny rozwój instrumentów pochodnych, o coraz bardziej skomplikowanej konstrukcji⁹. W Polsce wiedza na temat tego segmentu rynku finansowego jest niewielka, a sam rynek powstał kilkanaście lat temu. Jednak już w 2001 r. istniała grupa wystandaryzowanych kontraktów giełdowych, dostępnych było także wiele instrumentów pozagiełdowych, a wśród nich transakcje terminowe i opcje walutowe, transakcje terminowe oparte na stopach procentowych oraz opcje procentowe, swapy finansowe oraz warranty¹⁰. W latach następujących szybko

⁷ Jest to potoczne, medialne określenie skutków ujemnej wyceny umów na derywaty, zawartych przez przedsiębiorstwa w okresie przedkryzysowym, a nie nazwa instrumentu finansowego.

⁸ Banki twierdziły, że spadek dynamiki akcji kredytowej wywołał obniżenie efektywnego popytu, na co złożyły się co najmniej trzy czynniki: wygaszanie planów inwestycyjnych, duży udział samofinansowania inwestycji przez duże podmioty gospodarcze, brak zdolności kredytowej znacznej części małych i średnich firm. Zaś na wysoką cenę kredytu wpływało zarówno podwyższone ryzyko, jak i wysoki koszt rynkowy pozyskiwania finansowania akcji kredytowej. Por.: *Komunikat z dnia 26 marca 2009 r. ze spotkania kierownictwa UKNF z prezesami banków działających w Polsce*, Portal internetowy KNF; oraz *Komunikat z dnia 26 lutego 2009 r. ze spotkania kierownictwa UKNF z głównymi ekonomistami instytucji rynku finansowego*, Portal internetowy KNF.

⁹ Więcej na ten temat por. m.in.: W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, rozdz. 7 i 8; A. Majewska, *Wykorzystanie swapów kredytowych w transferze ryzyka kredytowego*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” Nr 612; „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” Nr 28, Szczecin 2010, s. 495–504; A. Sopoćko, *Rynkowe instrumenty finansowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010, s. 133–297.

¹⁰ *Instrumenty pochodne...*, op. cit., s. 47; S. Antkiewicz, *Polski rynek instrumentów pochodnych*, „Prawo Bankowe” 10/2001.

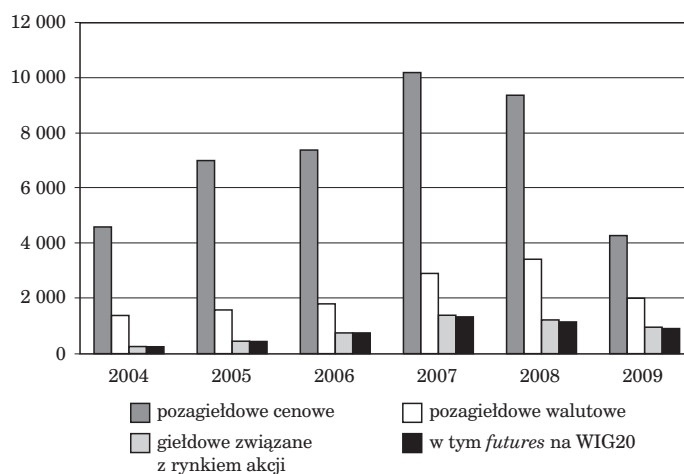
rosły obroty derywatami, osiągając szczytowy poziom w połowie 2008 r., do czego w znacznej mierze przyczynił się rozwój powiązań kooperacyjnych z podmiotami zagranicznymi, a częściowo – oczekiwania na dalszą aprecjację PLN wobec EUR, USD i innych walut obcych.

Tabela 3. Średnie dzienne obroty netto na krajowym rynku instrumentów pochodnych w latach 2004–2009 (w mln zł)

Wyszczególnienie	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Pozagiełdowe instrumenty pochodne	5 987,7	8 677,6	9 244,9	13 159,4	14 817,0	6 325,3
cenowe	4 597,6	7 047,8	7 397,4	10 227,4	11 373,4	4 316,0
walutowe	1 390,1	1 629,8	1 847,5	2 932,0	3 443,6	2 009,3
Giełdowe instrumenty pochodne	251,5	498,9	797,6	1 411,0	1 255,2	1 003,7
procentowe	0,0	15,0	5,3	0,8	0,0	0,0
walutowe	0,5	0,8	0,4	0,7	14,4	26,9
związane z rynkiem akcji, w tym	251,0	483,1	791,9	1 409,5	1 240,8	976,8
<i>futures</i> na WIG20	239,6	448,8	742,8	1 343,2	1 198,7	939,4

Źródło: Narodowy Bank Polski, *Rozwój systemu finansowego w Polsce*, grudzień 2009 r., s. 41; Portal internetowy NBP.

Wykres 4. Średnie dzienne obroty derywatami na krajowym rynku instrumentów pochodnych w latach 2004–2009 (w mln zł)



Źródło: jak w tabeli 3.

W ochronie ryzyka kursu walutowego najskuteczniejsze i najbardziej popularne są kontrakty forward. Są one bezpieczne pod warunkiem, że negatywną wycenę instrumentów pochodnych równoważą wyższe (po przeliczeniu na walutę krajową) przychody z eksportu lub niższe koszty importu. Stabilność warunków rozliczeń można osiągnąć zawierając także transakcje typu futures oraz swap. Jednak umowy ograniczające ryzyko kursowe nie eliminują go, nie chronią przed skutkami spekulacji, zerwanych kontraktów, spadku wpływów z eksportu, nieplanowanym wzrostem kosztów importu.

Zdarza się, że podmioty gospodarcze, chcąc uzyskać korzystniejszy dla siebie (w porównaniu z transakcją forward) scenariusz wypłat (w spodziewanym przez nie przedziale kursu walutowego), stosują strategie opcyjne, w których koszty długich pozycji opcyjnych są niwelowane za pomocą wystawiania opcji o innych parametrach. Spekulacje, podobnie jak dążenie do zredukowania kosztów do zera, prowadzi do sytuacji, w których wystawione opcje mogą skutkować bardzo wysokimi zobowiązaniami emitenta wobec banku lub innej firmy inwestycyjnej. Skłonność do takich zachowań zwiększa się w przypadkach, gdy z prognoz wynika, że niekorzystne dla jednej ze stron umowy zmiany kursu walutowego nie powinny się zdarzyć. Rośnie wtedy prawdopodobieństwo błędnej oceny ryzyka, a tym samym powstania zobowiązań niewspółmiernych do możliwości płatniczych kontrahenta.

Umowy zabezpieczające polskie przedsiębiorstwa przed ryzykiem walutowym były stosowane od początku transformacji systemowej. W pierwszej połowie 2008 r., spodziewając się dalszego umacniania złotówki, coraz więcej przedsiębiorstw coraz bardziej angażowało się w umowy dotyczące opcji walutowych. Po załamaniu wzrostowego trendu kursu PLN wobec walut światowych okazało się, że niektóre spółki nie były w stanie obsługiwać terminowo swych zobowiązań. Informacje o upadłości¹¹, utracie zaufania inwestorów, bankructwie, zagrożeniu bankructwem przeniknęły do mediów, pojawiły się sensacyjne publikacje: *prawdopodobnie wypłynęło i nadal wypływa z polskiego systemu finansowego od kilku do kilkudziesięciu milionów euro dziennie*¹². Narodowy Bank Polski pod koniec 2008 r. sformułował następującą diagnozę strat poniesionych przez przedsiębiorstwa z tytułu umów na opcje walutowe:

Ze względu na wysoką cenę pojedynczych opcji wiele przedsiębiorstw preferowało strategie zerokosztowe, których istotą jest łączne zajmowanie pozycji przez każdą ze stron transakcji w opcjach kupna i sprzedaży tak, aby premie płacone przez obie strony (z tytułu nabywanych opcji) wzajemnie się znosiły. Ze względu na marżę,

¹¹ Pierwsze bankructwo z powodu błędów w zabezpieczeniu ryzyka kursowego umowami na instrumenty pochodne nastąpiło 30 grudnia 2008 r., gdy produkująca elektrofiltry spółka Elwo (należąca do grupy kapitałowej Rafako) po zajęciu kont przez ING Bank Śląski złożyła wniosek o upadłość, zatwierdzony przez sąd 26 lutego 2009 r.

¹² P. Karkowski, *Toksyczne opcje. Od zaufania do bankructwa*, GreenCapital.PL, Warszawa 2009, s. 22.

którą banki pobierają przy sprzedaży instrumentów finansowych, takie strategie zerokosztowe mają cechy asymetryczne, np. w postaci barier aktywujących lub dezaktywujących opcje składowe, zróżnicowania nominałów, liczby opcji nabywanych i wystawianych w ramach danej strategii czy kursów wykonania poszczególnych opcji. W rezultacie wiele polskich przedsiębiorstw zawarło strategie opcyjne, w których nominal wystawionych opcji call (powodujących obowiązek sprzedaży waluty obcej po ustalonym kursie wykonania) był wyższy od nominału kupionych opcji put (dających prawo do sprzedaży waluty obcej po ustalonym kursie wykonania) i często przekraczał planowane przychody walutowe przedsiębiorstw. Co więcej, w celu uzyskania korzystniejszego kursu wykonania opcji put część z nich miała wbudowane bariery knock-out, które unieważniały te opcje w przypadku silnej aprecjacji złotego (wystawione opcje call pozostawały wiążące). Zdecydowana większość banków zawierających umowy opcyjne z przedsiębiorstwami jednocześnie zawierała transakcje odwrotne na rynku międzybankowym (back-to-back hedging), zazwyczaj z podmiotami dominującymi. W ten sposób banki ograniczały ryzyko rynkowe związane z opcjami walutowymi. Banki nadal jednak ponosiły ryzyko kredytowe kontrahenta (zdolność przedsiębiorstw do zapłaty zobowiązań z tytułu ujemnej wyceny strategii opcyjnej), które w niektórych przypadkach było istotnie niedoszacowane. Odwrócenie się aprecjacyjnego trendu kursu EUR/PLN na przełomie lipca i sierpnia 2008 r. oraz silna deprecjacja złotego w kolejnych miesiącach przyczyniły się do powstania ujemnej z punktu widzenia przedsiębiorstw wyceny strategii opcyjnych. Strata przedsiębiorstw z tytułu tych strategii musiała być rozliczona w dniu realizacji opcji. Ponadto w sytuacji znacznej ujemnej wyceny strategii opcyjnych banki wzywały klientów do uzupełniania depozytów zabezpieczających. Ponieważ nie wszystkie przedsiębiorstwa były zdolne do ich uzupełnienia, część banków wypowiedziała swoim klientom umowy o opcje walutowe, a ich ujemna wycena automatycznie stawała się wymagalnym zobowiązaniem wobec banków. W rezultacie, w IV kwartale 2008 r., na skutek rozliczania zapadających opcji i przedterminowego zamykania pozycji w tych instrumentach obserwowano istotny wzrost należności banków od przedsiębiorstw z tytułu transakcji opcyjnych. Większość eksporterów zrównoważyła ujemną wycenę strategii opcyjnych przychodami walutowymi z eksportu. W przypadku pewnej grupy przedsiębiorstw przychody te okazały się jednak niższe od strat finansowych, wynikających z realizacji opcji. Ponadto niewielka grupa przedsiębiorstw, które wykorzystywały strategie opcyjne do spekulacji na zmiany kursu złotego, nie była w stanie spłacić zobowiązań z tytułu opcji¹³.

W komunikacie Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego z 11 marca 2009 r. podano do publicznej wiadomości, że negatywna wycena rynkowa transakcji na walutowych derywatach wyniosła na dzień 13 lutego 2009 r. ok. 9 mld zł dla opcji walutowych, ponad 7 mld zł dla transakcji forward oraz ok. 2 mld zł dla swapów

¹³ Narodowy Bank Polski, *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2008 r.*, Warszawa 2010, s. 94–95.

(włącznie z CIRS-ami). Mniej więcej w tym samym czasie zostały opublikowane statystyki GUS, z których wynikało, że wynik finansowy netto w sektorze przedsiębiorstw był w grudniu 2008 r. o ok. 23 mld zł niższy w porównaniu z grudniem 2007 r. W związku z tym utrwalił się pogląd, że na spadku rentowności polskich przedsiębiorstw zaważyły nie tyle obiektywnie niekorzystne warunki światowe, ile straty poniesione w operacjach instrumentami pochodnymi. Straty te niekiedy błędnie utożsamiono z ujemną wyceną derywatów, a winą za istniejący stan rzeczy obciążono zarówno zarządy spółek, jak i banki. Na długiej liście najczęściej powtarzały się następujące zarzuty¹⁴:

- ❖ chęć zarobku na różnicach kursowych przerażająca się w skłonność do hazardu moralnego i prawnego,
- ❖ brak zrozumienia sensu zawieranych umów, wynikająca z braku wiedzy lub niewłaściwego doboru instrumentów zabezpieczających ryzyko kursowe,
- ❖ nierzetelne postępowanie pracowników banków względem klientów w dystrybucji finansowych instrumentów pochodnych,
- ❖ przewaga merytoryczna i prawna banków w postępowaniu arbitrażowym i podczas rozstrzygania sporów sądowych z podmiotami niefinansowymi.

Dla zweryfikowania tych sądów, do programu badań statystycznych statystyki publicznej wprowadzono zadanie zbadania wielkości rzeczywiście poniesionych strat w umowach na derywaty, rozmiarów przyszłych zobowiązań i przestrzegania przez banki zasad rzetelnego informowania klientów o ryzyku w kontraktach na instrumenty pochodne. W opracowaniu kartoteki uwzględniono wszystkie podmioty, które w okresie od 1 stycznia 2007 r. do 30 czerwca 2009 r. wykazały obecność instrumentów pochodnych w sprawozdaniach GUS. Ostatecznie w badaniu wzięło udział 665 przedsiębiorstw, z których 408 funkcjonowało w grupach kapitałowych. Były to najsilniejsze polskie firmy, na które przypadało prawie 40% aktywów, 80–90% przychodów ze sprzedaży, 40–60% przychodów finansowych i 50–80% kosztów finansowych wszystkich podmiotów zatrudniających powyżej 9 pracowników.

3. PORTFEL INWESTYCYJNY RESPONDENTÓW

Restrukturyzacja i modernizacja polskiej gospodarki narodowej bezpośrednio (obejmowanie akcji i udziałów przez zagranicznych inwestorów bądź tworzenie filii) przebiegała w znacznej mierze pod znakiem integracji technologicznej i produktowej z transgranicznymi grupami kapitałowymi. Do tych warunków musiały dostosować się także przedsiębiorstwa z kapitałem rodzimym, jeśli chciały być

¹⁴ Więcej na ten temat: D. Zając, I. Więckowski, *Instrumenty pochodne forward/futures jako narzędzie zabezpieczające ryzyko kursowe w przedsiębiorstwie*, „Pieniądze i Więź” Nr 2/2010, s. 59–60.

konkurencyjne, lub zamierzały podjąć (kontynuować) współpracę z zagranicznymi kontrahentami. W tych okolicznościach, osiągając wielorakie korzyści z tytułu integracji z gospodarką światową, polskie przedsiębiorstwa stały się w wysokim stopniu zależne od importowanej technologii, komponentów i zagranicznych rynków zbytu. Działając w nader niepewnych warunkach, co do przyszłych zamówień i warunków rozliczeń, w coraz szerszym zakresie angażowały wolne środki w inwestycje finansowe.

Wartość nominalna instrumentów finansowych wykazanych jako aktywa była wyższa od wartości bilansowej: o 24,8 mld zł (28,6%) na koniec 2007 r., o 10,0 mld zł (11,6%) na koniec 2008 r. i o 23,2 mld zł (o 23,1%) na koniec 2009 r. Według stanu na 31 grudnia nominalna wartość derywatów o dodatniej wycenie była w 2007 r. prawie sześciokrotnie wyższa od ich wartości bilansowej, w 2008 r. wyższa o 19,1%, w 2009 r. wyższa o 42,5%. Wartość nominalna pochodnych instrumentów finansowych o ujemnej wycenie była we wszystkich latach analizowanego okresu wyższa od wartości bilansowej: o 12,5 mld zł (o 21,6%) w 2007 r., o 23,8 mld zł (o 29,7%) w 2008 r. i 15,3 mld zł (o 18,9%) w 2009 r. W latach 2007–2008 dodatnia wycena instrumentów pochodnych prawie równoważyła wycenę ujemną; saldo wyniosło odpowiednio: –238,2 mln zł i –351,8 mln zł, natomiast w 2009 r. ujemna wycena znacznie przeważała dodatnią (saldo na poziomie –3 710 mln zł).

Powyższe dane, choć niepełne (ze względu na sygnalizowane na wstępie odmowy), potwierdzają ocenę Komisji Nadzoru Finansowego z 13 marca 2009 r. o zabezpieczającym charakterze umów na instrumenty pochodne. Potwierdza się również opinia, że negatywna wycena dotyczyła przede wszystkim kontraktów terminowych (bowiem ich udział w strukturze derywatów był dominujący), w mniejszym stopniu opcji i innych rodzajów instrumentów pochodnych. Należy także pamiętać, że obok ujemnej wyceny instrumentów finansowych występowały także instrumenty o dodatniej wycenie, chociaż (ze względu na metodologię ewidencjonowania wartości instrumentów finansowych, w szczególności zasadę ostrożnej wyceny), w następstwie światowego kryzysu finansowego pojawiła się tendencja spadkowa udziału tych instrumentów w portfelach badanych przedsiębiorstw. Wydaje się, że warto przeanalizować to zjawisko, obserwując zmiany struktury rodzajowej instrumentów pochodnych posiadanych przez podmioty uczestniczące w badaniu „IF Instrumenty finansowe”; tym razem podmioty te zgrupowano według kryterium rezydenta¹⁵.

¹⁵ Jest to pojęcie zdefiniowane w art. 2. ust. 1. pkt 1, ustawy z dnia 27 lipca 2002 r., Dz. U. Nr 141, poz. 1178.

Tabela 4. Nominalna i bilansowa wartość instrumentów finansowych w portfelach przedsiębiorstw uczestniczących w badaniu „IF Instrumenty finansowe”

Wyszczególnienie	2007		2008		2009	
	wartość w mln zł					
	nominalna	bilansowa	nominalna	bilansowa	nominalna	bilansowa
Instrumenty finansowe – aktywa	86 510,2	61 699,3	83 019,8	73 024,1	101 182,4	78 026,4
Dłużne papiery wartościowe wraz z naliczonymi odsetkami	8 839,0	8 841,6	6 849,6	7 187,9	12 095,8	10 398,3
Udziałowe instrumenty finansowe	22 096,5	23 879,0	22 253,5	23 879,0	22 503,0	30 216,8
Depozyty i udzielone pożyczki	7 347,7	10 326,5	9 022,2	11 667,1	15 395,8	17 336,1
Instrumenty pochodne, w tym:	39 367,6	6 746,5	37 628,6	18 238,6	43 030,6	9 011,1
kontrakty forward	24 510,1	4 966,1	15 869,8	6 158,7	17 140,0	5 798,3
kontrakty futures	395,7	353,3	586,9	183,4	345,7	350,9
opcje	4 903,6	1 120,2	13 421,4	3 133,3	8 551,2	1 205,8
kontrakty swap, w tym:	6 111,1	298,0	7 366,0	1 285,1	16 444,4	935,2
CIRS	794,7	59,8	1 495,9	78,5	845,3	72,8
Pozostałe aktywa finansowe	8 859,3	10 913,0	7 233,5	8 999,5	8 157,4	11 064,3
Instrumenty finansowe – pasywa	70 081,6	57 631,5	104 074,1	80 269,9	96 212,8	80 924,2
Dłużne papiery wartościowe wraz z naliczonymi odsetkami	12 885,9	12 860,0	12 593,4	12 722,1	14 678,5	14 928,3
Instrumenty pochodne, w tym:	29 478,6	6 984,7	54 247,5	18 590,4	39 252,0	12 721,0
kontrakty forward	12 729,9	4 047,9	31 485,3	12 737,0	17 408,4	5 502,5
kontrakty futures	479,9	385,5	269,0	229,7	194,7	143,2
opcje	3 989,1	287,3	14 337,2	3 669,4	4 462,6	1 153,5
kontrakty swap, w tym:	11 457,3	1 863,3	7 803,3	1 933,6	17 015,8	3 907,4
CIRS	4 899,6	1 365,7	2 168,3	183,8	5 848,5	490,4
Pozostałe pasywa finansowe	27 717,1	37 786,8	37 233,2	48 957,3	42 282,3	53 274,9

Źródło: GUS.

Tabela 5. Nominalna wartość instrumentów pochodnych w portfelach rezydentów uczestniczących w badaniu IF Instrumenty finansowe (w mln zł)

Wyszczególnienie	Nominalna wartość instrumentów pochodnych					
	o dodatniej wycenie			o ujemnej wycenie		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Ogółem	25 541,9	19 915,1	16 751,5	20 484,6	37 053,4	22 779,0
Kontrakty forward	19 062,9	7 656,1	7 816,7	10 520,0	22 206,1	10 712,7
Kontrakty futures	276,6	149,4	136,0	383,8	280,3	131,5
Opcje	3 431,3	7 708,4	2 853,6	3 429,5	10 128,5	4 123,4
Swapy, w tym:	2 423,6	3 976,6	5 698,4	4 747,5	4 082,8	7 669,6
CIRS	342,0	483,7	121,0	1 975,5	936,0	2 209,9

Źródło: GUS.

Nominalna wartość posiadanych przez rezydentów instrumentów pochodnych o dodatniej wycenie obniżyła się z 64,9% w 2007 r. do 52,9% w 2008 r. i do 44,5% w 2009 r. Było to wywołane (głównie) zmniejszeniem udziału tej grupy inwestorów w nominalnej wartości kontraktów terminowych odpowiednio z: 77,8% do 48,2% i 45,6% w 2009 r. Znacznym wahaniom podlegało ich zaangażowanie w opcje, mimo to udział rezydentów w nominalnej wartości umów opcyjnych o dodatniej wycenie obniżał się z 70,0% w 2007 r. do 57,4% w 2008 r. i 33,4% w 2009 r. Nominalna wartość swapów o dodatniej wycenie w umowach z nierezydentami rosła w całym analizowanym okresie, lecz wolniej niż nominalna wartość instrumentów pochodnych o dodatniej wycenie ogółem. Udział nierezydentów w nominalnej wartości swapów zmniejszył się z 39,7% w 2007 r. do 54,0% w 2008 r. i 34,7% w 2009 r. (w tym udział CIRS-ów charakteryzował spadek głębszy, odpowiednio z 43,0% do 32,3% i 14,3%).

Zmiany struktury portfela inwestycji finansowych respondentów wystąpiły także w segmencie instrumentów pochodnych wykazywanych jako derywaty o ujemnej wycenie. Udział nominalnej wartości kontraktów forward w całości portfela umów na derywaty wzrósł z 39,4% w 2007 r. do 59,8% w 2008 r. i ponownie obniżył się do 43,9% w 2009 r. (udział ten w transakcjach zawartych w obrocie niezorganizowanym wynosił odpowiednio: 42,6%, 63,8% i 45,1%). Nominalna wartość umów na opcje o negatywnej wycenie stanowiła w 2007 r. 11,6% portfela derywatów, w 2008 r. udział ten zwiększył się do 23,5%, po czym w 2009 r. spadł do 10,8% (w obrocie niezorganizowanym odpowiednio: 12,6%, 21,0% i 9,6%). Nominalna wartość umów na swapy w ogólnej nominalnej wartości umów na instrumenty pochodne wyniosła w 2007 r. 38,4% (41,5% nominalnej wartości transakcji w obrocie niezorganizowanym). Wzrost wartości kontraktów forward i opcji o negatywnej wycenie spowodował w 2008 r. zmniejszenie udziału swapów do 13,4% (14,3% w obrocie niezorganizowanym), a następnie – po unormowaniu sytuacji – udział nominalnej wartości umów na swapy wzrósł w 2009 r. do 43,4% (w obrocie niezorganizowanym do 44,7%).

Tabela 6. Zagregowany wynik na operacjach instrumentami pochodnymi (w mln zł)

Wyszczególnienie	2007	2008	2009
Ogółem	129 230,0	94 771,1	-341 674,4
Kontrakty forward	134 791,9	161 280,5	-246 410,9
Kontrakty futures	-49,7	70,6	57,0
Opcje, w tym:	1 720,6	-6 976,2	-93 526,0
asymetrycznie złożone umowy opcji walutowych	1 558,5	-18 222,1	-69 756,8
Kontrakty swap, w tym:	-7 232,9	-59 603,8	-1 794,5
CIRS	236,5	8 879,6	2 241,4

Uwaga: Wynik na operacjach instrumentami pochodnymi opracowano na podstawie informacji przekazanej w 2007 r. przez 238 respondentów (175 działających w grupie kapitałowej i 63 działających samodzielnie), dane za 2008 r. pochodzą od 322 przedsiębiorstw (222 wchodzących w skład grupy kapitałowej i 100 samodzielnych), dane za 2009 r. podały 362 podmioty (242 w strukturze grupy kapitałowej oraz 120 funkcjonujących samodzielnie). Dane te ilustrują dodatnią bądź ujemną wycenę derywatów, toteż nie należy ich analizować łącznie z informacją o wynikach na portfelu inwestycji finansowych, sporządzoną na podstawie danych pochodzących od mniejszej liczby przedsiębiorstw (odpowiednio: 251, 287 i 307), ani informacji o wyniku z całokształtu działalności.

Źródło: GUS.

Respondenci nie dysponowali materiałem źródłowym pozwalającym na ocenę stopnia ich zaangażowania w asymetrycznie złożone umowy opcji walutowych. Za ledwie 23 przedsiębiorstwa (w większości liderzy grup kapitałowych) wykazały po stronie aktywów takie instrumenty. W tej grupie przedsiębiorstw w rachunku wyników wykazało zysk, co oznacza, że mimo dodatniej wyceny portfela derywatów, 8 spółek wykazało stratę bilansową na całokształcie działalności. Po stronie pasywów asymetrycznie złożone opcje walutowe wystąpiły w 32 podmiotach, w tym 18 przedsiębiorstw było rentownych (w ujęciu netto). Z przytoczonych liczb widać, że trudno jednoznacznie przypisać wynik lub stratę pozytywnemu bądź negatywnemu wynikowi umów na opcje walutowe, choć w konkretnych przypadkach taki związek przyczynowo-skutkowy wystąpił.

4. FINANSOWE NASTĘPSTWA UMÓW NA DERYWATY

Problem strat poniesionych z tytułu umów na derywaty zniknął z pierwszych stron gazet, nie budzi zainteresowania opinii publicznej, przestał być przedmiotem troski polityków. Wydaje się jednak, że jest to spokój przed burzą, jeśli informacje podane przez uczestniczące w badaniu przedsiębiorstwa są wiarygodne.

Tabela 7. Zagregowany wynik na operacjach instrumentami pochodnymi (ujęcie kasowe)

Wyszczególnienie	2007		2008		2009	
	razem	w tym: firmy rentowne	razem	w tym: firmy rentowne	razem	w tym: firmy rentowne
Ogółem	129,2	109,4	94,8	81,4	-341,7	-272,4
Kontrakty forward	134,8	116,4	161,3	148,3	-246,4	-204,1
Kontrakty futures	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Opcje, w tym:	1,7	0,3	-7,0	-0,1	-93,5	-46,8
asymetrycznie złożone umowy opcji walutowych	1,6	0,1	-18,2	-1,0	-69,8	-23,5
Kontrakty swap, w tym:	-7,2	-7,1	-59,6	-66,9	-1,8	-21,6
CIRS	0,2	0,2	8,9	8,9	2,2	2,2

Uwaga: Zagregowany wynik na operacjach finansowych instrumentami pochodnymi (w ujęciu kasowym) dotyczył wszystkich operacji, jakie dokonało przedsiębiorstwo w ciągu całego roku kalendarzowego. Danych za 2007 r. dostarczyło 238 respondentów, w tym 175 funkcjonujących w strukturze grupy kapitałowej, dane za 2008 r. – 322 respondentów, w tym 222 funkcjonujących w strukturze grupy kapitałowej, dane za 2009 r. – 362 respondentów, w tym 242 funkcjonujących w strukturze grupy kapitałowej.

Źródło: GUS.

Dodatni – w latach 2007–2008 – wynik (w ujęciu kasowym) na operacjach instrumentami pochodnymi, w 2009 r. przyniósł deficyt przewyższający łączną wartość sum bilansowych badanych przedsiębiorstw. Należy to interpretować jako spłaty zobowiązań z tytułu kontraktów na instrumenty zabezpieczające transakcje w handlu zagranicznym. Tak wysokie obciążenia finansowe musiały wpłynąć na obniżenie wyników finansowych z całokształtu działalności. Wynik na operacjach instrumentami pochodnymi wygenerowali przede wszystkim respondenci zaliczani do grupy profesjonalnych inwestorów; ich udział w wyniku ogółem z wyceny portfela derywatów wyniósł: 98,3% w 2007 r., 86,3% w 2008 r. i 91,8% w 2009 r. Były to z reguły duże firmy, zatrudniające powyżej 249 pracowników.

Na koniec 2009 r. ogólna kwota zobowiązań z tytułu transakcji na derywaty (mimo ogromnych wydatków na rozliczenie wierzytelności, co głównie widać w redukcji zobowiązań przeterminowanych) pozostała na poziomie 2008 r. Wzrosła także kwota zobowiązań spornych. Z 10 przedsiębiorstw, które podały dane na temat sytuacji prawnej w sprawie spornych roszczeń z tytułu umów dotyczących złożonych instrumentów finansowych (według stanu na koniec 2009 r.), 6 wystąpiło

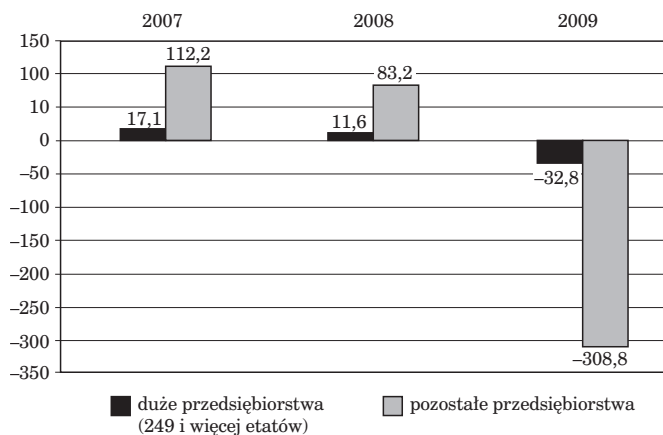
z pozwem do sądu powszechnego, 4 powierzyły swoją sprawę arbitrażowi Związku Banków Polskich.

Tabela 8. Zobowiązania respondentów z tytułu umów na derywaty

Wyszczególnienie	Lata					
	2007		2008		2009	
	razem	w tym: firmy rentowne	razem	w tym: firmy rentowne	razem	w tym: firmy rentowne
	w mln zł					
Zobowiązania wymagalne ogółem	1 005 177,3	1 486 738,3	1 287 560,5	1 000 216,8	1 239 672,8	861 510,5
do 1 roku (włącznie)	998 474,6	1 349 789,3	1 160 413,4	995 983,1	1 159 555,6	809 262,6
powyżej roku do dwu lat (włącznie)	3 999,9	11 062,4	27 326,8	3 767,9	8 169,6	6 217,7
powyżej dwu lat	2 702,8	125 886,6	99 820,3	465,8	71 947,5	46 030,3
Zobowiązania sporne	2,9	350,2	55,4	2,9	321,9	28,1
Zobowiązania przeterminowane	0,2	0,3	171,0	0,2	0,3	2,2

Źródło: GUS.

Wykres 5. Zagregowany wynik respondentów na operacjach derywatami (w mld zł)



Źródło: GUS.

W przeszłości ponad 90% ogólnej wartości wszystkich zobowiązań z tytułu umów na derywaty stanowiły zobowiązania wymagalne do 1 roku, według stanu na 31 grudnia wyniosły one 99,8% w 2007 r., 91,0% w 2008 r. i 90,1% w 2009 r. Z ogólnej liczby 665 przedsiębiorstw biorących udział w badaniu 239 respondentów (35,9%) podało, że w 2010 r. przypada termin spłaty zobowiązań z tytułu umów na finansowe instrumenty pochodne zabezpieczające ryzyko walutowe.

5. RELACJE PRZEDSIĘBIORSTW Z BANKAMI I FIRMAMI INWESTYCYJNYMI

Respondenci proszeni byli o oszacowanie udziału wartości transakcji o charakterze zabezpieczającym przed ryzykiem kursowym w transakcjach ogółem (określonej jako 100%) i (odrębnie) spekulacyjnym. Dotyczyło to wszystkich instrumentów o charakterze zabezpieczającym przed ryzykiem kursowym. Dla znacznej większości respondentów (76,9%) była to jedyna lub główna przyczyna kontraktu na derywaty (odpowiedzi w przedziale 90–100%). Inne metody ochrony ryzyka kursowego stosowało niewiele przedsiębiorstw (10,7% odpowiedzi); w tej grupie respondentów asymetrycznie złożone umowy opcji walutowych stanowiły poniżej 10% umów o charakterze zabezpieczającym. Motywami spekulacyjnymi kierowało się ok. 70% spółek, ale dla większości (ok. 60% ankietowanych) udział tego typu umów na opcje kształtował się poniżej 10% wartości transakcji. Zaledwie 5% badanych przedsiębiorstw przyznało, że w zawieraniu umów na opcje walutowe przeważały względy spekulacyjne.

Ankieta GUS nie potwierdziła zasadności oskarżeń banków i firm inwestycyjnych o wykorzystywanie przewagi, niedopełnianie obowiązków informacyjnych i przestrzeganie procedur wobec klientów detalicznych¹⁶. Równie bezzasadne okazały się

¹⁶ Jak wiadomo, dyrektywa w sprawie rynków finansowych (MiFID) wymaga kategoryzacji klientów, wyróżniając trzy grupy: klientów detalicznych, profesjonalnych i tzw. uprawnionych kontrahentów. Pod pojęciem klienta profesjonalnego rozumie się osoby prawne mające uprawnienia (licencje) lub podlegające osobnym przepisom normującym ich działalność na rynkach finansowych. Poza instytucjami kredytowymi, zakładami ubezpieczeniowymi, firmami inwestycyjnymi i zarządzanymi przez nie funduszami oraz władzami lokalnymi, do profesjonalnych klientów zalicza się przedsiębiorstwa spełniające co najmniej dwa z trzech warunków: ich suma bilansowa wynosi co najmniej 20 mln EUR, roczny obrót netto jest nie mniejszy od 40 mln EUR, kapitał (fundusz własny) wynosi co najmniej 2 mln EUR. Zgodnie z MiFID, klient przed zawarciem umowy dotyczącej instrumentów finansowych powinien wypełnić ankietę, której celem będzie sprawdzenie, czy dana usługa (np. inwestowanie w derywaty) jest dla niego odpowiednia. Jeżeli klient odmówi wypełnienia ankiety, firma inwestycyjna lub bank muszą go ostrzec, że nie można dokonać oceny odpowiedniości usługi. Jeśli po analizie danych usługa inwestycyjna okaże się nieodpowiednią, firma inwestycyjna lub bank są zobowiązane poinformować o tym klienta. Jednakże ani firma inwestycyjna, ani bank, ani żadna inna osoba prawna lub fizyczna, nie zdejmuje odpowiedzialności z inwestora. Ostateczna odpowiedzialność za podjęte decyzje

pomówienia o brak kompetencji, nieświadomość skutków podjętych decyzji przez menedżerów zarządzających zasobami finansowymi przedsiębiorstw. Działali oni racjonalnie, natomiast nie mogli – podobnie jak wszyscy dotknięci kryzysem finansowym – przewidzieć skutków wydarzeń, które skłaniają najwybitniejszych teoretyków i praktyków gospodarczych do poszukiwania nowego paradygmatu finansów.

Tryb i warunki postępowania firm inwestycyjnych w kontaktach z przedsiębiorstwami uczestniczącymi w badaniu GUS oceniło ok. 70% respondentów (70,2%), z których ponad połowa spełniała kryteria klienta profesjonalnego. Wśród firm zaliczanych do grupy klientów detalicznych dominowały pozytywne opinie na temat przestrzegania kodeksu dobrych praktyk przez banki i inne firmy inwestycyjne. Jednak nie wszyscy klienci byli traktowani zgodnie ze wszystkimi wymogami MiFID i kodeksu dobrych praktyk, dlatego wskazań na konkretne pytania dotyczące tej kwestii było stosunkowo mało. Przede wszystkim większość klientów nie była dobrze poinformowana o zasadach kwalifikowania do grupy inwestorów profesjonalnych i przysługujących uprawnieniach (22% ogólnej liczby wskazań). Byli także (choć rzadko) przestrzegani przed konsekwencjami zawarcia umowy na instrumenty finansowe, wynikających stąd zobowiązaniach, w tym związanych z dostawą instrumentu bazowego, o dodatkowych obowiązkach w stosunku do kosztów nabycia instrumentu finansowego (10,5% wskazań). Równie rzadko otrzymywali opis wymogów odnośnie do utrzymywania i uzupełniania zabezpieczenia lub wypełniania innych zobowiązań, koniecznych w przypadku inwestowania w dany rodzaj instrumentów finansowych (10,1% wskazań). Tylko w nielicznych przypadkach zapoznano ich z opisem ryzyka związanego z danym rodzajem instrumentu finansowego, wyjaśniono mechanizm dźwigni finansowej i jego wpływ na ryzyko utraty inwestycji (9,7% wskazań). Na ogół pracownicy reprezentujący firmę inwestycyjną nie przedstawiali respondentom scenariuszy zmian wartości instrumentu finansowego w zależności od zmian kursu walutowego, informując o ryzyku związanym ze zmiennością kursów walutowych (tylko 8,7% wskazań).

W świetle tych odpowiedzi można ocenić, że banki i inne firmy będące stroną umowy na derywaty nie przestrzegały norm MiFID (która przynajmniej w odniesieniu do części kontraktów nie miała w dacie ich podpisywania charakteru obowiązującego prawa), nie zawsze i nie w każdym przypadku dopełniły obowiązków wobec klientów przewidzianych w tej dyrektywie. Świadczy o tym dwukrotnie wyższa częstotliwość wskazań w pytaniu o profesjonalizm klienta, niż w innych punktach ankiety.

W odczuciach klientów banki i firmy inwestycyjne były częściej oceniane pozytywnie niż negatywnie. Najlepiej zostały ocenione banki krajowe (rezydenci). Na 1089 wystawionych ocen najwyższych („5”) było 322, co stanowiło 29,6% wszyst-

o angażowaniu zasobów przedsiębiorstwa spoczywa na menedżerach korzystających z oferowanych im usług instytucji finansowych.

kich ocen wystawionych bankom krajowym, zaś ocen dobrych („4”) – 341. Pojawiły się także oceny słabsze („3” – 207, „2” – 102), a nawet negatywne („1” – 117 wskazań). Najwyższą ocenę bankom zagranicznym wystawiło 72 (spośród 177) respondentów, stanowiło to 40,7% ogólnej liczby wskazań; ocenę „4” otrzymało 45 banków (25,4%), zaś najniższą – „1” – wystawiło 11 respondentów (6,2%). Inne zagraniczne osoby prawne lub fizyczne (nierezydenci) ankietowane przedsiębiorstwa oceniły 182 razy, w tym ocenę „5” dało 87,9% respondentów.

Tabela 9. Subiektywna ocena rzetelności postępowania kontrahentów stanowiących stronę w umowie na derywaty zawartej przez respondenta

Wyszczególnienie	Oceny respondentów					Liczba wskazań razem
	1 ^a	2	3	4	5 ^b	
Liczba respondentów	50	52	102	136	142	482
Bank krajowy (rezydent)	117	102	207	341	322	1089
Bank, oddział lub przedstawicielstwo banku zagranicznego (nierezydent)	11	24	25	45	72	177
Firma <i>asset management</i>	1	0	1	3	3	8
Inne, niż wyżej wymienione firmy inwestycyjne	1	0	1	1	1	4
Inne krajowe osoby prawne lub fizyczne (rezydent)	0	0	10	2	5	17
Inne zagraniczne osoby prawne lub fizyczne (nierezydent)	0	0	4	18	160	182

^a oceny najniższe; ^b oceny najwyższe.

Źródło: GUS.

Swoje relacje z bankami przedstawiły 64 przedsiębiorstwa, które w okresie objętym badaniem GUS „Instrumenty finansowe” utraciły (choćby przejściowo) zdolność kredytową na skutek nieuregulowania płatności z tytułu umów na instrumenty pochodne. Nie miało przy tym znaczenia, czy bank był stroną umowy, czy nie był. W 38 przypadkach przedsiębiorstwa złożyły instrumenty zabezpieczające wierzytelności z tytułu umów na instrumenty pochodne, w których bank był stroną kontraktu. Bank zaspokoił swoje roszczenia ze złożonych przez przedsiębiorstwo instrumentów zabezpieczających wierzytelności w 22 przypadkach. Wobec 8 respondentów nastąpiło wypowiedzenie przez bank umów kredytowych w związku z wierzytelnościami z tytułu umów na instrumenty pochodne. Miało to związek z zaprzestaniem obsługiwanego przez przedsiębiorstwa wierzytelności tego banku z tytułu umów dotyczących instrumentów pochodnych.

Tabela 10. Sposób rozliczenia należności i zobowiązań finansowych z tytułu częściowego lub całkowitego zamknięcia umów na derywaty

Wyszczególnienie	Kontrakty terminowe (forward, futures)	Asymetrycznie złożone umowy opcji walutowych	Swapy walutowo-procentowe (CIRS)
Liczba respondentów	321	119	46
Pozostało bezsporne, ujemne dla przedsiębiorstwa rozliczenie	245	78	35
Przedsiębiorstwo uregulowało wszystkie zobowiązania i nie wchodziło w spór z kontrahentem	498	134	44
Przedsiębiorstwo zawarło ugodę z kontrahentem	23	21	1
Bank udzielił kredytu na restrukturyzację zadłużenia	25	31	9
Pozostało sporne ujemne rozliczenie obciążające przedsiębiorstwo	–	9	1
Instrument finansowy został „zrolowany” (zamknięcie pozycji i otwarcie nowej pozycji)	75	38	1
Inne	76	11	5
Razem liczba zaznaczeń	942	322	96

Źródło: GUS.

PODSUMOWANIE

Pogorszenie – w stosunku do 2007 r. – wyników finansowych polskich przedsiębiorstw w latach 2008–2009 wywołał kryzys w gospodarce światowej, który w pierwszej kolejności dotknął eksporterów i pozostałe firmy kooperujące z zagranicznymi partnerami. Spadek rentowności miał także związek z transakcjami zabezpieczającymi przyszłe płatności, rzadko, z chęcią uzyskania dodatkowych dochodów poprzez derywaty było zerwanie zawartych w czasie dobrej koniunktury umów na dostawy towarów i usług. Umowy zabezpieczające ryzyko walutowe pozostawały

nadal w mocy, mimo że transakcje zawarte z zagranicznymi partnerami nie mogły zostać zrealizowane. Transakcje derywatami wpłynęły na obniżenie rentowności przedsiębiorstw przynajmniej z dwóch powodów: po pierwsze, na skutek konieczności utworzenia rezerw na zobowiązania, co rzutowało na wyniki 2008 r.; po drugie, na ogromne płatności zrealizowane w 2009 r., które w ujęciu kasowym przewyższyły zagregowaną wartość sumy bilansowej respondentów. Straty nastąpiły także ze względu na obowiązujące w księgowości zasady wyceny instrumentów finansowych. Odwrócenie trendu na rynku walutowym, gwałtowne załamanie kursu złotego, a następnie kilkumiesięczny okres niepewności, wymusiły przeszacowanie posiadanych aktywów i pasywów finansowych. Jednym z następstw tego faktu była negatywna wycena instrumentów pochodnych.

Pozytywne wyniki negocjacji między bankami a przedsiębiorstwami, a także poprawa notowań polskiej waluty, częściowo załagodziły problem niewypłacalności przedsiębiorstw wobec banków z tytułu umów na instrumenty pochodne. Jednak kwota zobowiązań z tytułu umów na instrumenty pochodne nadal znacznie przekracza zdolności płatnicze przedsiębiorstw, co może mieć negatywne skutki dla obu stron kontraktów, mimo działań prewencyjnych podjętych w odpowiednim czasie przez banki.

Bibliografia

- Antkiewicz S., *Polski rynek instrumentów pochodnych*, „Prawo Bankowe” 10/2001.
- Bini-Smaghi L., *Restoring Confidence*, Portal internetowy Europejskiego Banku Centralnego.
- Bowers T., Hamoir O., Marrs A., *What's next for global banks*, „McKinsey Quarterly Report”, March 2010.
- Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Instrumenty pochodne w portfelach przedsiębiorstw niefinansowych. Raport z badania*, Główny Urząd Statystyczny, Warszawa, lipiec 2010 r.
- Karkowski P., *Toksyczne opcje. Od zaufania do bankructwa*, GreenCapital.PL, Warszawa 2009.
- Klebaniuk J., *Psychologiczne aspekty kryzysu finansowego*, [w:] *Rynki finansowe w warunkach kryzysu*, pod red. M. Kalinowskiego, Wyższa Szkoła Bankowa Wydawnictwa Fachowe CEDEWU.PL, Gdańsk 2009.
- Komunikat z dnia 26 marca 2009 r. ze spotkania kierownictwa UKNF z prezesami banków działających w Polsce*, Portal internetowy KNF.
- Komunikat z dnia 26 lutego 2009 r. ze spotkania kierownictwa UKNF z głównymi ekonomistami instytucji rynku finansowego*, Portal internetowy KNF.

Kucharski M., Rączkowski S., Wierzbicki J., *Pieniądz i kredyt w kapitalizmie*, PWN, Warszawa 1973.

Majewska A., *Wykorzystanie swapów kredytowych w transferze ryzyka kredytowego*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” Nr 612; „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” Nr 28, Szczecin 2010.

Małkiewicz A., *Kryzys. Polityczne, ekologiczne i ekonomiczne uwarunkowania*, Wydawnictwo Naukowe „Scholar”, Warszawa 2010.

McKinsey Global Institute, *An Exorbitant Privilege? Implications of Reserve Currencies for Competitiveness*, December 2009.

McKinsey Global Institute, *Debt and deleveraging: The global credit bubble and its economic consequences*, January 2010.

McKinsey Global Institute, *Global capital markets. Entering a new era*, September 2009.

McKinsey Global Institute, *Mapping Global Markets – Fifth Annual Report*.

McKinsey Global Institute, *Mapping global capital markets: Fifth annual report*, October 2008.

Michalski R., *Globalny kryzys finansowo-gospodarczy: przełom czy wymuszone dostosowania?*, [w:] *Polityka gospodarcza Polski w integrującej się Europie 2008–2009. Raport roczny*, Instytut Badań Rynku, Konsumpcji i Koniunktur, Warszawa 2009.

Morawski W., *Historia finansów współczesnego świata od 1900 roku*, „Difin”, Warszawa 2008.

Narodowy Bank Polski, Biuletyn Informacyjny 12/2008.

Narodowy Bank Polski, Biuletyn Informacyjny 3/2010.

Narodowy Bank Polski, *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2008 r.*, Warszawa 2010.

Narodowy Bank Polski, *Rozwój systemu finansowego w Polsce*, Warszawa grudzień 2009 r.

Sopoćko A., *Rynkowe instrumenty finansowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010.

Szambelańczyk J., *Refleksje o działalności kredytowej na tle globalnego kryzysu finansowo-gospodarczego*, referat na spotkaniu Klubu Polska 2015+ Działalność kredytowa w dobie spowolnienia gospodarczego z perspektywy banków i przedsiębiorstw, 25 marca 2009 r.

Thlon M., *Kryzys kredytowy. Credit crunch (3)*, „Gazeta Ubezpieczeniowa” z 3 grudnia 2008 r., Portal internetowy Bankier.pl

Zając D., Więckowski I., *Instrumenty pochodne forward/futures jako narzędzie zabezpieczające ryzyko kursowe w przedsiębiorstwie*, „Pieniądze i Więź” Nr 2/2010.