

## Wiadomości - Czytaj codzienny przegląd prasy

### Aktualności



06:00 13.11.2009 Źródło: **Przegląd prasy Bankier.pl**  
(<http://www.bankier.pl/>)

(<http://www.bankier.pl/>)

### ?Toksyczne? opcje walutowe z perspektywy zarządzania ryzykiem i ubezpieczeń

Wobec malejących szans na systemowe rozwiązanie problemów polskich firm związanych z instrumentami pochodnymi, każdy przypadek będzie rozpatrywany indywidualnie. Toteż, czy to w sądzie, czy przy stole negocjacyjnym, praktyki przedsiębiorstw i banków w zakresie zarządzania ryzykiem będą poddane wnikliwej ocenie. Jest również prawdopodobne, iż efektem tej sytuacji będzie podwyższenie tzw. miernika staranności wobec kadry (<http://www.twoja-firma.pl/slownik/kadry.html>) zarządzającej firm, które zawierają transakcje na instrumentach pochodnych. Niezapewnienie przez władze spółek odpowiednich mechanizmów kontrolnych, związanych z wykorzystaniem instrumentów pochodnych, może być uznane za niedopełnienie obowiązków, a co za tym idzie skutkować osobistą odpowiedzialnością kadry (<http://www.twoja-firma.pl/slownik/kadry.html>) zarządzającej za ewentualne straty powstałe z tego tytułu. Wczesne symptomy właśnie takiego obrotu spraw mogą być zauważalne na rynku ubezpieczeń odpowiedzialności cywilnej władz spółek (D&O).

Zapoczątkowane w sierpniu ubiegłego roku gwałtowne odwrócenie trendu aprecjacji złotego w stosunku do głównych walut światowych: euro, dolara, jena i franka szwajcarskiego, spowodowało istotne straty w wielu polskich przedsiębiorstwach zaangażowanych w transakcje instrumentami pochodnymi. Według różnych szacunków, w wyniku realizacji opcji walutowych straty mogło ponieść około 2 tys. polskich firm.

Wcześniejsze propozycje Ministerstwa Gospodarki zmierzające do systemowego przerzucenia kosztów związanych ze stratami przedsiębiorstw na system bankowy – poprzez unieważnienie zawartych umów, na podstawie faktu nie zaimplementowania na grunt polskiego prawa unijnej dyrektywy MiFID – nie zostały wprowadzone w życie. Natomiast efektywne działania rządu skupiały się na udzielaniu informacji i pomocy prawnej firmom, które poniosły straty.

Z uwagi na liczbę potencjalnie zagrożonych podmiotów, niniejszy artykuł dotyczy wyłącznie sytuacji przedsiębiorstw wykorzystujących instrumenty pochodne. Brak odniesienia do zarządzaniem ryzykiem przez instytucje finansowe nie oznacza jednak, iż w związku z obecną sytuacją ryzyka po stronie dostawców instrumentów pochodnych nie występują. W szczególności nie będą omówione ryzyka operacyjne z kategorii: klienci, produkty i praktyka biznesowa, czyli zagadnienia związane z agresywną sprzedażą, nieprawidłową sprzedażą (*misselling*), adekwatnością i wadami produktów oraz nieprawidłowym doradztwem; ryzyka rozliczenia transakcji, w tym związane z transakcjami typu *back to back*; ryzyka prawne, w tym ryzyka otoczenia prawnego i wad prawnych umów; czy wreszcie ryzyko (<http://www.twoja-firma.pl/slownik/ryzyko.html>) kredytowe, w szczególności związane z oferowaniem produktów lewarowanych.

Z tych samych względów artykuł nie obejmuje informacji na temat ubezpieczeń instytucji finansowych, w tym ubezpieczenia odpowiedzialności cywilnej zawodowej instytucji finansowych oraz ubezpieczenia członków władz instytucji finansowych.

#### **Instrumenty pochodne – zabezpieczenie** (<http://www.twoja-firma.pl/slownik/zabezpieczenie.html>) **i spekulacja**

Zabezpieczenie (<http://www.twoja-firma.pl/slownik/zabezpieczenie.html>) przed ryzykiem walutowym za pomocą instrumentów pochodnych stanowi dobrą praktykę zarządzania ryzykiem korporacyjnym. Każdy dobry dyrektor finansowy zdaje sobie sprawę, iż zaniechanie zabezpieczenia istotnej pozycji walutowej jest równoważne ze spekulacją pieniędzmi akcjonariuszy. Dzięki m.in. wysokiemu lewarowi, instrumenty pochodne umożliwiają efektywne kosztowo zabezpieczenie (<http://www.twoja-firma.pl/slownik/zabezpieczenie.html>) przed niekorzystnymi zmianami kursów walut. Nie powinno więc dziwić, iż w przypadku długotrwałej aprecjacji złotego eksporterzy byli skłonni zrezygnować z części korzyści związanych z możliwym osłabieniem waluty zawierając transakcje na instrumentach pochodnych. Takie działania należy uznać za racjonalne, dlatego też nie wszystkie zawarte kontrakty opcyjne mają „toksyczny” charakter.

Problemy mogą pojawić się wtedy, gdy firma (<http://www.twoja-firma.pl/slownik/firma.html>) – pragnąc uzyskać dodatkowe korzyści wynikające z wahań kursu walutowego – przyjmuje własny pogląd na temat możliwych poziomów kursu w przyszłości i na tej podstawie zawiera transakcje pochodne, podejmując większe ryzyko (<http://www.twoja-firma.pl/slownik/ryzyko.html>), niż to wynika z prowadzonej działalności podstawowej. Wówczas, w przypadku błędu w przewidywaniach dotyczących zachowania się kursu walutowego lub jego nieoczekiwanej zmiany – zalety instrumentów pochodnych, w tym wysoki lewar, stają się ich wadą, a potencjalne zyski – spekulacyjną stratą.

Przyjęcie pozycji walutowej nie musi wynikać z chęci uzyskania dodatkowych przychodów. Częstym motywem może być także chęć obniżenia kosztów odsetkowych związanych z zaciągniętymi kredytami – poprzez wykorzystanie transakcji typu swap, a w szczególności swapów walutowo-procentowych (tzw. CIRS), na przykład opiewających na japońskiego jena. Dzięki wykorzystaniu swapów firmy mogły korzystać z niskiego oprocentowania japońskiej waluty w zamian za przyjęcie ryzyka walutowego.

Jednym z najbardziej wyrafinowanych, a zarazem stwarzających przedsiębiorstwom najwięcej problemów, instrumentów pochodnych były transakcje opcyjnie typu TARG (*Target Redemption Forward* (<http://www.twoja-firma.pl/slownik/forward.html>), funkcjonuje również nazwa TARN Forward) oraz ich odmiany, jak Extendible TARG. Transakcje tego typu „przywędrowały” do Polski oraz innych znaczących rynków wschodzących w Europie, Ameryce Południowej i Azji, z międzynarodowych centrów finansowych i zaczęły być oferowane przedsiębiorstwom za pośrednictwem lokalnych instytucji finansowych.

W przypadku eksporterów, zawarcie transakcji typu TARG umożliwiało osiągnięcie ponadprzeciętnych zysków (kursów wykonania) na transakcji zabezpieczającej – w porównaniu do standardowej transakcji typu forward (<http://www.twoja-firma.pl/slownik/forward.html>) (kursu forward). Brzmi to atrakcyjnie, niemniej inne cechy transakcji typu TARG stwarzały istotne ryzyko (<http://www.twoja-firma.pl/slownik/ryzyko.html>) dla posługujących się nimi przedsiębiorstw. Najważniejsze z nich zostały przedstawione poniżej, na przykładzie spotykanych na polskim rynku transakcji Extendible TARG:

- Transakcje zawierane były standardowo na okres 12 miesięcy z rozliczeniem co miesiąc, gdy suma miesięcznych zysków z transakcji eksportera przekroczyła określoną kwotę (target) zyski zostawały wypłacane, a dalsza część transakcji podlegała anulowaniu;
- Target, czyli kwota maksymalnego zysku eksportera z transakcji była ustanowiona na stosunkowo niskim poziomie, np. kilka procent (<http://www.twoja-firma.pl/slownik/procent.html>) wartości nominalnej, co skutkowało krótkim okresem życia transakcji w obliczu utrzymującego się trendu aprecjacji złotego. Realizujący zyski eksporter zawierał najczęściej nową transakcję na kolejne 12 miesięcy;
- W przypadku, gdy kurs złotego zaczął poruszać się w odwrotnym kierunku założono (depresja), eksporter tracił na transakcji podwójnie, tj. w każdym momencie życia transakcji posiadał dwa razy więcej opcji wystawionych (dających prawo dla banku ich wykonania), niż opcji zakupionych (faktycznie zabezpieczających pozycję walutową eksportera);
- Straty eksportera nie były limitowane do kwoty targetu lub jakiegokolwiek innej kwoty;
- Dodatkowo, jeżeli transakcja utrzymała się w mocy przez pierwsze 12 miesięcy (eksporter nie osiągnął maksymalnego zysku lub poniósł straty), następowało automatyczne przedłużenie transakcji na kolejnych 12 miesięcy.

Powyższe cechy transakcji TARG predysponują ją dla graczy mających bardzo pewne oczekiwania co do zachowania się kursu walutowego, a istniejące asymetrie: ograniczony zysk i nieograniczona strata, automatyczne anulowanie i automatyczne przedłużenie oraz podwójna wartość straty – stwarzają możliwość poniesienia znaczących kosztów takiego zabezpieczenia – pomimo faktu, iż transakcje były oferowane jako tzw. zero-kosztowe.

### Zarządzanie ryzykiem a instrumenty pochodne

Przez ostatnie 30 lat, czyli w okresie dynamicznego rozwoju instrumentów pochodnych, odnotowano wiele spektakularnych bankructw instytucji finansowych, przedsiębiorstw, a nawet instytucji samorządowych, spowodowanych niewłaściwym wykorzystaniem tych instrumentów.

Odpowiedzią na możliwość poniesienia nieoczekiwanych strat wskutek zaangażowania się w instrumenty pochodne, jak

również strat będących konsekwencją innych zdarzeń, których skutki mogą zachwiać sytuacją finansową przedsiębiorstwa, było stworzenie systemu zarządzania ryzykiem. Punktem wyjścia dla stworzenia takiego systemu są zazwyczaj funkcjonujące w tym zakresie standardy, jak np. standard COSO II, opracowany przez amerykański *The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission* – jeden z najbardziej uniwersalnych, a zarazem najbardziej rozpowszechnionych na świecie. Ten oraz inne standardy dostarczają wskazówek, w jaki sposób zbudować strukturę zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie, aby w sposób systematyczny i kompleksowy radzić sobie z ryzykiem związanym z prowadzeniem działalności gospodarczej.

Zarządzanie Ryzykiem Korporacyjnym (ERM) – zintegrowana struktura ramowa wg COSO jest:

- Procesem, zachodzącym w całej organizacji;
- Realizowanym przez ludzi na każdym jej szczeblu;
- Uwzględnionym w strategii;
- Uwzględnionym w całej organizacji, na każdym szczeblu i w każdej jednostce oraz obejmującym postrzeganie ryzyka z poziomu całości przedsiębiorstwa;
- Stworzonym po to, aby móc identyfikować potencjalne zdarzenia, które jeśli będą mieć miejsce istotnie wpłyną na przedsiębiorstwo, oraz aby utrzymywać ryzyko (<http://www.twoja-firma.pl/slownik/ryzyko.html>) w określonych granicach;
- Zapewniającym rozsądny poziom pewności kierownictwu i zarządowi organizacji;
- Skierowanym ku osiągnięciu celów w jednej lub kilku nakładających się na siebie kategoriach.

Z uwagi na specyfikę instrumentów pochodnych, ta sama organizacja sporządziła osobny dokument poświęcony wyłącznie zagadnieniom związanym z ich zastosowaniem. Dokument pt. „Zagadnienia kontroli wewnętrznej przy wykorzystywaniu instrumentów pochodnych” (*Internal Control Issues In Derivatives Usage*) dostarcza przykładowych rozwiązań z zakresu działań, jakie można przedsięwziąć w ramach zarządzania ryzykiem związanym z wykorzystaniem tych instrumentów.

Chociaż przedsięwzięcie powyższych działań nie gwarantuje w pełni zapobieżenia ewentualnym stratom, to mogą one jednak w sposób istotny wpłynąć na zapobieganie i wczesne wykrywanie błędów oraz nadużyć, wynikających z wykorzystania instrumentów pochodnych, jak również posłużyć bezpośrednio zademonstrowaniu przez najwyższe kierownictwo wysokiej dbałości o zapobieżenie stratom z tego tytułu.

Pierwszym krokiem, który należy przedsięwziąć uruchamiając proces zarządzania ryzykiem, jest zazwyczaj sformułowanie i przyjęcie wewnętrznego dokumentu (tzw. polityki), który potwierdza zaangażowanie najwyższego kierownictwa w proces zarządzania ryzykiem wynikającym z zastosowania instrumentów pochodnych, oraz określa głównych uczestników i generalne zasady odpowiedzialności za prowadzenie działalności w powyższym zakresie. Taka polityka, podobnie jak np. polityki dotyczące ochrony środowiska, zarządzania bezpieczeństwem, czy wykorzystania ubezpieczeń, może stanowić część szerszej zakrojonych działań z zakresu zarządzania ryzykiem korporacyjnym, znanych jako ERM (*Enterprise Risk Management*).

### **Polityka zastosowania instrumentów pochodnych**

Poniżej przedstawiam przykładowe elementy dotyczące specyficznych zagadnień zastosowania instrumentów pochodnych, które mogą stanowić podstawę do sformułowania polityki w powyższym zakresie.

Główne elementy polityki zastosowania instrumentów pochodnych wg. COSO:

- Zdefiniowanie działań zabezpieczających (hedgingu) i spekulacji – precyzyjne rozróżnienie pomiędzy działaniami zabezpieczającymi, tj. faktycznie zmniejszającymi ryzyko (<http://www.twoja-firma.pl/slownik/ryzyko.html>) przedsiębiorstwa, a działaniami spekulacyjnymi, zwiększającymi ryzyko (<http://www.twoja-firma.pl/slownik/ryzyko.html>) w celu uzyskania nie związanych z działalnością podstawową przychodów;

- Określenie obszaru zastosowania instrumentów pochodnych, tj. określenie jakie rodzaje ryzyka mogą być przedmiotem zabezpieczenia przy wykorzystaniu instrumentów pochodnych, np. ryzyko (<http://www.twoja-firma.pl/slownik/ryzyko.html>) walutowe, ryzyko (<http://www.twoja-firma.pl/slownik/ryzyko.html>) stopy procentowej, czy ryzyko (<http://www.twoja-firma.pl/slownik/ryzyko.html>) zmian cen surowców;
- Określenie obszarów, w których wykorzystanie instrumentów pochodnych jest niedozwolone, przykłady mogą obejmować:
  - transakcje spekulacyjne,
  - transakcje nietypowe i skomplikowane,
  - transakcje charakteryzujące się wysokim lewarem (dźwignią),
  - transakcje, których wycena rynkowa jest utrudniona / niemożliwa,
  - transakcje, co do których wewnętrzne służby finansowe mają trudności z dokonaniem wyceny, itd.
- Określenie obszarów, w których wykorzystanie instrumentów pochodnych wymaga indywidualnej zgody, np.
  - wystawianie opcji (zajmowanie krótkiej pozycji na opcjach) lub zawieranie strategii opcyjnych, w których występuje konieczność wystawienia opcji,
  - angażowanie się w inne transakcje, w które są wbudowane opcje wystawione (krótkie pozycje opcyjne).
- Określenie ryzyk wynikających z zastosowania instrumentów pochodnych oraz głównych metod zarządzania nimi, przykłady mogą obejmować:
  - ryzyko (<http://www.twoja-firma.pl/slownik/ryzyko.html>) rozliczenia transakcji,
  - ryzyko (<http://www.twoja-firma.pl/slownik/ryzyko.html>) kredytowe,
  - ryzyko (<http://www.twoja-firma.pl/slownik/ryzyko.html>) prawne,
  - ryzyko (<http://www.twoja-firma.pl/slownik/ryzyko.html>) operacyjne (m.in. nieuczciwość pracownika), itp.
- Określenie akceptowanych wzorów umów (w tym umów ramowych) oraz trybu akceptacji ewentualnych zmian;
- Zasady doboru dostawców instrumentów pochodnych, np. na podstawie oceny wiarygodności kredytowej (ratingu) oraz ewentualne zasady wyboru i wykorzystania pośredników;
- Procedury kontroli wewnętrznej, w tym częstotliwość i zakres przeprowadzanych audytów oraz zapewnienie, iż audytorzy posiadają odpowiednią wiedzę z zakresu badania;
- Zasady zastosowania instrumentów pochodnych w grupie kapitałowej / spółkach zależnych.

#### **Ubezpieczenie – ostatnia linia obrony**

Stanowiące podstawę zarządzania ryzykiem unikanie i zapobieganie ewentualnym stratom należy uznać za priorytet działań zmierzających do ograniczenia ryzyka związanego z wykorzystaniem instrumentów pochodnych. Jednak nawet najlepsze procedury i procesy kontroli nie wyeliminują całkowicie możliwości poniesienia strat, co ma odzwierciedlenie np. w doświadczeniach instytucji finansowych, w przypadku których – pomimo przyznania obrotowi instrumentami pochodnymi jednego z priorytetów – nadal ponoszą one z tego tytułu straty, nierzadko prowadzące do ich upadłości (Merrill Lynch, Societe Generale czy klasyczny już przykład Banku Barings).

Ubezpieczenie stanowi zazwyczaj ostatnią linię obrony przedsiębiorstwa przed stratami i ma zastosowanie wtedy, gdy zawiodą lub zostaną ominięte wdrożone kontrole. Niestety w przypadku strat związanych z opcjami walutowymi nie ma bezpośredniej możliwości ich ubezpieczenia – na bazie istniejących na rynku produktów. Wynika to z silnego oddziaływania znanego ubezpieczycielom zjawiska zwanego „pokusą nadużycia” (*moral hazard*). Oferowanie przez ubezpieczycieli polis chroniących przed stratami na instrumentach pochodnych prowadziłoby prędzej czy później do bardzo ryzykownej gry na tych instrumentach, której negatywne konsekwencje ponosiłby tylko ubezpieczyciel. Dlatego, aby objąć ochroną ubezpieczeniową straty związane z opcjami walutowymi, muszą być spełnione dodatkowe przesłanki.

(...)

Radosław Ziomko

*Pełny tekst artykułu w „Przeglądzie Corporate Governance” nr 3(19) 2009.*

/ Przegląd Corporate Governance

*Wiadomość archiwalna*