

## **"Rok 2008 - gigantyczne straty firm na opcjach walutowych wynikłe z niewiedzy i nierzetelności banków - czy sytuacja może się powtórzyć?"**

*Odpowiedź na pytanie - do Gazety Finansowej*

[jj@jacekjamroz.eu](mailto:jj@jacekjamroz.eu)

Aby ocenić sytuację bieżącą na początek warto cofnąć się do roku 2008, kiedy wiele polskich przedsiębiorstw dotknął problem „opcji walutowych”. Autor, uczestnicząc wówczas w kilku projektach wsparcia dla poszkodowanych przedsiębiorców, miał okazję dogłębnego poznania źródeł problemu.

Na podstawie tych doświadczeń można wyodrębnić trzy podstawowe przyczyny poważnych (krytycznych) trudności jakie dotknęły na przełomie 2008 i 2009 roku przedsiębiorstwa, które zawarły z bankami kontrakty zawierające opcje walutowe. Kontrakty te zmniejszyły ryzyko utraty korzyści z wpływów walutowych ze sprzedaży, w zamian za nieograniczone ryzyko dodatkowych zobowiązań w przypadku deprecjacji złotówki.

Pierwszą przyczyną było nagła, trwała i istotna (np. z ~3,2 do ~4,4 PLN/EUR) deprecjacja złotówki w stosunku do głównych walut światowych. Zmiana taka spowodowała, iż u przedsiębiorcy powstawał gigantyczny, wirtualny, przyszły dług wobec banku, na który przedsiębiorca nie mógł przedstawić zabezpieczeń, gdyż przeważnie wartość tego długu przekraczała wartość całych aktywów przedsiębiorcy. Bank miał obowiązek domagać się zabezpieczenia ale nie musiał rozpocząć egzekucji jeżeli zachowana była prognoza przyszłych wpływów walutowych tzw. ekspozycja naturalna. Bowiem przedsiębiorca był potencjalnie wypłacalny tylko brakowało zabezpieczeń.

Wystąpienie tej przyczyny jest dziś możliwe ale ciężko sobie wyobrazić aby obecnie wystąpiły tak intensywnie wszystkie trzy ówczesne czynniki towarzyszące deprecjacji złotówki czyli nagłość, trwałość i duża zmiana kursu walutowego.

Drugą przyczyną trudności była nagła utrata przez przedsiębiorców części zamówień eksportowych powodująca utratę tzw. ekspozycji naturalnej czyli brak pokrycia zawartych transakcji opcyjnych we przyszłych wpływach walutowych. W 2008 roku, po wielu latach dobrej koniunktury, nastąpiło nagłe załamanie światowego wzrostu gospodarczego, stąd też załamanie prognoz sprzedażowych przedsiębiorców. W takim przypadku, kiedy nie tylko powstał duży wirtualny przyszły dług wobec banku ale również podważona została prognoza jego spłaty (dostarczenia waluty obcej), bank zobowiązany był do wymuszenia bardzo kosztownej dla przedsiębiorcy restrukturyzacji kapitałowej bądź do rozpoczęcia egzekucji a przez to przeważnie doprowadzenia do upadłości przedsiębiorcy.

Obecnie wprawdzie gospodarka światowa zwalnia ale robi to powoli oraz bez zaskoczenia trudno więc o analogie do 2008 roku. Przedsiębiorcy jeśli dziś tracą lub są redukowane kontrakty eksportowe, to nie dzieje się to nagle.

Jednak z biznesowego punktu widzenia najważniejszym powodem problemów przedsiębiorców była trzecia przyczyna. Był to błąd zarządzania. I nie było błędem samo zawarcie kontraktów na opcje walutowe ani nawet struktura tych kontaktów, bowiem wg wielu opinii mieściły się one w ramach dopuszczalnego ryzyka gospodarczego. Błędem był natomiast brak wiedzy zarządów przedsiębiorstw o skutkach tych kontraktów w przypadku deprecjacji złotówki. Nie istniały też w tych przedsiębiorstwach skuteczne systemy zarządzania ryzykiem ERM (Enterprise Risk Management), które by zidentyfikowały i

oszacowały ten błąd oraz wskazały działania naprawcze. A można było podjąć przynajmniej jedno działanie mitygujące (tutaj: redukcja skutku) w sytuacji kiedy kontrakt na opcje walutowe jest już zawarty.

Było to przygotowanie procedury wypowiedzenia kontraktu, kiedy deprecjacja waluty przekroczy określony poziom (np. 3,6 PLN/EUR). Jest to tzw. operacja stop loss i jeśli nawet nie ma w przedsiębiorstwie wdrożonego kompleksowego systemu ERM to decyzja o takim działaniu może wynikać z systemu zachowania ciągłości działania BCM (Business Continuity Management). Wypowiedzenie kontraktu oznaczałoby duże straty dla przedsiębiorstwa ale jeśli zrobione byłoby w dobrym momencie to straty byłyby i tak istotnie niższe od kosztów wymuszonej przez banki restrukturyzacji kapitałowej czy upadłości.

Obecnie wydaje się, że doświadczenia roku 2008 są nadal w pamięci zarządów przedsiębiorstw.

Podsumowując, powtórzenie się dziś tak dużych strat przedsiębiorstw, w zakresie podobnych jak 2008 roku kontaktów na opcje walutowe, wydaje się mało prawdopodobne, gdyż nie da się wykazać istotnego prawdopodobieństwa mocnego i kompletnego wystąpienia żadnej z trzech w/w przyczyn problemu.

Zgodnie z jedną z dobrych praktyk ERM, warto zapobiegać aby ryzyka ponownie się nie materializowały ale przede wszystkim należy dbać aby nie zaskoczyły przedsiębiorców nowe ryzyka, których nikt się nie spodziewa. Stąd warto dziś rozważyć aby szukać innych krytycznych zagrożeń, uwarunkowanych odmienną przecież bieżącą sytuacją.

Nawiązując jeszcze do ryzyk walutowych przedsiębiorców, tam gdzie to możliwe rekomenduje się samodzielne zabezpieczenia naturalne (hedging naturalny). Nie jest to sposób kompletny ale prosty i przeważnie wystraszający. Np. jeśli przedsiębiorca ma duże wpływy w danej walucie (sprzedaż), to stara się przenieść to ryzyko na stronę kosztową poprzez denominowanie cen zakupów w tej samej walucie.

### **Jacek Jamroz**

Ekspert z zakresu finansów przedsiębiorstw  
Certyfikowany Menedżer Ryzyka POLRISK