

**Kamil Ogrodnik**

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu  
e-mail: kamil.ogrodnik@interia.pl

---

**ZNACZENIE I WPLYW OPCJI WALUTOWYCH  
NA WYNIKI FINANSOWE WYBRANYCH SPÓŁEK  
GIEŁDOWYCH NA TLE PIERWSZEGO W XXI WIEKU  
KRYZYSU FINANSOWEGO**

---

**THE IMPORTANCE AND INFLUENCE OF CURRENCY  
OPTIONS ON THE FINANCIAL PERFORMANCE  
OF SELECTED STOCK COMPANIES AGAINST  
THE BACKGROUND OF THE FIRST FINANCIAL  
CRISIS IN THE 21ST CENTURY**

---

DOI: 10.15611/pn.2018.503.31

JEL Classification: G3

**Streszczenie:** Celem niniejszego artykułu jest prezentacja wybranych problemów wynikających z zawartych umów opcji walutowych na tle pierwszego w XXI w. kryzysu finansowego. Zdefiniowano aspekt wpływu zmienności kursów walutowych na polską gospodarkę. Przedstawiono przyczyny i przebieg procesu restrukturyzacji portfela opcji walutowych na przykładzie wybranych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Wskazano, iż restrukturyzacja przeprowadzona w latach 2009-2010 pozwoliła spółkom utrzymać się na rynku i uzyskać szanse rozwojowe. Na podstawie dalszych badań dokonano oceny, czy polscy przedsiębiorcy oraz instytucje finansowe (banki) wprowadziły jakikolwiek mechanizm, aby ograniczyć ryzyko jego ponownego wystąpienia, oraz jakie działania celem ograniczania ryzyka zostały podjęte przez polski rząd.

**Słowa kluczowe:** opcje walutowe, restrukturyzacja, kryzys finansowy.

**Summary:** The aim of this article is to present selected issues arising from the FX options concluded against the background of the first financial crisis in the 21st century. The impact of volatility of exchange rates on the Polish economy has been defined. The causes and the course of the restructuring of the FX options portfolio are presented on the example of selected companies listed on the Warsaw Stock Exchange. It was indicated that the restructuring carried out in 2009-2010 enabled the companies to stay on the market and obtain development opportunities. On the basis of further research, it was assessed whether any mechanism implemented by Polish entrepreneurs, financial institutions (banks) to counteract the risk of its recurrence and the actions taken in this field to reduce the risk were undertaken by the Polish government.

**Keywords:** currency options, restructuring, financial crisis.

## 1. Wstęp

Zapoczątkowany w 2007 r. pierwszy w XXI w. globalny kryzys finansowy z różnym natężeniem wpływał na poszczególne segmenty polskiego rynku finansowego. Upadek Lehman Brothers, uznawany za punkt symbolizujący początek największych w historii problemów na światowych rynkach finansowych, pociągnął za sobą zarówno ogłoszoną upadłość największego w USA towarzystwa finansowego przyjmującego depozyty i udzielającego kredytów hipotecznych (Washington Mutual), jak również w dalszym okresie znanego potentata produkcji aut General Motors „GM”<sup>1</sup>.

Oczywiste jest, iż skutki światowego kryzysu odczuwano także w Polsce, a jednym z jego przejawów były problemy związane z kontraktami opartymi na instrumentach pochodnych, a przede wszystkim z opcjami walutowymi. Należy zaznaczyć, iż kontrakty, które potencjalnie miały ograniczyć ryzyko walutowe eksporterów, przyniosły efekt odwrotny, gdyż duże grono przedsiębiorców poniosło na opcjach ogromne straty, co w konsekwencji wymusiło podjęcie szeregu działań, w tym m.in. konieczność wprowadzenia planu restrukturyzacji zadłużenia (m.in. PKM Duda, ZCH Police SA, ZM Ropczyce SA, Zelmer SA) lub też złożenia wniosku o upadłość układową (m.in. Odlewnie Polskie SA), a w skrajnym przypadku wniosku o upadłość likwidacyjną (m.in. Krośnieńskie Huty Szkła SA, Zakłady Naprawcze Taboru Kolejowego w Łapach czy też Techmex SA).

Biorąc pod uwagę powyższe, nasuwa się pytanie, czy obecnie przedsiębiorcy „sparzeni” poniesionymi w przeszłości wysokimi stratami na kontraktach opcyjnych zrezygnowali całkowicie z wykorzystania opcji walutowych do zabezpieczenia ryzyka walutowego oraz czy istnieje ryzyko, że podobny do tego z 2008 r. problem może pojawić się przyszości. Celem niniejszego artykułu jest z jednej strony zaprezentowanie problemów wynikających z zawartych umów opcji walutowych w 2008 r., w tym podjętych działań restrukturyzacyjnych, na przykładzie wybranych spółek notowanych na GPW w Warszawie, a z drugiej strony aspekt oceny, czy obecnie zarówno przedsiębiorcy, banki i polski rząd wprowadziły jakiegokolwiek mechanizmy, aby zminimalizować ryzyko jego ponownego wystąpienia. Stąd do oceny wykorzystano analizę porównawczą oraz metodę syntezy.

Aby określić skalę zaistniałego problemu, w pierwszej kolejności należy wskazać, jaki wpływ na gospodarkę naszego kraju w ówczesnym czasie wywarła gwałtowana i znaczna zmienność kursów walutowych oraz jak w tym czasie kształtował się rynek opcji walutowych w Polsce.

---

<sup>1</sup> W złożonym 1 czerwca 2009 r. wniosku o upadłość GM wskazał, że zadłużenie spółki wynosi 172,81 mld dolarów.

## **2. Aspekt wpływu zmienności kursów walutowych na polską gospodarkę w dobie globalnego kryzysu finansowego**

Od połowy 2004 r. utrzymywany był trend stopniowego umacniania się polskiej waluty względem najważniejszych światowych walut, co szczególnie wyraźne było końcem 2007 r. oraz w I półroczu 2008 r. Drugie półrocze 2008 r. przyniosło nie tylko całkowite odwrócenie obserwowanego dotychczas trendu, lecz wręcz gwałtowne załamanie kursu złotego w stosunku do pozostałych walut, w szczególności euro. Na koniec lipca 2008 r. kurs euro/zł kształtował się na poziomie 3,20, by na koniec marca 2009 r. osiągnąć poziom 4,70. Powyższe przełożyło się negatywnie na gospodarkę naszego kraju, w tym m.in. na dynamikę produkcji przemysłowej. Szczególnie silny wpływ miał miejsce w IV kwartale 2008 r. O ile w III kwartale tempo rozwoju przemysłu istotnie zwolniło (z 8,5% w I półroczu do 3,3% w III kwartale), to w IV kwartale nastąpił już spadek produkcji przemysłowej (o 5,2%). Ponad połowa działów przemysłu przetwórczego wykazywała spadki produkcji w kolejnych miesiącach IV kwartału. Najbardziej dotkliwe spadki wystąpiły w przemyśle motoryzacyjnym i w przemyśle metalowym [Raport Departamentu Analiz i Prognoz Ministerstwa Gospodarki 2009].

Jak pokazują wyniki badań zawartych w Raportach Banku Rozrachunków Międzynarodowych w zakresie m.in. obrotu na krajowym rynku walutowym i rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych, w kwietniu 2004 r. średnie dzienne obroty na krajowym rynku walutowym wyniosły 6,354 mln dol., natomiast w kwietniu 2007 r. 8,813 mln zł, tj. o 39% wyższe w porównaniu z wartością transakcji zawartych w kwietniu 2004 r. W 2010 r. na skutek globalnego kryzysu finansowego silnie zmniejszyły się obroty z zagranicznymi podmiotami finansowymi, co skutkowało tym, iż globalnie średnie dzienne obroty na krajowym rynku walutowym spadły do poziomu 7,848 mln dol. W raporcie podano: „Do zmniejszenia zainteresowania instrumentami zabezpieczającymi przed ryzykiem walutowym przyczyniły się: niechęć części przedsiębiorstw do zawierania tego typu transakcji, która wynikała ze strat poniesionych przez nie na rynku walutowych instrumentów pochodnych w latach 2008-2009, oraz wyższe wymogi dotyczące wiarygodności kredytowej i ustanawiania zabezpieczeń, które banki krajowe stawiały potencjalnym kontrahentom takich transakcji” [Narodowy Bank Polski 2010].

## **3. Rynek opcji walutowych w Polsce w latach 2007-2010 oraz polityka rządu prowadzona w zakresie powstałego problemu**

Wzrost krajowych obrotów walutowych odnotowanych w roku 2007 w odniesieniu do roku 2004, jak również obrotów na rynku pozagiełdowym znalazł przełożenie na średnie dzienne obroty netto na rynku opcji walutowych (wzrost o 94%, do 343 mln dol.). Wzrost wymiany handlowej zwiększył zapotrzebowanie ze strony przedsiębiorstw na instrumenty pozwalające zabezpieczyć wartość przyszłych płatności wa-

lutowych, stąd też zaczęli oni wykorzystywać strategie opcyjne. Zwiększyła się także liczba banków, które oferowały klientom niefinansowym opcje egzotyczne<sup>2</sup>.

Powstały na przełomie lat 2008 i 2009 r. problem przełożył się na coraz mniejszy zakres wykorzystywania opcji dla zabezpieczania przepływów walutowych. W kwietniu 2010 r. średnie dzienne obroty netto na rynku opcji walutowych wyniosły 128 mln dol. i były niższe o 63% w porównaniu z wartością transakcji zawartych w kwietniu 2007 r., ponadto część banków wycofała ze swojej oferty opcje walutowe.

Istota zawartych kontraktów instrumentów stała się, począwszy od IV kw. 2008 r. osią medialnych dyskusji, a pojawiające się w prasie artykuły koncentrujące się na powyższym aspekcie z jednej strony wskazywały na istotę problemu, z drugiej potęgowały atmosferę chaosu. Informacje zarówno o stratach spółek, jak i polityce banków, które poprzez wypowiedzanie umów lub wysyłane wezwania do zapłaty kwot, często wielomilionowych, powodowały, iż spółki te częstokroć musiały „walczyć” o przetrwanie, aby utrzymać płynność, rentowność i stabilność finansową. W związku z powyższym Ministerstwo Gospodarki przygotowało trzy propozycje rozwiązań w zakresie zmian umów opcji walutowych. Wariant I zakładał drogę polubowną, jednakże, jeśli strony w wyniku renegocjacji kontraktu walutowego nie dojdą do porozumienia i nie zawrą ugody, przedsiębiorca uzyska prawo do odstąpienia od umowy. Wariant II zakładał, iż przedsiębiorca ma prawo do odstąpienia od umowy bez próby zawarcia ugody. Wariant III zakładał unieważnienie umów. Jednakże wszystkie trzy warianty projektu ustawowego zostały uzależnione od dwóch warunków, tj. 1) założenia, iż projekt ustawy dotyczyłby tylko tzw. umów asymetrycznych zawartych po dniu 1 listopada 2007 r., 2) uzasadnienia, że przy zawieraniu umowy musiałoby dojść ze strony banku do naruszenia obowiązków informacyjnych, o których mowa w dyrektywie 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych. Ostatecznie w dniu 17 lutego 2009 r. Komitet Rady Ministrów nie zarekomendował pod obrady rządu projektów ustaw Ministra Gospodarki.

W uzupełnieniu powyższego warto przypomnieć definicję opcji, która sama w sobie jest niczym innym jak umową, zgodnie z którą jedna ze stron (wystawca, sprzedający) zobowiązuje się wobec drugiej strony (kupującego) do sprzedaży lub kupna określonej waluty po oznaczonej cenie w określonym terminie. Jak wspomniano, jest to prawo (ale nie obowiązek) nabycia lub sprzedaży konkretnej ilości walut po uzgodnionej cenie (cena wykonania) w danym okresie lub dniu, za które jednak podmiot, który nabył opcję (kupna lub sprzedaży), jest zobowiązany do zapłacenia określonej ceny (premii).

Jak pokazuje analiza sprawozdań finansowych, wiele przedsiębiorstw, w tym również spółek notowanych na GPW, aby uniknąć konieczności płatności premii,

---

<sup>2</sup> Opcje egzotyczne stanowią modyfikację standardowych opcji kupna (inaczej opcja CALL) i sprzedaży (inaczej opcja PUT). Modyfikacja ta dotyczy m.in. wprowadzenia szeregu dodatkowych parametrów, od których zależy automatyczne rozliczenie danego kontraktu, tj. warunków dotyczących m.in. daty wygaśnięcia, ceny opcji oraz rodzaju instrumentu bazowego.

zawierało kontrakty asymetryczne, korzystając z tzw. formuły zerokosztowej. Transakcje oparte na wspomnianej formule polegały na połączeniu opcji sprzedaży i kupna, przy czym przedsiębiorca był również wystawcą opcji, a nie tylko ich nabywcą. Nabywca mógł żądać od banku zakupu waluty po określonej cenie, lecz także bank miał podobne prawo wobec przedsiębiorcy. Problem w tym, że przedsiębiorcy zobowiązywali się do odsprzedaży kwot znacznie wyższych niż faktycznie spodziewany przychód walutowy. Ta asymetria ryzyka spowodowała, że strategia z założenia „zerokosztowa” w rzeczywistości wcale taką nie była, gdyż jej kosztem było po prostu większe ryzyko straty ponoszonej przez przedsiębiorcę, a wspomniana wcześniej gwałtowna i znaczna zmienność kursów walutowych w krótkim okresie spowodowała, że wiele firm, które poniosły straty na transakcjach instrumentów pochodnych, musiało podjąć negocjacje z bankami celem zrestrukturyzowania swoich zobowiązań. Tak postąpiły m.in.: ZM ROPCZYCE SA, Zelmer SA, ZCH Police SA czy też Omega Pilzno, Fabryka Łożysk Toczyńskich, Jastrzębska Spółka Węglowa, Gdańska Stocznia Remontowa oraz wspomniana uprzednio Spółka Odlewnie Polskie SA. Dla pokreślenia problemu warto dodać, że zgodnie z komunikatem KNF (z dnia 13.02.2009 r.) negatywna wycena z tytułu zaangażowania przedsiębiorstw w walutowe instrumenty pochodne w połowie lutego 2009 r. wynosiła 16 mld zł, z czego ujemna wycena opcji walutowych aż ok. 9 mld zł, w tym m.in. Odlewnie Polskie SA – 104 mln zł, PKM Duda SA – 66,8 mln zł, Barlinek SA – 51,3 mln zł, Erbud SA – 42 mln zł, ZM Ropczyce SA – 39 mln zł, Zelmer SA – 28,7 mln zł.

#### **4. Konieczność działań restrukturyzacji posiadanego portfela opcji walutowych na przykładzie wybranych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych**

Wiele przedsiębiorstw, które poniosły duże straty z powodu zawierania opcji walutowych, zmuszonych było do zakończenia działalności lub rozpoczęcia procesu restrukturyzacji posiadanego portfela opcji walutowych. Wspomniane przedsiębiorstwo Odlewnie Polskie SA jest przykładem spółki, której mimo strat poniesionych z powodu opcji udało się wyjść z trudnej sytuacji. Spółka wykazała stratę netto za 2008 r. w wysokości 104 mln zł (przy obrotach 141 mln). Poniesiona strata skutkowałą powstaniem ujemnej wysokości kapitałów własnych na poziomie (-) 63,6 mln zł. Doprowadziło to do sytuacji, w której zarząd, nie mogąc uregulować zobowiązań, złożył do sądu wnioski o wszczęcie postępowania upadłościowego. Ostatecznie w kwietniu 2010 r. Spółka zawarła porozumienie z wierzycielami dotyczące warunków restrukturyzacji zadłużenia i przyjęła propozycję układową. Aktualnie działalność spółki nadal jest prowadzona, a lata 2015 i 2016 zamknęła zyskiem netto na poziomie odpowiednio ok. 11,9 mln zł i 12,7 mln zł.

Oprócz Spółki Odlewnie Polskie SA do najbardziej znanych przypadków spółek, które zmuszone były do wprowadzenia procesu restrukturyzacji, należały

m.in. PKM Duda SA (obecnie Gobarto SA), ZCH Police SA, ZM Ropczyce SA i Zelmer SA<sup>3</sup>.

1) Gobarto SA – w dniu 09.03.2009 r. spółka złożyła w Sądzie Rejonowym w Lesznie oświadczenie o wszczęciu postępowania naprawczego z uwagi na poniesioną stratę i konieczność zapłaty wymaganych przez banki kwot rozliczenia transakcji walutowych oraz z wykazanych potencjalnych zobowiązań z wyceny zawartych transakcji opcji walutowych, co w ostateczności doprowadziło do wypowiedzenia umów kredytowych.

Założenia procesu restrukturyzacji: udzielenie kredytu konsolidacyjnego w kwocie 102,9 mln zł (okres spłaty 2010-2015), udzielenie kredytu w kwocie 29,1 mln zł (spłata kwartalna w latach 2016-2017), konwersja zadłużenia na akcje spółki – zamiana zadłużenia w wysokości 69,7 mln zł na akcje spółki. Banki uczestniczące w konwersji: PKO BP SA, Kredyt Bank SA, BZ WBK SA, BRE BANK SA oraz ING Bank Śląski SA. Zmiany statutu spółki – powołano radę nadzorczą, w skład której weszli przedstawiciele banków (osoby odpowiedzialne za realizację procesów restrukturyzacyjnych).

2) ZCH Police SA – utrzymujące się problemy finansowe spółki w efekcie znaczącego spadku dynamiki sprzedaży i osiąganych wyników operacyjnych oraz zawartych transakcji opcji walutowych (analiza zawartych nominalów transakcji wskazuje, że wystawione przez spółkę opcje PUT przewyższały kupione opcje walutowe CALL 2–5-krotnie) spowodowały problemy ze spłatą części zobowiązań – wysokie zadłużenie, którego spłata wymagała od spółki pozyskania środków ze źródeł zewnętrznych. Ostatecznie zarząd spółki podjął decyzję o skierowaniu w grudniu 2009 r. do Agencji Rozwoju Przemysłu wniosku o udzielenie pomocy publicznej w formie pożyczki na dofinansowanie działalności oraz rozpoczęciu procesu restrukturyzacji.

Założenia procesu restrukturyzacji: zamknięcie części portfela transakcji pochodnych z konwersją na średnioterminowy dług wyrażony w złotych, zamiana wszystkich pozostawionych do rozliczenia transakcji pochodnych z asymetrycznych na symetryczne, konwersja części otwartych transakcji pochodnych na parze euro/zł na zabezpieczenia dla pary walutowej dol./zł. Ostatecznie zaproponowany projekt w toku negocjacji z bankami został zmieniony i zrezygnowano z realizacji dwóch ostatnich punktów.

3) ZM Ropczyce SA – proste strategie forwardowe stosowane przez spółkę w 2007 r. pozwalały na zabezpieczenie potencjalnych wpływów walutowych w przekroju krótkoterminowym (maksymalnie do czerwca 2008 r.). W wyniku zawartych w 2008 r. asymetrycznych struktur opcyjnych (2:1), w tym struktur opcji barierowych z terminem realizacji do marca 2010 r., rok 2008 spółka zamknęła stratą z wyceny instrumentów pochodnych na poziomie ok. 39 mln zł. Przyjmując, iż

---

<sup>3</sup> Akcje spółki od czerwca 2013 r. nie są notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

uśredniona sprzedaż eksportowa miesięczna kształtowała się na poziomie ok. 1 mln euro, spółka zobowiązana była do odsprzedaży do banku ok. 5 mln euro miesięcznie. Pomimo braku istotnego załamania sprzedaży eksportowej spółka zmuszona była do restrukturyzacji zawartych struktur, co przełożyło się na: zamianę asymetrycznych struktur na symetryczne, wydłużenie terminów obowiązywania poszczególnych struktur z terminem realizacji maksymalnie 2-letnim, co pozwoliło zmniejszyć miesięczne zobowiązanie odsprzedaży do banku do kwoty ok. 3 mln euro.

Analizując sprawozdawczość finansową opisanych powyżej spółek po roku 2010, można stwierdzić, iż znacznie ograniczyły one transakcje oparte na opcjach walutowych i w większym stopniu wykorzystują obecnie kontrakty forwardowe. Niektóre całkowicie zrezygnowały ze stosowania opcji walutowych i forwardów (Odlewnie Polskie SA), natomiast spółka Gobarto dopiero w 2015 r. ponownie zaczęła stosować instrumenty pochodne (forwardy). Analiza sprawozdawczości finansowej tejszej spółki wskazuje, że skutki wyceny zarówno na koniec 2015, jak i 2016 r. nie stanowiły istotnych wartości, tj. na dzień 31.12.2015 ujemna wycena z tytułu kontraktów *forward* wynosiła 49 tys. zł, a na koniec 2016 r. – 14 tys. zł. Również spółka Erbud w latach 2011-2013 nie posiadała zobowiązań z tytułu opcji lub forwardów. Dopiero w 2014 r., gdy podpisała umowę na roboty budowlane ze Spółką Hala Koszyki Grayson Investments sp. z o.o. sp.k., zawarła kontrakt *forward* z ING Bankiem Śląskim SA z jednym kursem (4,2815 zł/euro) dla wszystkich przepływów (tzw. *parforward*) – w kwotach i terminach odpowiadających spodziewanym przepływom z tytułu kontraktu budowlanego. Skutki wyceny ww. transakcji, z uwagi na zabezpieczający charakter transakcji ściśle powiązany z kontraktem odniesione na kapitał z aktualizacji wyceny, nie wpłynęły istotnie na kapitały własne Erbudu. Spółką, która sukcesywnie w latach 2011-2016 korzystała z instrumentów pochodnych (forwardy), była natomiast ZM Ropczyce SA. Niemniej jednak skutki wyceny nie wpływały istotnie na jej wyniki finansowe. Strata z tytułu wyceny i realizacji w 2011 i 2012 r. nie przekroczyła kwoty 260 tys. zł w danym roku, natomiast osiągnięty zysk w kolejnych latach wynosił odpowiednio 424 tys. zł na koniec 2014 r., 838 tys. zł w 2015 r. i 318 tys. zł w 2016 r. Reasumując, spółka w latach 2011-2016 osiągała roczne przychody ze sprzedaży na poziomie powyżej 200 mln zł oraz zysk netto powyżej 10 mln zł rocznie.

## 5. Możliwość wystąpienia problemu w przyszłości

Biorąc pod uwagę powyższe, nasuwa się pytanie, czy istnieje ryzyko, że opisany powyżej problem może wystąpić w przyszłości oraz czy zostały wprowadzone jakiegokolwiek mechanizmy, aby zminimalizować ryzyko jego ponownego wystąpienia.

Niewątpliwie pierwszym czynnikiem ograniczającym wspomniane ryzyko jest dyrektywa unijna MiFID, która jak informowała w 2010 r. firma Deloitte, praktycznie przez dwie trzecie banków nie była lub też była stosowana w bardzo powierzchowny sposób. Przypomnijmy, iż MiFID to dyrektywa unijna służąca ujedno-

niu regulacji wśród członków Europejskiej Unii Gospodarczej (kraje UE + Islandia, Norwegia i Lichtenstein), dotyczących usług i sprzedaży produktów inwestycyjnych i doradztwa w ich zakresie. W Polsce dopiero od 2010 r. (precyzyjnie od 17 czerwca 2010 r.) wprowadzono wymogi stosowania MiFID, tak więc aktualnie banki, biura maklerskie i pośrednicy finansowi muszą wcielać w życie postanowienia ustawy. Wskazać należy, iż do jej głównych zadań należy m.in.: objęcie nadzorem usług doradztwa inwestycyjnego, dostęp do pełnej historii zrealizowanych transakcji wraz ze wszystkimi danymi na ich temat – dyrektywa wymaga, aby przedsiębiorstwa inwestycyjne przechowywały wszystkie dane dotyczące zawieranych transakcji przez okres przynajmniej 5 lat, obowiązek „najlepszego wykonania” – realizowanie zleceń w najbardziej korzystnych warunkach wraz z pełnym udokumentowaniem procesu. Niemniej jednak wydaje się, że najważniejszym jej zadaniem jest określenie profilu klientów poprzez podział ze względu na posiadaną wiedzę oraz doświadczenie inwestycyjne, aby umożliwić podjęcie świadomej decyzji inwestycyjnej, co w znacznym stopniu wyeliminowało problem zgłaszany m.in. w 2009 r. przez ekspertów firmy audytorskiej Ernst&Young o braku znajomości podstawowych zasad wykorzystania transakcji instrumentów pochodnych<sup>4</sup>.

Drugim czynnikiem, który aktualnie determinuje decyzje w zakresie instrumentów pochodnych, w szczególności opcji walutowych, wydaje się wydana w 2015 r. interpretacja Ministra Finansów dotycząca opcji walutowych, która z założenia miała i ma nadal zabezpieczać firmy. Przedmiotowa interpretacja stanowiła pochodną problemu przedsiębiorców w zakresie przepisów podatkowych, gdyż w latach 2008 i 2009, oprócz problemu z tytułu poniesionych strat związanych z wyceną i rozliczeniem kontraktów opcji walutowych, przedsiębiorcy w ówczesnym czasie otrzymali dodatkowy cios od urzędów skarbowych, które nie traktowały wydatków na opcje walutowe i ich rozliczenie jako kosztów prowadzenia działalności, tj. jako kosztów podatkowych. W interpretacji z 2015 r. Minister Finansów wskazał, że „instruuje dyrektorów Izb Skarbowych oraz Urzędów Kontroli Skarbowej, aby interpretowali przepisy na korzyść podmiotów, dla których nabycie opcji walutowej stanowiło zabezpieczenie przed ryzykiem kursowym, tak więc wydatki firm na opcje walutowe będą kosztem działalności jednakże, za wyjątkiem transakcji spekulacyjnych” [Interpretacja Ministra Finansów z dnia 03.12.2015 r.].

---

<sup>4</sup> Zgodnie z publikowanymi opiniami ekspertów problem powstał w latach 2008 i 2009 r. wynikał zarówno z braku odpowiedniej wiedzy w zakresie instrumentów pochodnych, sposobu wyceny, jak również nieświadomości zarządów spółek o obowiązku dokonywania wyceny posiadanych instrumentów pochodnych. Eksperti firmy audytorskiej Ernst&Young w 2009 r. wskazywali: „klienci często pytali o to, czy powinni wykazywać opcje w sprawozdaniach i bilansach za dany rok, skoro zostaną one rozliczone np. dopiero w kolejnym roku, gdy sytuacja może być zupełnie odmienna”, i dalej „wiele spośród zawierających transakcje zabezpieczające firm nie zdawało sobie sprawy ze skali ryzyka, na jakie się narażało”.



## 6. Zakończenie

Podsumowując powyższe rozważania, należy stwierdzić, że istota opisanego problemu nie wynikała jedynie z aspektu zmienności kursu walutowego, lecz częstokroć z zawartych asymetrycznych struktur opcyjnych. Głębsza analiza pokazuje, iż decyzje zarządu spółek w zależności od zawartych strategii praktycznie nie zakładały ryzyka wzrostu kursu euro względem złotego. Ponadto zgodnie z publikowanymi opiniami ekspertów problem zaistniały w latach 2008 i 2009 r. wynikał zarówno z braku odpowiedniej wiedzy w zakresie sposobu wyceny, jak też nieświadomości zarządów spółek o obowiązku dokonywania wyceny posiadanych instrumentów pochodnych. Porównując najwyższą efektywność wprowadzonych działań naprawczych w spółkach wskazanych w pkt 4, po roku 2010 odnotowały: 1) ZM Ropczyce m.in.: poprawa zysku na sprzedaży na koniec 2016 r. – 27,2 mln zł (za 2010 r. (-) 0,3 mln zł) i zysku netto (13,5 mln zł/1,1 mln zł), zachowana bezpieczna w całym okresie wysokość wskaźnika płynności bieżącej (1,5-2,5); 2) Odlewnie Polskie SA: wzrost przychodów ze sprzedaży z 78,7 mln zł na koniec 2010 r. do 138,2 mln zł na koniec 2016 r., roczny zysk netto – ostatecznie na koniec 2016 r. kapitały własne wynosiły ok. 55 mln zł, tj. ok. 60% sumy bilansowej (na koniec 2008 r. KW/PAS – 75%). Przeciwnie spółka Gobarto, w której pomimo osiągniętych przychodów ze sprzedaży ponad 1 mld zł i generowanego zysku netto średnia rentowność na sprzedaży i netto wynosi poniżej 1%, dodatkowo permanentnie wysokie zadłużenie krótkoterminowe przekłada się na niskie (ok. 0,7-0,75) wskaźniki płynności finansowej.

Z powyższej analizy wynika również pytanie, czy po 2008 r. spółki całkowicie zrezygnowały z wykorzystania opcji walutowych. Okazuje się, że nie, a przykładem jest spółka Forte SA, która zarówno w 2008 r., jak i kolejnych latach zawierała i zawiera opcje walutowe, które dodatkowo z uwagi na możliwość wykorzystania rachunkowości zabezpieczeń pozwalają na zabezpieczenie i poprawę poziomu sprzedaży eksportowej (w latach 2008-2016 wzrost z 338 mln zł do 923 mln zł), jak również wpływają na poprawę wyników finansowych, w tym przychodów ze sprzedaży (wzrost z 430 mln zł w 2008 r. do 1,1 mld zł na koniec 2016 r.) oraz zysku netto – wzrost z 2,6 mln zł w 2008 r. do 97 mln zł na koniec 2016 r. Spółka od lat stosuje podobną strukturę: na każdą wystawioną opcję PUT nabywa opcję CALL z zbliżonym terminem realizacji dla obu opcji.

## Literatura

- Borowiecki R., Jaki A., 2014, *Restrukturyzacja w obliczu wyzwań gospodarki globalnej*, Kraków.
- Interpretacja Ministra Finansów z dnia 03.12.2015 r. dotycząca zastosowania przepisów Ustawy o podatku dochodowym dotyczących transakcji opcji walutowych, Warszawa.
- KNF, 2009, *Stanowisko UKNF w sprawie dobrych praktyk w zakresie walutowych transakcji pochodnych – podstawowe zagadnienia opracowane na podstawie wniosków z analizy nadzorczej*, Warszawa.

- Narodowy Bank Polski, 2010, *Wyniki badania obrotów w kwietniu 2010 r. na rynku walutowym i rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych w Polsce*, Warszawa.
- Raport Departamentu Analiz i Prognoz Ministerstwa Gospodarki, 2009, *Wpływ kryzysu na globalnym rynku finansowym na PKB i produkcję przemysłową Unii Europejskiej ze szczególnym uwzględnieniem sytuacji w polskim przemyśle przetwórczym*, Warszawa.
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 12 grudnia 2001 r. w sprawie szczegółowych zasad uznawania, metod wyceny, zakresu ujawniania i sposobu prezentacji instrumentów finansowych.
- Taylor F., 2001, *Rynki i opcje walutowe: rozwój, struktura, transakcje*, Kraków.
- Zajac J., 1999, *Polski rynek walutowy w praktyce: produkty, transakcje, strategię, zarządzanie ryzykiem walutowym*, Liber, Warszawa.