OPCJE –
STRATEGIE I MODELE

Kamil Liberadzki
Szkoła Główna Handlowa

PROBLEM OPCJI WALUTOWYCH W POLSCE

Wstęp

Mechanizm transferu ryzyka zastosowany w opcjach był już znany i stosowany w starożytności, czego dowodem jest słynny Kodeks Hammurabiego (Dunbar 2000). W tym jednym z najstarszych na świecie, jeżeli nie najstarszym spisie praw, znajduje się niezwykle interesujący dla finansistów paragraf 48. Brzmi on następująco: „Jeżeli ktokolwiek jest zadłużony, a burza zniszczy zasiewy lub zbiory się nie powiodą, lub zboże nie rośnie z powodu braku wody; w tym roku nie musi oddawać swojemu wierzycielowi ziarna, obmywa swoją tablicę długu w wodzie i nie płaci za dzierżawę tego roku" (Kodeks 2007). Cytowany zapis przypomina współczesną polisę ubezpieczeniową, odnosi się do długów spłacanych w zbożu. Słowo dzierżawa oznacza koszt pożyczki i sugeruje, że dłużnikami są rolnicy. W latach nieurodzaju ponoszą straty, władca ubezpiecza ich od niemożności spłaty długów. Jednakże po bardziej wnikliwej analizie paragrafu można dojść do innych wniosków. Po pierwsze, zboże było środkiem, którym spłacano pożyczki mogące zostać zaciągnięte w innej postaci, np. srebra. Łatwo dostępne w gospodarce babilońskiej opartej na rolnictwie i łatwo zbywalne zboże pełniło funkcję środka płatniczego. Ubezpieczenie jest wypłacane, kiedy zostanie udowodnione, że ubezpieczony poniósł stratę. Tymczasem paragraf 48 nie mówi nic o stratach poniesionych przez dłużnika z tytułu nieurodzaju. Wręcz przeciwnie, domyślać się można, że w latach nieurodzaju maleje podaż ziarna, rośnie więc jego cena. Nie wszyscy rolnicy muszą ponosić z tego tytułu straty. Mimo to, jeśli zaciągnęli pożyczki mające być spłacane w zbożu i nastąpiła klęska nieurodzaju, mają prawo do opóźnienia spłaty odsetek. Z kolei wierzyciele na żądanie dłużników mają obowiązek wstrzymać się z dochodzeniem swoich roszczeń. Omawiany paragraf Kodeksu Hammurabiego nie jest więc polisą ubezpieczeniową, jest przykładem opcji. Opcja daje prawa jej posiadaczom (dłużnikom), całe zaś ryzyko przenosi na pożyczkodawców (wystawców).

Jesienią 2008 r. ujawniło się w Polsce zadłużenie przedsiębiorstw wobec banków z tytułu opcji walutowych. Zadłużenie to przybrało takie rozmiary, że niektóre giełdowe spółki przywiodło na skraj bankructwa.

1. Przyczyny i mechanizm powstawania strat polskich przedsiębiorstw na transakcjach opcyjnych

Pierwotną funkcją opcji walutowych jest zabezpieczanie przed niepożądaną zmianą kursu walutowego. Eksporterzy za pomocą opcji walutowych mogą wyłączyć ujemne skutki spadku kursu waluty obcej (wzrostu wartości waluty krajowej w stosunku do waluty obcej).

Jednak opcja walutowa może się również stać grą hazardową, jedną z wielu, jakie oferuje rynek finansowy – największe kasyno świata. Zawierając trafny zakład o zmianę kursu walutowego, „gracz" cieszy się wygraną, której ceną jest ryzyko straty, gdy kurs zmieni się w przeciwnym kierunku niż przewidywany.

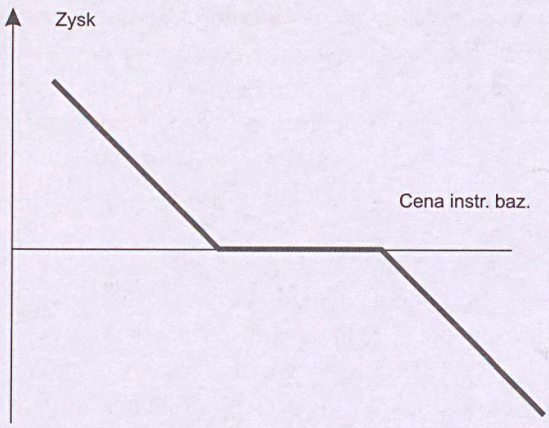
Możliwe jest zajęcie czterech „elementarnych" pozycji w opcjach kupna i sprzedaży:

- nabycie opcji kupna (*long call*),
- wystawienie opcji kupna (*short call*),
- nabycie opcji sprzedaży (*long put*),
- wystawienie opcji sprzedaży (*short put*).

Można z tych operacji budować różne strategie opcyjne będące odpowiednim ich złożeniem, dobierając przy tym cenę, kurs wykonania i termin wykonania poszczególnych opcji. Najprostszą pozycją dla eksportera chcącego uchronić się przed ryzykiem kursowym jest nabycie opcji *put*. W ten sposób zamyka się długą pozycję walutową na rynku kasowym. Efektem netto dla inwestora jest syntetyczne nabycie opcji kupna.

Polscy eksporterzy ponieśli straty w wyniku wzrostu kursu walutowego. Rodzi się pytanie o strategię opcyjną, która spowodowała, że, zamiast odniesionych zysków, są straty wręcz powodujące bankructwa.

Wada syntetycznego nabycia opcji kupna polega na tym, ze eksporter musi płacić cenę nabycia opcji *put*. Co więcej, w Polsce premie były wysokie, bo w wyniku stałego wzmacniania się złotego było niemal pewne, ze opcje wejdą w pieniądz. Aby uniknąć płacenia premii, banki w Polsce zaproponowały klientom eksporterom alternatywny sposób zabezpieczania się przed ryzykiem kursowym poprzez tzw. strategie „bezkosztowe" (Fierla 2009). Polegają one na nabyciu przez klienta opcji *put* i jednoczesnym zajęciu pozycji krótkiej w opcji kupna. Co prawda firmy płaciły premię za opcje *put,* ale należała im się cena za wystawione opcje *call.* Jako sprzedawcy opcji *call* firmy przyjęły na siebie zobowiązanie wykonania opcji na korzyść drugiej strony w przypadku wzrostu kursu walutowego. Taka strategia nosi miano *long combo*. Efektem netto złożenia jest syntetyczna sprzedaż kontraktu futures (rys. 1). Zarówno opcja kupna, jak i sprzedaży powinny być poza ceną, a ich kursy wykonania powinny się znajdować w takiej samej odległości od kursu natychmiastowego. Taki sam powinien być termin ich wykupu (Cohen 2005).



Rysunek 1. Efekt netto złożenia *long put* i *short call*

Powyższe w dalszym ciągu nie tłumaczy jednak strat poniesionych przez przedsiębiorstwa. Przecież za pomocą *long combo* można dokładnie zamknąć globalną pozycję walutową. W rzeczywistości (Ministerstwo Gospodarki 2008b) zawierane kontrakty cechowała asymetria. Przejawiała się ona dwojako:

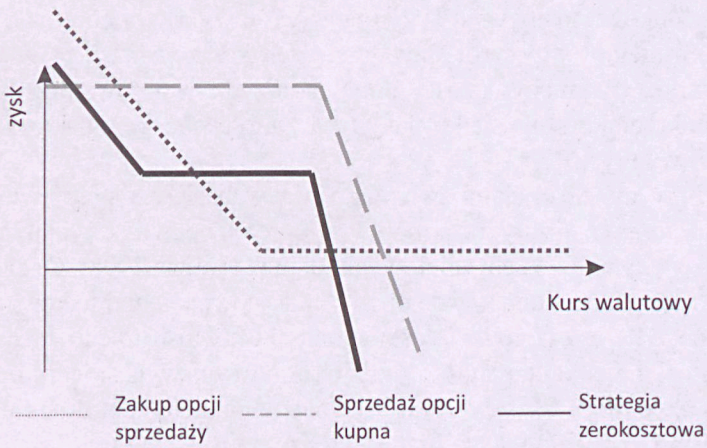
1. Wartość opcji sprzedaży, które kupował klient, była niższa od wartości opcji kupna, które nabywał od klienta bank. Spowodowane to było tym, że premia płacona przez klienta za opcję *put* jako ATM była wyższa od premii otrzymywanej od banku za opcję *call*, która była OTM. Aby nie płacić różnicy bankowi, firmy wystawiły opcje *call* o wyższym nominale niż nabyły *put*. Strategia na powrót stawała się zerokosztowa, tak to widzieli księgowi firm. W rzeczywistości globalna pozycja walutowa przedsiębiorstwa z domkniętej zrobiła się krótka. Oznacza to ekspozycję na ryzyko wzrostu kursu waluty.
2. Posługiwano się opcjami zwierającymi tzw. barierę. Opcje barierowe (*barrier options*) należały do najpopularniejszych opcji egzotycznych stosowanych wtedy na rynkach walutowych (Jajuga i Jajuga 2008). Opcja barierowa powstaje poprzez dodanie do opcji standardowej elementu konstrukcyjnego zwanego barierą (*barrier*). Jest to poziom ceny instrumentu bazowego, którego osiągnięcie decyduje o przedterminowym wygaśnięciu opcji lub też o jej aktywacji. Wartość opcji jest zależna od ceny instrumentu bazowego w całym okresie życia opcji. Opcja z barierą wejścia (ang. *knock-in option*) zaczyna aktywnie istnieć w momencie osiągnięcia bariery przez cenę instrumentu bazowego, a opcja barierowa staje się tym samym opcją standardową – opcja ulega aktywacji. Jeśli bariera zostanie osiągnięta, nabywca opcji może liczyć na otrzymanie wypłaty, jeśli tylko wygasła ona *in-the-money* (definicja za: Giełda Papierów Wartościowych 2009).

Opcja z barierą wyjścia (ang. *knock-out option*) istnieje aż do momentu, w którym cena instrumentu bazowego osiągnie poziom bariery – opcja ulega dezaktywacji. Jeśli w całym okresie życia do tego nie dojdzie, wygasa ona jako opcja standardowa. Jednorazowe wygaśnięcie przez cenę instrumentu bazowego poziomu bariery definitywnie przesądza o losie opcji, jeśli np. bariera wyjścia została osiągnięta, opcja przestaje istnieć niezależnie od tego, co się stanie z ceną aktywa bazowego w przyszłości.

Opcje *in* i *out* mogą być z barierą „w górę" (*up*) oraz z barierą „w dół" (*down*). Pierwszy przypadek występuje wtedy, gdy bariera ustawiona jest powyżej bieżącej ceny instrumentu bazowego. Aby ją osiągnąć, kurs walutowy spot musi wzrosnąć w okresie życia opcji. W drugim przypadku bariera znajduje się poniżej ceny instrumentu pierwotnego, dlatego musi dojść do spadku kursu walutowego, aby została ona osiągnięta.

W transakcjach z bankami eksporterzy nabywali opcje *put* z barierą wyjścia w dół (*down & out*). Oznacza to, że przy spadku kursu poniżej bariery (nadmiernego umocnienia się złotego) bank nie miał prawa wykonywać opcji. Z kolei klient wystawiał bankowi opcję *call* z barierą wejścia w górę (*up & in*). Zastosowanie bariery włączającej powodowało, że opcje *call* były jeszcze tańsze, a zatem aby utrzymać strategię zerokosztową, wystawiano opcje *call* o wartości nawet kilkakrotnie przekraczającej nabyte opcje *put*.

W konsekwencji powyższego, firmy stały się bardziej wrażliwe na wzrost kursu walutowego niż na jego spadek (rys. 2).



Rysunek 2. Firma jest bardziej wrażliwa na wzrost kursu walutowego niż na jego spadek

Źródło: Mazurek (2009)

Efekt ekonomiczny netto, podobny do zaprezentowanego powyżej złożenia opcji, wiązał się z zawartymi transakcjami opcyjnymi typu TARN. Opcja TARN jest opcją egzotyczną drugiej generacji, polegającą na tym, że jedna strona transakcji nabywa prawo sprzedaży waluty po określonym kursie, w zamian za obowiązek sprzedaży waluty po tym samym kursie, zwykle o nominale dwukrotnie przekraczającym prawo, oraz z ograniczeniem prawa klienta do pewnej określonej na początku kwoty. Po osiągnięciu tej kwoty zysku dla klienta opcja TARN wyłącza się. Z kolei po określonej liczbie okresów, jeżeli spełniony jest odpowiedni warunek, przedłuża się na kolejną liczbą okresów, zwykle z zastrzeżeniem maksymalnego zysku dla jednej ze stron (klienta), po którego osiągnięciu wyłączą się[1].

W przypadku oferowanych w Polsce transakcji TARN (oferowały je Bank Millennium oraz Citi -Handlowy), kursy wykonania opcji TARN były wyższe niż kursy spotowe, przy czym transakcje TARN obejmowały zabezpieczenie miesięcznych serii płatności w okresach rocznych i dwuletnich. To stanowiło pokusę dla zdesperowanych w obliczu wzmacniającego się złotego eksporterów. Ponadto wskazać należy na relatywnie niewielką, bo wynoszącą 15–50 tys. PLN kwotę wypłat dla firm (Karkowski 2009), po której struktura typu TARN wyłączała się. W zamian, w obliczu osłabiającego się kursu EUR/PLN, suma negatywnych wypłat mogła z tytułu takiej opcji wynieść nawet kilka milionów złotych. Naturalnie, podobnie jak w powyższych złożeniach opcji, opcja TARN była instrumentem zerokosztowym.

W tym miejscu należy postawić pytanie; co skłoniło przedsiębiorstwa do przyjęcia niekorzystnej dla siebie asymetrii. Wyjaśnienie może stanowić niewiedza. Decydenci firm uznali strategię bezkosztową za okazję (coś uzyskują od banku „za darmo"). Nie brano przy tym pod uwagę elementu ryzyka. Drugie wyjaśnienie może być zupełnie przeciwne: świadomość ryzyka i godzenie się z nim. Co mogło sprawić, że firmy gotowe były się założyć z bankami o to, że kurs waluty nie wzrośnie?

Odpowiedzią może być długotrwały, bo trwający od 2004 r., trend umacniania się złotego w stosunku do dolara i euro. Mógł on stanowić podstawę przekonania inwestorów, że taka sytuacja jest stanem permanentnym. W tym przeświadczeniu utrzymywali przedsiębiorców analitycy rynków walutowych. Mało kto, jeśli w ogóle ktokolwiek, jeszcze latem 2008 r. przewidywał rzeczywisty rozwój wydarzeń. Latem 2008 r., kiedy złoty znajdował się u szczytu swojej siły, zawarto najwięcej transakcji opcyjnych.

Jesienią 2008 r. trend gwałtownie się odwrócił. Po stronie firm pojawiły się straty, niekiedy przekraczające roczne przychody. Do najbardziej poszkodowanych zaliczają się: Zakłady Magnezytowe „Ropczyce", Jastrzębska Spółka Węglowa, zakłady w Policach, PKM Duda oraz Ciech. Upadłość ogłosiły: Elwo z Pszczyny, Huta Szkła Krosno i Odlewnie Polskie.

[1] Szerzej na temat parametrów kontraktów opcyjnych zawieranych na linii przedsiębiorcy–bank omawia Karkowski (2009).

Według ocen KNF, zobowiązania przedsiębiorstw z tytułu zaangażowania w opcje walutowe wynosiły w kwietniu 2009 r. 4,5 mld PLN. Przy tym KNF uważa, że do 10% zawartych transakcji miało charakter spekulacyjny (KNF 2009a). Z danych sektora bankowego, zebranych przez KNF, wynika, że 31 lipca 2009 r. zobowiązania przedsiębiorstw z tytułu opcji walutowych wyniosły około 2,21 mld PLN (spadek o 51% w porównaniu ze stanem z 17 kwietnia 2009 r.) Do końca 2009 r., jak uważa KNF, wygaśnie w przybliżeniu 40% obecnie otwartych pozycji (w ujęciu wartościowym), a do połowy 2010 r. – 63% (KNF 2009b).

2. Próba obrony poszkodowanych przed skutkami opcji walutowych

Na świecie miejscami dokonywania transakcji opcji walutowych są przeważnie giełdy. Dzięki temu ustala się cena najbardziej zbliżona do sprawiedliwej, instrumenty zaś stają się płynne. Tymczasem w Polsce przeważająca większość transakcji opcyjnych to transakcje OTC, w których jedną stroną jest zawsze bank. Bank – strona takiej umowy – pełni rolę jednocześnie funkcję *market maker*. A zatem transakcje odbywają się po kwotowaniach banku, które na niekorzyść dla klienta odbiegają od ceny sprawiedliwej, ze względu na brak ogólnodostępnych kwotowań. Sytuację niewiele poprawia pewna konkurencja pomiędzy bankami. Ponadto banki poprzez swoje prognozy kursu walutowego mają wpływ na oczekiwania inwestorów.

Problem opcji to również problem banków. Nieściągalne wierzytelności z tytułu tych transakcji obciążają kapitały banków w Polsce, które najczęściej były tylko pośrednikami w zawieraniu takich transakcji. Drugą stroną dla firm były banki zagraniczne, głównie GP Morgan czy UniCredit.

Kancelaria Prawna Krawczyk i Wspólnicy Sp. K., we współpracy z Ministerstwem Gospodarki, opracowała zestawienie (memorandum) potencjalnych rozwiązań prawnych dla przedsiębiorców, którzy znaleźli się w trudnej sytuacji w związku z zawartymi transakcjami opcji walutowych (Ministerstwo Gospodarki 2008a).

Opracowanie zawiera m.in.:

- instytucję błędu oraz podstępu w rozumieniu art. 84 oraz 86 Kodeksu cywilnego,
- nadzwyczajną zmianę stosunków w rozumieniu art. 3571 Kodeksu cywilnego,
- wyzysk w rozumieniu art. 388 Kodeksu cywilnego,
- wady umów wynikające z nieprzestrzegania zasad reprezentacji lub innych wymogów formalnych i procedur wynikających wprost z tych umów lub regulaminów świadczenia usług,
- zasadę działania z dołożeniem należytej staranności – mierniki i wzorce należytej staranności, obowiązki banków wobec klientów.

Osobną kwestią jest możliwość domagania się przez przedsiębiorstwa poszkodowane w wyniku transakcji opcyjnych odszkodowania od Skarbu Państwa za zaniechania legislacyjne. Chodzi tutaj o brak implementacji tzw. Dyrektywy MiFID (Markets in Financial Instruments Directive) we właściwym czasie. Tworzą ją akty prawne;

1. MiFID I. Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFID) określająca szczegółowy zakres przepisów.
2. MiFID II. Dyrektywa Komisji 2006/73/WE z 10 sierpnia 2006 r. wprowadzająca środki wykonawcze do Dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez przedsiębiorstwa inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy (akt wykonawczy).
3. Rozporządzenie Komisji (WE) nr 1287/2006 z 10 sierpnia 2006 r. wprowadzające środki wykonawcze do Dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do zobowiązań przedsiębiorstw inwestycyjnych w zakresie prowadzenia rejestrów, sprawozdań z transakcji, przejrzystości rynkowej, dopuszczenia instrumentów finansowych do obrotu oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy (akt wykonawczy).

Dyrektywa MiFID określa sposób postępowania podmiotów, które świadczą usługi inwestycyjne, a więc banków, domów maklerskich, pośredników finansowych w stosunku do klientów. Zakazuje wykorzystywania przewagi przy zawieraniu umów dotyczących instrumentów finansowych. Ma na celu wzrost harmonizacji usług inwestycyjnych i dążenie do ujednolicenia ram prawnych dla usług inwestycyjnych w krajach Unii Europejskiej, a główną jej ideą jest ochrona klientów firm inwestycyjnych. Podmiot inwestycyjny jest zobowiązany do ustalenia, czy dany produkt inwestycyjny jest dopasowany do potrzeb klienta. Dyrektywa wyraźnie wymaga od banków podania ryzyka, jakie się wiąże z danym kontraktem finansowym, oraz dobrania kontraktu w sposób odpowiedni do klienta. W tym celu sporządza się specjalną ankietę. Jeżeli instrument finansowy okaże się niedopasowany do możliwości przedsiębiorstwa, bank ma obowiązek powiadomić je o tym. Polska została zobowiązana do implementacji zapisów MIFID do prawa krajowego do 01.11.2007 r. Jednak Prezydent RP skierował ustawę implementującą do Trybunału Konstytucyjnego. Dopiero 29.09.2009 r. podpisał Ustawę z 4 września 2008 r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw dostosowującą krajowy porządek prawny do wymagań MiFID. Osobną kwestię stanowi stosowanie przyjętej w prawie unijnym zasady bezpośredniego stosowania niezaimplementowanej na czas dyrektywy.

Brak implementacji wspomnianej dyrektywy w stosownym czasie stwarza przedsiębiorstwu podstawę do żądania od Skarbu Państwa naprawienia wyrządzonej przez to szkody. W myśl bowiem art. 417 § 1 k.c. za szkodę wyrządzoną

przez niezgodne z prawem działanie lub zaniechanie przy wykonywaniu władzy publicznej ponosi odpowiedzialność Skarb Państwa. Przy tym zaniechaniem przy wykonywaniu władzy publicznej jest również niewydanie aktu normatywnego, którego obowiązek wydania przewiduje przepis prawa (Art. 417^1 § 4 k.c.).

Zakończenie

Minęło około półtora roku, odkąd spadek wartości złotego niemile zaskoczył wiele krajowych przedsiębiorstw. Rząd wycofał się z pomysłu ustawowego przekreślenia długów firm z tytułu opcji. W niektórych przypadkach banki nie chcą słyszeć o ugodzie. W innych jednak umarzają części zobowiązań, a pozostałą kwotę do spłaty rozkładają na kilka nawet lat. Firmie „Ropczyce" Bank Millennium zredukował zobowiązania o 38% z początkowej kwoty 19,5 mln PLN. Dokonuje się również konwersji części zobowiązań opcyjnych na długoterminowe kredyty walutowe, których spłata nie rozpoczyna się od razu. W przypadku spółki Feroco większość długu wobec BRE Banku zamieniono na akcje, zadłużenie wobec Citi Handlowego zrolowano na dwa lata. W przypadku PKM Duda banki zgodziły się zamienić 155 mln PLN zobowiązań na ponadpięćdziesięcioprocentowy pakiet akcji w firmie (Karnaszewski 2009).

Według ocen KNF, zadłużenie firm z tytułu opcji spadło z około 4,5 mld PLN w kwietniu 2009 r. do około 2,2 mld PLN w sierpniu. Nie oznacza to bynajmniej, że straty rozpłynęły się w powietrzu. Część strat banki wzięły na siebie, zawczasu zawiązując rezerwy. Część zadłużenia zamieniono na kredyt, ale to też przecież jest dług, który w przyszłości trzeba będzie spłacić. Wystawca opcji zobowiązuje się bezwarunkowo i nieodwołalnie zapłacić kwotę rozliczeniową w sytuacji, gdy opcja będzie w pieniądzu w dniu rozliczenia. Z punktu widzenia analizy finansowej, obowiązek zapłaty przez przedsiębiorstwa wystawców opcji na rzecz banków jest niepodważalny. Obrona przedsiębiorców przed stratami jest możliwa tylko na gruncie prawnym, w drodze zanegowania faktu bycia związanym zawartymi przez siebie umowami opcyjnymi czy wręcz zanegowaniem faktu zaistnienia samych umów.

Banki, zarabiające na handlu derywatami, również poniosły istotny uszczerbek – utratę reputacji. Z danych NBP, opublikowanych w kwietniu 2009 r., wynika, że z powodu nabytej awersji do pochodnych instrumentów przed ryzykiem kursowym zabezpieczył się w pierwszym kwartale tylko co trzeci eksporter (w 2008 r. było to 41%). Jak zauważa Boczkowski (2009), oznacza to powrót do stanu z 2005 r. Nieumiejętne stosowanie derywatów oznacza spekulację, ale brak hedgingu w ogóle też jest w istocie spekulacją.

Bibliografia

Boczkowski A. (2009), *Zobacz, kto najbardziej tracił na zabezpieczeniach*, Puls Biznesu, 27 IV 2009.

Cohen G. (2005), *The Bbible of Option Strategies*, Financial Times Prentice Hall, New Jersey.

Dunbar N. (2000), *Alchemia pieniądza. Historia Long-Term Capital Management i mitów z nim związanych*, K.E. Liber s.c., Warszawa.

Fierla A. (2009), *Opcje walutowe: dlaczego spółki poniosły straty.*, Forsal.pl, 04.02.2009.

Giełda Papierów Wartościowych (2009), http://www.inwestycje.pl /gpw/ kontrakty_ terminowe/opcje_barierowe__podstawowe_typy__cz__1_;11878;0.html, [dostęp: 09.10.2009].

Jajuga K., Jajuga T. (2008), *Inwestycje. Instrumenty finansowe aktywa niefinansowe ryzyko finansowe inżynieria finansowa,* Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, s. 50.

Karnaszewski P. (2009), *Krajobraz po opcjach*, Forbes, nr 10.

Karkowski P. (2009), *Toksyczne opcje. Od zaufania do bankructwa*, Greencapital, Warszawa, 2009, http://www. greencapital.pl/files/T ARN_ 2009.pdf;

KNF (2009a), *Aktualizacja danych o zaangażowaniu przedsiębiorstw w walutowe instrumenty pochodne*, Komisja Nadzoru Finansowego, www.knf.gov.pl), [dostęp: 28.04.2009].

KNF (2009b), *Komunikat Urzędu KNF w sprawie zaangażowania przedsiębiorstw w walutowe instrumenty pochodne*, 17.08.2009.

Mazurek J. (2009), *Toksyczne opcje*, CFO 2009, nr 2, za: Minota M., *Opcje walutowe*, SGH, Warszawa.

Ministerstwo Gospodarki (2008a) – *Potencjalne rozwiązania prawne dla przedsiębiorców, którzy znaleźli się w trudnej sytuacji w związku...*, www.mg.gov.pl/Wiadomosci/ Archiwum/ Rok+2008/ Potencjalne+rozwiazania +prawne+dla przedsiebiorcow którzy znalezli+ sie+w+trudnej+sytuacji+w+zwiazku.htm, [dostęp: 09.10.2009].

Ministerstwo Gospodarki (2008b) – *Problem opcji walutowych na polskim rynku, Informacja prasowa*, www.mg.gov.pl [dostęp: 15.12.2008].

Minota M. (2009), *Opcje walutowe*, SGH, Warszawa.

Kodeks Hammurabiego (2007), tłum. Ang. Uniwersytet Yale, www.yale.edu/lawweb/ avalon/hamframe.htm.

CURRENCY OPTIONS ISSUE IN POLAND

Summary

The aim of the paper is to present a framework of the "toxic" currency options (commonly shortened to just FX options) issue in Poland. These derivatives brought negative impact

on many Polish companies in the second half of 2008. Many exporters (with their sells denominated in US Dollar or Euro) entered into FX option contracts with banks operating in Poland. As Zloty had appreciated since 2004, the competitiveness of Polish entrepreneurs on foreign markets had been significantly undermined. In the result they were forced to hedge against the currency risk with the FX options. Instead of simple (basic) currency option positions, banks offered combinations of different options. All these structures were no-cost, they were a series of transactions expiring periodically (for instance monthly) with the maturity ranging from a few months to approx. 2 years. What's more, these derivatives could be disabled by predefined events, for instance after the underlying instrument crossed or reached a given barrier level (barrier options). The FX options were most intensely traded in the middle of 2008 as Zloty reached its peak. The analysts forecasted at that time further appreciation of Polish currency, what fueled the FX options transactions.

Abrupt depreciation of Zloty in the 3Q and 4Q 2008 resulted in negative payoffs as first series of derivatives began to expire. It caused immense losses for the companies. Many of them went bankrupt including a few listed on the WSE.

The last part of the paper refers to the methods of defending Polish companies against their creditors.