eFinanse
finansowy kwartalnik internetowy

e-Finanse : finansowy kwartalnik internetowy

Nr 3/2005

www.e-finanse.com

eFinanse
finansowy kwartalnik internetowy

dr inż. Andrzej Chyliński
Katedra Bankowości i Finansów
Wyższa Szkoła Menedżerska w Warszawie

Zarządzanie ryzykiem w przedsiębiorstwie i jego wpływ na analizę opłacalności przedsięwzięć inwestycyjnych

1. Wprowadzenie

Zarządzanie ryzykiem w przedsiębiorstwie może pociągać za sobą konieczność uwzględniania w przedsiębiorstwie pewnych kosztów związanych z zarządzaniem ryzykiem. Koszty te mogą wpływać na przepływy pieniężne, które są brane pod uwagę w przypadku analizy opłacalności przedsięwzięć inwestycyjnych. Aby uwzględnić wpływ zarządzania ryzykiem na analizę opłacalności, należy wskazać metody pomiaru ryzyka i ocenić ich wpływ na analizę opłacalności przedsięwzięć inwestycyjnych[1]. Do najczęściej wykorzystywanych metod pomiaru ryzyka należy metoda wartości narażonej na ryzyko oraz metoda przepływów pieniężnych narażonych na ryzyko[2]. W opracowaniu przedstawiono, w jaki sposób przedsięwzięcia inwestycyjne wpływają na mierniki ryzyka oraz jak wpływ ten znajduje odzwierciedlenie w analizie opłacalności.

2. Wpływ przedsięwzięcia inwestycyjnego na wartość narażoną na ryzyko

Wpływ przedsięwzięcia inwestycyjnego na wartość narażoną na ryzyko można mierzyć poprzez określenie zmian wartości narażonej na ryzyko, wywołanej przez przedsięwzięcie. W celu przeanalizowania tego wpływu można przyjąć model finansowania przedsięwzięcia inwestycyjnego wykorzystujący transakcje kupna i sprzedaży aktywów przedsiębiorstwa. W modelu takim przedsiębiorstwo dokonuje inwestycji w nowe aktywa, wykorzystując środki pochodzące ze sprzedaży posiadanych w portfelu instrumentów, np. papierów wartościowych. Takie transakcje kupna i sprzedaży wpływają zarówno na oczekiwaną stopę zwrotu z portfela, jak i na jego zmienność. Przyjmujemy przy tym, że papiery wartościowe cechują się normalnym rozkładem prawdopodobieństwa, i zakładamy, że portfel tych papierów jest utrzymywany dostatecznie długi okres czasu, co pozwala uwzględnić oczekiwane stopy zwrotu przy obliczaniu VaR. Wartość VaR (na poziomie prawdopodobieństwa 5%) jest określana jako iloczyn stałej 1,65 i zmienności portfela pomniejszony o oczekiwaną stopę zwrotu z portfela[3].

Właściwości oczekiwanej stopy zwrotu R i zmienności portfela б wskazują, iż zmiana w oczekiwanej stopie zwrotu portfela $E(R_p)$, wynikająca z zakupu pewnej ilości i-tego papieru wartościowego oraz sprzedaży takiej samej ilości j-tego papieru wartościowego, jest równa różnicy oczekiwanych stóp zwrotu papierów wartościowych i-tego oraz j-tego pomnożonej przez wielkość transakcji wyrażoną w formie udziału w portfelu Δw.

$$\Delta R_p = \left[E\left(R_i\right) - E\left(R_j\right)\right] \cdot \Delta w$$

Zmiany w zakresie udziału papierów w portfelu wpływają również na zmienność całego portfela. Wpływ zmian w zakresie zmienności jest uzależniony od kowariancji pomiędzy stopą zwrotu z danego papieru wartościowego a stopą zwrotu z portfela[4]. Zwiększenie zmienności portfela może wystąpić w przypadku transakcji kupna/sprzedaży, która zwiększa udział w portfelu papieru wartościowego o dodatniej kowariancji z portfelem oraz w przypadku transakcji, która zmniejsza udział w portfelu papieru wartościowego o ujemnej kowariancji z portfelem.

W przypadku zwiększenia udziału i-tego papieru wartościowego (o wielkość Δw) w portfelu (oznaczonym jako p, który zawiera N elementów) i zmniejszenia udziału w portfelu j-tego papieru wartościowego (również o wielkość Δw) możemy określić wpływ tej zmiany na zmienność portfela. Wpływ Δw na zmiany zmienności można wyznaczyć, wykorzystując poniższą zależność.

$$\Delta\sigma_p = \frac{Cov\left(R_i, R_p\right) \cdot \Delta w}{Vol\left(R_p\right)} = \beta_{ip} \cdot Vol\left(R_p\right) \cdot \Delta w,$$

[1] A. Rutkowski, *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2000.
[2] M. Crouhy, D. Galai, R. Mark, *Risk management*, McGraw-Hill, New York 2001.
[3] P. Jorion, *Value at risk*, McGrawHill, New York 2001.
[4] K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje*, PWN, Warszawa 2000.

gdzie β_{ip} jest ilorazem kowariancji stopy zwrotu i-tego papieru wartościowego ze stopą zwrotu portfela oraz wariancji stopy zwrotu z portfela[5]. Jeżeli portfel p przedsiębiorstwa jest portfelem rynkowym, to współczynnik β_{ip} jest współczynnikiem β wynikającym z modelu wyceny aktywów kapitałowych CAPM[6]. Jeżeli portfel p przedsiębiorstwa nie jest portfelem rynkowym to współczynnik β_{ip} różni się od współczynnika β, wynikającego z modelu wyceny aktywów kapitałowych CAPM.

Współczynnik β danych aktywów określa wnoszony przez te aktywa wkład do ryzyka portfela. Aktywa o wyższym współczynniku β wnoszą wyższy wkład do ryzyka portfela.

Wyprowadzenie zależności określających wpływ Δw na zmiany zmienności portfela papierów wartościowych[7].

$$\sigma_p^2 = V(R_p) = \sum_{i=1}^{N} w_i \cdot V(R_p) + \sum_{\substack{i=1 \\ i \neq j}}^{N} \sum_{i=1}^{N} w_i \cdot w_j Cov(R_i, R_j)$$

$$\Delta(V(R_p)) = 2 \cdot w_i \cdot V(R_i) \cdot \Delta w + 2 \cdot \sum w_j \cdot Cov(R_i, R_j) \cdot \Delta w$$

$$\sigma_p = Vol(R_p) = \sqrt{V(R_p)}$$

$$\Delta\sigma_p = \frac{1}{2} \cdot [V(R_p)]^{-\frac{1}{2}} \cdot \Delta(V(R_p)) = \frac{\Delta(V(R_p))}{2 \cdot Vol(R_p)}$$

$$\Delta\sigma_p = \frac{2 \cdot w_i \cdot V(R_i) \cdot \Delta w + 2 \cdot \sum_{\substack{j=1 \\ j \neq i}}^{N} w_j \cdot Cov(R_i, R_j) \cdot \Delta w}{2 \cdot Vol(R_p)}$$

$$\Delta\sigma_p = \frac{w_i \cdot V(R_i) \cdot \Delta w + \sum_{\substack{j=1 \\ j \neq i}}^{N} w_j \cdot Cov(R_i, R_j) \cdot \Delta w}{Vol(R_p)} = \frac{Cov(R_i, R_p) \cdot \Delta w}{Vol(R_p)} = \beta_{ip} \cdot Vol(R_p) \cdot \Delta w$$

$$\beta_{ip} = \frac{Cov(R_i, R_p)}{V(R_p)} = \frac{Cov(R_i, R_p)}{[Vol(R_p)]^2}$$

W przypadku zwiększenia udziału w portfelu i-tego papieru wartościowego (o wielkość Δw) i zmniejszenia udziału w portfelu j-tego papieru wartościowego (również o wielkość Δw) otrzymujemy przyrost zmienności portfela określony wyrażeniem:

$$\Delta\sigma_p = \Delta(Vol(R_p)) = (\Delta\beta_i - \Delta\beta_j) = (\beta_{ip} - \beta_{jp}) \cdot \Delta w \cdot Vol(R_p).$$

[5] *Ibidem*.
[6] *Ibidem*.
[7] J. Koronacki, J. Mielniczuk, *Statystyka dla studentów kierunków technicznych i przyrodniczych*, WNT, Warszawa 2001.

Jeżeli oczekiwana stopa zwrotu portfela jest oszacowana jako równa zero, to przyrost wartości narażonej na ryzyko VaR z tytułu transakcji kupna/sprzedaży jest równy iloczynowi 1,65 przez przyrost zmienności z tytułu transakcji kupna/sprzedaży przez wartość portfela W.

$$\Delta VaR = 1{,}65 \cdot \Delta\left(Vol\left(R_p\right)\right) \cdot W$$

Jeżeli transakcja kupna/sprzedaży zwiększa oczekiwaną stopę zwrotu portfela, fakt ten powoduje, iż wartość narażona na ryzyko VaR ulega zmniejszeniu w porównaniu do wartości narażonej na ryzyko w przypadku niższych oczekiwanych stóp zwrotu, ponieważ wszystkie stopy zwrotu z portfela są zwiększone z powodu wzrostu oczekiwanej stopy zwrotu. Łączny przyrost wartości narażonej na ryzyko VaR możemy określić jako sumę przyrostu wynikającego ze zmian w zakresie oczekiwanych stóp procentowych oraz przyrostu wynikającego z modyfikacji w zakresie zmienności:

$$\Delta VaR = -\left(E\left(R_i\right) - E\left(R_j\right)\right) \cdot \Delta w \cdot W + \left(\beta_{ip} - \beta_{jp}\right) \cdot 1{,}65 \cdot Vol\left(R_p\right) \cdot \Delta w \cdot W .$$

Przedsiębiorstwo musi ocenić, czy wpływ zmian w zakresie oczekiwanych stóp zwrotu jest dostatecznie duży, aby uzasadniać przyrost wartości narażonej na ryzyko. W tym celu przedsiębiorstwo powinno określić koszty związane ze wzrostem VaR.

Przyjmijmy, że zwiększenie łącznych kosztów związanych z wartością narażoną na ryzyko w przypadku małych zmian może być oszacowane przez krańcowe koszty jednostkowe wartości narażonej na ryzyko. Na podstawie znajomości kosztów krańcowych przedsiębiorstwo może określić koszty związane ze wzrostem wartości narażonej na ryzyko. Podejmując decyzję, można wówczas wykorzystać porównanie oczekiwanych dochodów z transakcji handlowej ze wzrostem łącznych kosztów związanych ze zmianą wartości narażonej na ryzyko, wynikającą z transakcji kupna/sprzedaży.

Oczekiwane dochody wynikające z transakcji kupna/sprzedaży można określić jako iloczyn oczekiwanej stopy zwrotu z transakcji handlowej oraz wartości portfela. Wzrost łącznych kosztów z tytułu zmian wartości narażonej na ryzyko można określić jako iloczyn jednostkowych kosztów krańcowych pomnożonych przez przyrost wartości narażonej na ryzyko. Oczekiwane dochody netto z tytułu transakcji po uwzględnieniu kosztów zmiany wartości narażonej na ryzyko są różnicą powyższych wielkości. Jednostkowe koszty krańcowe obejmują wszystkie koszty przedsiębiorstwa wywołane przez zwiększenie kwoty wartości narażonej na ryzyko.

3. Wpływ przedsięwzięcia inwestycyjnego na przepływy pieniężne narażone na ryzyko

Wpływ projektu inwestycyjnego na przepływy pieniężne narażone na ryzyko CaR[8] określamy jako zmianę przepływów pieniężnych wywołaną przez projekt inwestycyjny. Jeżeli rozmiary projektu są małe, możemy wykorzystać metodę szacowania krańcowego wpływu projektu na przepływy pieniężne narażone na ryzyko. W przypadku projektu, dla którego nie możemy zastosować do szacowania kosztów metody przyrostów krańcowych, niezbędne staje się określanie wpływu nowego projektu na CaR poprzez porównanie wartości CaR z uwzględnieniem projektu inwestycyjnego oraz wartości CaR bez projektu inwestycyjnego.

Przyjmijmy, że przepływy pieniężne ze wszystkich aktualnie prowadzonych projektów inwestycyjnych wynoszą C_A, natomiast przepływy pieniężne z nowego projektu inwestycyjnego wynoszą C_N. Przy założeniu, że przepływy pieniężne cechują się rozkładem normalnym, możemy określić przepływy pieniężne narażone na ryzyko CaR (na poziomie prawdopodobieństwa 5%), wykorzystując poniższą zależność:

$$CaR_{5\%}(A) = 1{,}65 \cdot Vol\left(C_A\right).$$

Przepływy pieniężne narażone na ryzyko po uwzględnieniu nowego projektu określamy jako:

$$CaR_{5\%}\left(A+N\right) = 1{,}65 \cdot Vol\left(C_A + C_N\right) = 1{,}65 \cdot \left[V\left(C_A\right) + V\left(C_N\right) + 2 \cdot Cov\left(C_A, C_N\right)\right]^{0{,}5} .$$

[8] R. Stulz, *Rethinking risk management*, "Journal of Applied Corporate Finance", 1996, vol. 9, nr 3.

Wpływ podjęcia projektu na przepływy pieniężne narażone na ryzyko zależy od jego wariancji oraz kowariancji z bieżącymi projektami. Projekt inwestycyjny o wyższej wariancji przepływów pieniężnych silniej zwiększa przepływy pieniężne narażone na ryzyko CaR, ponieważ jest bardziej prawdopodobne, że taki projekt inwestycyjny przyniesie większe straty. Jednakże wyższe straty silniej wpływają na przedsiębiorstwo, gdy występują w przedsiębiorstwie znajdującym się w złej sytuacji ekonomiczno-finansowej. W takim przypadku oznacza to, że projekt inwestycyjny, którego przepływy pieniężne wykazują wyższą kowariancję z istniejącymi przepływami pieniężnymi, silniej zwiększa wartość CaR przedsiębiorstwa.

Jeżeli z przepływami pieniężnymi narażonymi na ryzyko związane są pewne koszty, możemy je traktować jako jeszcze jeden rodzaj kosztów związanych z projektem inwestycyjnym. Zaktualizowana wartość netto projektu inwestycyjnego jest pomniejszana o wpływ projektu inwestycyjnego na koszty związane z przepływami pieniężnymi narażonymi na ryzyko CaR. Koszty związane z wartością CaR to koszty powstające na początku roku (lub analizowanego okresu), wynikające z prawdopodobieństwa wystąpienia niskich przepływów pieniężnych, co uniemożliwia przedsiębiorstwu uzyskanie korzyści z możliwych do realizacji projektów inwestycyjnych. Wartość bieżąca tych kosztów powinna pomniejszać wielkość NPV projektu wyznaczoną z zastosowaniem modelu wyceny aktywów kapitałowych. W konsekwencji przedsiębiorstwo może podejmować wszystkie projekty, dla których wielkość NPV (określona z stopy dyskontowej wynikającej z modelu CAPM) przewyższa wpływ kosztów związanych z przepływami pieniężnymi narażonymi na ryzyko CaR.

Rozważmy przykład, przyjmując, że przepływy pieniężne mają rozkład normalny. Załóżmy, że przedsiębiorstwo posiada oczekiwane przepływy pieniężne w wysokości 8 mln zł o zmienności określonej na 5 mln zł. Określony dla nowego projektu współczynnik korelacji z bieżącymi projektami inwestycyjnymi wynosi 0,5. Projekt cechuje współczynnik β określony w odniesieniu do portfela rynkowego w wysokości 0,25. Zakładamy, że z projektem inwestycyjnym związana jest tylko jedna płatność na koniec rocznego okresu jego realizacji i wynosi ona 5,8 mln zł. Zakładamy również, że stopa procentowa wolna od ryzyka jest równa 5% a rynkowa premia za ryzyko wynosi 6%. Wykorzystując model wyceny aktywów kapitałowych możemy określić koszt kapitału w przypadku projektu inwestycyjnego:

$$CC_{CAPM} = 5\% + 0{,}25 \cdot 6\% = 6{,}5\% .$$

Dla takiego kosztu kapitału wartość bieżąca netto projektu inwestycyjnego jest równa zdyskontowanym na początek okresu wpływom pomniejszonym o wydatki:

$$NPV = \frac{5{,}8}{1{,}065} - 5 = 0{,}446 .$$

Ponieważ kryterium opłacalności inwestycji jest spełnione (NPV > 0), przedsiębiorstwo może podjąć taki projekt inwestycyjny, jeżeli nie uwzględnia całkowitego ryzyka (związanego ze zmiennością przepływów po podjęciu decyzji o przyjęciu projektu do realizacji).

Zmienność przepływów pieniężnych po podjęciu projektu inwestycyjnego wynosi:

$$\left(5^2 + 5^2 + 2 \cdot 0{,}5 \cdot 5 \cdot 5\right)^{0,5} = 8{,}66025 .$$

Podjęcie projektu inwestycyjnego zwiększa zmienność przepływów pieniężnych o kwotę 3,66 mln zł.

$$CaR_{5\%}\left(przed\right) = 1{,}65 \cdot 5 = 8{,}25$$

Przed podjęciem projektu wartość CaR wynosi 8,25 mln zł.

$$CaR_{5\%}\left(po\right) = 1{,}65 \cdot 8{,}66025 = 14{,}2894$$

Po podjęciu projektu inwestycyjnego wartość CaR staję się równa 14,289 mln zł.

Jeżeli koszty związane z CaR wynoszą w przedsiębiorstwie 10% kwoty CaR, przedsiębiorstwo powinno odrzucić projekt ze względu na brak spełnienia kryterium opłacalności inwestycji (przy uwzględnieniu kosztów związanych ze zmianą CaR).

$$NPV = 0{,}472 - 0{,}1 \cdot (14{,}2894 - 8{,}25) = 0{,}472 - 0{,}1 \cdot 6{,}0394 = -0{,}132$$

W przypadku projektów inwestycyjnych obejmujących kilka okresów (np. kilka lat) należy uwzględniać koszty związane z CaR zarówno w pierwszym, jak i w późniejszych okresach realizacji projektu inwestycyjnego Uwzględnienie wpływu tych kosztów na kryterium NPV jest możliwe do zrealizowania przy założeniu, że możliwe jest oszacowanie wpływu projektu na wartość CaR w przyszłości. W każdym roku przepływy pieniężne związane z projektem powinny być pomniejszone o koszty związane z wpływem projektu na koszty wynikające z CaR. Jeżeli wpływ projektu na koszty związane z CaR jest określany dla początku roku (okresu) i jego wartość szacowana jest jako ekwiwalent pewności, wkład projektu do kosztów wynikających z CaR jest dyskontowany na chwilę bieżącą z wykorzystaniem stopy wolnej od ryzyka.

4. Podsumowanie

W opracowaniu zaprezentowano metody pomiaru ryzyka (takie jak wartość narażona na ryzyko i przepływy pieniężne narażone na ryzyko) oraz sposób wykorzystywania metod analizy portfela w przypadku przedsiębiorstwa podejmującego przedsięwzięcie inwestycyjne.

W praktycznych zastosowaniach w przedsiębiorstwie przyjmuje się najczęściej, że w analizie opłacalności przedsięwzięć inwestycyjnych nie uwzględnia się kosztów związanych ze zmiennością przepływów pieniężnych (lub zmiennością oczekiwanych przychodów). Przedsiębiorstwa zarządzające ryzykiem winny jednak dążyć do uwzględniania tych kosztów przy stosowaniu kryterium NPV, ponieważ może to mieć znaczny wpływ na ocenę opłacalności i podejmowanie decyzji dotyczących wyboru przedsięwzięć do realizacji.

5. Literatura

Crouhy M., Galai D., Mark R., *Risk management*, McGraw-Hill, New York 2001.
Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje*, PWN, Warszawa 2000.
Jorion P., *Value at risk*, McGrawHill, New York 2001.
Koronacki J., Mielniczuk J., *Statystyka dla studentów kierunków technicznych i przyrodniczych*, WNT, Warszawa 2001.
Rutkowski A., *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2000.
Stulz R., *Rethinking risk management*, "Journal of Applied Corporate Finance", 1996, vol. 9, nr 3.

eFinanse
finansowy kwartalnik internetowy

Mgr Krzysztof Semczuk
Departament Prawny
Kredyt Bank SA

CHARAKTER PRAWNY KONTRAKTU *SWAP*

Wprowadzenie

Podstawowym celem tego artykułu jest przedstawianie charakterystyki prawnej *swapów* na gruncie prawa polskiego, zarówno w ujęciu publiczo-, jak i prywatnoprawnym. Nie da się tego, moim zdaniem, zrobić bez przedstawienia praktycznej strony funkcjonowania *swapów*. Na zakończenie spróbuję także odnieść się do pewnych tendencji, które – jak się zdaje – mogą doprowadzić do przekształcenia pochodnych instrumentów finansowych w umowy nazwane.

Swapy zajmują ugruntowaną pozycję na rynkach finansowych od wielu lat[1], a ze względu na swoją uniwersalność i elastyczność są instrumentem dynamicznie rozwijającym się. Warunki rynkowe wymuszają z kolei coraz bardziej szczegółowe ujęcie obrotu *swapami* w ramy prawne. W prawodawstwie polskim jak dotychczas nie dokonano tego w sposób choćby nawet względnie szczegółowy. Z kolei w krajach o bardziej rozwiniętych rynkach finansowych przynajmniej poważnie rozważa się objęcie ściślejszą regulacją rynków pozagiełdowych instrumentów finansowych.

Ogólna charakterystyka i zastosowanie *swapów*

Zgodnie z tradycyjną definicją ekonomistów *swap* (ang. zamiana, wymiana) prowadzi do uregulowania pomiędzy stronami przyszłych strumieni płatności na określonych w nim warunkach. Strony kontraktu ustalają w nim takie elementy, jak waluta lub waluty płatności, oprocentowanie, terminy i częstotliwość płatności, cena transakcji, daty rozpoczęcia i zakończenia umowy, jak również ewentualne zabezpieczenia.

Przyjmuje się, że podstawową funkcją *swapów* jest zamiana jednego ryzyka na inne[2]. Kontrakty *swap* zawierane są zwykle pomiędzy stronami o różnych możliwościach rynkowych w zakresie pozyskania środków w chwili, gdy możliwa do zrealizowania na rynku transakcja o obiektywnie najkorzystniejszych parametrach dla danej strony (istniejąca przewaga komparatywna na określonym rynku[3]) jest odmienna od jej preferencji.

Swapy można podzielić według różnych kryteriów, a ściślej – na różne kategorie można podzielić ryzyka, jakie te instrumenty pozwalają zabezpieczyć. Podział podstawowy to rozróżnienie między *swapem* walutowym (*currency swap*, *FX Swap*) a odsetkowym (*interest rate swap – IRS*)[4]. Ryzyko walutowe (kursowe), polegające na niebezpieczeństwie wystąpienia niekorzystnych zmian kursów walut, ograniczane jest poprzez zamianę płatności w jednej walucie na płatności w innej walucie, a ryzyko odsetkowe (stopy procentowej) – poprzez zamianę płatności dokonywanych w oparciu o jedną stopę procentową na dokonywane w oparciu o inną (najczęściej chodzi o zamianę stopy procentowej zmiennej na stałą lub zmiennej na inną zmienną).

Swapy można podzielić także na instrumenty oparte na aktywach (*asset swap*) i pasywach (*liability swap*). *Swap* oparty na pasywach pozwala zamienić ryzyko związane z danym zobowiązaniem na związane z innym, a oparty na aktywach polega na zamianie ryzyka wynikającego z posiadania jednego aktywa (np. zakup obligacji o stałym oprocentowaniu w walucie X) na inne (pożyczka udzielona innemu podmiotowi w walucie Y oprocentowana według stopy zmiennej).

Od kilku lat na rynek wkraczają instrumenty pozwalające ograniczyć także inne ryzyka – np. *swapy* indeksowe[5] i kredytowe.

---

[1] Przyjmuje się, że pierwsze transakcje *swap* zostały zawarte w 1981 r. Pierwszymi bankami, które tworzyły te transakcje były Bank Światowy i Deutsche Bank.

[2] Por. A. McDougal, *Swapy.Techniki zawierania transakcji i zarządzanie ryzykiem*, Dom Wydawniczy Dom Wydawniczy ABC, Kraków 2001, s. 24.

[3] Twórcą tej teorii jest D. Ricardo. Jej praktyczne zastosowanie do praktyki rynku *swapów* jest jednak kwestionowane – por. J. Hull, *Kontrakty terminowe i opcje. Wprowadzenie*, WIG-Press,Warszawa 1999, s. 167 i n.

[4] Istnieją również *swapy* walutowo-procentowe (CCIRS – *Cross Currency Interest Rate Swap*, zw. także *Cross Currency Swap*, *Currency Coupon Swap*, *Circus Swap*) – jest to, moim zdaniem, odmiana *swapu* procentowego, gdyż w ramach transakcji wymieniane są okresowo płatności odsetkowe, ale naliczane są one od kwot nominalnych w różnych walutach.

[5] *Swapy* indeksowe to inaczej *swapy* akcyjne, o których mowa w Prawie o publicznym obrocie i projekcie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi – polegają na zamianie płatności odsetkowej obliczanej od kwoty kapitału według stałej stopy procentowej na płatność odsetkową, ale naliczaną zgodnie ze zmianami indeksu giełdowego (mogą one przybrać charakter *Overnight Index Swap*).

Pochodne instrumenty finansowe w polskim ustawodawstwie po 1989 r.[6]

Przechodząc do uwag *de lege lata* należy kilka zdań poświęcić historii regulacji obrotu instrumentami finansowymi w Polsce. Pochodne instrumenty finansowe, jako pewna grupa transakcji na rynku finansowym, które posiadają określone wspólne cechy, wprowadzane są do prawa polskiego po 1989 r. z dużym trudem. Wydaje się, że ustawodawca, tolerując ich istnienie, stara się nie dotykać tej materii, o ile nie jest to absolutnie niezbędne, a więc działalność ustawodawcza na tym polu przypomina bardziej „łatanie dziur", niż jakiekolwiek skoordynowane próby wprowadzenia kompleksowej regulacji. Skutkuje to oczywiście rozproszeniem przepisów i niespójnością terminologiczną, a z drugiej strony – próbami pozaustawowego uregulowania tych kwestii, pozwalającego rynkowi się rozwijać[7].

Pierwsze uregulowania dotyczące instrumentów pochodnych pojawiły się w II poł. lat 90. ub. w. Wydaje się jednak, że pierwszym w Polsce po 1989 r. aktem prawnym, który posługiwał się terminem „instrumenty pochodne", był Układ Europejski ustanawiający stowarzyszenie między Rzecząpospolitą Polską a Wspólnotami Europejskimi i ich Państwami Członkowskimi z 1991 r.[8]

Próby uregulowania kwestii istotnych z punktu widzenia nadzorczego, czyli m.in. określenia zasad zaangażowania uczestników rynku w określone transakcje, podjęto w tak istotnych dla rynku finansowego ustawach, jak Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi z 1997 r.[9], Prawo dewizowe z 1998 r. oraz Prawo bankowe z 1997 r., gdzie z kolei mowa jest o „terminowych operacjach finansowych". O instrumentach pochodnych wspomina także ustawa o finansach publicznych z 1998 r.[10].

Nowelizacja ustawy o rachunkowości, która weszła w życie 1 stycznia 2002 r.[11], wprowadziła do niej pojęcie „instrumentu finansowego". Na podstawie ustawy o rachunkowości wydano także rozporządzenie Ministra Finansów z 12 grudnia 2001 r. w sprawie szczegółowych zasad uznawania, metod wyceny, zakresu ujawniania i sposobu prezentacji instrumentów finansowych, które w chwili obecnej najbardziej precyzyjnie wskazuje transakcje zaliczane do grupy instrumentów finansowych, ale także definiuje poszczególne instrumenty[12]. Od 2001 r. „pochodne instrumenty finansowe" wymieniane są w ustawach o podatku dochodowym od osób prawnych i o podatku dochodowym od osób fizycznych, a od 2004 r. w nowej ustawie o podatku od towarów i usług mowa jest o zbywalnych instrumentach finansowych.

Najpóźniej podjęto działania zmierzające do uregulowania kwestii wynikające z praktyki obrotu gospodarczego, np. dotyczące zabezpieczenia interesów wierzycieli na wypadek upadłości jednej ze stron transakcji, której przedmiotem jest pochodny instrument finansowy (zagadnienia te reguluje ustawa Prawo upadłościowe i naprawcze, które weszło w życie 1 października 2003 r.), czy niepożądanej możliwości uznawania transakcji pochodnych za zobowiązania z gry lub zakładu (przepis wskazujący wyraźnie, że „terminowe operacje finansowe" nie mają takiego charakteru pojawił się w ustawie Prawo bankowe w 2004 r.[13]; bardzo wyraźnie wyeksponowana jest ta kwestia w projekcie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, o którym będzie jeszcze mowa).

Wydaje się, że od czasu, gdy integracja Polski ze Wspólnotami Europejskimi wkroczyła w kulminacyjną fazę (I poł. 2004 r.), mamy do czynienia z nowym etapem regulacji dotyczącej pochodnych instrumentów finansowych, czego wyrazem może być obszerna nowelizacja ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi[14], uchwalenie ustawy o zabezpieczeniach finanso-

[6] Bardzo szczegółowe opracowanie na ten temat autorstwa T. Nieboraka *Pochodne instrumenty finansowe w ustawodawstwie polskim (Próba systematyzacji terminologicznej)* ukazało się w miesięczniku „Państwo i Prawo" 2003, nr 1, s. 55.

[7] Na szczególną uwagę i uznanie zasługują w szczególności działania Związku Banków Polskich, które doprowadziły do powstania wzorcowych umów ramowych w zakresie obrotu pochodnymi instrumentami finansowymi, skonstruowanych w oparciu o szeroko przyjętą w praktyce międzynarodowej konstrukcję umowy ramowej International Swaps and Derivatives Association, m.in. umożliwiających stosowanie *nettingu*, jak również zawierających opisy transakcji, stanowiące próbę pozaustawowego ujednolicenia terminologii i koniecznych elementów poszczególnych rodzajów transakcji.

[8] Załącznik XII c wymieniający usługi finansowe.

[9] Ustawa w art. 3., ust. 3. mówiła o prawach pochodnych będących papierami wartościowymi.

[10] Art. 30., pkt 3.

[11] Ustawa z 9 listopada 2000 r. o zmianie ustawy o rachunkowości – DzU nr 113, poz. 1186.

[12] DzU nr 149, poz. 1674, ze zm.

[13] Art. 7a, który obowiązuje od 1 maja 2004 r.

[14] Ustawa z 12 marca 2004 r. o zmianie ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi oraz o zmianie innych ustaw – DzU nr 64, poz. 594.

wych z 2 kwietnia 2004 r.[15], a ostatnio – skierowanie do sejmu rządowego projektu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi[16]. Jak nietrudno się domyślić, zmiany te wymusza fakt członkostwa we Wspólnotach Europejskich.

Swap jako instrument finansowy oraz jako instrument pochodny (derywat)

Aktualnie jednym z aktów prawnych regulujących jedną z płaszczyzn obrotu pochodnymi instrumentami finansowymi[17] jest wspomniane wcześniej rozporządzenie Ministra Finansów z 12 grudnia 2001 r. w sprawie szczegółowych zasad uznawania, metod wyceny, zakresu ujawniania i sposobu prezentacji instrumentów finansowych. Rozporządzenie nie definiuje pojęcia „instrument finansowy", stwierdzając jedynie, że przepisy rozporządzenia stosuje się odpowiednio do:

1) umów, których przedmiotem są towary, takich jak kontrakty towarowe, opcje i kontrakty *swap*, przewidujących dla jednej ze stron prawo do rozliczenia zobowiązania poprzez wydanie środków pieniężnych albo innych aktywów finansowych, z wyjątkiem przypadku, gdy jednostka:
   a) zawarła umowę w celu nabycia, sprzedaży lub wykorzystania towarów i nie stwierdza zajścia okoliczności, które uniemożliwiają wykonanie postanowień objętych umową,
   b) zawierając umowę, miała zamiar nabycia, sprzedaży lub wykorzystania towarów,
   c) oczekuje wykonania postanowień umowy poprzez dostawę towarów,
2) zobowiązań, które na podstawie umowy mogą być rozliczone przez jednostkę drogą wydania aktywów finansowych albo własnych instrumentów kapitałowych, pod warunkiem, że ilość własnych papierów wartościowych niezbędnych dla rozliczenia zobowiązania zmienia się wraz ze zmianą ich wartości godziwej.

Jednocześnie, przepisów rozporządzenia nie stosuje się do:

1) instrumentów kapitałowych wyemitowanych lub wystawionych przez jednostkę, w tym udziałów, opcji na akcje własne, praw poboru lub warrantów, praw do akcji i innych instrumentów finansowych, które zgodnie z ustawą jednostka zalicza do kapitału własnego,
2) udziałów w jednostkach podporządkowanych,
3) praw i zobowiązań wynikających z umów ubezpieczeniowych w rozumieniu ustawy z 22 maja 2003 r. o działalności ubezpieczeniowej (DzU nr 124, poz. 1151),
4) praw i zobowiązań wynikających z umów, o których mowa w art. 3., ust. 4. ustawy o rachunkowości[18],
5) umów, z których wynika obowiązek dokonania płatności zależnych od warunków klimatycznych, geologicznych lub innych czynników naturalnych,

ale stosuje się do instrumentów pochodnych wbudowanych w umowy, o których mowa w pkt 4. i 5., o ile nie są zależne od czynników wymienionych w pkt 5., oraz do zasad wyłączania z ksiąg rachunkowych należności finansującego poddanych zamianie na papiery wartościowe (sekuratyzacji), wynikających z umów, o których mowa w art. 3 ust. 4 ustawy o rachunkowości. Z treści rozporządzenia należy jednak wnioskować, że umowy wymienione w punktach 1-5 są instrumentami finansowymi.

Rozporządzenie wprowadza za to definicję instrumentu pochodnego (§ 3., pkt 4.) – jest nim instrument finansowy, którego:

1) wartość jest zależna od zmiany wartości instrumentu bazowego, tj. określonej stopy procentowej, ceny papieru wartościowego lub towaru, kursu wymiany walut, indeksu cen lub stóp, oceny wiarygodności kredytowej lub indeksu kredytowego albo innej podobnej wielkości i

[15] DzU nr 91, poz. 871; ustawa ta wdraża dyrektywę 2002/47/WE z 6 czerwca 2002 r. w sprawie ustanawiania zabezpieczeń finansowych (DzUrz WE L 168 z 27 czerwca 2002 r.). Ustawa ta również posługuje się pojęciem instrumentu finansowego – w jej rozumieniu są to tylko papiery wartościowe.
[16] Druk sejmowy nr 3982.
[17] I to też nie bez braków – *de lege ferenda* należy, moim zdaniem, postulować np. uregulowanie kwestii wzajemnych obowiązków informacyjnych między stronami instrumentów finansowych, związanych z wyceną i prezentacją instrumentów, zwłaszcza gdy tylko jedną ze stron transakcji jest profesjonalna instytucja finansowa.
[18] Chodzi o szeroko pojmowany leasing.

2) nabycie nie powoduje poniesienia żadnych wydatków początkowych albo wartość netto tych wydatków jest niska w porównaniu do wartości innych rodzajów kontraktów, których cena podobnie zależy od zmiany warunków rynkowych,
3) rozliczenie nastąpi w przyszłości.

Rozporządzenie zalicza do instrumentów pochodnych w szczególności transakcje terminowe, takie jak kontrakty *forward* lub *futures*, opcje oraz kontrakty *swap*.

W rozporządzeniu znajduje się obecnie **jedyna definicja legalna kontraktu *swap*** – zgodnie z § 3., pkt 8., kontrakt *swap* to **umowa zamiany przyszłych płatności na warunkach z góry określonych przez strony**.

Obrót pochodnymi instrumentami finansowymi dzieli się na giełdowy i pozagiełdowy. Ma to przełożenie także na podział instrumentów (*exchange traded* i *over-the-counter [OTC] derivatives*), ponieważ instrumenty na różnych rynkach mają różny charakter, co wynika z konieczności standaryzacji instrumentów na rynkach giełdowych. Dokonanie prawidłowego podziału instrumentów finansowych rodzi trudności także (choć, jak już była mowa, nie tylko) na gruncie znowelizowanych przepisów o publicznym obrocie. Prawa pochodne, kontrakty terminowe, instrumenty pochodne to pojęcia, które od niedawna znajdują się w polskim języku prawnym. *Swapy*, zwłaszcza przez ekonomistów, zaliczane są do instrumentów pochodnych (*derivatives*) ze względu na fakt, że ich wartość uzależniona jest od wartości innych instrumentów bazowych (*underlying instruments*). Instrumentem takim może być stopa procentowa, kurs walutowy, indeks giełdowy, *rating* kontrahenta. Także funkcja gospodarcza *swapów* i innych derywatów jest zbieżna, bo służą arbitrażowi, spekulacji lub zabezpieczeniu. Również zasady i zwyczaje obrotu *swapami* są zwykle zbieżne z obowiązującymi ogólnie dla derywatów OTC.

Po nowelizacji ustawy Prawo o publicznym obrocie dokonanej ustawą z 12 marca 2004 r. o zmianie ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi oraz o zmianie innych ustaw, od dnia 1 maja 2004 r., zwraca uwagę rozróżnienie praw pochodnych, będących papierami wartościowymi (kontrakty terminowe, opcje) i podlegających regulacji tej ustawy, od instrumentów finansowych, które papierami wartościowymi nie są. Słusznie wskazuje się, że spełnianie jedynie tej samej funkcji ekonomicznej nie może decydować o przynależności do tej samej grupy czynności prawnych[19].

Prawo o publicznym obrocie zalicza *swapy* do grupy instrumentów finansowych, niebędących w rozumieniu tej ustawy papierami wartościowymi obok kontraktów terminowych, umów *forward*, dotyczących stóp procentowych[20] i opcji kupna lub sprzedaży któregokolwiek z instrumentów finansowych. Poza wspólną cechą „pochodności" derywaty niebędące papierami wartościowymi od praw pochodnych w rozumieniu Prawa o publicznym obrocie różni bardzo wiele. Papiery wartościowe, zwłaszcza dopuszczone do obrotu publicznego, są instrumentami płynnymi, standaryzowanymi, a publiczny obrót podlega ścisłemu nadzorowi. Instrumenty wymienione w art. 3a ustawy cech tych nie mają.

Na zakończenie należy także zaznaczyć, że same *swapy* również mogą stanowić instrument bazowy dla innych derywatów, np. tzw. *swapcji*[21].

Swapy jako terminowe operacje finansowe

Równolegle z pojęciem instrumentów finansowych i pochodnych w polskim prawie funkcjonuje też pojęcie „terminowych operacji finansowych", które, jak się wydaje, pokrywa się z zakresami pojęć „instrument pochodny" i „pochodny instrument finansowy", jakie można wydedukować z powyżej wymienionych regulacji, a przynajmniej jest bliskoznaczny w stosunku do pojęcia „instrument pochodny" w rozumieniu rozporządzenia Ministra Finansów z 12 grudnia 2001 r. Prawne znaczenie tej kategorii w chwili obecnej jest znaczne i być może będzie wzrastało, o ile ustawodawca nie posta-

[19] A. Chłopecki,*Opcje i kontrakty terminowe. Zagadnienia prawne*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2001, s. 37.
[20] FRA – *forward rate agreement*.
[21] Ang. *swaption* – opcja, której wykonanie polega na zawarciu w określonym czasie określonego kontraktu *swap*.

nowi ujednolicić terminologii używając pojęcia „instrumenty finansowe", albo nie przyjmie innej koncepcji terminologicznej[22].

Pojęciem „terminowe operacje finansowe" posługuje się ustawa Prawo bankowe, ale nie wprowadza ona jego definicji[23]. Za to przewiduje ona bardzo istotne skutki uznania danej transakcji za terminową operację finansową – zgodnie z art. 7a Prawa bankowego, wprowadzonym ustawą nowelizującą Prawo bankowe od 1 maja 2004 r. – tego rodzaju transakcje nie stanowią gry losowej ani zakładu wzajemnego w rozumieniu odpowiednich przepisów, ani nie stanowią zobowiązania naturalnego, o którym mowa w art. 413. Kodeksu cywilnego[24].

Dla terminowych operacji finansowych, dokonywanych w oparciu o umowy ramowe istotny wyjątek od zasad ogólnych czyni Prawo upadłościowe i naprawcze. Zgodnie z art. 85., jeżeli umowa ramowa, której jedną ze stron jest upadły, zastrzega, że poszczególne umowy szczegółowe, których przedmiotem są terminowe operacje finansowe lub sprzedaż papierów wartościowych ze zobowiązaniem do ich odkupu, będą zawierane w wykonaniu umowy ramowej oraz że rozwiązanie umowy ramowej powoduje rozwiązanie wszystkich umów szczegółowych zawartych w wykonaniu tej umowy:

1) wierzytelności z tytułu poszczególnych umów szczegółowych zawartych w jej wykonaniu nie są obejmowane układem,
2) syndykowi nie przysługuje uprawnienie do odstąpienia od umowy ramowej, o którym mowa w art. 98. tej ustawy,
3) każda ze stron może wypowiedzieć umowę ramową z zachowaniem ustalonego w tej umowie sposobu rozliczenia stron na wypadek rozwiązania umowy,
4) dopuszczalne jest potrącenie wierzytelności wynikającej z rozliczenia stron,
5) do poszczególnych umów szczegółowych, mających za przedmiot terminowe operacje finansowe lub sprzedaż papierów wartościowych ze zobowiązaniem do ich odkupu – nawet jeżeli nie zostały one zawarte w wykonaniu umowy ramowej, o której mowa w ust. 1. – nie stosuje się przepisów art. 98. i 99[25].

Nowe prawo upadłościowe wprowadziło jednak, przynajmniej na potrzeby tego przepisu[26], definicję terminowych operacji finansowych – są to operacje, w których ustalono cenę, kurs, stopę procentową lub indeks – a w szczególności nabywanie walut, papierów wartościowych, złota lub innych metali szlachetnych, towarów lub praw, w tym umowy obliczone tylko na różnicę cen, opcje i prawa pochodne – zawarte na umówiona datę lub umówiony termin, w obrocie rynkowym.

Swap jako czynność (usługa) maklerska

Zgodnie ze znowelizowanym Prawem o publicznym obrocie działalność maklerska obejmuje wykonywanie czynności polegających m.in. na przyjmowaniu albo przekazywaniu zleceń nabycia lub zbycia niebędących papierami wartościowymi finansowych kontraktów terminowych, umów *forward*,

---

[22] W projekcie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi mowa jest o instrumentach finansowych – kategoria ta obejmuje papiery wartościowe oraz niebędące papierami wartościowymi:
1) tytuły uczestnictwa w instytucjach zbiorowego inwestowania,
2) instrumenty rynku pieniężnego,
3) finansowe kontrakty terminowe oraz inne równoważne instrumenty finansowe, rozliczane pieniężnie, umowy *forward*, dotyczące stóp procentowych, *swapy* akcyjne, *swapy* na stopy procentowe, *swapy* walutowe,
4) opcje kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych, opcje na stopy procentowe, opcje walutowe, opcje na takie opcje oraz inne, równoważne instrumenty finansowe rozliczane pieniężnie,
5) prawa majątkowe, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od wartości oznaczonych co do gatunku
6) rzeczy, określonych rodzajów energii, mierników i limitów wielkości produkcji lub emisji zanieczyszczeń (pochodne instrumenty towarowe),
7) inne instrumenty, jeżeli zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym na terytorium państwa członkowskiego lub są przedmiotem ubiegania się o takie dopuszczenie.

Ustawa wprowadza także kategorię maklerskich instrumentów finansowych – są nimi papiery wartościowe oraz instrumenty finansowe, o których mowa w lit. a-d.

[23] Wcześniej, od 7 stycznia 2002 r. do 30 kwietnia 2004 r., ustawa posługiwała się równolegle pojęciami „operacje terminowe" i „terminowe operacje finansowe".

[24] Kwestia ta dotychczas była przedmiotem wątpliwości, niemniej ze względu na rygor określony w art. 413. k.c. większość autorów słusznie nie przyznawała terminowym operacjom finansowym charakteru gry losowej lub zakładu.

[25] Wejście w życie tej ustawy uchyliło art. 103. Prawa bankowego, który zawierał w ograniczonym zakresie regulację zastosowaną następnie w art. 85. nowego prawa upadłościowego.

[26] Definicja zawarta w ust. 2. wyraźnie odwołuje się do operacji terminowych, o których mowa w ust. 1.

dotyczących stóp procentowych, *swapów* akcyjnych, *swapów* na stopy procentowe, *swapów* walutowych (art. 30., ust. 2., pkt 1., lit. d). Prowadzenie działalności maklerskiej wymaga co do zasady zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd.

Ustawa dopuszcza jednak dokonywanie takich czynności przez inne podmioty. Wówczas świadczenie takich usług traci charakter licencjonowanej działalności maklerskiej. Zgodnie z art. 30a, ust. 1., banki oraz inne podmioty mogą świadczyć wymienione usługi na zasadach określonych w odrębnych ustawach, o ile przedmiotem tych usług nie są papiery wartościowe dopuszczone do publicznego obrotu, z wyłączeniem papierów wartościowych, o których mowa w art. 6., ust. 1. ustawy[27].

Swap jako czynność prawna

Po przedstawieniu zagadnień publicznoprawnych przejdę teraz do omówienia zagadnień cywilistycznych. Biorąc za podstawę jedyną definicję legalną znajdujacą się, jak przypomnę, w rozporządzeniu Ministra Finansów z 12 grudnia 2001 r., należy stwierdzić, że *swap* jest kontraktem, czyli umową, a także umową polegającą na zamianie płatności.

Kontrakt *swap* ma charakter konsensualny, rozporządzający, jak również odpłatny. Mimo że przy zawieraniu kontraktów *swap* często występuje pośrednik (*dealer*), należy przyjąć, że *swapy* nie są umowami wielostronnymi[28]. Kontrakt *swap*, tak jak wiele innych instrumentów pochodnych, można uznać za umowę losową[29], ale bardziej w potocznym rozumieniu, gdyż w sensie prawnym, jak była mowa wcześniej, nie stanowi on zobowiązania z gry lub zakładu.

Kontrakty *swap* mają charakter kauzalny (*causa obligandi*). Jako że świadczenia stron kontraktu *swap* są dla siebie odpowiednikami, będzie on bez wątpienia umową wzajemną[30]. Na gruncie prawa polskiego zastosowanie zatem znajdą tu np. cywilnoprawne regulacje o wykonaniu i skutkach niewykonania zobowiązań z umów wzajemnych, dotyczące takich aspektów, jak możliwość powstrzymania się ze spełnieniem świadczenia[31], prawo odstąpienia od umowy czy skutki następczej niemożliwości świadczenia.

---

[27] Art. 6., ust. 1. dopuszcza publiczny obrót papierami wartościowymi poza rynkiem regulowanym oraz bez pośrednictwa spółek i banków prowadzących działalność maklerską, o ile przedmiotem obrotu są papiery skarbowe i oparte na nich prawa pochodne.

[28] Konfiguracja kontraktów *swapowych* może być wysoce skomplikowana, a transakcja jako całość może mieć miejsce między wieloma kontrahentami (np. tzw. *cocktail swaps* – są to skomplikowane transakcje, wykorzystujące różne typy *swapów* i zawierane pomiędzy więcej niż dwoma podmiotami), ale u podstawy zawsze będzie leżał pojedynczy, dwustronny kontrakt. Por. Basel Committee for Banking Supervision *Risk Management Guidelines for Derivatives*, Lipiec 1994, s. 2, p. I.1: "While some derivatives instruments may have very complex structures, all of them can be divided into the basic building blocks of options, forward contracts or some combination thereof. The use of these basic building blocks in structuring derivatives instruments allows the transfer of various financial risks to parties who are more willing, or better suited, to take or manage them".(źródło: http://www.bis.org/publ/bcbsc211.pdf).

[29] Por. A. Borowski, *Konstrukcja i charakter prawny umów dotyczących instrumentów pochodnych*, C.H. Beck, Warszawa, 2005, s. 176.

[30] *Ibidem*, s. 177. Autor stwierdza: „jedna ze stron w chwili rozliczenia kontraktu poniesie stratę i będzie zmuszona wypłacić partnerowi różnicę pomiędzy kursem rynkowym a jego ceną ustaloną w umowie (...). W ostatecznym rozrachunku zasadnicza nieekwiwalentność świadczeń stron sprawia, że kontrakt *swap*u walutowego trudno uznać za umowę wzajemną". Nie można, moim zdaniem, zgodzić się z tą tezą. To, że w danej transakcji towar nie odpowiada wartością zapłaconej cenie, nie przesądza o tym, że umowa sprzedaży nie będzie co do zasady umową wzajemną. Zasadniczym motywem, dla którego strony zawierają kontrakt *swap*, jest właśnie to, że obie liczą na zmiany rynkowe korzystne dla siebie, ale uzgadniane warunki transakcji zakładają właśnie ekwiwalentność kwot walut, czy wysokości stóp procentowych. Por. W. Czachórski, Zobowiązania. Zarys wykładu, Wydawnictwa Prawnicze PWN, Warszawa 1999, s. 131.
Z odpłatnością i wzajemnością wiąże się zagadnienie „ceny" kontraktu *swap*. W praktyce, ze względu m.in. na zamiar strony inicjującej negocjacje uzyskania konkretnego rezultatu poprzez zawarcie kontraktu *swap*, świadczenie jednej ze stron jest określone już przy rozpoczęciu negocjacji, zaś strony negocjują jego ekwiwalent. W zależności od tego, po której „stronie" kontraktu znajdzie się każdy z podmiotów chcących go zawrzeć, cena ta może być różna. Przykład: przyjmijmy, że strona A chce dokonać zamiany płatności opartej na kwocie nominalnej w PLN według stopy stałej 6,5% p.a., i że w danych warunkach rynkowych „idealnym" odpowiednikiem takiej płatności będzie WIBOR 1M+1p.p. Jeżeli strona A zaoferuje płatność opartą na stopie stałej i będzie chciała otrzymać płatność opartą na stopie zmiennej, strona B będzie chciała „nabyć" tą płatność od strony A z dyskontem, np. WIBOR 1M+0,75 p.p., ale jeśli strona A zechce otrzymać płatność opartą na stopie stałej – wówczas strona B doliczy sobie marżę i odpowiednikiem tym będzie np. WIBOR 1M+1,25 p.p.

[31] Możliwość powstrzymania się od spełnienia świadczenia w praktyce może mieć o tyle marginalne zastosowanie, że rozliczenie może następować przez umowną kompensację świadczeń i płatności dokonywać będzie jedynie jedna ze stron umowy. Należy jednak pamiętać, że wymiany płatności nie muszą występować w tych samych terminach (płatności kwartalne *v.* płatności comiesięczne itp.) oraz że uprawnienie do powstrzymania się ze spełnieniem świadczenia, przysługujące na

Na gruncie praktyki rynkowej forma, w jakiej kontrakt *swap* jest zawierany, jest trudna do jednoznacznego określenia. Kontrakty te zawierane są na najczęściej na podstawie umów ramowych, będących w formie pisemnej, w których wykonaniu zawierane są poszczególne transakcje[32] i należy przyjąć, że poszczególne *swapy* stanowią osobne czynności prawne[33]. Z kolei uzgodnienie warunków transakcji dokonywane jest zwykle telefonicznie i przyjmuje się, że transakcja została zawarta w drodze rokowań.

Dowodem na dokonanie czynności jest rejestracja rozmowy. Dla poprawy pewności obrotu, strony wymieniają następnie potwierdzenia, ale nie stanowią one wymiany oświadczeń woli w formie pisemnej, gdyż zwykle nie zawierają odręcznego podpisu i wymieniane są za pomocą telefaksu, poczty elektronicznej czy SWIFT. Potwierdzenia nie stanowią „silniejszego" dowodu od nagrania, ponieważ – co do zasady – rozbieżności między potwierdzeniem a zapisem rozmowy są rozstrzygane poprzez konfrontację treści potwierdzenia z nagraniem. Następnie – w razie pomyłki – następuje kolejna wymiana skorygowanych potwierdzeń, albo – jeśli pomyłki nie było – transakcja traktowana jest jako zawarta na warunkach określonych w pierwotnych potwierdzeniach.

W chwili obecnej między przedsiębiorcami forma pisemna czynności co do zasady nie jest obligatoryjna. Wydaje się, że *de lege lata* strony powinny dążyć do takiego skonstruowania umowy ramowej, by na wypadek sporu dopuścić przed sądem jak najszerszy wachlarz środków dowodowych, a więc np. nie dopuścić do skutku zastrzeżenia formy pisemnej określonego w art. 74., § 1 k.c. Należy, moim zdaniem, oczekiwać, że w przyszłości problemy dowodowe zostaną częściowo wyeliminowane przez powszechne zastosowanie kwalifikowanego podpisu elektronicznego.

Swap a cywilnoprawna umowa zamiany

Od strony prywatnoprawnej najistotniejszym zagadnieniem wciąż pozostaje prawna ocena przedmiotu kontraktu. Ekonomiczne określenia „wymiana strumieni płatności" czy „zamiana jednego ryzyka na inne" w sensie prawnym niewiele mówią. Czy „strumienie płatności" stanowią prawo majątkowe?

---

podstawie art. 491., § 1. k.c. nie przysługuje stronie, która w chwili zawarcia umowy wiedziała o złym stanie majątkowym kontrahenta.

[32] Koncepcja zawierania transakcji pochodnych na podstawie umów ramowych narodziła się jeszcze w latach 80. i jest efektem szybkiego rozwoju zwłaszcza międzynarodowego rynku pochodnych instrumentów finansowych. Po okresie dominacji takich standardów, jak ICOM, IFEMA, FEOMA, największą „rozpoznawalność" uzyskał standard opracowany przez International Swaps and Derivatives Assoctation (ISDA), wprowadzony do użycia w 1992 r. (ISDA Master Agreement w wersjach *local-currency/single-jurisdiction* oraz *multi-currency/cross-border*). W 2002 r. ISDA opublikowała kolejną wersję umowy ramowej. Podstawową zasadą jest funkcjonowanie umowy ramowej (*master agreement*) w stałym brzmieniu, które strony, w zależności od potrzeb, mogą zmieniać za pomocą umowy dodatkowej (*schedule*) i ew. innych dokumentów. Ze względu na bogactwo towarzyszących dokumentów począwszy od zbiorów definicji, poprzez dokumentację przygotowaną specjalnie dla określonych segmentów rynku (por. np. „ISDA Commodity Derivatives Definitions And Supplements" – http://www.isda.org/publications/isdacommderivdefsup.html), a na umowach „pomostowych" (*bridge agreements*), pozwalających objąć umową ramową ISDA transakcje zawarte na podstawie różnych umów ramowych. Więcej na ten temat: http://www.isda.org.
W wielu krajach funkcjonują krajowe umowy ramowe (np. francuska „Convention-cadre AFB relative aux opérations de marché terme", niemiecka „Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte", szwajcarska „Schweizer Rahmenvertrag für OTC-Derivate [2003)"). W Polsce taka umowa powstała pod patronatem Związku Banków Polskich w 2003 r. i na razie rynek „uczy się" korzystać z tego standardu – przykładowo, o ile w przypadku ISDA MA w zasadzie nie ma wątpliwości, że przedstawiona przez kontrahenta umowa ramowa jest zgodna ze standardem (*schedule* zawiera klauzulę, która wskazuje stronę odpowiedzialną za wydrukowanie umowy ramowej, i która w przypadku rozbieżności daje pierwszeństwo zapisom umowy wzorcowej), zaś strony zmiany wynikające z ich specyficznych potrzeb uzgadniają w *schedule*, to na rynku polskim pojawiają się na razie dość często umowy „oparte" na standardzie rekomendowanym przez ZBP, niektóre nieprzewidujące nawet umowy dodatkowej. Dokumentacja ZBP dostępna jest pod adresem: http://www.zbp.pl.
Bankowcy Unii Europejskiej również postawili sobie za cel stworzenie europejskiej umowy ramowej – pod auspicjami Federacji Banków Europejskich (FBE) powstały dwie wersje European Master Agreement (z lat 2001 i 2004). Nie jest to jednak standard szeroko rozpowszechniony i raczej nie zanosi się, by nawet na rynku europejskim był on popularniejszy od ISDA MA.

[33] O ile strony negocjują każdorazowo warunki poszczególnych transakcji, to – co do zasady – ich wspólne postanowienia umowne (np. procedura zawierania transakcji, zasady rozliczania, zabezpieczenia wierzytelności, zasady postępowania na wypadek niewykonania umowy itd.) uzgodnione są w umowie ramowej.

Swapy mają zwykle charakter nierzeczywisty – strony nie zaciągają od siebie rzeczywistych pożyczek[34], ale tylko rozliczają się poprzez zapłatę (często skompensowanych) odsetek, różnic kursowych, pożytków z aktywów itp.

Podstawowa wątpliwość co do uznania *swapów* za umowę nazwaną zamiany leży w tym, czy strony kontraktu przenoszą między sobą prawa oraz czy kodeksowa zamiana obejmuje zamianę praw. Odpowiedź na pierwsze pytanie zależy od tego, czy uznamy, że strony zamieniają między sobą prawa majątkowe, tj. prawa do określonych płatności, czy przyjmiemy, że umawiają się one, że będą między sobą rozliczać się tak, jakby nastąpiła zamiana określonych aktywów przynoszących określone pożytki. Moim zdaniem, przyjęcie, że następuje zamiana praw do otrzymania określonych płatności jest jak najbardziej zasadne[35].

Druga wątpliwość dotyczy tego, czy art. 603. i 604. k.c. mają zastosowanie do czynności prawnej, w której strony wymieniają między sobą określone ekwiwalentne (w założeniu) prawa majątkowe. Tu za wyjściową należy uznać, moim zdaniem, regulację sprzedaży rzeczy. Na mocy art. 555. k.c. regulację tę odpowiednio stosuje się do sprzedaży praw, a na mocy art. 604. k.c. – do zamiany rzeczy. Brakuje tu spoiwa w postaci przepisu nakazującego stosować przepisy o sprzedaży rzeczy do zamiany praw, ponieważ kodeksowa regulacja umowy zamiany sprowadza się do nakazu odpowiedniego stosowania przepisów o sprzedaży.

Wielu autorów nie ma wątpliwości co do zasadności do uznania czynności zamiany praw za umowę zamiany w rozumieniu art. 603. k.c.[36]. Stosowanie przepisów o sprzedaży rzeczy do czynności zamiany praw, moim zdaniem, powinno jednak odbywać się w drodze analogii.

Właściwą odpowiedź w tym względzie dają przepisy podatkowe – ustawa o podatku dochodowym od osób prawnych, ustawa o podatku od towarów i usług oraz ustawa o rachunkowości – które kwalifikują instrumenty finansowe[37] jako osobną grupę czynności podlegającą opodatkowaniu na swoistych zasadach.

Swap a cesja praw i pożyczka

O uznaniu *swapów* za umowy pożyczki na gruncie polskiego prawa nie może być oczywiście mowy[38] – operacje te nie polegają (z wyłączeniem *currency swaps*) na przeniesieniu ich przedmiotu na własność biorącego pożyczkę. Funkcjonalnie korzyść ekonomiczna z transakcji bierze się stąd, że obie strony posiadają aktywa i pasywa obarczone określonym ryzykiem, po czym dokonują czynności pozwalającej zamienić te ryzyka, ale zwykle[39] nie następuje przeniesienie praw do tych aktywów i pasywów. Nie przenoszą one też między sobą praw i obowiązków z umów zawartych z innymi podmiotami, dlatego też *swapów* nie można uznać za kombinację przelewów, czy przejęć długów.

Podsumowanie

Kontrakty *swap* ze względu na uniwersalność swojej konstrukcji mogą przybierać bardzo różne formy, zbliżone wszakże do innych instrumentów finansowych. *IRS* może być zbliżony do transakcji *FRA*, a *credit default swap* w swej ekonomicznej funkcji jest zbliżony do ubezpieczenia kredytu[40].

---

[34] Nie następuje tu przeniesienie własności środków pieniężnych z obowiązkiem zwrotu, wyjątek stanowią jednak *swapy* walutowe, które polegają na wymianie jednej waluty na drugą po kursie *spot* z jednoczesnym ustaleniem dokonania w przyszłości transakcji odwrotnej po kursie terminowym (kombinacja transakcji *spot* i *forward*) – por. J. Hull,, *op.cit.*, s. 184.

[35] Czynnością o nieco zbliżonym charakterze jest zbycie jednostek uczestnictwa przez fundusz inwestycyjny – zbywane jest prawo, którego warunkiem powstania jest czynność sprzedaży.

[36] Por. M. Safjan w: *Kodeks cywilny. Komentarz*, red. K. Pietrzykowski, t. II, C.H. Beck,Warszawa 1998, s. 140; W. Czachórski, *op.cit.*, s. 378; Z. Radwański, J. Panowicz-Lipska *Zobowiązania – część szczegółowa*, C.H. Beck, Warszawa 1998, s. 58.

[37] O zbywalnych IF mówi ustawa o vat (art. 86., ust. 9., pkt 4.); o pochodnych IF – ustawa o podatku dochodowym od osób prawnych (art. 16., ust. 1b).

[38] Musiałaby to być transakcja pożyczki równoległej. Ten rodzaj pożyczki uznaje się co prawda za pierwowzór *swapów*, ale należy pamiętać, że przy pożyczkach równoległych zawierane są dwie umowy, a w całej transakcji biorą udział cztery podmioty.

[39] Jak już była mowa, wyjątek stanowią *currency swaps*.

[40] *Credit default swap* – instrument finansowy zaliczany do kredytowych instrumentów pochodnych, umożliwiający ochronę inwestora przed skutkami ogłoszenia wstrzymania wypłaty należności (*default*), wynikających z emitowanego przez dany podmiot papieru dłużnego bądź kredytu. Rekompensatą dla strony przejmującej ryzyko jest okresowa opłata (*fee*) wyrażona

Z tego względu pożądane wydaje się względnie precyzyjne zdefiniowanie tych kontraktów i innych pochodnych instrumentów finansowych w ustawie, jak również odniesienie do tych definicji w innych aktach prawnych, regulujących różne aspekty funkcjonowania derywatów na rynku (np. nadzór i regulacje ostrożnościowe, rachunkowość, podatki, upadłość, forma czynności prawnych). Powyższa różnorodność, a z drugiej strony – pewne funkcjonalne podobieństwa występujące pomiędzy różnymi instrumentami stanowią również o trudności wprowadzenia takiego uregulowania, co wszakże nie usprawiedliwia rozproszenia i braku konsekwencji, jaki aktualnie panuje w polskim prawie[41].

Biorąc pod uwagę doświadczenia zagraniczne[42], w Polsce należy spodziewać się wzrostu stopnia uregulowania obrotu *swapami* i innymi pochodnymi instrumentami finansowymi. W sferze prywatnoprawnej w chwili obecnej da się dostrzec przede wszystkim pewne braki polegające na wynikającym z charakteru niektórych czynności obowiązku stosowania przepisów bezwzględnie obowiązujących. Z drugiej strony, w przypadku czynności o trudnym do uchwycenia charakterze na płaszczyźnie prywatnoprawnej ciężko jest również jednoznacznie stwierdzić, czy taki obowiązek w danym wypadku rzeczywiście zaistnieje. W przypadku instrumentów pochodnych taki stan prawny daje skutki niezamierzone i niepożądane (np. w zasadzie uregulowane już kwestie uznawania instrumentów pochodnych za umowy losowe czy prawo syndyka odstąpienia od umów wzajemnych, umożliwiające wykonanie tylko tych korzystnych dla masy[43]). Wydaje się jednak, że pierwszeństwo należy dać tu zasadzie swobody gospodarczej i wynikającej z niej zasadzie swobody umów, dlatego rygor stosowania norm bezwzględnie obowiązujących, sprzecznych z charakterem tych czynności powinien być złagodzony, po uprzedniej prawidłowej identyfikacji tych ograniczeń.

Wymienione zagadnienia powinny zostać uregulowane, ale konsekwentnie, w ramach ogólnego procesu wzrostu regulacji z zakresu rynków finansowych, który będzie miał moim zdaniem miejsce na płaszczyźnie nadzoru nad rynkami finansowymi. Wraz z postępującą globalizacją oraz wzrastającą szybkością i wielkością obrotu instytucje nadzorcze zwiększają zakres i intensywność wykorzystywanych środków[44]. Rozrost regulacji będzie miał również na płaszczyźnie czysto prywatnoprawnej. Świadczą o tym, podejmowane działania prowadzące do ujednolicenia lub harmonizacji przepisów, zwłaszcza w obrębie poszerzającej się Unii Europejskiej[45].

Literatura:

- A. Borowski, *Konstrukcja i charakter prawny umów dotyczących instrumentów pochodnych*, C.H. Beck, Warszawa 2005.
- A. Chłopecki, *Opcje i kontrakty terminowe*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2001.
- A. Chłopecki, *Instrumenty finansowe na rynku kapitałowym*, „Przegląd Prawa Handlowego" 2004, nr 7;
- W. Czachórski, *Zobowiązania. Zarys wykładu*, Wydawnictwo Prawnicze PWN, Warszawa 1999.
- J. Hull, *Kontrakty terminowe i opcje. Wprowadzenie*, WIG-Press, Warszawa 1999.

---

w punktach bazowych od wartości nominalnej. Źródło: „Rynek kapitałowy" http://www.rk.pl/narzedzia/slownik-swapow.asp.

[41] Por. A. Chłopecki, *Instrumenty finansowe na rynku kapitałowym*, „Przegląd Prawa Handlowego" 2004, nr 7.

[42] Pod koniec lat 90. Amerykanie podjęli działania zmierzające do ściślejszego objęcia kontrolą derywatów OTC – por. raport prezydenckiej grupy roboczej *Over-the-Counter Derivatives Markets and the Commodity Exchange Act. Report of The President's Working Group on Financial Markets* (http://www.treas.gov/press/releases/docs/otcact.pdf). Zdaniem autorów raportu, niepewność prawa przesądzić mogła w krótkiej perspektywie o przeniesieniu transakcji na inne rynki. Na rynkach Unii Europejskiej działania prowadzone są w ramach strategii lizbońskiej, której elementem jest Financial Services Action Plan. Podstawowym czynnikiem hamującym rozwój rynków był m.in. problem zabezpieczeń, którego próbą rozwiązania jest dyrektywa o zabezpieczeniach finansowych (*Directive 2002/47/EC of the European Parliament and of the Council of 6 June 2002 on financial collateral arrangements*), która w Polsce implementowana jest ustawą z dnia 2 kwietnia 2004 r. o niektórych zabezpieczeniach finansowych.

[43] Takie postępowanie jest obrazowo zwane *cherry picking*.

[44] Por. np. działania Wspólnego Forum (*The Joint Forum*) Komitetu Bazylejskiego (BCBS), Międzynarodowej Organizacji Komisji Papierów Wartościowych (IOSCO) i Międzynarodowego Stowarzyszenia Nadzorców Ubezpieczeniowych (IAIS) – http://www.bis.org/bcbs/jfabout.htm.

[45] Por. np. założenia programu „A more coherent European contract law – an action plan" z 2003 r.

- A. McDougal, *Swapy. Techniki zawierania transakcji i zarządzanie ryzykiem*, ABC, Kraków,2001.
- M. Safjan, [w:] *Kodeks cywilny. Komentarz*, red. K. Pietrzykowski, t. II, C.H. Beck, Warszawa 1998.
- Z. Radwański, [w:] *Zobowiązania – część szczegółowa*, red. Z. Radwański, J. Panowicz–Lipska, C.H. Beck, Warszawa 1998.
- Basel Committee for Banking Supervision, *Risk Management Guidelines for Derivatives*, Bazylea, 1994 – http://www.bis.org/publ/bcbsc211.pdf.
- The President's Working Group on Financial Markets, *Over–the–Counter Derivatives Markets and the Commodity Exchange Act*, Waszyngton, 1999 – http://www.treas.gov/press/releases/docs/otcact.pdf.
- Rynek Kapitałowy, *Słownik swapów* – http://www.rk.pl/narzedzia/slownik–swapow.asp.

Literatura polecana:

- T. Nieborak, *Pochodne instrumenty finansowe w ustawodawstwie polskim (Próba systematyzacji terminologicznej)*, „Państwo i Prawo" 2003, nr 1.
- Basel Committee on Banking Supervision – http://www.bis.org/bcbs.
- Fédération Bancaire Française – http://www.fbf.fr.
- European Banking Federation – http://www.fbe.be.
- International Association of Insurance Supervisors – http://www.iaisweb.org.
- International Organization of Securities Commissions – http://www.iosco.org.
- International *Swap*s and Derivatives Association – http://www.isda.org.
- Komisja Europejska, *Communication from the Commission to the European Parliament and the Council „A more coherent european contract law – an action plan"*, Bruksela, 2003 – http://europa.eu.int/comm/consumers/cons_int/safe_shop/fair_bus_pract/cont_law/com_2003_68_en.pdf.
- Rynek Kapitałowy – http://www.rk.pl.
- Schweizerische Bankiervereinigung – http://www.swissbanking.org.
- Związek Banków Polskich – http://www.zbp.pl.

eFinanse
finansowy kwartalnik internetowy

Mgr Anna Miarecka
Wyższa Szkoła Informatyki i Zarządzania w Rzeszowie

Znaczenie złotych reguł finansowania w kształtowaniu struktury kapitałowej przedsiębiorstwa

Wprowadzenie

We współcześnie działającej spółce akcyjnej istotne znaczenie w polityce finansowej przyjmują zasady (reguły) kształtowania struktury kapitału. Struktura kapitału, ujmowana najczęściej jako relacja długu do kapitału własnego lub długu do pasywów, zależy od wielu czynników o charakterze ekonomicznym i pozaekonomicznym. Spotyka się również w literaturze przedmiotu podział czynników wpływających na strukturę kapitału na mikro- i makroekonomiczne. Przedmiotem rozważań w niniejszym artykule jest analiza i ocena wzajemnych relacji pomiędzy strukturą majątku a strukturą kapitału przedsiębiorstwa zorganizowanego w formie spółki akcyjnej[1], określanych w literaturze przedmiotu mianem złotych reguł finansowania. O strukturze kapitału przedsiębiorstwa decyduje również wiele innych czynników, lecz z uwagi na ograniczenia objętościowe publikacji nie będą one punktem rozważań.

Ujęcia złotych reguł finansowania

Właściwe ustalenie wielkości składników majątku oraz prawidłowe określenie udziału kapitałów własnych i obcych w ich finansowaniu odgrywa istotną rolę w racjonalnym wykorzystaniu zasobów kapitałowych przedsiębiorstwa. Stopień tego wykorzystania można oceniać na podstawie wielu kryteriów sprowadzanych do określonych wskaźników struktury kapitałowo-majątkowej o zróżnicowanym stopniu szczegółowości[2].

Relacje pomiędzy strukturą majątku i strukturą kapitałów w przedsiębiorstwie stanowią obok kosztu kapitału i mechanizmu dźwigni finansowej bardzo istotne zagadnienie, gdyż są kryterium wyboru odpowiedniej struktury kapitałowej[3].

Wzajemne relacje pomiędzy strukturą aktywów i źródeł finansowania wynikają głównie ze specyfiki działalności przedsiębiorstwa i charakteru branży, w której funkcjonuje.

W zależności od wzajemnych relacji bilansowych wyróżnią się dwie grupy reguł[4]:

1. reguły poziomej struktury kapitałowo-majątkowej, w ramach, których można mówić o:
   - **złotej regule finansowania**, zwanej również złotą regułą bankową albo klasyczną regułą finansowania, według której kapitały obce przedsiębiorstwa powinny być w pełni pokryte kapitałami własnymi[5],

[1] Badaniami empirycznymi w formie wywiadów bezpośrednich objęto 82 spółki akcyjne notowane na 31 grudnia 2001 r. na potrzeby pracy doktorskiej nt. „Czynniki kształtowania struktury kapitału w spółce akcyjnej", pod kierunkiem naukowym prof. dr hab. J. Ostaszewskiego. Analizowana próba stanowi 43% populacji generalnej spółek akcyjnych notowanych na WGPW z wyłączeniem sektora bankowego i NFI.

[2] Należą do nich głównie wskaźniki rentowności, płynności oraz struktury źródeł finansowania.

[3] Z. Leszczyński, A. Skowronek-Mielczarek, *Analiza ekonomiczno-finansowa firmy*, Difin, Warszawa 2000, s. 162.

[4] A. Bielawska, *Podstawy finansów przedsiębiorstwa*, Wyd. Zachodniopomorskiej Szkoły Biznesu, Szczecin 2001, s. 236.

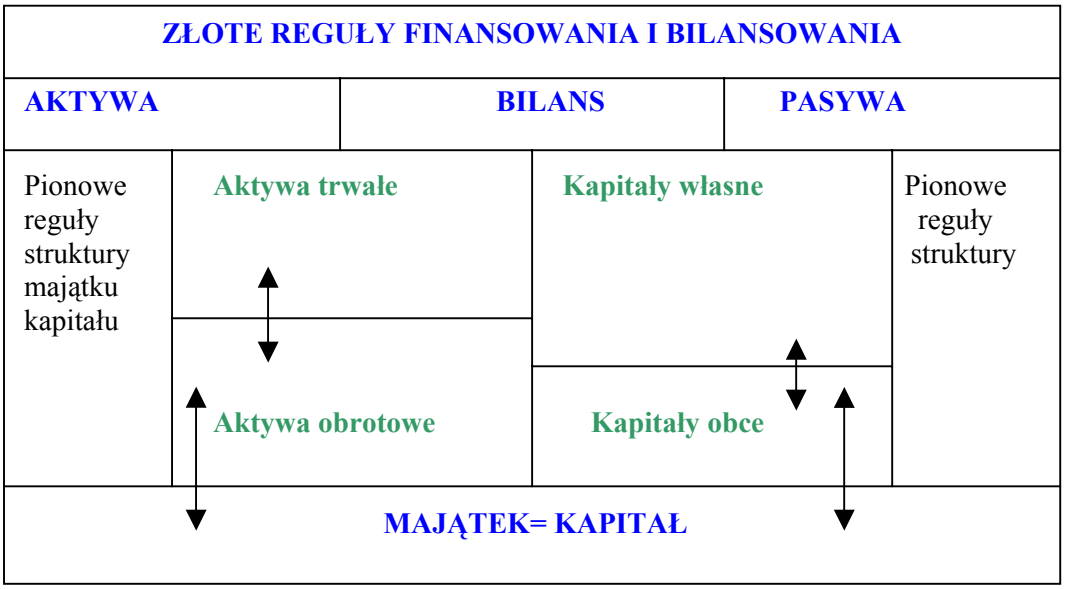
[5] Wzajemna relacja pokrycia kapitałów obcych kapitałami własnymi może wynosić 1:1 lub 2:1. Zob. R. Borowiecki, *Zarządzanie kapitałem trwałym w przedsiębiorstwie*, Akademia Ekonomiczna w Krakowie, Wydawnictwo Secesja, Kraków 1993, s. 35.

- **złotej regule bilansowej**, która wymaga dostosowania sposobu finansowania do czasu wykorzystania kapitału i rodzaju finansowanego majątku. W wąskim (starszym) ujęciu złota reguła bilansowa wymaga, by majątek trwały, obciążony wysokim stopniem ryzyka, był w pełni sfinansowany kapitałami własnymi. Szersze ujęcie tej reguły zakłada natomiast sfinansowanie aktywów trwałych i części aktywów obrotowych kapitałem stałym przedsiębiorstwa, tj. kapitałem własnym i zobowiązaniami długoterminowymi[6].

2. reguły pionowej struktury kapitału, wyrażające wyłącznie kształtowanie właściwych proporcji kapitałów własnych i obcych w pasywach przedsiębiorstwa.

Reguły finansowania wyrażone są najczęściej w formie wskaźników bilansowych, a ich ujęcie przedstawia rys. 1.

Rys. 1.
Relacje między strukturą majątku a źródłami finansowania przedsiębiorstwa.



Źródło: A. Harmagardt, J. Tiedke, *Inwestowanie i finansowanie*, DIE AKADEMIE, Bad Harzburg 1992.

W praktyce przestrzeganie złotych reguł finansowania zwiększa poczucie pewności finansowej oraz jeśli zachowane są prawidłowe relacje, zostaje utrzymana równowaga finansowa przedsiębiorstwa. Wpływa to tym samym na wzrost wiarygodności finansowej przedsiębiorstwa oraz określenie optymalnej struktury kapitału[7]. Zachowanie złotych reguł finansowania umożliwia również zarządzającym diagnozę sytuacji finansowej firmy[8]. Spotyka się również pogląd, że postępowanie przedsiębiorstwa zgodnie ze złotą regułą finansowania może doprowadzić do sprzeczności z zasadą maksymalizacji rentowności zainwestowanego kapitału[9].

[6] W. Bień, *Zarządzanie finansami przedsiebiorstwa*, Difin, Warszawa 2005, s.187.
[7] Por. A. Bielawska, *Złota reguła*, „Finansista" 2001, nr 2; T. Waśniewski, W. Skoczylas, *Ocena sytuacji kapitałowo-majątkowej (układ poziomy)*, „Rachunkowość" 1993, nr 6, s. 206.
[8] J. Stępniewski, *Diagnostyka księgowa sytuacji finansowej przedsiębiorstwa*, „Problemy Rachunkowości" 2001, nr 4.
[9] A. Bielawska, *op.cit.*, s. 238.

Złote reguły finansowania w praktyce polskich spółek akcyjnych

Posługując się zaleceniami, według których stosunek kapitałów własnych do kapitałów obcych powinien być większy lub równy 1[10], połowa badanych spółek w roku 1995 odnotowała wskaźnik wyższy niż 1,31; w roku 1996 – powyżej 1,26; w roku 1997 –powyżej 1,81; w roku 1998 – powyżej 1,55; w roku 1999 – powyżej 1,36; w roku 2000 –powyżej 1,15 i w 2001 r. – powyżej 1,09, co ujęto w tab. 1.

Tab.1.
Złote zasady finansowania i bilansowania w badanych spółkach akcyjnych w latach 1995-2001(średnia i mediana).

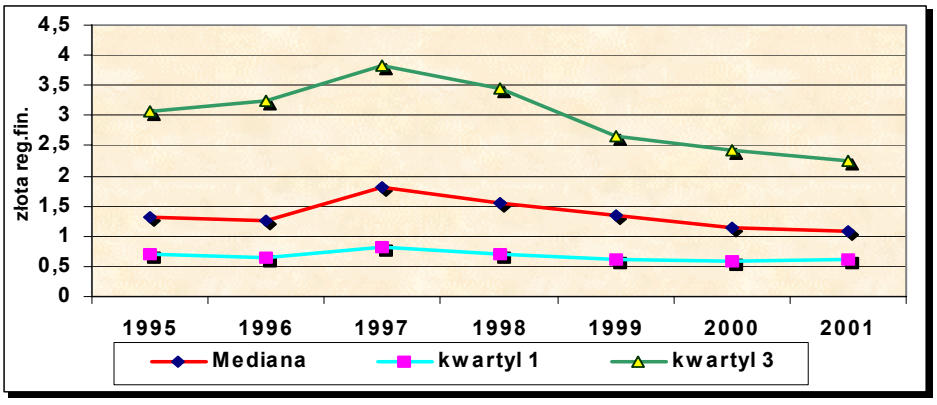
Wyszczególnienie		1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Złota zasada finansowania*	Średnia	1,77	1,42	1,30	0,97	0,93	0,81	0,83
	Mediana	1,31	1,26	1,81	1,55	1,36	1,15	1,09
Złota zasada bilansowa**	Średnia	1,13	1,09	1,07	1,09	1,04	1,02	0,97
	Mediana	1,51	1,51	1,54	1,50	1,41	1,28	1,30

*Kapitał własny/Kapitał obcy
** Kapitał stały/Aktywa trwałe

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych bilansowych badanych przedsiębiorstw.

Ujecie złotej reguły finansowania według kwartyla 1 i kwartyla 3 na wykresie 1 wskazuje, że 75% badanych spółek uzyskało w roku 1995 stosunek kapitałów własnych do obcych na poziomie powyżej 3,08; w roku 1996 – 3,24, w roku 1997 – 3,83; w 1998 r. – 3,45; w roku 1999 – 2,64; w 2000 r. – 2,43 oraz w 2001 r. – 2,26. W oparciu o ten miernik obserwuje się tendencję malejącą zachowania złotej reguły finansowania.

Wykres 1.
Mediana, kwartyl 1 i kwartyl 3 złotej reguły finansowania w grupie badanych przedsiębiorstw w latach 1995-2001.



[10] *Analiza w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, red. L. Bednarski, T. Waśniewski, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1996.

Źródło: Opracowanie własne.

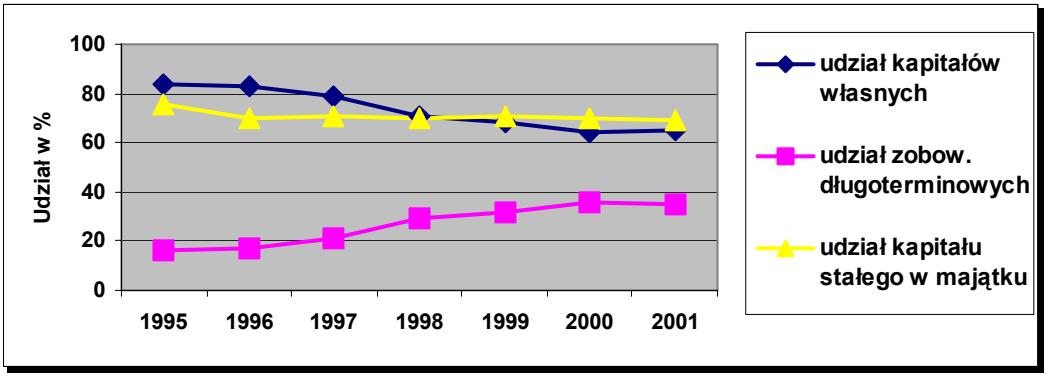
Powyższe wskaźniki złotej reguły finansowania wynikają ze struktury źródeł finansowania badanych podmiotów. W latach 1998-2001, gdy tempo wzrostu kapitałów obcych badanych spółek było większe niż kapitałów własnych, wskazuje, że średni wskaźnik złotej zasady finansowania ukształtował się poniżej 1. Natomiast w okresie 1995-1997, w którym spółki utrzymywały niski poziom kapitałów obcych w strukturze kapitału, średni wskaźnik złotej reguły finansowania ukształtował się powyżej 1. Należy stwierdzić, że okres ożywienia gospodarki sprzyjał zachowaniu niezależności finansowej, a tym samym – swobodzie w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych i finansowych. Szczególnie widoczne jest to w przypadku analizy mediany złotej reguły finansowania, której wyniki w roku 1997 wskazują na znaczny (1,81) udział kapitałów własnych w finansowaniu działalności badanych przedsiębiorstw.

Złota zasada bilansowa, zgodnie z którą aktywa trwałe powinny być finansowane w pełni kapitałem stałym, ogranicza prawdopodobieństwo utraty płynności finansowej przez przedsiębiorstwo oraz zmniejsza jego ryzyko finansowe. Analiza złotej zasady bilansowej za pomocą mediany wskazała, że w roku 1995 w połowie badanych spółek odnotowano udział kapitałów stałych w sfinansowaniu majątku trwałego powyżej 1,51; w roku 1996 – powyżej 1,51; w roku 1997 – powyżej 1,54; w roku 1998 – powyżej 1,50; w roku 1999 – powyżej 1,41; w roku 2000 – powyżej 1,28 oraz w roku 2001 – powyżej 1,30.

Kształtowanie odpowiednio wysokiego poziomu kapitału stałego w przedsiębiorstwach w celu pełnego sfinansowania aktywów trwałych pozwoliło utrzymać równowagę płatniczą oraz kształtować ryzyko finansowe na poziomie możliwym do zaakceptowania. W strukturze kapitału stałego bardzo istotne znaczenie odgrywa jego struktura. W szczególności przy podejmowaniu inwestycji finansowanych kapitałem obcym długoterminowym zarząd przedsiębiorstwa powinien się upewnić o możliwości ich spłaty z uzyskanych nadwyżek finansowych z realizacji podjętych inwestycji. Jednym z istotnych elementów wspomagających podjęcie takiej decyzji jest oszacowanie kosztu kapitału i porównanie go ze stopą rentowności z tego projektu (ROIC>WACC)[11].

Struktura kapitału stałego badanych przedsiębiorstw w latach 1995-2001, ujęta na wykresie 1, wskazuje na wzrost udziału zobowiązań długoterminowych przy odpowiednio malejącym udziale kapitałów własnych.

Wykres 1.
Struktura kapitału stałego badanych przedsiębiorstw w latach 1995-2001 średnia (w%).



[11] Jest to podstawowe kryterium efektywności przedsięwzięć, które są wynikiem tego, iż projekty przyjmowane do realizacji są o dodatniej NPV. W skali całego przedsiębiorstwa kryterium efektywności (ROIC>WACC) jest ważnym czynnikiem kreacji jego wartości.

Źródło: Opracowanie własne.

Średni udział kapitałów stałych w majątku badanych przedsiębiorstw w roku 1995 wykazał poziom 75% i w latach kolejnych utrzymał się na stabilnym poziomie 70%.

Złote reguły finansowania a płynność i rentowność przedsiębiorstwa

Wpływ struktury kapitału na płynność finansową ma istotne znaczenie. Poddając ocenie wskaźnik bieżącej płynności finansowej badanych przedsiębiorstw w latach 1995–2001, za pomocą mediany zauważa się utrzymanie relacji według zalecanych norm w latach 1995–1999. Natomiast w latach 2000-2001 relacja aktywów bieżących badanych podmiotów do ich zobowiązań bieżących uległa obniżeniu, co ujęto w tabeli 2. Analiza wskaźnika bieżącej płynności finansowej wskazała, iż w roku 1995 w połowie badanych spółek odnotowano relację aktywów obrotowych do zobowiązań bieżących powyżej 1,63; w roku 1996 – powyżej 1,80; w roku 1997 – powyżej 1,90; w roku 1998 – powyżej 1,67; w roku 1999 – powyżej 1,72; w roku 2000 – powyżej 1,40 i w roku 2001 – powyżej 1,38. Zatem w roku 2000 i 2001 spadek wskaźnika poniżej 1,6 wskazuje na krótkoterminowe problemy z regulowaniem zobowiązań. Przyczyn spadku płynności finansowej badanych przedsiębiorstw należy upatrywać w trudnościach podmiotów w generowaniu wyników finansowych i terminowym regulowaniu zobowiązań.

Wskaźnik wysokiej płynności badanych przedsiębiorstw w latach 1995-2001 wskazuje, iż w połowie badanych spółek odnotowano jego poziom powyżej 1,02, co ujęto w tab. 2. Wskazuje to tym samym na utrzymywanie wysokiego stanu należności i środków pieniężnych w stosunku do zobowiązań bieżących przedsiębiorstw.

Tab. 2.
Wskaźnik płynności finansowej badanych przedsiębiorstw w latach 1995-2001 (średnia i mediana).

Wyszczególnienie		1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Wskaźnik bieżącej płynności* (zalecane 1,6-1,9)	Średnia	1,61	1,11	1,29	1,28	1,53	1,47	1,30
	Mediana	1,63	1,80	1,90	1,67	1,72	1,40	1,38
Wskaźnik wysokiej płynności (zalecane 0,9-1,0)**	Średnia	1,17	0,82	0,93	1,02	1,21	1,15	1,02
	Mediana	1,05	1,20	1,38	1,12	1,13	1,02	1,02

*aktywa obrotowe /zobowiązania bieżące
**aktywa obrotowe-zapasy/zobowiązania bieżące

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych bilansowych badanych przedsiębiorstw.

Analiza rozbieżności pomiędzy średnim wskaźnikiem bieżącej i szybkiej płynności finansowej badanych przedsiębiorstw w latach 1995-2001 pokazuje utrzymywanie się wysokiego stanu należności, związane z tzw. „zatorami płatniczymi". W podmiotach gospodarczych w Polsce występowanie zatorów płatniczych, szczególnie uwydatniło się w okresie dekoniunktury gospodarczej, po roku 1999.

Zamieszczone w tab. 3 dane wskazują, że w badanym okresie rentowność przedsiębiorstw systematycznie ulegała zmniejszaniu (mediana). W roku 1995 połowa

badanych spółek akcyjnych osiągnęła rentowność kapitałów własnych (ROE) w wyrażeniu nominalnym w wysokości powyżej 13,9%, w 1996 – powyżej 11,6%, w roku 1997 –powyżej 11,3%, w 1998 r. – powyżej 8,6%, w roku 1999 – powyżej 6,1%, w roku 2000 –powyżej 3,9%, a w roku 2001 powyżej 2,4%. W badanym okresie stopa ROE w wyrażeniu nominalnym uległa obniżeniu o ponad 10 pkt. proc.

Tab. 3.
Wskaźniki rentowności badanych spółek akcyjnych oraz stopa inflacji w latach 1995-2001 (średnia i mediana).

Wyszczególnienie		1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
ROE w %	Średnia	13,7	13,7	11,2	9,9	9,6	6,8	3,1
	Mediana	13,9	11,6	11,3	8,6	6,1	3,9	2,4
ROA w %	Średnia	8,7	8,0	6,3	4,9	4,6	3,1	1,4
	Mediana	7,8	6,8	6,4	5,0	3,2	1,7	1,2
Stopa inflacji w %		21,6	18,7	13,3	8,6	9,8	8,5	3,6
ROE w ujęciu realnym	Średnia	-0,06	-0,06	-0,02	+0,01	-0,002	-0,02	-0,005
	Mediana	-0,06	-0,04	-0,02	0,0	-0,03	-0,04	-0,01
ROIC w %	Średnia	9,7	10,2	10,8	8,3	9,4	9,1	6,6
	Mediana	12,4	10,8	9,3	7,1	5,0	2,8	2,5

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych bilansowych badanych przedsiębiorstw.

Poddając ocenie realny poziom stopy rentowności kapitału netto[12], obserwuje się jej dodatni poziom tylko w roku 1998 (+0,01). Ujemy realny poziom stopy ROE w pozostałych latach okresu badawczego wskazuje na zmniejszanie się realnej wartości kapitałów zainwestowanych w przedsiębiorstwie[13].

Malejący poziom rentowności kapitałów własnych w badanym okresie świadczył o niskiej efektywności gospodarowania kapitałem powierzonym przez akcjonariuszy. Przyczyny spadku rentowności kapitałów własnych należy upatrywać w malejącym w badanym okresie zysku netto oraz pogarszającej efektywności wykorzystania majątku (stopa ROA). W okresie 1995-2001 na spadek stopy ROE o 11,5 pkt. proc. w stosunku do roku 1995 miał wpływ spadek stopy rentowności majątku (ROA) o 6,6 pkt. proc.

Przeprowadzone badania wskazują, że angażowanie coraz większych kapitałów obcych w strukturze kapitału badanych przedsiębiorstw powodowało spadek stopy ROE. Na

[12] Realna stopa rentowności obliczona została według wzoru: $d_r = \frac{d_n - d_i}{100 + d_i} \times 100$, gdzie d_r - realna stopa rentowności, d_n - nominalna stopa rentowności, d_i - stopa inflacji.

[13] W publicznej spółce akcyjnej sytuacja taka powoduje, że brak jest ekonomicznego uzasadnienia wypłat dywidend dla akcjonariuszy lub innych wypłat z zysku. Cały wygospodarowany zysk powinien zostać przeznaczony na częściowe wyrównywanie deprecjacji kapitałów własnych i nie ma ekonomicznie uzasadnionych przesłanek do wykorzystania zysku jako źródła finansowania inwestycji rozwojowych powodujących wzrost majątku firmy. Zob. W. Bień, *op.cit.*, s. 125.

tej podstawie można sądzić, że wystąpiły negatywne efekty dźwigni finansowej. Oznacza to, że przedsiębiorstwa pozyskiwały nowy kapitał obcy po wyższym koszcie od osiąganej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału.

Dokonując oceny rentowności badanych przedsiębiorstw według miernika ROIC zauważa się, że przedsiębiorstwa nieefektywnie gospodarowały kapitałem. Stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału (ROIC) miała tendencję spadkową w badanym okresie (mediana). Przyczyn spadku rentowności można upatrywać w wielu czynnikach, zarówno zewnętrznych (koniunktura gospodarcza), jak i wewnętrznych, np. angażowania kapitału w nieefektywne projekty inwestycyjne.

Zmiany w strukturze kapitału badanych podmiotów

Analiza wzajemnych relacji zachodzących pomiędzy strukturą majątku i kapitałów skłoniła badane podmioty do podejmowania decyzji dotyczących zmian w kształtowania struktury kapitału. Przeprowadzone badania wskazują, że przedsiębiorstwa w dużym stopniu ograniczały pozyskanie kapitałów obcych, obciążonych odsetkami, finansując bieżącą działalność zobowiązaniami handlowymi, czego przyczyną było tzw. zjawisko zatorów płatniczych. Ich „powszechne" występowanie w polskich podmiotach gospodarczych znacznie ogranicza elastyczność finansowania oraz rezerwową zdolność pożyczkową. Dodatkowo polityka ograniczania zwiększania zadłużenia „oprocentowanego" na korzyść „nieoprocentowanych" wynikała z niskiej (malejącej) rentowności badanych podmiotów w okresie 1995-2001. Banki komercyjne z uwagi na wysokie ryzyko kredytowe unikają udzielania kredytów takim kredytobiorcom lub znacznie podnoszą prowizje przy ich udzielaniu, co wiąże się z wysokim kosztem pozyskania tej formy kapitału dla przedsiębiorstwa.

Proporcje, w jakich aktywa przedsiębiorstwa są finansowane kapitałem, wynikają z przyjętej strategii finansowania[14]. Obliczenia własne, dokonane z wykorzystaniem mediany kapitału obrotowego netto w tab. 4 wskazują na stosowanie przez badane podmioty w latach 1995-1997 strategii zachowawczej, charakteryzującej się utrzymywaniem wysokiej płynności finansowej.

Tab. 4.
Kapitał obrotowy netto badanych przedsiębiorstw w latach 1995-2001 w tys. zł oraz rodzaj stosowanej strategii finansowania (mediana).

Wyszczególnienie	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Kapitał obrotowy netto*	7111,6	9592,2	13622,6	12519,0	11083,0	8619,5	9223,0
	zachowawcza →			umiarkowana →			zachowawcza →

*kapitał obrotowy netto = kapitał stały - aktywa trwałe
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych bilansowych badanych przedsiębiorstw.

W latach 1998-2000 zmniejszenie kapitału obrotowego netto w stosunku do okresu 1995–1997 pozwala wnioskować, że badane przedsiębiorstwa zmieniły strategię finansowania majątku na umiarkowaną, w której płynność finansowa ulegała obniżeniu. W roku 2001

[14] A. Duliniec, *Determinanty polityki finansowej przedsiebiorstwa*, „e-Finanse" 2005, nr 1.

obserwuje się wzrost kapitału obrotowego netto w stosunku do roku 2000, co wskazuje na ponowne przyjęcie przez badane podmioty strategii zachowawczej.

Podsumowanie

Przeprowadzone badania empiryczne pozwalają stwierdzić, iż przedsiębiorstwa w polityce kształtowania struktury kapitału przyjmują istotny cel – utrzymania płynności finansowej. Badania własne wskazują, iż zachowanie właściwych relacji pomiędzy strukturą majątku a strukturą kapitału w praktyce badanych przedsiębiorstw zapewnia ich płynność finansowania, jednak nie zapewnia maksymalizacji rentowności zainwestowanego kapitału. Wynika to przede wszystkich ze stosowanych strategii finansowania, w których nie wykorzystuje się pozytywnych efektów dźwigni finansowej. Spółki wolą ponosić z tym związane wyższe koszty finansowania za cenę niskiego ryzyka finansowego.

Literatura

1. *Analiza w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, red. L. Bednarski, T. Waśniewski, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1996.
2. Bielawska A., *Złota reguła*, „Finansista" 2001, nr 2.
3. Bielawska A., *Podstawy finansów przedsiębiorstwa*, Wyd. Zachodniopomorskiej Szkoły Biznesu, Szczecin 2001.
4. Bień W., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2005.
5. Borowiecki R., *Zarządzanie kapitałem trwałym w przedsiębiorstwie*, Akademia Ekonomiczna w Krakowie, Wydawnictwo Secesja, Kraków 1993.
6. Davies D., *Sztuka zarządzania finansami*, PWN, Warszawa 1997.
7. Duliniec A., *Determinanty polityki finansowej przedsiębiorstwa*, „e-Finanse" 2005, nr 1,
8. Leszczyński Z., Skowronek-Mielczarek A., *Analiza ekonomiczno-finansowa firmy*, Difin, Warszawa 2000.
9. Ostaszewski J., *Zarządzanie finansami w spółce akcyjnej*, Difin, Warszawa 2001.
10. Stępniewski J.: *Diagnostyka księgowa sytuacji finansowej przedsiębiorstwa*, „Problemy Rachunkowości" 2001, nr 4.

Waśniewski T., Skoczylas W., *Ocena sytuacji kapitałowo- majątkowej (układ poziomy),* „Rachunkowość" 1993, nr 6.

eFinanse
finansowy kwartalnik internetowy

Mgr Paweł Znamirowski
Katedra Bankowości i Finansów, Zakład Finansów
Wyższa Szkoła Informatyki i Zarządzania w Rzeszowie

Mgr Marian Wargacki
Instytutu Gospodarki, wicedyrektor
Wyższa Szkoła Informatyki i Zarządzania w Rzeszowie

Zarządzanie ryzykiem walutowym w przedsiębiorstwach
Wyniki projektu badawczego na 1000 największych polskich przedsiębiorstw

Wprowadzenie

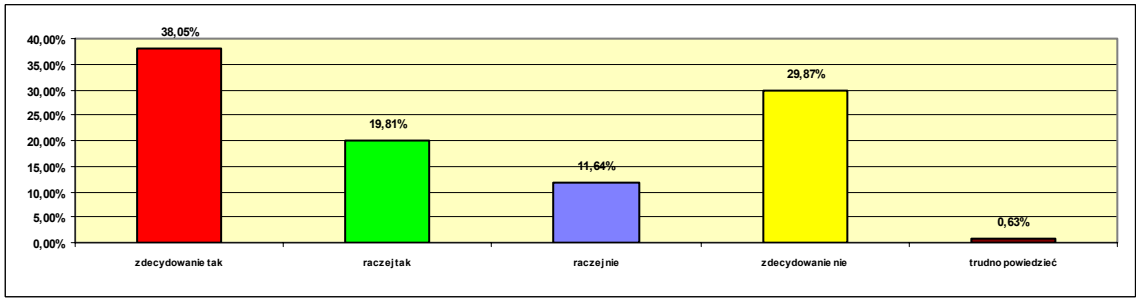
Tegoroczne badania na temat ryzyka walutowego w przedsiębiorstwach są już trzecią z rzędu edycją badań mającą na celu zweryfikowanie i ocenę znaczenia ryzyka walutowego dla przedsiębiorstw. Specyfika badanych zjawisk, która w zdecydowanej części zależy od bieżącej w danym roku sytuacji gospodarczej kraju oraz nade wszystko kursów walutowych, wyraźnie daje obraz tego, jak przedsiębiorstwa są w stanie na bieżąco dostosowywać się do tych zmian oraz szybko i skutecznie reagować na niekorzystne dla siebie zmiany kursów walutowych.

Badania w formie ankiety składającej się z 18 pytań przeprowadzone zostały drogą telefoniczną wśród 846 największych przedsiębiorstw w okresie od 1 kwietnia do 15 maja 2005 r. W porównaniu z poprzednimi dwoma edycjami badań ankieta została zredukowana do najistotniejszych pytań. Dobór przedsiębiorstw do badań miał miejsce na podstawie listy największych przedsiębiorstw według dziennika „Rzeczpospolita" z 2002 r. Ze względu na temat badań z listy tej, podobnie jak w poprzednich edycjach badań, zostały wykluczone przedsiębiorstwa i instytucje z szeroko pojętej branży finansowej i ubezpieczeniowej, gdyż ich charakter działalności jest ściśle związany z zarządzaniem ryzykiem walutowym i tym samym stanowi ono część ich działalności operacyjnej. Celem badań było zanalizowanie podejścia do tej kwestii w przedsiębiorstwach niekoniecznie świadomych skali, w jakiej może to ryzyko ich dotyczyć, ale z powodu oczywistych powiązań gospodarki z rynkiem walutowym i przeprowadzanymi walutowymi operacjami finansowymi zdecydowanie narażonych na to ryzyko.

Z podanej wyżej populacji na udział w badaniach wyraziło zgodę 318 przedsiębiorstw. Warunkiem koniecznym do uwzględnienia danej firmy w badaniach była konieczność rozmowy wyłącznie z kompetentną osobą z działu finansowego lub księgowego, która bezpośrednio bądź pośrednio jest odpowiedzialna za zarządzanie ryzykiem walutowym w danej firmie. Pozostałe 528 przedsiębiorstw nie wyraziło zgody na udział w badaniach głównie z dwóch przyczyn: brak zgody na ujawnienie danych finansowych w formie odpowiedzi na zawarte w ankiecie pytania bądź też skontaktowanie się z kompetentną osobą było niemożliwe, mimo kilkunastu prób w całym okresie ankietyzacji.

Zarządzanie ryzykiem walutowym

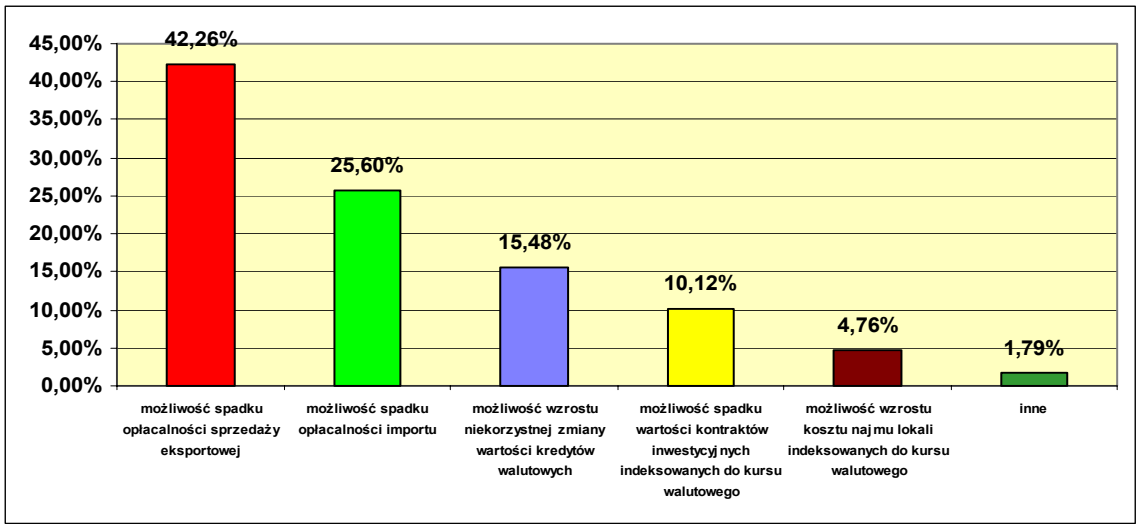
1. Czy według Państwa spółka jest narażona na ryzyko walutowe?



Źródło: WGI SA/IG WSIiZ.

W tegorocznej edycji badań, podobnie jak w dwóch poprzednich, największą ilość wśród ankietowanych stanowią przedsiębiorstwa deklarujące, iż są „zdecydowanie" narażone (38%) bądź „raczej" narażone na ryzyko walutowe (19,8%). Od trzech lat sytuacja co do stopnia narażenia nie ulega znacznym zmianom. Pozytywnym sygnałem jest natomiast wzrost ilości tych przedsiębiorstw, które twierdzą, że „zdecydowanie nie" są narażone na ten rodzaj ryzyka (29%). Wciąż zatem w sumie blisko 60% firm jest „zdecydowanie" bądź „raczej" narażone na ryzyko walutowe, a 40% „raczej nie" bądź „zdecydowanie nie" jest narażone na to ryzyko.

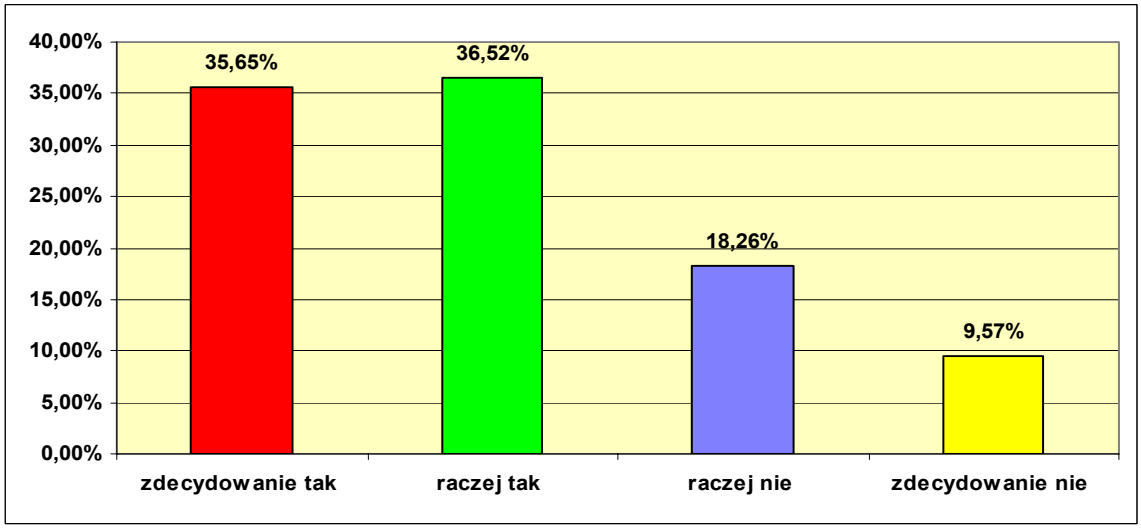
2. Identyfikacja negatywnych skutków ryzyka walutowego.



Źródło: WGI SA/IG WSIiZ.

Wśród negatywnych skutków występowania ryzyka walutowego dominuje w przedsiębiorstwach przede wszystkim przekonanie o możliwości spadku opłacalności eksportu (42% wszystkich odpowiedzi). Możliwość spadku opłacalności importu jest natomiast wskazywana przez co czwarte przedsiębiorstwo (25%). Ponadto do istotnych negatywnych skutków zaliczany jest również wzrost wartości kredytów walutowych, podawany przez blisko 16% przedsiębiorstw. W mniejszym stopniu istotnymi negatywnymi skutkami jest już możliwość spadku kontraktów inwestycyjnych, indeksowanych do kursu walutowego (10%) oraz wzrost kosztu najmu lokali, który jest indeksowany do kursu walutowego (blisko 5%).

3. Czy spółka w swojej działalności doświadczyła negatywnych skutków ryzyka walutowego?



Źródło: WGI SA/IG WSIiZ.

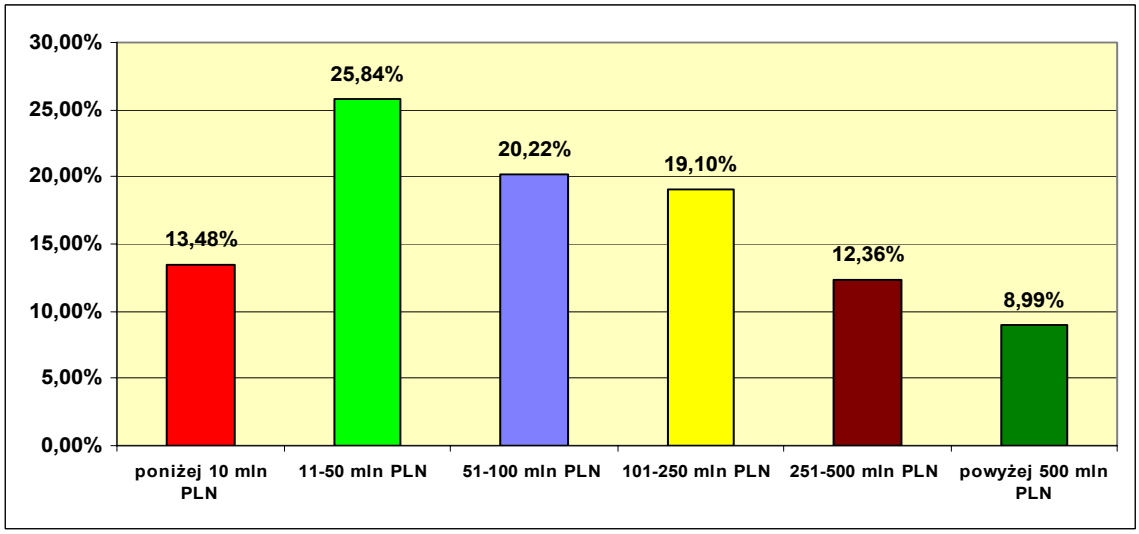
W porównaniu z ubiegłorocznymi wynikami badań niepokojący jest wzrost odsetku przedsiębiorstw, które „doświadczyły" w ostatnim roku negatywnych skutków ryzyka walutowego w swojej działalności i jednocześnie spadek ilości firm, które tego ryzyka nie doświadczyły. Ponad 70% przedsiębiorstw „zdecydowanie" bądź „raczej" doświadczyło negatywnych skutków tego ryzyka w swojej działalności, natomiast blisko 30% „raczej nie" bądź „zdecydowanie nie" doświadczyło ich.

4. Czy spółka starała się ograniczać skutki występowania ryzyka walutowego?

Źródło: WGI SA/IG WSIiZ.

Jedną z przyczyn doświadczania negatywnych skutków ryzyka walutowego jest z pewnością brak odpowiednich zabezpieczeń bądź nieskuteczne ich stosowanie, co wydaje się być potwierdzone przez uzyskane odpowiedzi w tym pytaniu. Blisko 90% firm deklaruje, iż starało się ograniczać skutki występowania ryzyka walutowego, lecz jak wynika z poprzedniego pytania o stopień doświadczenia negatywnych skutków, ograniczanie to nie do końca było skuteczne, chyba że zostało ono zastosowane po wystąpieniu negatywnych skutków w celu zapobieżenia im w przyszłości. Mimo wszystko jednak, w porównaniu z ubiegłorocznymi wynikami, wzrósł odsetek firm, które stosowały jakiekolwiek zabezpieczenia przed ryzykiem walutowym.

5. Jaka wielkość przepływów pieniężnych jest narażona na ryzyko walutowe?

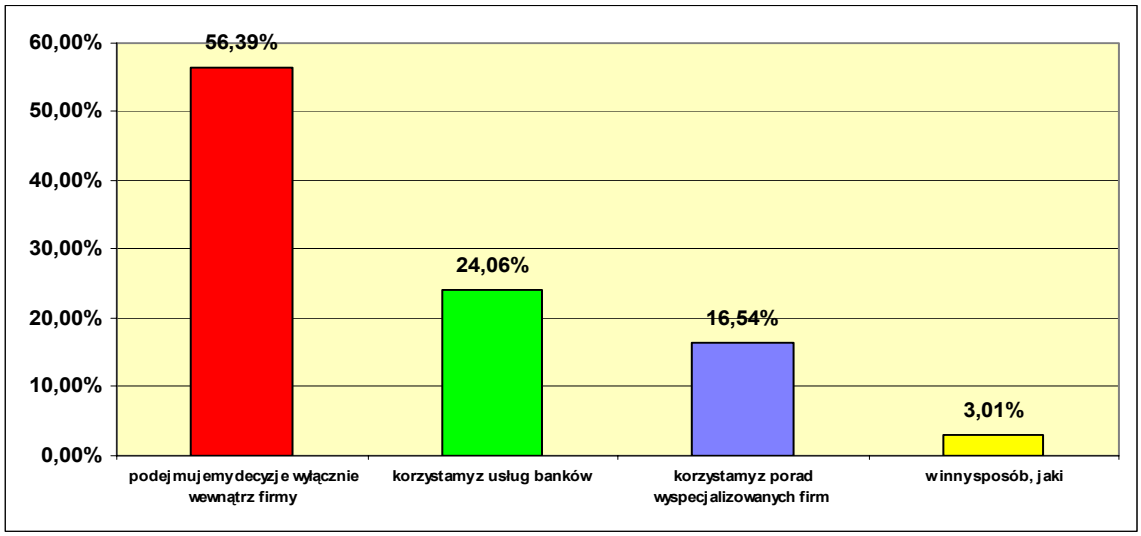


Źródło: WGI SA/IG WSIiZ.

Wielkość przepływów finansowych narażonych na ryzyko walutowe nieznacznie wzrosła w przedsiębiorstwach w porównaniu z ubiegłym rokiem. O ile spadł odsetek firm, gdzie narażeniu na ryzyko walutowe wystawione są przepływy do 10 mln PLN, o tyle wzrósł odsetek firm, w których narażone na to ryzyko są przepływy rzędu 11-250 mln PLN. Najwięcej z tych firm (blisko 26%)

twierdzi, iż narażone są u nich kwoty wielkości 10-50 mln PLN, natomiast mniej więcej co piąte przedsiębiorstwo deklaruje, iż narażeniu podlegają przepływy rzędu 51–100 mln PLN oraz 101-250 mln PLN. W porównaniu z ubiegłym rokiem bardzo nieznacznie spadła jednak równocześnie liczba firm, w których narażone na ryzyko są największe już przepływy, sięgające kwot 251-500 mln PLN (ponad 12%) oraz powyżej 500 mln PLN (niecałe 9%).

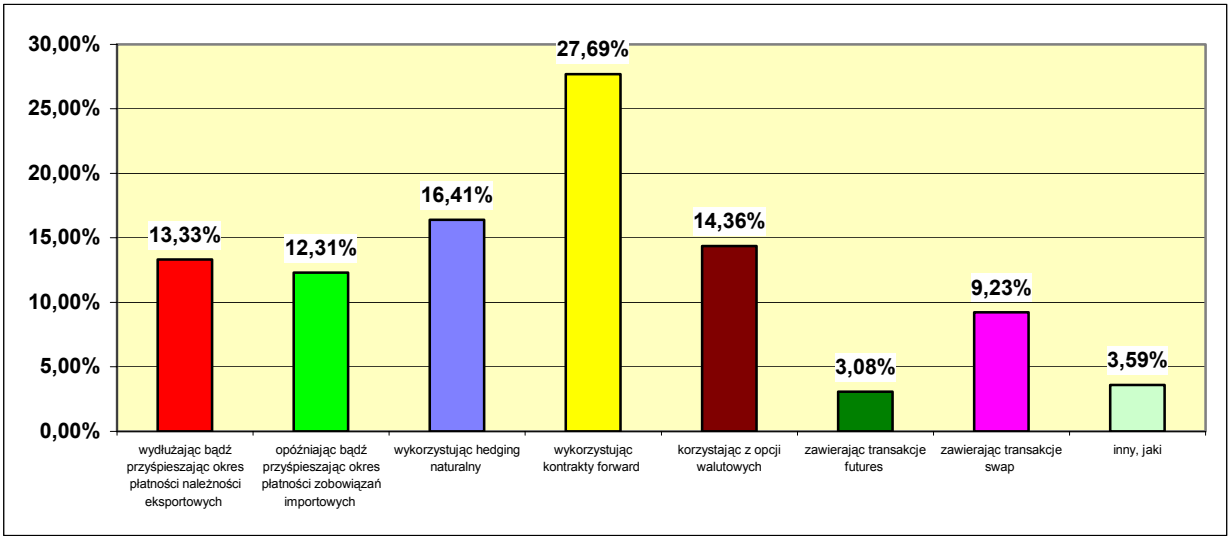
6. Czy decyzje na temat zabezpieczenia przed ryzykiem walutowym podejmują Państwo wewnątrz firmy, czy też konsultujecie je Państwo na zewnątrz?



Źródło: WGI SA/IG WSIiZ.

O ile odsetek przedsiębiorstw, które podejmują decyzje dotyczące zabezpieczenia przed ryzykiem walutowym wyłącznie wewnątrz swojej firmy nie zmienił się w stosunku do ubiegłego roku, o tyle zdecydowanie wzrosła liczba tych przedsiębiorstw, które zaczęły korzystać z usług firm wyspecjalizowanych do zarządzania ryzykiem (z 3% w ubiegłym roku do ponad 16% obecnie). Najprawdopodobniej liczba tych firm wzrosła wskutek zrezygnowania przez niektóre z nich z porad banków w dziedzinie zarządzania ryzykiem, gdyż odsetek korzystających z tej formy podejmowania decyzji o zabezpieczaniu się przed ryzykiem spadł z 30% w ubiegłym roku do 24%. Zdecydowanie również spadł odsetek tych firm (3%), które deklarowały, iż „w inny sposób" podejmują decyzję o zabezpieczaniu.

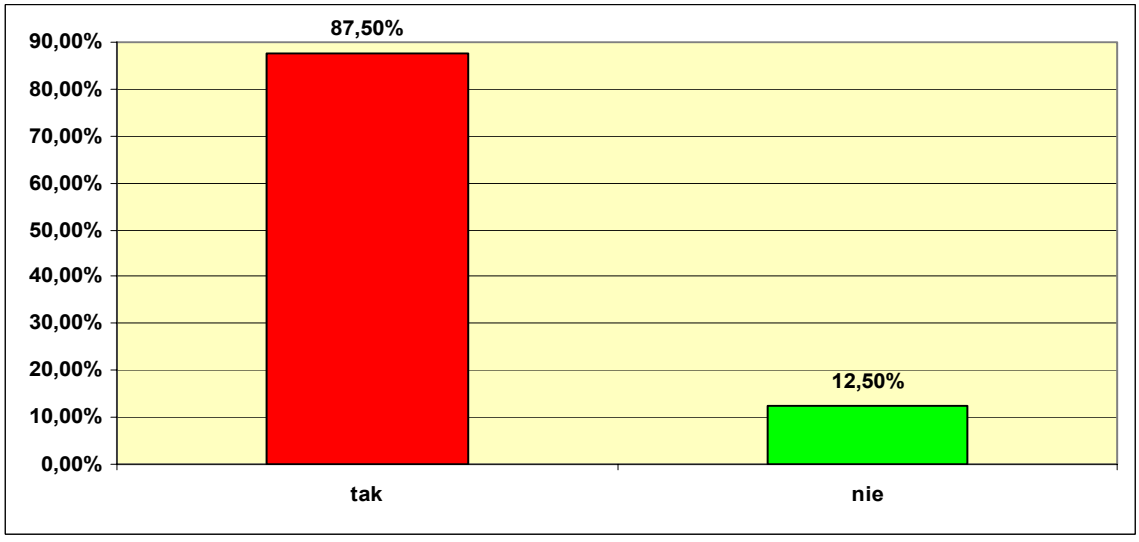
7. W jaki sposób spółka zarządza ryzykiem walutowym w celu minimalizacji jego negatywnych skutków?



Źródło: WGI SA/IG WSIiZ.

Podobnie jak w ubiegłym roku, najpopularniejszymi instrumentami do zarządzania ryzykiem walutowym są w przedsiębiorstwach kontrakty *forward*. Instrumenty te stosowane są przez 27% ankietowanych firm. Wśród pozostałych metod służących do ograniczania ryzyka walutowego popularny jest również *hedging* naturalny (ponad 16%) oraz opcje walutowe (ponad 14%). Natomiast około 13% przedsiębiorstw stara się ograniczać ryzyko walutowe poprzez odpowiednie wydłużanie bądź przyśpieszanie w czasie rozliczeń walutowych z kontrahentami zagranicznymi. Sporadycznie są również wykorzystywane transakcje swapowe, do stosowania których przyznaje się niecałe 10% firm, oraz transakcje *futures* (3%).

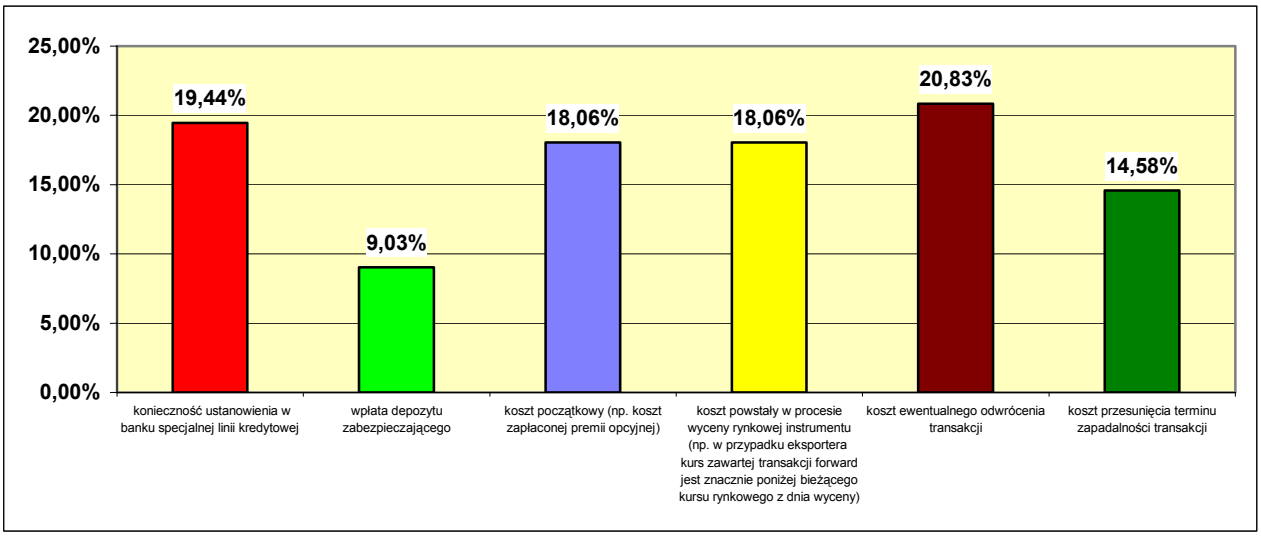
8. Czy w Państwa ocenie wykorzystanie instrumentów zabezpieczających przed zmianami kursów walutowych było korzystne dla firmy?



Źródło: WGI SA/IG WSIiZ.

Zdecydowana ilość firm jest przekonana, że wykorzystywane instrumenty zabezpieczające przed ryzykiem walutowym były korzystnym rozwiązaniem – twierdzi tak ponad 87% firm. Jedynie co ósme przedsiębiorstwo nie jest zadowolone ze stosowanych instrumentów.

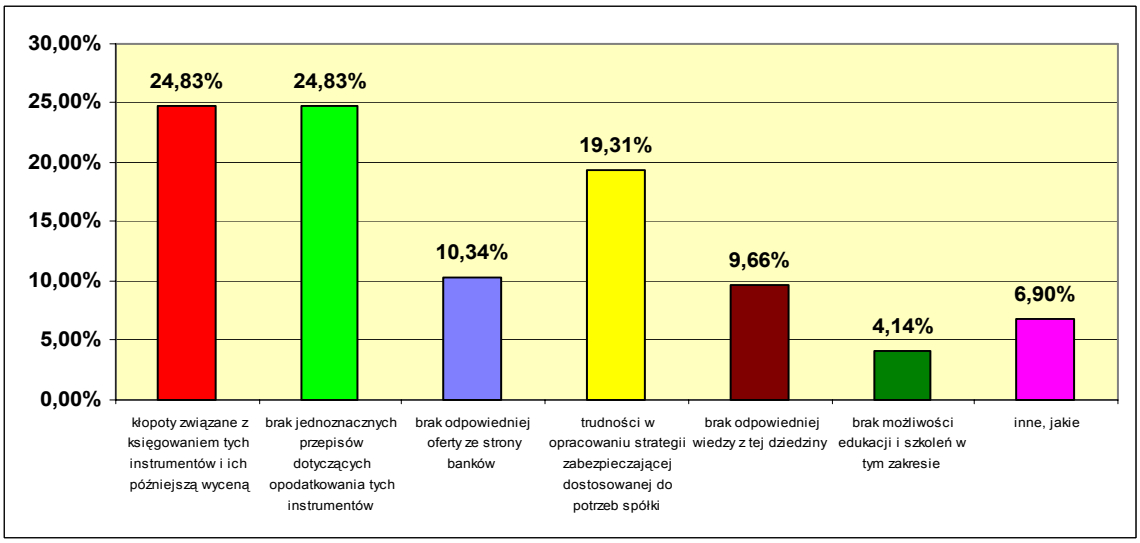
9. Co Państwo rozumieją przez pojęcie „koszt zabezpieczenia ryzyka walutowego”?



Źródło: WGI SA/IG WSIiZ.

Powyższy rozkład odpowiedzi na pytanie dotyczące kosztu zabezpieczenia przed ryzykiem walutowym wskazuje, iż przedsiębiorstwa nie potrafią jednoznacznie określić, co jest tym kosztem dla nich. Jest to o tyle istotne, że skoro nie można zrozumieć poprawnie danego pojęcia, to tym samym nie można w pełni zrozumieć wszelkich aspektów związanych z decyzją o zabezpieczaniu pozycji narażonych na ryzyko. Ankietowane przedsiębiorstwa są jedynie zgodne co do tego, iż w najmniejszym stopniu za koszt zabezpieczenia ryzyka walutowego można uznać wpłatę depozytu zabezpieczającego (blisko 10%). Z kolei największa zgodność wśród przedsiębiorstw co do wskazania kosztu zabezpieczenia ma miejsce odnośnie stwierdzenia, że jest nim „ewentualne odwrócenie zawartych wcześniej transakcji” (ponad 20%) oraz „konieczność ustanowienia w banku specjalnej linii kredytowej” (blisko 20%).

10. Jakie są główne trudności związane z wykorzystaniem walutowych instrumentów pochodnych?

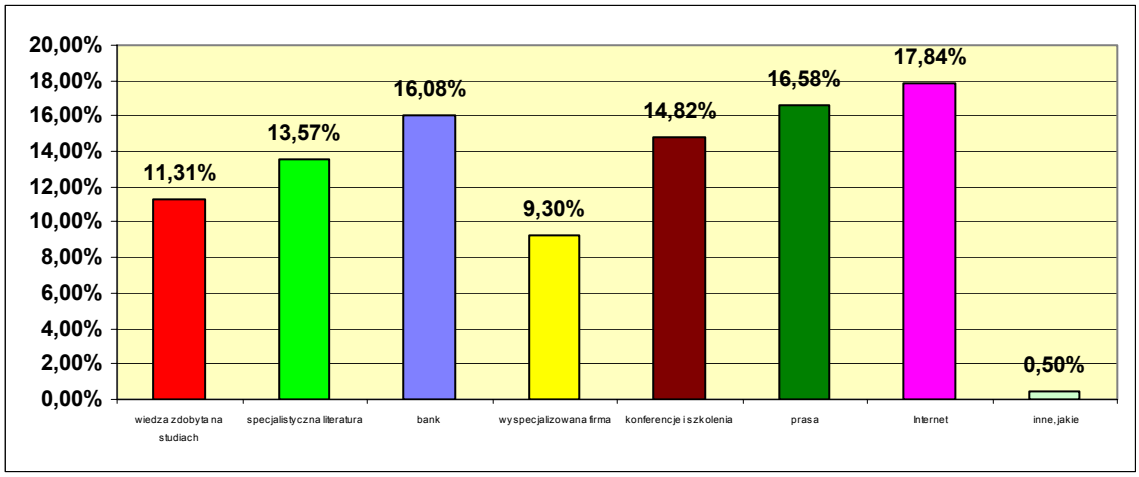


Źródło: WGI SA/IG WSIiZ.

Największe trudności związane z wykorzystaniem instrumentów pochodnych sprawiają przedsiębiorstwom kwestie dotyczące księgowania tych instrumentów oraz ciągły brak jednoznacznych przepisów dotyczących opodatkowania instrumentów pochodnych (blisko 25% odpowiedzi). Poza

typowo prawnymi barierami w skutecznym i płynnym stosowaniu instrumentów pochodnych do znaczących problemów przy stosowaniu tych instrumentów przedsiębiorstwa zaliczają również trudności w opracowywaniu strategii zabezpieczających (blisko 20%). W porównaniu z ubiegłorocznymi wynikami wzrósł zdecydowanie odsetek firm (z 11% do blisko 25%), dla których aspekty prawne powodują bariery w stosowaniu derywatów, i nieznacznie spadł odsetek przedsiębiorstw mających trudności w opracowywaniu skutecznych strategii (z 23% do blisko 20%).

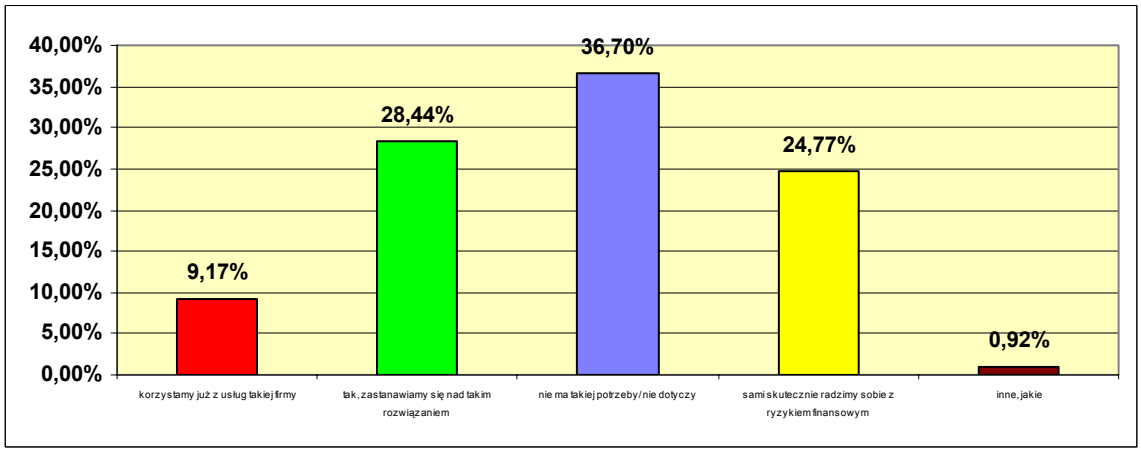
11. Główne źródła informacji o zarządzaniu ryzykiem walutowym



Źródło: WGI SA/IG WSIiZ.

Niezbędne informacje o zarządzaniu ryzykiem walutowym przedsiębiorstwa pozyskują głównie za pośrednictwem Internetu (blisko 18%), z prasy (blisko 17%) oraz z banków (16%). Nie bez znaczenia jest również udział przedstawicieli firm w szkoleniach i konferencjach (blisko 15%) oraz specjalistyczna literatura (blisko 14%). Z badań jednoznacznie wynika, że wiedza zdobyta na studiach jest zdecydowanie za mała, aby pomóc w podejmowaniu właściwych decyzji odnośnie zabezpieczeń oraz że wyspecjalizowane firmy w zarządzaniu ryzykiem wciąż są w zbyt małym stopniu źródłem niezbędnych informacji o ryzyku walutowym dla przedsiębiorstw.

11. Czy rozważaliście Państwo kiedykolwiek skorzystanie z usług firmy wyspecjalizowanej w zabezpieczaniu przed ryzykiem walutowym?



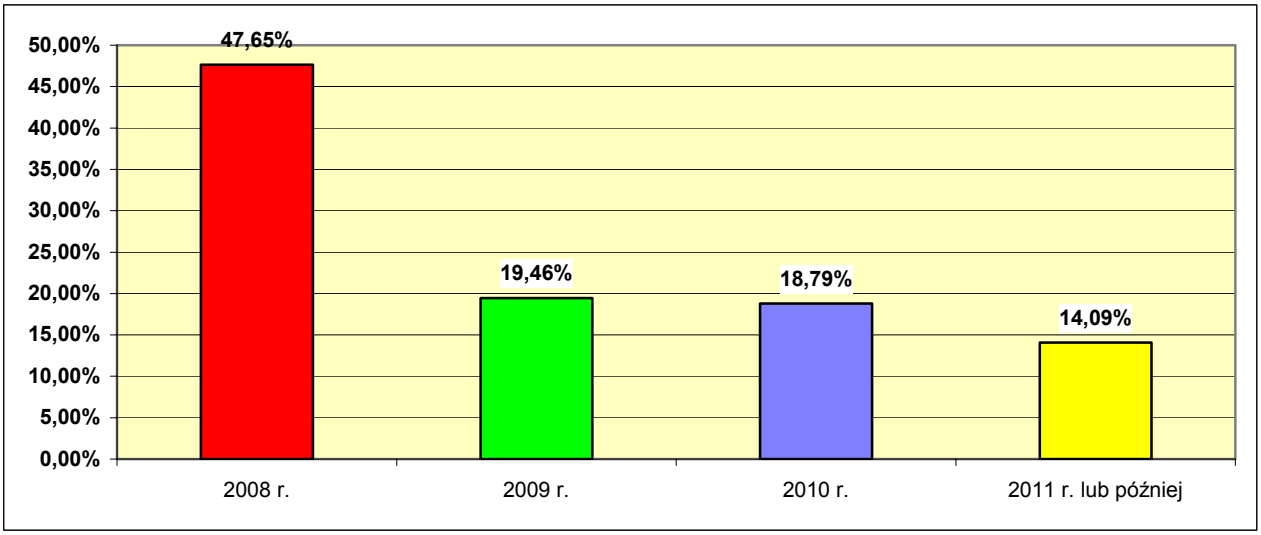
Źródło: WGI SA/IG WSIiZ.

Ponad dwukrotnie na przestrzeniu roku wzrosła liczba firm, które korzystają z usług firm specjalizujących się w profesjonalnym zarządzania ryzykiem walutowym. O ile rok temu jedynie 4% przedsiębiorstw deklarowało, że korzysta z takich usług, o tyle obecnie już ponad 9% firm współpra-

cuje w tej kwestii z odpowiednimi podmiotami. Wzrósł również odsetek firm, które mają zamiar zacząć współpracę ze specjalistycznymi firmami (z 25% do 28%), i jednocześnie spadła liczba firm, które samodzielnie skutecznie zarządzają ryzykiem (z 33% do 24%). Świadczy to zatem o problemach, na jakie napotykają przedsiębiorstwa przy samodzielnej próbie zabezpieczania się przed ryzykiem walutowym.

Europejska Unia Monetarna

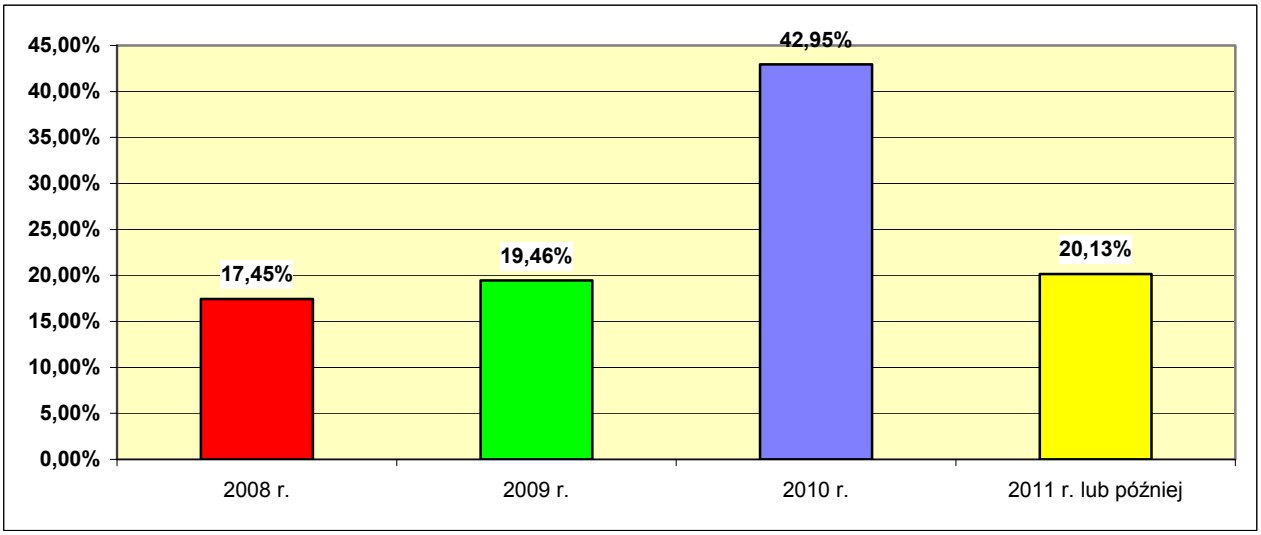
14. Kiedy Polska powinna wejść do strefy euro?



Źródło: WGI SA/IG WSIiZ.

Blisko połowa przedsiębiorstw opowiada się za wstąpieniem Polski do Unii Monetarnej już w 2008 r. Prawie co piąte z nich jest za rokiem 2009 lub 2010, a jedynie 14% firm chciałoby przyjąć wspólną walutę w 2011 r. bądź później. Zdecydowana większość firm jest za jak najszybszym zniesieniem w „naturalny sposób" ryzyka walutowego, przynajmniej jeśli chodzi o rozliczenia w euro.

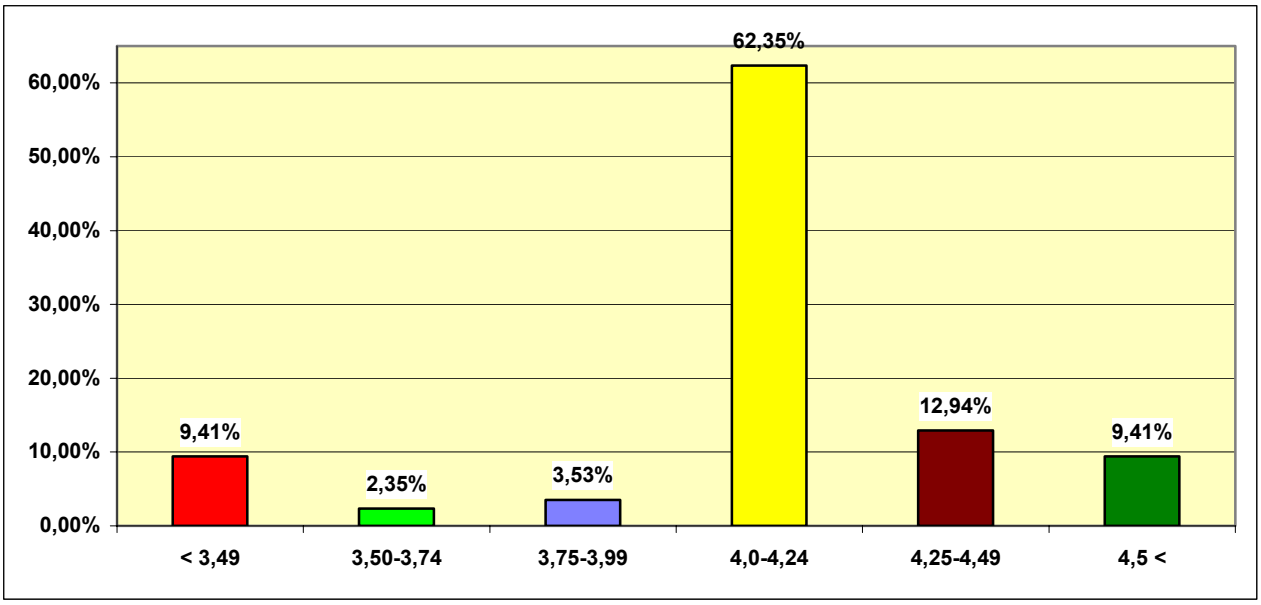
15. Kiedy Polska wejdzie do strefy euro?



Źródło: WGI SA/IG WSIiZ.

Mimo iż większość firm chciałaby jak najszybciej znaleźć się w strefie euro, to jednak są one zdania, że realnie nie będzie na to większych szans. Ponad 40% z nich twierdzi bowiem, iż w praktyce nastąpi to dopiero w 2010 r., a więc 2 lata później, niż życzyłyby one sobie tego.

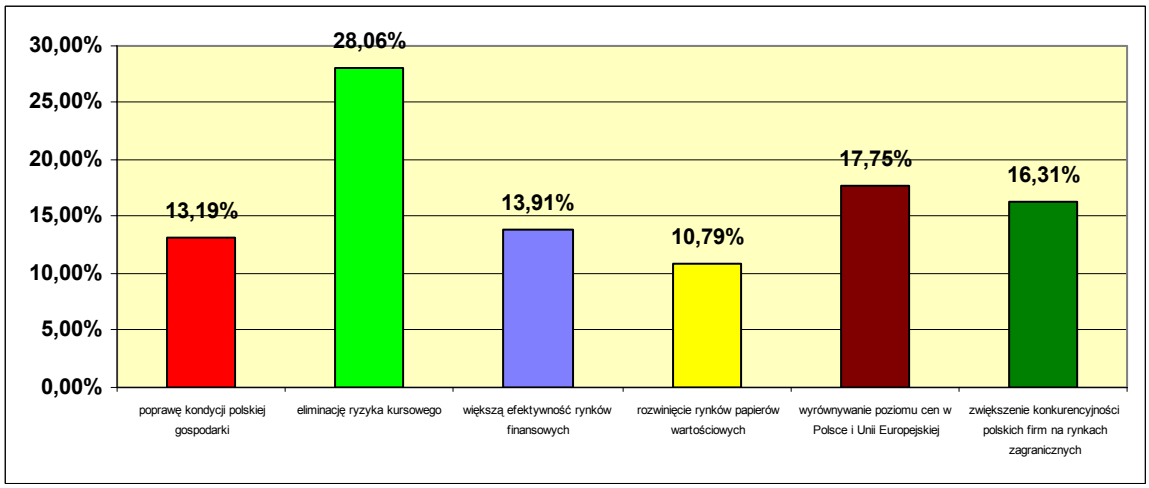
16. Po jakim kursie Polska powinna przystąpić do strefy euro?



Źródło: WGI SA/IG WSIiZ.

Zdecydowana ilość firm jest za przyjęciem kursu wymiany PLN na EUR przy poziomie między 4,0 a 4,24 PLN/EUR. W tym przedziale najczęściej wskazywanym kursem jest kurs 4,0 (47% dokładnych wskazań na ten kurs) oraz kurs 4,25 (39% dokładnych wskazań na ten kurs).

17. Na co będzie miał wpływ fakt przyjęcie przez Polskę euro?



Źródło: WGI SA/IG WSIiZ.

Głównym efektem przyjęcia przez Polskę euro będzie dla przedsiębiorstw eliminacja ryzyka kursowego (ponad 28%). Dla 17% firm przyjęcie euro spowoduje również wyrównanie się cen między Polską a UE oraz zwiększenie się konkurencyjności polskich firm na rynkach zagranicznych. W mniejszym stopniu według przedsiębiorstw fakt przyjęcia euro wpłynie natomiast na rozwój rynków papierów wartościowych (blisko 11%), poprawę kondycji polskiej gospodarki (ponad 14%) oraz większą efektywność rynków finansowych (blisko 14%).

Zakończenie

Z przedstawionych wyników można wysnuć następujące najważniejsze wnioski. Wciąż zdecydowana liczba przedsiębiorstw jest narażona na ryzyko walutowe, co objawia się u nich głownie ryzykiem strat na transakcjach eksportowych i importowych z racji zmienności kursów walutowych. Również zdecydowana ilość przedsiębiorstw doświadczyła w swej działalności negatywnych skutków ryzyka walutowego, mimo iż blisko 90% z nich starało się ograniczać to występowanie. Fakt próby ograniczania ryzyka mógł nastąpić dopiero po wystąpieniu tych negatywnych skutków ryzyka, dlatego nie wiadomo do końca, czy przedsiębiorstwa nie skutecznie zabezpieczały się, czy też robiły to zbyt późno. Pewnym wytłumaczeniem niskiej skuteczności w ochronie przed ryzykiem może być to, że przedsiębiorstwa podejmują decyzje o ewentualnych zabezpieczeniach przed ryzykiem głównie wewnątrz firmy, bez zlecania tej operacji w formie outsourcingu wyspecjalizowanym do tej działalności podmiotom. Przedsiębiorstwom wciąż brakuje specjalistycznej wiedzy na ten temat oraz wszelkich, niezbędnych do tego informacji w takim wymiarze, jak to ma miejsce w firmach profesjonalnie zajmujących się zarządzaniem ryzykiem walutowym. Ponadto, duże trudności przedsiębiorstwom sprawia ciągły brak jednoznacznych przepisów odnośnie księgowania i wyceny instrumentów pochodnych oraz przejrzystych zasad podatkowych. Mimo to blisko 40% firm wciąż nie jest zainteresowana korzystaniem z usług banków lub innych firm zarządzających ryzykiem, a niespełna 25% firm wciąż sama mimo wszystko skutecznie zabezpiecza się przed ryzykiem.

Z badań wynika ponadto, że przedsiębiorstwa nie były do końca przygotowane na silne umocnienie się złotego, które miało miejsce w ubiegłym roku. Dla blisko 40% z nich wywarło to bowiem negatywnych skutek w przepływach finansowych, jednak również dla niespełna 40% umocnienie to nie miało większego znaczenia. Pozostałe przedsiębiorstwa dzięki wzrostowi wartości złotego odnotowały zysk.

Większość firm jest również zgodna co do terminu, kiedy Polska powinna wejść do strefy euro. Według ponad 40% firm powinno to nastąpić jak najszybciej, najlepiej już w 2008 r., co wydaje się być zupełnie oczywiste, gdyż w ten sposób w naturalny i bezkosztowy sposób zostanie całkowicie wyeliminowane ryzyko walutowe w transakcjach rozliczanych w euro. Przedsiębiorstwa zdają sobie sprawę z tego, że praktyczne przyjęcie euro przez Polskę nie nastąpi wcześniej niż w 2010 r.

eFinanse
finansowy kwartalnik internetowy

Jacek Socha
Minister Skarbu Państwa

MEANDRY PRYWATYZACJI

Potoczna obserwacja wskazuje, że prywatyzacja – jak mało które z obecnie używanych słów – wyzwala ogromne emocje. I są to emocje zazwyczaj negatywne. Bez trudu można usłyszeć pejoratywne określenia w rodzaju „złodziejska prywatyzacja", „wyprzedaż majątku narodowego" lub „uwłaszczenie nomenklatury". Trudno byłoby natomiast wskazać pozytywne określenia.

Negatywne nastawienie opinii publicznej do prywatyzacji potwierdzają badania przeprowadzone przez Instytut PENTOR w 2004 r. Wynika z nich, że przeciwnicy prywatyzacji dominują nad jej zwolennikami (odpowiednio 43% i 40%), przy czym zdecydowanych przeciwników jest blisko dwukrotnie więcej niż zdecydowanych zwolenników (odpowiednio 19% i 10%). Jak łatwo przewidzieć, zwolenników prywatyzacji należy szukać raczej wśród osób lepiej wykształconych, mających większe dochody, młodszych i mieszkających w dużych lub średniej wielkości miastach. Co natomiast ciekawe – stosunkowo duże, sięgające 55-60%, poparcie dla prywatyzacji utrzymywało się do 1997 r., potem zaczęło gwałtownie maleć, a od 2002 r. plasuje się na prawie niezmienionym poziomie.

Można wprawdzie analizować pewną niekonsekwencję respondentów, których większość (57%) jest zdania, iż firmy prywatne lepiej przysługują się rozwojowi gospodarczemu niż firmy państwowe, zaś 70% uważa, że firmy prywatne przyczyniają się do przezwyciężenia kryzysu ekonomicznego i rozwoju polskiej gospodarki, tym niemniej nie przesłoni to faktu, że stosunek opinii publicznej do prywatyzacji jest negatywny. Odpowiedź na pytanie, dlaczego, nie jest prosta.

Przystępując 15 lat temu do transformacji gospodarki odziedziczonej po poprzednim ustroju, zdawano sobie sprawę, że jednym z podstawowych narzędzi tych przekształceń muszą być przekształcenia własnościowe. W celu zapewnienia rozwoju gospodarczego należało stworzyć rynek i zapewnić na nim grę konkurencyjną. Państwo, jako właściciel niemal wszystkich istniejących wówczas podmiotów gospodarczych, w oczywisty sposób nie było w stanie zmusić ich do takiej gry. Nawiasem mówiąc, państwo po dziś dzień jest ułomnym właścicielem, pozbawionym możliwości sprawowania w pełni skutecznego nadzoru właścicielskiego, pomimo licznych i w znacznej mierze skutecznych prób jego poprawienia. Nie może jednak m.in. podejmować ryzyka biznesowego poprzez szybkie podnoszenie kapitału, a zatem nie zapewnia należytego rozwoju spółek.

Podstawy prawne

Zdając sobie sprawę z nieodzowności przekształceń własnościowych, dość szybko doprowadzono do uchwalenia przez parlament ustawy o komercjalizacji i prywatyzacji – 13 lipca 1990 r. Ustawa ta – znowelizowana 30 sierpnia 1996 r. – obowiązuje do dziś. Stworzono także grupę aktów prawnych, które dały podstawy odrębnym zasadom prywatyzacji. Dotyczyły one m.in.:

- państwowych przedsiębiorstw gospodarki rolnej (ustawa z 19 października 1991 r. o gospodarowaniu nieruchomościami rolnymi Skarbu Państwa),
- przedsiębiorstw o szczególnym znaczeniu dla gospodarki państwa (ustawa z 5 lutego 1993 r. o przekształceniach własnościowych niektórych przedsiębiorstw państwowych o szczególnym znaczeniu dla gospodarki państwa); Rada Ministrów zaliczyła do nich przedsiębiorstwa z sektorów związanych z wydobyciem węgla kamiennego i brunatnego, handlem węglem kamiennym, wytwarzaniem , a także przesyłem i zbytem energii elektrycznej oraz cieplnej,
- przedsiębiorstw indywidualnie przekształconych w spółki Skarbu Państwa, np. PLL LOT, PZU, Polskie Radio i Telewizja, niektóre banki państwowe i spółdzielcze, porty morskie, Polska Agencja Prasowa, tzw. spółki cukrowe.

Pisząc o podstawach prawnych prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych, nie można pominąć ustawy z 30 kwietnia 1993 r. o Narodowych Funduszach Inwestycyjnych. Miała ona służyć realizacji idei powszechnej prywatyzacji za pomocą bezpłatnego oddawania obywatelom polskim świadectw udziałowych, uprawniających w przyszłości do nabycia akcji Narodowych Funduszy Inwestycyjnych, do których z kolei zostały wniesione akcje 512 spółek Skarbu Państwa.

Patrząc z perspektywy lat, trudno sformułować tezę, że podstawy prawne prywatyzacji były obarczone jakimiś istotnymi wadami. Tym niemniej czas pokazał, że niektóre rozwiązania należało zmodyfikować, inne zaś – wdrożyć. Tylko w ostatnim roku wprowadzono ustawową regulację „złotego weta", umożliwiającego całkowite sprywatyzowanie firm istotnych dla bezpieczeństwa publicznego, przesądzono powstanie Prokuratorii Generalnej, której zadaniem będzie ochrona prawna interesów Skarbu Państwa, w kodeksie spółek handlowych zapisano możliwość przymusowego

wykupienia przez większościowych akcjonariuszy pakietów do 5%, co umożliwi Skarbowi Państwa wyzbycie się tzw. resztówek, a także przygotowano – odrzucony przez parlament – projekt nowelizacji ustawy, pozwalający na komercjalizację zgodną z interesami Skarbu Państwa, nie zaś samych przedsiębiorstw państwowych.

Punkt wyjścia

Można sformułować tezę, że u progu przekształceń własnościowych zabrakło ogólnonarodowej debaty na temat celów i metod ich przeprowadzenia. Czy konkluzje z takiej debaty zachowałyby aktualność do dziś – trudno wyrokować. Zmieniło się w tym czasie otoczenie Polski, przystąpiliśmy do Unii Europejskiej, zmieniła się sytuacja gospodarcza w kraju, wielokrotnie też zmieniały się konfiguracje polityczne, co było zarazem skutkiem i przyczyną zmian poglądów pokaźnych grup społecznych.

Trzeba też pamiętać, że na przełomie lat 1989/1990 nikt – ani w Polsce, ani w krajach byłego, tzw. obozu socjalistycznego, a zatem o zbliżonej gospodarce – nie miał żadnych doświadczeń związanych z przekształceniami własnościowymi. W dodatku na tak ogromną skalę – przypomnijmy, że w 1990 r. poza sektorem rolnictwa funkcjonowały w Polsce 8 453 przedsiębiorstwa państwowe.

Wreszcie, nie było w Polsce kapitału, który mógłby zostać zaangażowany w przejmowanie przedsiębiorstw. Był tylko tzw. nawis inflacyjny – pojęcie od dawna już zapomniane – czyli oszczędności w znacznej mierze przymusowe, spowodowane niedostateczną podażą towarów rynkowych. Ten nawis został zresztą wkrótce zjedzony przez galopującą inflację.

Dla zobrazowania złożoności tego procesu wystarczy proste porównanie do byłej Niemieckiej Republiki Demokratycznej, która została inkorporowana do Republiki Federalnej Niemiec. Kapitału było w kraju pod dostatkiem, nie cierpiano na brak kadry doskonale przygotowanej do kierowania spółkami w warunkach rynkowych, a mimo to przekształcenia własnościowe zakończyły się upadkiem wielu firm i drastycznym wzrostem bezrobocia.

Czysto hipotetycznie zatem – należało najpierw przyjąć, co jest do sprywatyzowania, a co powinno pozostać we władaniu państwa. Czy najpierw prywatyzować przemysły surowcowe czy też np. produkujące towary masowego użytku? Czy banki powinny być przed stoczniami, a gorzelnie przed hutami, czy odwrotnie? Tyle tylko, że na przygotowanie takiego precyzyjnego, starannie przemyślanego planu nie było wówczas najmniejszych szans. Pozostawała swego rodzaju improwizacja, czyli realizacja zamierzeń poszczególnych gabinetów, a ściślej rzecz biorąc – poszczególnych ministrów przekształceń własnościowych, a następnie skarbu. Jak wiele było tych koncepcji, niech zaświadczy fakt, iż – rozpoczynając rachubę od niezapomnianej pamięci Krzysztofa Lisa – jestem piętnastym ministrem zajmującym się przekształceniami własnościowymi i zapewne nie ostatnim.

Presja budżetu

Przekształcenia własnościowe w gruncie rzeczy od samego początku odbywały się pod presją budżetu państwa. Bez względu na to, w jaki sposób definiowano przeznaczenie środków płynących z prywatyzacji, zawsze w ostatecznym rozrachunku służyły one do bilansowania wpływów i wydatków z państwowej kasy. Rodziło to skłonność do maksymalizacji przychodów, czasem kosztem rezygnacji bądź ograniczenia innych celów, np. wprowadzenia pełnej konkurencyjności w wybranym segmencie rynku lub zapewnienia spółce dokapitalizowania umożliwiającego dynamiczny rozwój.

Oczywistym następstwem presji budżetu jest skłonność do prywatyzowania w pierwszej kolejności spółek dużych, dochodowych lub mogących w perspektywie przynosić znaczne dochody, najlepiej mających monopolistyczną lub przynajmniej dominującą pozycję na rynku. Stąd wcześniej sprywatyzowano banki niż energetykę, telekomunikację niż górnictwo, Orlen niż rafinerie południowe.

Poniekąd ubocznym skutkiem tej skądinąd zrozumiałej tendencji było pozostawianie mniejszych spółek poza głównym nurtem przekształceń, co dla wielu z nich skończyło się upadłością. Spośród wspomnianych blisko 8,5 tys. przedsiębiorstw państwowych istniejących w 1990 r., około 1,8 tys. uległo likwidacji. Trudno dziś osądzić, czy i jak wiele z nich mogłaby uchronić przed likwidacją wcześniejsza prywatyzacja.

Innym następstwem budżetowej presji jest pozostawanie we władaniu Skarbu Państwa licznych tzw. resztówek. Do tego tematu jeszcze wrócę. W tym miejscu dodam tylko, że ich zbycie wymaga często nakładów pracy porównywalnych z przeprowadzeniem całkowicie nowej prywatyzacji, przy efektach finansowych niewspółmiernie mniejszych.

Odrębną wreszcie kwestią, która nie została przesądzona u zarania przekształceń własnościowych, jest redystrybucja całości przychodów z prywatyzacji za pośrednictwem budżetu państwa lub też wydzielanie części środków z przeznaczeniem np. na restrukturyzację spółek bądź dokapitalizowanie spółek mających duży potencjał rozwojowy. Systemowo patrząc – przejrzystość finansów państwa wymaga, aby do budżetu trafiały wszystkie przychody, a dopiero następnie były dzielone z uwzględnieniem hierarchii potrzeb. Z drugiej strony, presja wywierana na budżet sprawia, że nawet ze wszech miar celowe i ekonomicznie uzasadnione inwestycje restrukturyzacyjne i rozwojowe nie są finansowane. Jedyną instytucją działającą na tym polu jest Agencja Rozwoju Przemysłu, ustawowo wspierana odpisami z wpływów prywatyzacyjnych. Nie powiodła się natomiast próba rozwiązania sektorowego, jakim miała być Nafta Polska SA. Utworzona z zamiarem przeznaczenia wpływów z prywatyzacji najłatwiej zbywalnych spółek na rozwój słabszych, wkrótce została pozbawiona tego zadania.

Restrukturyzacja a prywatyzacja

Skłonność do maksymalizacji przychodów nie pozostawała bez wpływu na rozstrzygnięcie jednego z podstawowych dylematów towarzyszących prywatyzacji od samego początku. Mianowicie: czy najpierw restrukturyzować czy też najpierw prywatyzować. Prostego rozwiązania tego problemu nie ma.

Restrukturyzacja spółki odsuwa w czasie przychody z jej prywatyzacji, choć zarazem stwarza szansę na ich powiększenie.

W przypadku kierowania spółki na giełdę, konieczność jej uprzedniej restrukturyzacji nie podlega dyskusji. Nie można bowiem oferować inwestorom akcji spółki, której sytuacja nie została ustabilizowana.

W przypadku inwestora strategicznego sekwencja zdarzeń może być odwrotna, bowiem to on w ostatecznym rozrachunku musi zaakceptować program rozwoju spółki i z myślą o zawartych w nim celach wesprzeć restrukturyzację. Wiąże się to ze zmniejszeniem przychodów prywatyzacyjnych, ale dla samej spółki jest zdecydowanie korzystniejsze.

Restrukturyzacja spółki przynosi wymierne korzyści, najpierw jednak wymaga nakładów. Dopiero w 2002 r. utworzono specjalny Fundusz Restrukturyzacji Przedsiębiorców, ustawowo finansowany z 15-procentowych odpisów z wpływów z prywatyzacji. Wcześniej niektóre spółki, zwłaszcza te bardziej znaczące, były dokapitalizowywane z myślą o ich restrukturyzacji. Przykłady PKO BP SA, PZU SA, BGŻ SA mogą świadczyć o efektywności tego rodzaju inwestycji.

Restrukturyzacja spółki należącej do Skarbu Państwa wymaga także dużej determinacji ze strony zarówno jej organów zarządzających, jak i nadzoru właścicielskiego. Wydzielanie spółek niezwiązanych z podstawową działalnością i racjonalizacja zatrudnienia budzą zrozumiałe obawy pracowników o miejsca pracy, a w ślad za tym – ich opór wobec wszelkich działań naprawczych. Pojawiają się żądania gwarancji pracowniczych – tym większych, im silniejsza spółka lub branża. Publiczna krytyka tych gwarancji sprawia, że determinacja nadzoru właścicielskiego w sprawie przedsięwzięć restrukturyzacyjnych słabnie.

Giełda czy inwestor strategiczny

Często dyskutowanym tematem jest sposób prywatyzacji: poprzez giełdę czy poszukiwanie inwestora strategicznego. Jest to dylemat sztuczny. Nie ma żadnego uniwersalnego modelu – znajdującego uzasadnienie w teorii lub praktyce prywatyzacji – który można byłoby zastosować w każdym przypadku. Decydująca jest w gruncie rzeczy wielkość i kondycja finansowa spółki.

W przypadku spółek mniejszych i słabszych, wymagających wsparcia finansowego, technologicznego, marketingowego itp., inwestor strategiczny jest korzystniejszy. Zwłaszcza jeśli jest to duża, międzynarodowa firma, która może wprowadzić wyroby spółki do swojej sieci sprzedaży, udostępnić nowoczesną, czasami unikalną technologię, przenieść bardziej efektywne metody zarządzania.

Natomiast akcje spółek dużych, w dobrej sytuacji ekonomicznej, mogą i powinny być oferowane poprzez giełdę papierów wartościowych. Zapewnia im się w ten sposób zróżnicowany akcjonariat, dostęp – również w przyszłości – do najtańszego, bo giełdowego, kapitału, a także – a może najważniejsze – przejrzystość ich działania.

Prywatyzowanie poprzez giełdę ma zarazem swój szerszy wymiar. Rozwój rynku kapitałowego sprzyja rozwojowi gospodarki kraju, dając jednocześnie możliwość obiektywnej weryfikacji kondycji poszczególnych spółek. Nie przypadkiem – co łatwo zauważyć, porównując wskaźniki indeksów giełdowych i jej kapitalizację z tempem wzrostu PKB – dynamicznemu rozwojowi rynku kapitałowego towarzyszył dynamiczny rozwój gospodarki kraju, i odwrotnie.

Nie bez znaczenia jest wreszcie stwarzanie – dzięki nowym ofertom giełdowym – możliwości inwestowania dla Otwartych Funduszy Emerytalnych. Przeprowadzono reformę emerytalną, która obejmuje miliony Polaków. OFE gromadzą nasze składki i dysponują miliardami złotych, które muszą intratnie inwestować. Od tych inwestycji zależą nasze przyszłe emerytury. Zarazem fundusze są inwestorami stabilnymi, przyczyniającymi się do wzrostu wartości spółek. Interes jest zatem obopólny – rozwijanie rynku kapitałowego służy i spółkom, i nam wszystkim jako przyszłym emerytom.

Mniejszościowy czy większościowy

Brak już na samym początku transformacji ustrojowej określonej koncepcji prywatyzowania, skądinąd zrozumiały wobec niedostatku jakichkolwiek doświadczeń, zaowocował m.in. zróżnicowanym podejściem do tego procesu. Przesadą byłoby stwierdzenie, że co minister, to nowa koncepcja, ale z całą pewnością przyszły badacz tych procesów będzie w stanie wyodrębnić przynajmniej kilka charakterystycznych. Jednym z typowych dylematów było: zaczynać od sprzedaży pakietu mniejszościowego czy też większościowego.

W przypadku spółek dopuszczonych do obrotu publicznego doskonale rozumiem, sam to zresztą stosowałem np. wobec PKO BP SA czy Polmosu Białystok SA, sprzedaż poprzez giełdę mniejszościowego pakietu akcji. Zyskuje się w ten sposób przejrzystość spółki, co jest wartością samą w sobie, zarazem nie tracąc kontroli przez Skarb Państwa. Wciąż pozostaje wybór: dopuścić inwestora branżowego (jak w przypadku wspomnianego Polmosu) lub też sprzedawać kolejne pakiety akcji, znając już ich wartość, którą określa rynek.

Najkorzystniejszym rozwiązaniem w przypadku prywatyzacji z inwestorem strategicznym jest sprzedaż wszystkich akcji, z uwzględnieniem puli przypadającej ustawowo pracownikom. W ten sposób zarówno prawa do sprawowania rzeczywistego nadzoru, jak i odpowiedzialność za kierowanie sprawami spółki, ceduje się na inwestora. Jest to sytuacja klarowna. Pozostawianie mniejszościowego pakietu w rękach Skarbu Państwa rodzi pytanie o sens tego przedsięwzięcia. Ponadto bywa źródłem rozlicznych kłopotów.

Pół biedy, jeśli jest to pakiet blokujący niektóre uchwały walnego zgromadzenia. Dzięki temu jest on atrakcyjny dla inwestora i może zostać korzystnie zbyty. Gorzej, jeśli akcje spółki dzieli się na kilka pakietów i zamierza je systematycznie sprzedawać.

Resztówki – wynik plasterkowania

Taka właśnie praktyka – bo trudno do niej znaleźć teorię – obowiązywała przez pewien czas. W żargonie Ministerstwa Skarbu Państwa nazywała się plasterkowaniem. W rezultacie Skarb Państwa jest posiadaczem wielu małych i bardzo małych pakietów akcji spółek niepublicznych, które to pakiety są wyjątkowo trudno zbywalne.

Dla porządku dodajmy, że nie tylko praktyka plasterkowania doprowadziła do tego stanu rzeczy. Sporo mniejszościowych pakietów pozostało po Programie Powszechnej Prywatyzacji, niektóre w wyniku nieobjęcia akcji przez uprawnionych pracowników.

W ubiegłym roku w Ministerstwie Skarbu Państwa podjęta została próba zbycia mniejszościowych pakietów. Do inwestorów dominujących w poszczególnych spółkach dwukrotnie wystosowano listy z pytaniem, czy są skłonni odkupić te akcje. Zainteresowanie było znikome, a wielu inwestorów nawet nie odpowiedziała na list.

W celu umożliwienia wyjścia Skarbu Państwa ze spółek, w których posiada znikome udziały, do kodeksu spółek handlowych wprowadzono nowy art. 418^{I}. Zawiera on przepisy umożliwiające akcjonariuszom reprezentującym nie więcej niż 5% kapitału zakładowego zbycie ich akcji nie więcej

niż 5 akcjonariuszom reprezentującym nie mniej niż 95% kapitału zakładowego, a w razie gdyby nie było to możliwe – zbycie akcji spółce w celu ich umorzenia. Rzecz jasna, regulacja ta dotyczy nie tylko Skarbu Państwa, ale wszystkich drobnych akcjonariuszy.

Rozwiązanie to jest symetryczne wobec już istniejącego, zapisanego w art. 418. Kodeksu spółek handlowych, zgodnie z którym akcjonariusze większościowi mogą powziąć na walnym zgromadzeniu uchwałę zobowiązującą akcjonariuszy reprezentujących mniej niż 5% kapitału zakładowego do odsprzedaży im wszystkich swoich akcji.

Brak porozumienia politycznego

Przedstawiony powyżej tekst nie pretenduje do roli ani kompendium wiedzy na temat przekształceń własnościowych w Polsce w okresie minionych 15 lat, ani wyczerpującego omówienia problemów, jakie przychodzi rozwiązywać podczas prowadzenia procesów prywatyzacyjnych. Może najbardziej adekwatnym określeniem byłoby, że jest to zbiór spostrzeżeń związanych z zadanym przez redakcję tematem, zawartym w tytule.

Prawdą jest, że prywatyzacja w Polsce nie szła prostą, ustaloną drogą, a zataczała meandry. O niektórych przyczynach wspomniałem. Powodem zasadniczym jest brak faktycznego, choć niekoniecznie formalnego porozumienia pomiędzy partiami politycznymi – jeśli nie wszystkimi, to przynajmniej większością z nich. Nie porozumiano się co do istotnego sensu prywatyzacji, jej zasięgu, podstawowych metod oraz przeznaczenia osiąganych dzięki niej środków. Stąd m.in. atmosfera podejrzliwości i krytyka przybierająca nie zawsze racjonalny wymiar. Ze środowisk politycznych przenosi się to na całe społeczeństwo.

W przypadku polityki gospodarczej najwyraźniej udało się osiągnąć takie nieformalne porozumienie. Z wyjątkiem okresów przedwyborczych, rządzących się własnymi prawami, żaden poważny polityk nie postuluje rozwiązań ograniczających swobodę działalności gospodarczej. Przyjmuje się, że byłby to zamach na rozwój gospodarczy kraju.

W przypadku prywatyzacji kolejne ekipy rządzące, a nawet poszczególni ministrowie, powodowali to przyspieszenie, to spowolnienie. Raz górą była „liberalizacja gospodarki", innym razem – jej „narodowy charakter", przy czym wszystkim zapewne leżał na sercu rozwój gospodarczy kraju.

Meandry są na porządku dziennym. Może dla optymistycznego zakończenia: należy cieszyć się, że prywatyzacja nie zatacza jeszcze koła?