

Audyt jako narzędzie detekcji niekorzystnego wpływu instrumentów pochodnych na przedsiębiorstwo

Paweł Kowalski, mgr, absolwent studiów podyplomowych, Wydział Nauk Ekonomicznych, Uniwersytetu Warszawskiego

Działania kadry kierowniczej każdego przedsiębiorstwa mają dalekosiężne i w znacznej mierze nieodwracalne skutki. Dowodzi tego sytuacja na przełomie 2008 i 2009 roku, kiedy to duża zmienność kursów na rynkach walutowych miała decydujący wpływ na wyniki finansowe polskich eksporterów, głównie w czwartym kwartale 2008 i pierwszym kwartale 2009 roku. Niekiedy efekt niekorzystnego oddziaływania wzmocniła niedostateczna kontrola wewnętrzna realizacji polityki zabezpieczającej ryzyko kursowe, a zwłaszcza poziom tego zabezpieczenia, a także konstrukcja zastosowanych w tym celu instrumentów finansowych. W grudniu 2008 roku, spośród 162 spółek giełdowych posiadających derywaty, w opcje zaangażowanych było 99 emitentów [KNF, 2008, s. 3]. Pomimo iż najczęściej wykorzystywanymi instrumentami do zabezpieczenia przychodów przed wahaniami kursów walutowych są transakcje typu forward, największe straty przyniosły opcje walutowe. O ile jeszcze w grudniu 2008 roku straty z tytułu rozliczonych już opcji szacowane były na około 155 mln zł, to 13 lutego 2009 roku oszacowano je na 9 mld, a 17 kwietnia na 4,5 mld [KNF, 2009a]. Konsekwencje decyzji podjętych w drugim i trzecim kwartale 2008 roku odczuwalne będą aż do wygaśnięcia stosownych umów z bankami w poszczególnych jednostkach gospodarczych.

Oprócz obiektywnych przesłanek, takich jak narastający kryzys gospodarczy i znaczące wahania na rynkach walutowych, w wielu przypadkach popełniono błędy, co potwierdzają wnioski regulatora rynku, gdyż

z analizy danych przeprowadzonej przez Urząd KNF wynika, iż część transakcji na instrumentach pochodnych, zawieranych przez podmioty niefinansowe miała charakter spekulacyjny [KNF, 2008, s. 3.].

Pojawia się również problem z prawidłową sprawozdawczością finansową czy wręcz ukrywanie problemu, co stanowi naruszenie zasad komunikacji z rynkiem i Dobrych Praktyk oraz zwiększa ryzyko niewykrycia istotnych nieprawidłowości przez audyt zewnętrzny w trakcie procesu rewizji finansowej. Zwracał na to uwagę przewodniczący Komisji Nadzoru Finansowego w piśmie do prezesa Krajowej Rady Biegłych Rewidentów w kontekście badania sprawozdań finansowych za 2008 rok [Kluza, 2009].

Celem niniejszego tekstu jest przybliżenie przepisów, których właściwa implementacja w podmiotach gospodarczych pozwoliłaby w znacznej mierze uniknąć niedawnych problemów oraz stworzenie mechanizmu, który ułatwi w przyszłości członkom wewnętrznego komitetu audytu w ramach rady nadzorczej i audytorom zewnętrznym uchronić badany podmiot przed potencjalnymi trudnościami wynikającymi z niewłaściwego wykorzystania potencjału, jaki niewątpliwie dają derywaty.

Przytaczane przykłady pochodzą z transparentnych podmiotów notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, gdzie dzięki szczegółowym obowiązkom informacyjnym oraz dbałości o najwyższe standardy uzyskuje się łatwiejszy dostęp do finansowania działalności i prestiż związany z renomą elitarnego grona podmiotów znajdujących się w obrocie publicznym. Dobór metodą próby celowej umożliwia wykazanie popełnionych błędów, a odpowiednie regulacje odgórnie, narzucające pewne ramy sprawozdawczości, stwarzają podstawy informacyjne do wskazania tychże błędów.

1. Przepisy redukujące ryzyko korporacyjne oraz regulujące komunikację z rynkiem

Prowadzenie działalności gospodarczej, niezależnie od branży i charakteru działalności, rodzi ryzyko i niepewność. W dużych organizacjach redukuje je zarządzanie ryzykiem korporacyjnym na poziomie zarządu, w średniej wielkości spółkach — doświadczenie i profesjonalny osąd kadry kierowniczej średniego szczebla, a w małych firmach niejednokrotnie jest to znajomość branży i intuicja w zakresie procesów biznesowych właściciela. Już poza procesem zarządzania jednym z ostatnich narzędzi, które pozwala niwelować ryzyko, jest audyt jako kontrola prewencyjna *ex ante* pozwalająca zlikwidować zagrożenie przed wystąpieniem niekorzystnych zjawisk.

Ryzyko ujęte przez pryzmat zależności przyczynowych może być redukowane przez odpowiedni ład korporacyjny, kontrole wewnętrzne, odpowiednie procedury i strategie — w tym — w zakresie rekrutacji pracowników oraz rozwijania ich kwalifikacji, jak również rzetelne plany awaryjne [Opolski, 2008, s. 25]. Kierownictwo podejmuje działania zmierzające do identyfikacji, pomiaru ekspozycji oraz określenia sposobu postępowania z ryzykiem w celu ograniczenia jego wpływu na gospodarkę finansową.

Instrumenty finansowe wystawiają podmiot gospodarczy na kilka rodzajów ryzyk: kredytowe, walutowe, stopy procentowej, płynności, rynkowe oraz inne ryzyko cenowe¹, natomiast reakcje na ryzyko, można podzielić na następujące kategorie: unikanie ryzyka, jego ograniczanie, dzielenie się i akceptację ryzyk [COSO,

¹ Podano za Załącznikiem A „definicje terminów” do MSSF 7, *Instrumenty finansowe: ujawnianie informacji*, znajdującym się w Rozporządzeniu Komisji (WE) Nr 1126/2008, z dnia 3 listopada 2008 r., przyjmującym określone międzynarodowe standardy rachunkowości zgodnie z rozporządzeniem (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady, L 320/425.

2007, s. 51]. Oceniając ryzyko, kierownictwo analizuje oczekiwane i nieoczekiwane zdarzenia [COSO, 2007, s. 57]. Za przykład posłużyć tu może wysoka amplituda zmian na rynku walutowym oraz złożoność samego procesu zabezpieczenia.

Odpowiedzią na ryzyko związane z nieadekwatnością reakcji kierownictwa w stosunku do zidentyfikowanego ryzyka oraz jego detekcji są wypracowane w ostatnich latach standardy audytu. Związane one są z publikacjami Komitetu Organizacji Sponsorujących Komisję Treadwaya (COSO). Podczas poprzedniego kryzysu gospodarczego z lat 2000–2003 amerykański regulator rynku (Security Exchange Commission), w wyniku zaskakujących bankructw światowych gigantów, zmuszony był do poszukania skuteczniejszych sposobów komunikacji zarządów z rynkiem kapitałowym. Efektem prac była ustawa *Sarbanes-Oxley Act* (SOA), będąca w istocie reformą zasad *Corporate Governance*. Sekcja 404 ustawy (*Management assessment of internal controls*) zaprowadzała nowe, rygorystyczne obostrzenia, dotyczące wymogów wobec kontroli wewnętrznej w kontekście sprawozdawczości finansowej². W ślad za amerykańskimi regulacjami poszedł Parlament Europejski i Rada Unii Europejskiej, wprowadzając dla Europejskiego Obszaru Gospodarczego szereg nowych przepisów. Dotyczą one m.in. zawarcia w *sprawozdaniu z działalności* oświadczenia o stosowaniu ładu korporacyjnego, opisu głównych cech stosowanych w spółce systemów kontroli wewnętrznej i zarządzania ryzykiem w odniesieniu do procesu sporządzania sprawozdań finansowych³, wymagań wobec biegłych rewidentów i firm audytorskich, uwzględnienia zasad zawartych w kodeksie etycznym Międzynarodowej Federacji Księgowych (IFAC)⁴ oraz przypominają o znaczeniu Rad Nadzorczych. Również polskie przepisy zostały znowelizowane z duchem czasu. Polskim odpowiednikiem *Corporate Governance* jest ład korporacyjny⁵. Jego celem jest umacnianie transparentności spółek giełdowych, poprawa jakości komunikacji spółek z inwestorami,

² Zgodnie z nimi dyrektor generalny (CEO) i dyrektor finansowy (CFO) spółki mają obowiązek załączyć do rocznego sprawozdania finansowego oświadczenie dotyczące systemu kontroli wewnętrznej spółki, określające: (1) odpowiedzialność kierownictwa za ustalenie i utrzymanie odpowiednich mechanizmów kontroli wewnętrznej oraz procedur dotyczących sprawozdawczości finansowej spółki; (2) ocenę przez kierownictwo skuteczności kontroli wewnętrznej spółki oraz procedur sprawozdawczości finansowej — Public Law, 107–204-July 30, 2002; 116 STAT.789.

³ *Dyrektywa 2006/46/WE Parlamentu Europejskiego i Rady Europy z dnia 14 czerwca 2006 r. zmieniająca dyrektywy Rady 78/660/EWG w sprawie rocznych sprawozdań finansowych niektórych rodzajów spółek, 83/349/EWG w sprawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych, 86/635/EWG w sprawie rocznych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych banków i innych instytucji finansowych oraz 91/674/EWG w sprawie rocznych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych zakładów ubezpieczeń*, art. 46a, L 224/4.

⁴ Zagadnieniu temu poświęcona jest niemal w całości *Dyrektywa 2006/43/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 17 maja 2006 r.*, zwłaszcza rozdziały IV–VI. Z uwagi na duże różnice pomiędzy poszczególnymi państwami członkowskimi, w wielu punktach przenosi się odpowiedzialność na lokalne władze państwowe dla zapewnienia niektórych standardów.

⁵ Pierwszy regulujący je dokument wydano w 2002 r., a 4 lipca 2007 r. Rada Nadzorcza GPW, na wniosek Zarządu Giełdy, przyjęła nowe zasady ładu korporacyjnego pod nazwą *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW*. Nowy dokument zaczął obowiązywać od 1 stycznia 2008 roku.

wzmocnienie ochrony praw akcjonariuszy — także w materiałach nieregulowanych przez prawo — a przy tym niestwarzanie obciążeń dla spółek giełdowych, nierównoważonych korzyściami wynikającymi z potrzeb rynku [*Dobre praktyki...*, 2007, s. 2].

W regulacjach na poziomie ustawowym do dotychczasowych obowiązków związanych ze sprawozdawczością finansową [*Ustawa o rachunkowości...*, 2002, art. 77, 79], nowelizacją *Ustawy o Rachunkowości* z marca 2008 roku, dołączono kolejne wymagania. Dodany art. 4a obciąża kierownika jednostki oraz członków organu nadzorującego odpowiedzialnością wobec spółki za szkodę wyrządzoną działaniem lub zaniechaniem obowiązków ustawowych [*Ustawa...*, 2008, art. 4a]. Z kolei wprowadzony ust. 2 art. 49, narzuca obowiązek

stosowania zasad ładu korporacyjnego w przypadku jednostek, których papiery wartościowe zostały dopuszczone do obrotu na jednym z rynków regulowanych Europejskiego Obszaru Gospodarczego [*Ustawa...*, 2008, art. 49].

Warto wspomnieć również o ustawach z 2005 roku: o *obrocie instrumentami finansowymi* oraz o *ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu* oraz o *spółkach publicznych*, które narzucały na emitentów papierów wartościowych niezwłoczny obowiązek

równoczesnego przekazywania KNF, spółce prowadzącej ten rynek regulowany oraz do publicznej wiadomości informacji poufnych⁶.

Chodzi tu między innymi o konieczność informowania opinii publicznej o wszystkich istotnych transakcjach związanych z instrumentami pochodnymi, które mogłyby wpłynąć na ocenę przedsiębiorstwa i decyzje inwestycyjne z nim związane. Dlatego też większość podmiotów od kilku lat na bieżąco informuje o wszelkich transakcjach zabezpieczających ryzyka rynkowe⁷. Głównym źródłem informacji wpływających ze spółek giełdowych nadal pozostały informacje przekazywane na podstawie *Rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie informacji bieżących i okresowych z dnia 21 marca 2005 r.*⁸ W grudniu

⁶ [*Ustawa...*, 2005, art. 56, ust. 1, s. 39/39], o „niezwłoczności” lub „po powzięciu o nich wiadomości, nie później jednak niż w terminie 24 godzin” mówi ust. 2 tegoż artykułu. Natomiast informacje poufne definiuje [*Ustawa...*, art. 154, s. 103/103]; jest to „określona w sposób precyzyjny — informacja dotycząca, bezpośrednio lub pośrednio, jednego lub kilku emitentów instrumentów finansowych, jednego lub kilku takich instrumentów finansowych albo nabywania lub zbywania takich instrumentów, która nie została przekazana do publicznej wiadomości, a która po takim przekazaniu mogłaby w istotny sposób wpłynąć na cenę tych instrumentów finansowych lub na cenę powiązanych z nimi pochodnych instrumentów finansowych”.

⁷ Dobrym przykładem jest wzorowa polityka informacyjna przedstawicieli sektora budowlano-inżynierskiego, który generuje pokaźne obroty denominowane w walutach obcych.

⁸ § 5, ust. 1 *Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 21 marca 2005 r.* dokładnie określał wymagania dotyczące ujawnień w informacjach bieżących. Rozporządzenie to zostało znówelizowane 19 lutego 2009 roku.

2007 roku Zarząd GPW uchwałą nr 1013/2007 określił zakres i strukturę obowiązkowego raportu dotyczącego stosowania zasad ładu korporacyjnego przez spółki giełdowe⁹. Obowiązki zarządu w zakresie nadzoru nad ryzykiem korporacyjnym są precyzyjnie sformułowane przez standardy COSO (II). Są to m.in.:

- Znajomość zakresu, w jakim kierownictwo prowadzi efektywne zarządzania ryzykiem korporacyjnym w organizacji.
- Świadomość i akceptacja poziomu tolerancji ryzyka w organizacji.
- Analizowanie portfela ryzyka i porównywanie go z poziomem tolerancji ryzyka.
- Bycie poinformowanym o znaczących ryzykach i czy właściwie się na nie reaguje.

Zarząd musi mieć odpowiedni skład i zainteresowanie, a efektywni członkowie zarządu są obiektywni, zdolni i dociekliwi [COSO, 2007, s. 81].

Podsumowując kwestię odpowiedzialności kierownictwa w zakresie zarządzania ryzykiem korporacyjnym, zaznaczyć należy, że składa się ono z kilku powiązanych elementów. Wynikają one ze sposobu zarządzania przedsiębiorstwem i są zintegrowane z procesem zarządzania¹⁰. Właściwe zidentyfikowanie ryzyka i niepewności we wszystkich obszarach „kostki” COSO oraz implementacja rozwiązań dostosowanych do struktury i możliwości danej organizacji zwiększa szansę wykrycia zagrożenia na wczesnym etapie.

Przypomnieć też wypada rolę Rady Nadzorczej.

Jest ona podstawową instytucją realizującą funkcję nadzoru korporacyjnego, powołaną do realizacji kilku podstawowych zadań, w tym do akceptacji najważniejszych decyzji zarządu i operacji finansowych [Wawrzyniak, Bińczak, 1990, s. 16].

Jest to szczególnie istotne w przypadku nadzoru nad jakością polityki zabezpieczeń ryzyk rynkowych, gdyż działania podjęte przez kierownictwo w tym zakresie mają ścisły związek z rentownością podmiotu, a

członek rady nadzorczej powinien posiadać należytą wiedzę i doświadczenie oraz być w stanie poświęcić niezbędną ilość czasu na wykonywanie swoich obowiązków. Powinien także podejmować odpowiednie działania, aby rada nadzorcza otrzymywała informacje o istotnych sprawach dotyczących spółki¹¹.

⁹ Do najważniejszych obowiązków należą: (1) wskazanie zasad ładu korporacyjnego, które nie były przez emitenta stosowane, wraz ze wskazaniem, jakie były tego przyczyny oraz jakie kroki zamierza podjąć, by zmniejszyć ryzyko niezastosowania danej zasady w przyszłości, (2) opisu cech stosowanych w spółce systemów kontroli wewnętrznej i zarządzania ryzykiem w odniesieniu do procesu sporządzania sprawozdań finansowych.

¹⁰ Elementy te to: środowisko wewnętrzne, ustalanie celów, identyfikacja zdarzeń, ocena ryzyka, reakcja na wystąpienie ryzyka, działania kontrolne, informacja i komunikowanie się, monitorowanie [COSO, 2007, s. 33–80].

¹¹ Załącznik do Uchwały Nr 12/1170/2007 [Rada Giełdy, 2007, zasada nr 6, s. 4].

Widać tu oczywistą korelację z COSO II. *Dyrektywa 2006/43/WE* narzuca obowiązek utworzenia Komitetu do spraw audytu w ramach rady nadzorczej, a

przynajmniej jeden członek komitetu ds. audytu jest niezależny i posiada kompetencje w dziedzinie rachunkowości lub rewizji finansowej¹².

Sprawozdawczość finansowa jest kolejnym, po systemie zarządzania ryzykiem korporacyjnym, zasadach ładu korporacyjnego i otoczeniu prawnym, obszarem szczególnym z punktu widzenia detekcji ryzyk, zwłaszcza związanych z działalnością finansową jednostki. Kierownictwo odpowiada za obowiązkowe — w cyklu półrocznym dla spółek publicznych — badanie oraz przegląd sprawozdania finansowego i wydanie opinii przez audytora z uprawnieniami biegłego rewidenta. Zawartość sprawozdań jest ściśle określona¹³. Najwyższe standardy w zakresie badań sprawozdań finansowych zawierają Międzynarodowe Standardy Rewizji Finansowej. Redukcja ryzyka korporacyjnego w zakresie ich rzetelności i prawdziwości następuje również w wyniku zastosowania standardów COSO II [COSO, 2007, s. 85–86].

Z przywołanych dokumentów wynika, że regulatorzy rynków finansowych oraz organy ustawodawcze dołożyły wielu starań, by obrót instrumentami finansowymi przez przedsiębiorstwa niefinansowe stał się transparentny dla wszystkich interesariuszy. Ta przejrzystość miała w założeniu posiadać walor ochronny, gdyż bieżący obowiązek raportowania zarządów o wszelkich istotnych posunięciach miał za zadanie skłonić je do większej ostrożności przy podejmowaniu decyzji. Zwłaszcza wówczas, gdy — jak trafnie wskazuje Międzynarodowa Federacja Księgowych (IFAC) — poziom wiedzy niezbędnej do właściwej oceny nabywanego instrumentu mógłby wykraczać poza kompetencje dostępne w dziale finansowym przedsiębiorstwa. Kolejne nowelizacje przepisów i uchwalanie nowych ustaw niewiele zmieni, gdyż nawet najdoskonalwsze, aczkolwiek niestosowane, regulacje nie są w stanie poprawić sytuacji. Liczne przypadki spółek znajdujących się w obrocie publicznym potwierdzają spore niedociągnięcia ze strony władz spółek.

Za przykład posłużyć może Grupa Kapitałowa Polski Koncern Mięsny Duda S.A.¹⁴ Działła ona w szeroko rozumianym sektorze rolno-spożywczym

¹² *Dyrektywa 2006/43/WE*, art. 41, L 157/103 (PL).

¹³ *Rozporządzenie MF z dnia 21 marca 2005 r.*, § 97–98 i 100–103. *Zastąpione obecnie przez Rozporządzenie MF z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim* (DzU 2009 Nr 33, poz. 259), § 86–87 i 89–92. Jednostki zobowiązane odrębnymi przepisami stosują się do MSR 1 *Prezentacja sprawozdań finansowych*.

¹⁴ Wszystkie informacje i dane liczbowe w tym rozdziale — o ile nie wskazano inaczej — pochodzą bezpośrednio z jednostkowych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych PKM Duda S.A., półrocznych i rocznych, z lat 2005–2008 oraz skonsolidowanych sprawozdań kwartalnych: SA-QSr II, III, IV 2008, SA-QSr I 2009.

w branży mięsnej, jest liderem związanych kapitałowo firm tego sektora z całej Polski. Jej historia jednoznacznie pokazuje negatywne konsekwencje niewłaściwej realizacji polityki zabezpieczeń ryzyka walutowego. W połączeniu z wysokim poziomem zadłużenia odsetkowego i restrykcyjną polityką wprowadzoną przez część banków w obliczu ostrego kryzysu finansowego, opcje okazały się jednym z czynników decydujących o sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. Pomimo wysokiej rentowności operacyjnej, co warto podkreślić, również w okresie dekoniunktury gospodarczej spółka była zagrożona upadłością, a rozpoczęte postępowanie naprawcze uchroniło ją przed roszczeniami wierzycieli i wnioskiem o upadłość spółki.

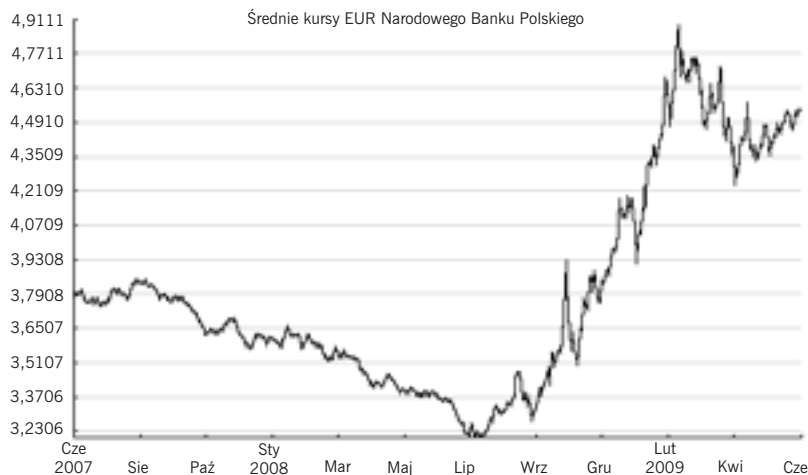
Pierwszym z praktycznych aspektów omawianego zagadnienia jest rzetelność sprawozdań finansowych. Podmioty publiczne (w tym omawiany) stosujące MSR/MSSF — zabezpieczające się lub spekulujące opcjami — najczęściej implementowały *rachunkowość zabezpieczeń* od 1 października 2008 roku. Jest to dozwolone w określonych przypadkach, pod warunkiem, że powiązanie zabezpieczające jest

wyraźnie zdefiniowane, wymierne oraz rzeczywiście skuteczne¹⁵.

Dzięki takiemu zabiegowi, w sprawozdaniach rocznych straty z tytułu nierozliczonych instrumentów pochodnych nie wykazano w rachunku wyników, tylko w bilansie (*Kapitał z aktualizacji wyceny*), co w przypadkach spekulacji było nadużyciem.

Decydujący wpływ na kondycję polskich eksporterów miały kursy walut. Dla zobrazowania sytuacji na rynku walutowym, zamieszczono poniżej wykres głównej waluty eksportowej dla polskich przedsiębiorstw. Jak widać, negatywny wpływ zabezpieczeń ryzyka walutowego oddziaływał na wyniki finansowe przedsiębiorstw głównie w IV kwartale 2008 roku (średni kurs NBP na koniec roku dla EUR to 4,1724) i I kwartale 2009 roku (4,7013).

¹⁵ Rachunkowość zabezpieczeń reguluje MSR 39 § 85–102. Przypomnijmy, że od chwili zawarcia transakcji zabezpieczających ryzyko walutowe obniżenie kursu wymiany waluty (pozycja zabezpieczona) zostanie zrekomensowane przez wzrost wyceny instrumentów pochodnych (pozycja zabezpieczająca) i *vice versa*. Zyski i straty z rozliczanych (zamykanych) instrumentów zabezpieczających na koniec kolejnych okresów sprawozdawczych zrównoważą się z różnicami kursowymi w tym czasie. Jednak zmiana wartości godziwej pozostałych — nierozliczonych (otwartych) instrumentów zabezpieczających, „czekających” na skompensowanie z przyszłymi przychodami walutowymi — może generować przejściowo duże zyski lub straty księgowe. Zniekształcałyby faktyczne dokonania jednostki w kolejnych okresach objętych zabezpieczeniem. Aby uniknąć tego typu zakłóceń, rachunkowość zabezpieczeń pozwala na tymczasową wycenę instrumentów zabezpieczających w Kapitale własnym — z *aktualizacji wyceny* (instrumentów pochodnych). Po upływie okresu zabezpieczenia pozycja ta wróci do zerowej wartości, gdyż wszystkie transakcje zabezpieczające zostaną rozliczone w rachunku zysków i strat, gdzie zrównoważą się z wpływami walutowymi. Identyfikacja z *rachunkowością zabezpieczeń* (MSR 39) dopuszcza *Rozporządzenie MF z dnia 12 grudnia 2001 r., w sprawie zasad wyceny, ujawniania i prezentacji instrumentów finansowych*, § 33, ust. 1–3. W zakresie wyceny, ujęcia i prezentacji derywatów w księgach rachunkowych istotne są także MSSF-7 i MSR-32.



Wykres 1.

Średni kurs EUR Narodowego Banku Polskiego za okres 20.06.2007–19.06.2009

Warto przyjrzeć się teraz, jak wyglądała polityka zabezpieczeń w PKM Duda. Na wstępie zaznaczyć należy, że sprawozdania finansowe badane były w latach 2005–2008 przez tego samego biegłego rewidenta. Sytuacja taka jest normą w polskich warunkach, choć międzynarodowe standardy od czasów kazusu Enronu i jego audytora, (Arthur Andersen), zalecają zmianę podmiotu badającego po minimum dwóch latach. Wszystkie sprawozdania otrzymały opinię bez zastrzeżeń, z wyjątkiem sprawozdań rocznych (jednostkowego i skonsolidowanego) za 2008 rok, które zostały opatrzone zastrzeżeniem możliwości złożenia wniosku o upadłość, w przypadku niepowodzenia postępowania naprawczego (zakończony ostatecznie powodzeniem). Godne podkreślenia jest, że badania odbyły się z powołaniem na Międzynarodowe Standardy Rewizji Finansowej, co w polskich warunkach jest rzadkością.

PKM Duda zarówno w jednostkowym, jak i skonsolidowanym, sprawozdaniu rocznym za 2005 rok (pierwsze zgodne z MSSF), w *dotatkowych notach objaśniających* (Nota 1, p. 2) identyfikuje trzy rodzaje ryzyka: zmiany kursów walutowych, zmiany stóp procentowych i kredytowe. Interesujące z punktu widzenia niniejszej pracy ryzyko zmiany kursów walut scharakteryzowane jest w kilku zdaniach. Wspomina się tam o aktywnym podejściu do zarządzania ryzykiem walutowym poprzez wykorzystywanie transakcji forwardowych oraz strategii opcyjnych.

Zastosowanie instrumentów pochodnych wymaga wdrożenia w Spółce rachunkowości zabezpieczeń w celu zminimalizowania wpływu zmian wartości godziwej instrumentu na rachunek zysków i strat.

W kolejnych sprawozdaniach rocznych, za 2006 i 2007 rok, wszystkie powyższe informacje są powielane bez najmniejszych zmian. Pomimo iż część umów opcyjnych została podpisana w okresie maksymalnej aprecjacji polskiej waluty, czyli w sierpniu i wrześniu 2008 roku, w raporcie półrocznym, opublikowanym 15 września 2008 roku, emitent kolejny raz dosłownie powtórza tylko wszystkie przytoczone wyżej informacje.

Dopiero w poprawionym sprawozdaniu rocznym za 2008 rok (opublikowanym 5 czerwca 2009 r., czyli po ujawnieniu narastających problemów z płynnościowych¹⁶, których genezą były straty z tytułu transakcji opcyjnych), w *dodatkowych notach objaśniających* (Nota 1, p. 2), pojawiają się nowe treści. Wyjaśnia się w nich, że w 2008 roku Spółka około 20% przychodów czerpała z eksportu, rozliczanego głównie w USD i EUR, a zastosowanie derywatów, wymagało wdrożenia *rachunkowości zabezpieczeń* w celu „zminimalizowania wpływu zmian wartości godziwej instrumentu na rachunek zysków i strat”.

Samo ujawnienie zaangażowania w derywaty, miało miejsce na krótko przed publikacją raportu okresowego za IV kwartał 2008 roku. Otóż 16 lutego 2009 roku emitent w raporcie bieżącym nr 15/2009 poinformował, że jest stroną transakcji zabezpieczających ryzyko kursowe. „Z tytułu rozliczonych kontraktów walutowych na dzień 31.12.2008 roku Spółka poniosła stratę w wysokości 442 tys. złotych. Strata finansowa na rozliczonych transakcjach walutowych nie ma znaczącego wpływu na wynik finansowy Polskiego Koncernu Mięsnego DUDA S.A. i jest w ocenie Zarządu niewspółmierna do wysokości zwiększonych przychodów eksportowych w związku ze wzrostem kursów walut. Zgodnie z MSR 39 [...] wpływ szacowanej ujemnej wyceny nierozliczonych kontraktów walutowych na wynik finansowy Spółki w roku 2008 wynosi 29 342 tys. złotych”¹⁷.

Główne założenia strategii zarządzania ryzykiem walutowym przedstawiono tam następująco:

- Strategie opcyjne polegały na zakupie opcji sprzedaży (PUT) oraz jednoczesnym wystawieniu opcji kupna (CALL) danej waluty; w znacznej większości były to bezkosztowe, asymetryczne transakcje o dźwigni 1 : 2¹⁸.
- Stosowane przez Spółkę instrumenty pochodne miały na celu efektywne zabezpieczenie przyszłych wpływów walutowych wynikających ze sprzedaży za granicę w l. 2008–2010.
- Wolumen zabezpieczanych wpływów obejmował około 70% planowanych przepływów netto w danej walucie¹⁹.

¹⁶ Raport bieżący PKM DUDA S.A. nr 34/2009.

¹⁷ 29 mln zł dotyczy tylko podmiotu dominującego. Na poziomie skonsolidowanym było to 34 mln złotych.

¹⁸ 1 : 2 to wartość nominalna nabytych opcji sprzedaży (PUT) do wystawionych opcji kupna (CALL) To najczęściej spotykana konstrukcja umów opcyjnych u polskich eksporterów w badanym okresie, powodująca ich tzw. toksyczność.

¹⁹ Raport bieżący PKM DUDA S.A. nr 15/2009.

Porównując te informacje z danymi zawartymi w tabeli 3. można zauważyć, że pominięto niekorzystny wpływ wyceny derywatów odniesiony na kapitał własny przedsiębiorstwa. Zauważyć należy, że zabezpieczenie na poziomie 70% oznacza, że zarząd, zawierając umowy opcyjne, nie planował wykorzystywać przepisu o *rachunkowości zabezpieczeń*, gdyż efektywne zabezpieczenie jest zdefiniowane w MSR, podobnie jak i na polskim gruncie prawnym, jako 80–125% kompensacji wartości pozycji zabezpieczonej zmianą wartości instrumentu zabezpieczającego²⁰. Może to oznaczać, że negatywne efekty wyceny instrumentów zabezpieczających były przyczyną podjęcia decyzji o ograniczeniu ich wpływu na rachunek zysków i strat poprzez implementację *rachunkowości zabezpieczeń*.

Zarzewie przyszłych problemów tkwi w pierwszym punkcie informacji, gdyż

[...] dla eksporterów tylko i wyłącznie nabywane opcje typu PUT są działaniem zabezpieczającym, a ewentualne wystawiane przez eksporterów opcje typu CALL wiążą się z ryzykiem poniesienia nieograniczonych strat. Zatem, wystawianie opcji typu CALL przez eksporterów jest działaniem pozbawionym sensu ekonomicznego [Andrzejewski, 2008, s. 3–4].

Oznacza to, że zabezpieczając się przed aprecjacją złotówki, spółka obarczała się ryzykiem poniesienia strat dwukrotnie wyższych od potencjalnych korzyści. Dodać należy, że w omawianym okresie wszystkie analizowane przez autora spółki, znajdujące się w obrocie publicznym oraz korzystające z *rachunkowości zabezpieczeń*, kwalifikowały część wystawionych opcji CALL jako efektywne zabezpieczenie — na ogół w kwocie zbliżonej do nabytych opcji PUT. Takie ujęcie nie byłoby możliwe w spółkach stosujących się do krajowych przepisów, gdyż

wystawione opcje nie mogą być uznane za instrument zabezpieczający, z wyjątkiem wystawienia opcji w celu zamknięcia pozycji nabytych wcześniej opcji²¹.

Późny moment ujawnienia przez PKM Duda przytoczonych wyżej informacji spowodował reakcję KNF, która wszczęła postępowanie w sprawie naruszenia obowiązków informacyjnych. Prezes Zarządu wyjaśniał:

Transakcje zabezpieczające przychody zagraniczne od ryzyka walutowego prowadzimy regularnie od wielu lat. [...] Moja nieautoryzowana wypowiedź dla „Pulsu Biznesu”

²⁰ Załącznik A — Objaśnienie stosowania OS 105b do MSR 39 — *Instrumenty finansowe: ujawnianie i wycena* oraz § 28, ust. 4 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 12 grudnia 2001 r.

²¹ *Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 12 grudnia 2001 r., w sprawie szczegółowych zasad uznawania, metod wyceny, zakresu ujawniania i sposobu prezentacji instrumentów finansowych*, § 29, ust. 1.

z 1 grudnia, w której poinformowałem, że nie mamy opcji walutowych, była skrótem myślowym dotyczącym spekulacyjnych transakcji na opcjach czy innych instrumentach. Takich transakcji nie zawieraliśmy. Informacja, która pojawiła się w gazecie, była jednak faktycznie nieprecyzyjna i ze względu na swoją lakoniczność została błędnie odebrana, za co przepraszam [Zabrzewski, 2009].

W czwartym kwartale 2008 roku, przy kilku milionach — głównie z tytułu różnic kursowych — w przychodach finansowych (w całym 2008 roku dodatnie saldo z tytułu różnic kursowych wyniosło 2 mln zł), grupa poniosła koszty finansowe w wysokości 91,6 mln zł, z tego pozycja *inne koszty finansowe* (dotycząca głównie strat na opcjach) 39,1 mln zł (42 mln zł w całym 2008 r.). W bilansie natomiast pojawiła się pozycja o ujemnej wartości *Kapitał z aktualizacji wyceny* 36,6 mln zł (45,2 mln brutto, przed rozpoznanieniem aktywa z tytułu odtoczonego podatku dochodowego). Jest to strata księgowa odniesiona na kapitały z tytułu efektywnego zabezpieczenia ryzyka kursowego.

Skalę wpływu polityki zabezpieczeń na sytuację finansową grupy widać także po wzroście zobowiązań. W *Notach objaśniających* (22A i 23A) do sprawozdań finansowych z kolejnych lat znajdują się dane, które w zestawieniu z danymi historycznymi dają porównanie skali prowadzonej polityki z poprzednim okresem (tabela 1.).

Tabela 1.

Zobowiązania długo- i krótkoterminowe związane z wyceną derywatów w Grupie Kapitałowej PKM DUDA S.A. Dane w tys. zł

Sprawozdanie za okres	2005	2006	2007	I–VI 2008	2008
Zobowiązania długoterminowe — wycena instrumentów finansowych	0	0	0	0	17 460
Zobowiązania krótkoterminowe — inne zobowiązania finansowe ²²	1437	620	2098	0	64 755

Dane z pierwszego półrocza 2008 roku wskazują, że w tym okresie polityka zabezpieczeń nie cechowała się jeszcze zbyt dużą aktywnością.

Powyższe dane po czwartym kwartale 2008 roku z rachunku wyników bilansu nie precyzują wpływu polityki zabezpieczeń na wyniki finansowe grupy, gdyż pozycje z nią związane są częścią innych, o szerszym zakresie. W tym przypadku, w skonsolidowanym rocznym rachunku zysków i strat, w kosztach finansowych widnieje pozycja „Inne” na kwotę 42 009 tys. zł. Nie odnosi się ona w całości, lecz w znacznej części do wyceny instrumentów pochodnych, co wychwycić pozwala *Nota objaśniająca* (33B).

²² W tej pozycji do roku 2007, znajdowały się głównie obciążenia związane z leasingiem.

Tabela 2.

Wybrane „Inne koszty finansowe”, związane z wyceną derywatów w Grupie Kapitałowej PKM DUDA S.A. Dane w tys. zł.

Sprawozdanie za okres	2005	2006	2007	I-VI 2008	2008
Pozostałe koszty, w tym: — wycena instrumentów finansowych	-	-	-	-	34 210
Pozostałe koszty, w tym: — koszt z tyt. transakcji (forward, opcje itp.)	-	-	-	-	2232

W tabeli 2. znajduje się historyczne zestawienie tej części pozycji „Innych” kosztów finansowych, które odnoszą się do instrumentów pochodnych²³. Dane te, podobnie jak w przypadku tabeli 1., potwierdzają agresywne zaangażowanie w instrumenty pochodne w drugiej połowie 2008 roku. Kwota 2232 tys. zł odnosi się do kosztów rozliczonych w rachunku wyników zamkniętych transakcji zabezpieczających, natomiast kwota 34 210 tys. zł odnosi się do wyceny rozliczonych w rachunku wyników instrumentów pochodnych, które zgodnie z MSR 39 nie stanowią efektywnego zabezpieczenia.

Na podstawie not dodatkowych (32C i 33B), możemy też ocenić wpływ różnic kursowych zrealizowanych i niezrealizowanych na skonsolidowany wynik roczny, który wyniósł niewiele ponad 2 mln zł. Kwotę tę z kolei możemy porównać z wyceną instrumentów pochodnych w tabeli 3. (p. 15 *Sprawozdania zarządu z działalności GK w raporcie rocznym*).

Tabela 3.

Wycena instrumentów pochodnych na dzień 31.12.2008 GK PKM DUDA S.A.

Typ instrumentu (kwoty w tys. zł)	Wycena na 31.12.2008 (Kapitał i wynik fin.)	Kapitał z aktualizacji wyceny	Wpływ na wynik finansowy za 2008 rok
Opcje	-77 757,22	-43 680,93	-34 076,29
Kontrakty forward	-786,51	-851,70	65,19
Swap	-893,00	-693,70	-199,30
Razem	-79 436,73	-45 226,34	-34 210,39

Zgodnie z *rachunkowością zabezpieczeń* z MSR 39, wartość odniesiona na kapitał dotyczy efektywnego zabezpieczenia, natomiast zabezpieczenie nieefektywne wpływa bezpośrednio na wynik finansowy wraz z rozliczonymi transakcjami. Warto zwrócić tutaj uwagę na udział opcji w stratach portfela instrumentów zabezpieczających. Pamiętać trzeba też, że dane te dotyczą w znakomitej większości kilku ostatnich miesięcy 2008 roku. Okazuje się, że

²³ W latach 2005–2007 oraz w pierwszym półroczu 2008 roku takie pozycje w bilansie nie występują, jednak mogły one być zaliczane jako nieistotne do pozycji *pozostałe zobowiązania — inne*. Pozycja ta przyjmowała jednak nieznaczne wielkości.

straty księgowe grupy (do rozliczenia w późniejszych okresach) wynikłe z polityki zabezpieczeń w skali trzech miesięcy wyniosą ponad 79 mln zł i są wyższe od skonsolidowanych przychodów eksportowych z pierwszego półrocza 2008 roku (71,7 mln zł).

O pozostałych konsekwencjach skokowego wzrostu zobowiązań, spółka informuje w *dotatkowych notach objaśniających* do sprawozdania rocznego. „Z uwagi na sytuację na rynku kredytowym oraz wykazane przez Spółkę potencjalne zobowiązania z tytułu zawartych walutowych transakcji zabezpieczających istniało ryzyko nieprzedłużenia umów kredytowych na kolejny okres lub braku możliwości ich refinansowania”. W dalszej części informuje się o podjętej próbie negocjacji z bankami w celu restrukturyzacji wysokości potencjalnych zobowiązań z tytułu opcji oraz o działaniach podjętych przez banki (23–26 marzec 2009):

- Kredyt Bank składa wniosek o upadłość likwidacyjną spółki.
- Wypowiedzenie przez ING Bank Śląski umowy kredytowej.
- Wezwanie do zapłaty przez Raiffeisen Bank Polska kwoty 9598 tys. z tytułu wygaśnięcia umowy kredytowej (spółka kwestionuje ważność aneksu do umowy, który stanowił podstawę jej wygaśnięcia).
- Upłynięcie terminu spłaty zobowiązania wobec BRE BANKU w kwocie 29 800 tys. zł
- Wypowiedzenie przez Kredyt Bank 8 umów kredytowych na kwotę ponad 51 mln zł.

Wszczęte 9 marca postępowanie naprawcze uchroniło spółkę przed rozpatrzeniem wniosku o upadłość i do czasu jego zakończenia (lipiec 2009) wstrzymało obowiązek natychmiastowej spłaty zobowiązań odsetkowych. Od momentu ujawnienia transakcji opcyjnych w sprawozdaniach finansowych kilkakrotnie podkreślany jest fakt zagrożenia kontynuacji działalności i podejmowanych działań w celu uniknięcia negatywnego scenariusza.

Znaczne zaangażowanie w instrumenty pochodne w najmniej korzystnym okresie sprawiło, że deprecjacja złotówki również w kolejnym okresie sprawozdawczym musiała mieć decydujący wpływ na wyniki finansowe podmiotu. W pierwszym kwartale 2009 roku koszty finansowe wyniosły 60 mln zł, z czego 44 581 tys. jest wynikiem ujęcia w księgach rachunkowych rozliczonych i nierozliczonych oraz potencjalnych zobowiązań z tytułu transakcji walutowych. Kwota do rozliczenia w *Kapitale z aktualizacji wyceny* (pomniejszona o aktywa z tytułu odroczonego podatku) wzrasta do 40,5 mln (kwota brutto to 50 mln zł).

Zgodnie z MSR 39 niespełnienie kryteriów efektywności zabezpieczenia powoduje zaprzestanie przez jednostkę stosowania rachunkowości zabezpieczeń²⁴. Tak też się stało począwszy od pierwszego kwartału 2009 roku, co

²⁴ Załącznik A, OS 113 do MSR 39 stanowi: „Jeśli jednostka nie spełnia kryteriów efektywności zabezpieczenia, to zaprzestaje stosować rachunkowość zabezpieczeń od momentu, w którym po raz ostatni wykazała, że kryteria te były spełnione. Jednakże jeśli jednostka identyfikuje

wyjaśniono następująco: „[...] Należy zaznaczyć, iż zatrzymanie dalszej dynamiki eksportu w I kwartale było w znacznej mierze podyktowane konsekwencjami wynikającymi z faktu złożenia przez spółkę w dniu 9 marca oświadczenia o wszczęciu postępowania naprawczego a także lawiną wypowiedzeń umów kredytowych przez Banki, a także faktem złożenia przez Kredyt Bank wniosku o upadłość likwidacyjną spółki. Wydarzenia te spowodowały między innymi ograniczenie limitów ubezpieczeniowych kredytu kupieckiego spółek z Grupy Kapitałowej, co powodowało ograniczenia w dostawie towarów handlowych oraz surowca do produkcji”²⁵. Zarząd nie tłumaczy więc tego faktu niespełnieniem w poprzednim okresie warunku efektywności zabezpieczenia, lecz „zmianą okoliczności, która sprawiła, że powiązanie zabezpieczające przestało spełniać warunki efektywności”. Tak więc kierownictwo całkowicie odcina się od możliwości spekulacji, prawdopodobnie z uwagi na konsekwencje prawne takich działań, gdyż Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych zawiadomiło w sprawie opcji prokuraturę uważając, że zarząd działał na szkodę spółki. Tymczasem KNF we wrześniu 2009 r. nałożyła karę pieniężną na prezesa PKM DUDA, gdyż jego wypowiedzi stanowiły naruszenie art. 39 *Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi* w punkcie dotyczącym manipulacji²⁶.

Z uwagi na brak informacji w raportach bieżących oraz sprawozdaniach finansowych na temat szczegółów dotyczących zawartych umów opcyjnych (termin, wysokość, waluta, okres rozliczenia) nie można dokonać precyzyjnej analizy poziomu zabezpieczenia i ekspozycji na ryzyko walutowe. Tak więc emitent nie wywiązał się należycie ze swoich obowiązków informacyjnych, wynikających z *Ustawy o ofercie publicznej*. Zadeklarowany, ponad dwuletni okres zabezpieczenia, obniża średnioroczne kwoty potencjalnych prognozowanych obrotów eksportowych, urealnając deklaracje zarządu. Za błędy można uznać wówczas:

- zabezpieczanie przychodów poprzez wystawienie opcji typu CALL,
- zgoda (w podpisanych umowach) na asymetryczne strategie opcyjne,
- wybór momentu rozpoczynającego politykę zabezpieczeń,
- skala zabezpieczenia na nieporównywalnym do lat ubiegłych poziomie.

Jednakże, aby ocenić efektywność polityki zabezpieczeń, wystarczy zestawić obroty eksportowe grupy, z wynikiem na opcjach walutowych w IV kwartale 2008 r. W tym okresie wypracowano 59,4 mln zł przychodów eksporto-

zdarzenie lub zmianę okoliczności, które sprawiły, że powiązanie zabezpieczające przestało spełniać warunki efektywności, i wykaże, że zabezpieczenie było efektywne przed zajściem tego zdarzenia lub przed zmianą tych okoliczności, to zaprzestaje stosować rachunkowość zabezpieczeń od dnia wystąpienia danego zdarzenia lub zmiany okoliczności”.

²⁵ *Informacja dodatkowa* do raportu za I kwartał 2009 r., DUDA SA-QSr I 2009, s. 14.

²⁶ Komunikat z 86. posiedzenia KNF w dniu 16 września 2009 r., p. 3: „za manipulację informacją polegającą na wprowadzeniu inwestorów w błąd poprzez niezgodne z prawdą publiczne zapewnienie, że spółka nie zawierała transakcji terminowych o charakterze spekulacyjnym, a znajdujące się w portfelu instrumenty pochodne mają charakter zabezpieczający i nie stanowią zagrożenia dla wyniku finansowego”.

wych²⁷. Uwzględniając poziom wzmocnienia walut eksportowych w tym czasie oraz ich przeciętne kursy (przeliczone według kursów średnich NBP) w IV kwartale, zyskuje się możliwość przypisania niecałych 13 mln zł strat do efektywnego zabezpieczenia (dla pozycji zabezpieczonej na kwotę 59,4 mln zł)²⁸. Tymczasem skonsolidowana strata przypisana do opcji wyniosła aż 34 mln zł (tabela 3.).

W *Oświadczeniu o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego*, w punkcie dotyczącym zakresu, w jakim emitent odstąpił od postanowień zbioru zasad ładu korporacyjnego — zgodnie z wymogami *Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW* — przeczytać można: „W roku 2008, w strukturze Rady Nadzorczej PKM DUDA S.A. nie funkcjonował komitet audytu. Funkcję tę pełniła Rada Nadzorcza Spółki kolegialnie. W ramach Rady Nadzorczej nie działały też inne komitety”²⁹. Jak wynika z powyższego przykładu odpowiedzialność zbiorowa może okazać się jednym z najdroższych rozwiązań i jasne jest, dlaczego nie rekomenduje jej *Corporate Governance*. Odpowiednio sformatowana kontrola wewnętrzna lub przeprowadzony audyt procesów podejmowania decyzji w kluczowych dla jednostki obszarach, mógłby być odpowiedzią na podobne problemy w przyszłości.

2. Ocena poziomu zaangażowania w derywaty w ramach polityki zabezpieczeń przedsiębiorstwa

2.1. Wskaźnik Altmana — ocena wskaźników wyprzedzających

Pomimo identyfikacji ryzyka związanego z wyceną polskiej waluty wielu eksporterów dopiero w okresie sierpień–październik 2008 r. podpisało kilkunastomiesięczne umowy zabezpieczające w tak szerokim zakresie. Takie oraz podobne decyzje były w wielu przypadkach bezpośrednią przyczyną zagrożenia prowadzenia działalności, przejawiającego się nie tylko we wszczęciu postępowania upadłościowego (np. Odlewnie Polskie, Sfinks Polska)³⁰ bądź naprawczego, ale i takich sytuacji, w których faktyczną decyzję o dalszym istnieniu przedsiębiorstwa podejmowali wierzyciele (np. banki) w toku negocjacji restrukturyzujących bądź konwertujących zadłużenie (PKM Duda). Potwierdzeniem negatywnego wpływu derywatów na stan finansów jest też uciekanie się do poręczenia udzielonego przez państwową Agencję Rozwoju Przemysłu

²⁷ *Informacja dodatkowa* do sprawozdania skonsolidowanego za IV kwartał 2008 roku, s. 10.

²⁸ Niezależnie od struktury eksportu grupy (dla podmiotu dominującego jest to około 50/50 dla USD i EUR), wyliczona wartość wynosi od 12,6 mln (dla równego udziału obu walut w eksporcie), do 12,9 mln zł (80/20).

²⁹ PKM DUDA S.A., *Oświadczenie o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego* 2008, s. 4.

³⁰ Dla Odlewni Polskich S.A., opcje walutowe były głównym powodem procedury upadłościowej. Natomiast dla spółki Sfinks Polska S.A. opcje walutowe spełniły rolę koła zamachowego, które — z uwagi na wcześniejsze problemy — uruchomiło ciąg zdarzeń począwszy od wypowiedzenia umów kredytowych przez kolejne banki, aż po złożenie wniosku o upadłość. Zob. raporty bieżące Sfinks Polska S.A. nr: 2, 13, 16, 20, 24, 25, 27, 28 /2009.

dla banku przy próbie zdobycia kredytu znacznej wartości (o wartości zbliżonej do ujemnej wyceny instrumentów pochodnych spółki) pozwalającego na bieżące prowadzenie działalności do czasu realizacji programu restrukturyzacyjnego (Z.Ch. Police — kontrolowane przez skarbu państwa)³¹.

Istotnym aspektem analizy wskaźnikowej sprawozdań finansowych jest wykrycie w przedsiębiorstwach ewentualnych tendencji do niewypłacalności i bankructw. Wczesne ich zidentyfikowanie pozwala im przeciwdziałać. Jednakże, pomimo dużej liczby wskaźników, klasyczna analiza daje ograniczone możliwości w tym względzie, co wynika przede wszystkim z niedostatku informacji o występujących związkach przyczynowo-skutkowych. W ocenie sytuacji pomóc zatem mogą wskaźniki wyprzedzające, czyli narzędzia pozwalające na odpowiednio szybkie i trafne oszacowanie wpływu decyzji podejmowanych w różnych obszarach życia społeczno-gospodarczego na osiągnięte wyniki finansowe. Jednym z takich niebezpieczeństw jest właśnie zagrożenie upadłością w wyniku doboru instrumentów o niewłaściwej konstrukcji lub zbyt wysokie wartościowo zaangażowanie w obszarze zabezpieczenia przed ryzykami rynkowymi. Warto zastanowić się zatem, czy wskaźniki wyprzedzające mogą być sygnalizatorem ostrzegającym przed takimi niebezpieczeństwami.

Wśród głównych metod pozwalających zdiagnozować zagrożenie niewypłacalnością podmiotu gospodarczego wykorzystywane są przede wszystkim quick-test i analizy wieloczynnikowe. Obecnie w większości banków w Europie Zachodniej i w USA stosowane są systemy wczesnego ostrzegania, bazujące na danych bilansowych. W Niemczech, USA i Szwajcarii stosowane są modele Beermanna, Bleiera, model ryzyka opracowany w Bayerische Vereinsbank AG i model Weinricha. W USA najbardziej popularny jest model Altmana, który stosowany jest głównie do analiz spółek notowanych na giełdzie. Z kolei w Austrii jest to quick-test, spopularyzowany przez P. Kralicka. Wspólnym celem wszystkich badań dotyczących analiz upadłości jest znalezienie odpowiedniego zestawu wskaźników pozwalających na ocenę przyszłych szans i zagrożeń rozwojowych przedsiębiorstwa [Mączyńska, 2004].

Model Altmana był pierwszym dyskryminacyjnym modelem przewidywania upadłości powstałym w wyniku zastosowania zaawansowanego aparatu matematycznego oraz obszernej bazy danych. Parametry tego modelu są wagami, które zostały ustalone za pomocą wielowymiarowej analizy dyskryminacji, przy czym wiarygodność prognozy zagrożenia upadłością jest potwierdzona empirycznie [Altman, 1995]. Wskaźnik Altmana swoją dużą popularność zawdzięcza skuteczności. Szacowano, że pozwala on przewidzieć bankructwo z pewnością sięgającą 95% na rok przed tym zdarzeniem oraz 72% na dwa lata przed upadłością. Skuteczność w zastosowaniu do podmiotów znajdujących się w obrocie publicznym jest powodem, dla którego warto przetestować jego przydatność dla podmiotów zagrożonych upadłością z powo-

³¹ Raporty bieżące Z.Ch. POLICE nr 2/2009, 18/2009, 52/2009.

du nadmiernego zaangażowania w derywaty. Syntetyczne ujęcie wyników w spółkach wspomnianych na wstępie zawiera tabela 4.³²

Tabela 4.

Wartości przyjmowane przez wskaźnik Altmana dla wybranych podmiotów

Spółka / dzień bilansowy	31.12.2006	30.06.2007	31.12.2007	30.06.2008	31.12.2008
PKM DUDA	3,6	3,0	2,9	1,9	1,5
ODLEWNIE POLSKIE	5,5	4,9	3,8	2,9	-1,3
SFINKS POLSKA	5,5	6,7	2,9	2,2	-1,2
Z.CH. POLICE	1,5	3,0	4,0	4,7	1,9

Wartość wskaźnika poniżej 1,8 zapowiada bankructwo, przedział 1,81–2,99 określany jest jako strefa niepewności, wskaźnik powyżej 3,0 oznacza wynik jednoznacznie pozytywny. Jak wynika z danych przedstawionych w tabeli, wskaźnik przyjmował bezpieczne wartości w niemal wszystkich przypadkach w okresie dwóch lat przed wystąpieniem zagrożenia (na dzień bilansowy 31.12.2006 i 30.06.2007). Wyjątkiem jest wskaźnik Z.Ch. Police na koniec 2006 roku z uwagi na wysokie jednorazowe odpisy aktualizujące wartość zapasów³³. Wartości przyjmowane w okresie krótszym niż rok przed zagrożeniem (31.12.2007 i 30.06.2008) również nie sygnalizowały niebezpieczeństwa, a jedynie wysokości wskaźników PKM DUDA i Sfinksa z 30.06.2008 dawały niepewny komunikat. We wskaźniku za ten okres wyraźnie widać też różnicę, pomiędzy sytuacją w podmiotach, wobec których prowadzono postępowanie upadłościowe (Odlewnie i Sfinks) a tymi, które nie były do tego zmuszone.

Zaznaczyć należy, że wartości przyjmowane przez wskaźnik Altmana na ostatni dzień 2008 roku nie mają większego znaczenia dla oceny przydatności modelu, gdyż odnoszą się do sytuacji po zidentyfikowaniu zagrożenia we wszystkich wskazanych podmiotach i służą tu jedynie jako porównanie do stanu poprzedniego. Na pogorszenie wskaźnika w tym okresie we wszystkich przypadkach wpływ miało głównie:

- pogorszenie zysków na poziomie operacyjnym oraz netto (wyjątek stanowi PKM DUDA, gdzie przeszacowanie wartości nieruchomości podwoiło EBIT oraz zmniejszyło znacznie stratę netto),
- wzrost zadłużenia (niebagatelną rolę odegrały tu zobowiązania finansowe z tytułu instrumentów pochodnych),
- obniżenie wyceny rynkowej, związanej z dekonjunkturą na rynku akcji.

³² Parametr X2, dla zobrazowania bieżącej sytuacji finansowej w podmiotach ponoszących straty księgowe na instrumentach pochodnych, został obliczony według schematu: (zysk netto – wypłacona dywidenda)/aktywa. Jest to spotykane w literaturze przedmiotu uproszczenie tego parametru, zbieżne z jego funkcjami w oryginalnym modelu. Celowy dobór próby. Obliczenia własne autora na podstawie raportów skonsolidowanych i półrocznych prezentowanych podmiotów z lat 2006–2008.

³³ Raport roczny SA-R 2006 Z.Ch. Police, *Sprawozdanie Zarządu z Działalności* (cz. III, p. 1c, s. 19).

Trzeba w tym miejscu zauważyć, że na pierwsze dwa z wymienionych czynników wpływ miała ujemna wycena instrumentów pochodnych. Z powyższego wypływa istotny wniosek. Gdyby w drugiej połowie roku 2008, po zaangażowaniu w derywaty powyższych podmiotów, kurs złotówki zachowywał się stabilnie, wycena instrumentów pochodnych miałaby neutralny wpływ na wartości przyjmowane przez wskaźnik wyprzedzający, a zagrożenie z tej strony na dzień 31.12.2008 pozostawałoby niewidoczne dla interesariuszy.

W analizie finansowej nie ma metod bezwzględnie skutecznych. Każda z dostępnych metod ma określone zalety i wady. Dotyczy to także metod wymienionych wyżej, co potwierdzają zbieżne z prezentowanymi powyżej wnioskami wyniki obliczeń otrzymane przy zastosowaniu modeli opracowanych przez polskich naukowców: prof. E. Mączyńską (wykorzystano trzy z modeli opracowanych przy współpracy z PAN), M. Hamrola (tzw. poznański) czy A. Hołdę³⁴. Model Altmana został stworzony na potrzeby oceny przedsiębiorstw działających na rynku amerykańskim. Sam twórca modelu zastrzegł, że nie musi on działać w innych gospodarkach, a został tutaj wybrany z uwagi na charakterystykę podmiotów, dla których okazał się skutecznym weryfikatorem w przeszłości oraz by zobrazować bezużyteczność tego typu wskaźników wyprzedzających w odniesieniu do zagrożenia zaangażowaniem w instrumenty pochodne w ramach polityki zabezpieczeń ryzyka walutowego.

Nieskuteczność wszelkiego rodzaju znanych dotąd wyprzedzających wskaźników finansowych wynika z ich desynchronizacji czasowej z powstałym zagrożeniem. Są one bowiem narzędziem mającym na celu zobrazowanie kondycji finansowej i rentowności przedsiębiorstwa oraz ostrzeżenie z wyprzedzeniem przed możliwym załamaniem płynności finansowej. Tymczasem problem z nadmiernym zaangażowaniem w instrumenty pochodne w celu zabezpieczeń nie będzie uchwytne dla żadnego wskaźnika, gdyż derywaty mogą mieć minimalny wpływ na bilans i rachunek wyników na dzień nabycia instrumentu, a przy założeniu stabilności instrumentu bazowego nawet na długo po tym zdarzeniu. Duże zmiany wyceny instrumentu bazowego w niekorzystnym dla przedsiębiorcy kierunku, uwidocznia się w takich wskaźnikach dopiero po dacie nabycia derywatów, a nie z dużym wyprzedzeniem.

Wypływa z tego wniosek, że jedynym możliwym do zastosowania narzędziem będzie tutaj wskaźnik oceniający bieżący poziom zabezpieczeń ryzyk rynkowych. Wskaźnik taki można skonstruować na podstawie bieżących danych pochodzących z działu finansowego przedsiębiorstwa.

³⁴ Obliczenia własne autora na podstawie raportów okresowych, rocznych i półrocznych z lat 2006–2008 ww. podmiotów (skonsolidowanych dla Grup Kapitałowych: Z.Ch. Police od 2007 roku i PKM DUDA).

2.2. Wskaźnik oceniający poziom zagrożenia derywatami

Profesor Elżbieta Mączyńska, podsumowując prace badawcze (prowadzone wraz z dr. Maciejem Zawadzkiem) dotyczące dopasowania modeli wieloczynnikowej analizy dyskryminacji do polskich realiów stwierdza:

Przeprowadzone badania dowodzą, że nie ma jednego, jedynie słusznego i najlepszego modelu oceny zagrożenia przedsiębiorstwa upadłością. Ze względu na licznosc wskaźników wykorzystywanych do oceny jego kondycji finansowej istnieją możliwości tworzenia modeli różniących się zestawem zmiennych oraz współczynnikami wagowymi, ale mimo to wykazujących zbliżoną zdolność klasyfikacyjną.

Stwierdza ponadto, że

liczba zmiennych nie jest czynnikiem przesądzającym o jakości modeli dyskryminacyjnych. Modele z kilkunastoma zmiennymi nie wykazują spektakularnie wyższej trafności klasyfikacji od modeli z mniejszą liczbą zmiennych [Mączyńska, Zawadzki, 2006, s. 234].

Użytkownicy modeli mogą posługiwać się różnymi ich typami. Istotne jest jednak, aby model w możliwie największym stopniu nawiązywał do rzeczywistych warunków funkcjonowania badanego przedsiębiorstwa. Wskazuje to zarazem na ograniczenia mechanicznego przenoszenia modeli opracowanych dla warunków konkretnego kraju czy sektora na inny obszar (kraj).

Wnioski te oczywiście nie oznaczają bezradności audytora weryfikującego bieżący stan zagrożenia dla podmiotu prowadzącego aktywną politykę w zakresie stosowania derywatów w celu zabezpieczenia przepływów pieniężnych związanych z ryzykiem zmiany wyceny instrumentu bazowego. Ocena bieżącej sytuacji można wystawić wykorzystując zaproponowany poniżej wskaźnik sygnalizujący. Narzędzie to ma za zadanie ułatwić audytorom zewnętrznym, kontrolerom wewnętrznym czy też członkom Komitetu do spraw audytu (w ramach Rady Nadzorczej) odpowiedź na pytanie, czy zaangażowanie w derywaty nie przekracza norm bezpieczeństwa finansowego, czyli dopuszczalnych limitów dla danego podmiotu w jego konkretnej, zdefiniowanej sytuacji, a przede wszystkim skrócić sam proces oceny zagrożenia. Otrzymany wynik wskazuje na stopień zagrożenia ze strony posiadanych pozycji zabezpieczających dane ryzyko dla badanego podmiotu i ewentualną konieczność natychmiastowej, szczegółowej weryfikacji zawartych transakcji zabezpieczających.

O konieczności takiej weryfikacji przekonują nie tylko wyniki finansowe zagrożonych przez opcje walutowe podmiotów i przypadki spekulacyjnych transakcji, ale też analizy KNF, których podstawową rekomendacją w tym zakresie jest wzmocnienie kontroli korporacyjnej [KNF, 2008, s. 3] odnoszące się do środowiska wewnętrznego (kontroling, audyt wewnętrzny, Komitet do spraw audytu). Kolejną bardzo ważną instytucją, wspierającą zmiany na tej płaszczyźnie, jest Krajowa Rada Biegłych Rewidentów, która pracuje obecnie nad bardziej restrykcyjnymi zapisami w *krajowych standardach rewizji fi-*

nansowej obowiązujących biegłych rewidentów w Polsce, zastępujących dotychczasowe *normy wykonywania zawodu*³⁵.

Wskaźnik oceniający zagrożenie przedsiębiorstwa poziomem pozycji zabezpieczającej opierać się musi o stosunek wartości *pozycji zabezpieczającej* do *pozycji zabezpieczanej*, podobnie jak definiuje to OS 105 do MSR 39 oraz § 28, ust. 4 *Rozporządzenia MF z dnia 12 grudnia 2001 roku*. W regulacjach tych odnosi się on jednak do oceny *post factum* polityki zabezpieczeń, np. po zamknięciu roku obrachunkowego. Natomiast krótki opis wspomnianych wyżej możliwych zastosowań wyraźnie wskazuje na potrzebę bieżącej oceny sytuacji. Biorąc pod uwagę szacowane przepływy pieniężne, założyć trzeba, że nie może być mowy o angażowaniu się w instrumenty pochodne ponad prognozy zarządu bądź uśrednione planowane przepływy (uwzględnione w mianowniku wskaźnika). Na ile były one trafne, okaże się w przyszłości, ale tymczasem poziom zaangażowania w derywaty nie może przewyższyć szacowanej wartości pozycji zabezpieczanej. Zaangażowanie w derywaty na poziomie przekraczającym szacowane przepływy pieniężne w walucie stanowiącej pozycję zabezpieczoną rodzi podejrzenie spekulacji i natychmiastową konieczność dokładnej weryfikacji realizacji polityki zabezpieczeń ryzyk rynkowych.

Postać wskaźnika oceniającego poziom zabezpieczenia instrumentami pochodnymi przepływów pieniężnych w walucie obcej (lub innego ryzyka rynkowego), sprowadza się do oszacowania stosunku sumarycznej wartości wszystkich instrumentów pochodnych do ekspozycji brutto na dane ryzyko i zakwalifikowania otrzymanego wyniku do stosownego pułapu zagrożenia przedsiębiorstwa. W wielu przypadkach jednak oszacowanie wydatków związanych z kosztami zmiennymi w walucie obcej nie jest możliwe z wymaganą dokładnością. Stąd konieczność wsparcia się danymi historycznymi. Natomiast rozwinięcie przewidywanej wartości eksportu E do postaci rozkładającej równomiernie ryzyko błędności prognoz i założeń na trzy niezależne szacunki, daje ostateczną postać wskaźnika:

$$X = \frac{\sum D}{\left(\frac{1}{3} \times E_z + \frac{1}{3} \times E_p + \frac{1}{3} \times E_{(-1)}\right) \times \left(1 - \frac{W_{(-1)}}{E_{(-1)}}\right)}$$

gdzie:

$\sum D$ — sumaryczna wartość wszystkich instrumentów pochodnych według kursów z dnia nabycia / podpisania umowy (jest to pozycja zabezpieczająca, której wartość znamy na podstawie dokumentów z działu finansowego podmiotu),

³⁵ Działania te podjęte są zgodnie z zaleceniami *Ustawy z dnia 7 maja 2009 roku o biegłych rewidentach i ich samorządzie, podmiotach uprawnionych do badania sprawozdań finansowych oraz o nadzorze publicznym*, DzU z 2009 r. Nr 77 poz. 649, art. 21, ust. 2, pkt. 3. Szeroko na temat zmian w nowej ustawie obowiązujących podmioty badające sprawozdania finansowe pisze dyrektor Biura KIBR, Aleksandra Smejda-Rosłonec [2009, s. 4–14].

$E_{(-1)}$ — wartość sprzedaży eksportowej w roku poprzednim (na podstawie zbadanego sprawozdania rocznego), ekstrapolowana na pozostały okres zabezpieczenia,

$W_{(-1)}$ — wartość wydatków w walucie eksportowej w roku poprzednim (na podstawie dokumentów z działu finansowego podmiotu), ekstrapolowana na pozostały okres zabezpieczenia,

E_Z — wartość sprzedaży eksportowej w okresie zabezpieczenia według prognoz zarządu,

E_p — projekcja sprzedaży eksportowej w okresie zabezpieczenia, uzyskana na podstawie jej rzeczywistego średniorocznego wzrostu w okresie ostatnich pięciu lat (w stabilnym podmiocie), co pozwoli uwzględnić spadek sprzedaży eksportowej w latach osłabienia cyklu koniunktury gospodarczej. Jeżeli jednak w przedsiębiorstwie zaszły zmiany czyniące dane historyczne bezużytecznymi, wykorzystujemy projekcję ostatniego wzrostu r/r , czyli $E_{(-1)}/E_{(-2)}$. Wartość ta również jest ekstrapolowana na pozostały okres zabezpieczenia.

Poszczególne rezultaty, otrzymane po wyliczeniu wskaźnika, oznaczają:

$\leq 0,6$ — niskie zagrożenie,

$0,61 \div 1,0$ — przeciętne zagrożenie,

$> 1,0$ — wysokie zagrożenie.

Warto tu zwrócić uwagę, że parametr $\left(1 - \frac{W_{(-1)}}{E_{(-1)}}\right)$ ma za zadanie umożliwić

obliczenie salda wpływów i wydatków dla instrumentu bazowego w okresie zabezpieczenia.

Wyraz $\left(\frac{1}{3} \times E_Z + \frac{1}{3} \times E_p + \frac{1}{3} \times E_{(-1)}\right)$ stanowi wagowe ujęcie przewidywanej

wartości eksportu E . Rozłożenie prognoz na trzy niezależne szacunki jest związane z minimalizacją ryzyka nietrafionych prognoz zarządu. Równomierne rozkład wag obiektywizuje przyjęte założenia, natomiast uwzględnienie zerowego wzrostu przychodów eksportowych $E_{(-1)}$ stanowi w długim okresie dodatkowy bufor bezpieczeństwa w sytuacji nieprzewidzianych zaburzeń w sprzedaży zagranicznej. Jeżeli jednak prognozy zarządu cechują się dużą trafnością w ostatnich latach (odchylenia w granicach 10% od realizacji), to nie ma podstaw, by nie mogły one stanowić jedyne go elementu w pozycji przewidywanych przychodów. Opierać się trzeba wówczas tylko na nich, czyli: $E = 1,0 \times$ prognozy zarządu.

Z reguły podmioty prowadzące aktywną politykę zabezpieczeń, mają wypracowany kanon postępowania w tym procesie. W przypadku eksporterów w zależności od branży i salda przepływów w walucie obcej deklarowane jest zabezpieczenie od 40 do 80% przychodów walutowych, gdy koszty walutowe są znikome. W ten sposób w zależności od kosztocłonności eksportu (w walucie obcej) danej branży chroni się od 50% do 100% pozycji zabezpieczanej. Jest to istotna informacja w przypadku mniejszych podmiotów, gdzie system informatyczny nie

pozwała na wyliczenie wydatków w walucie eksportowej w poprzednim okresie. W takim przypadku wskaźnik przyjmuje uproszczoną postać:

$$X = \frac{\sum D}{E}$$

gdzie:

E — przewidywana wartość eksportu w okresie zabezpieczenia (pozycja zabezpieczana),

Tym razem jednak, otrzymane wartości wskaźnika mają następującą wymowę:

$\leq 0,4$) — niskie zagrożenie,

$0,41 \div 0,8$ — przeciętne zagrożenie,

$> 0,8$ — wysokie zagrożenie.

Należy zwrócić uwagę na specyfikę obszaru, w którym przedsiębiorstwo rozwija swój biznes. Przyjęte tutaj wartości dotyczą gałęzi charakteryzujących się niską kosztownością denominowaną w walucie sprzedaży. Poziom 0,8 stanowi tutaj absolutnie nieprzekraczalną granicę. Wynika stąd, że poziom zabezpieczenia, niezależnie od branży i poziomu wydatków w walucie obcej, nie powinien nigdy zbliżyć się na odległość stanowiącą margines błędu przewidywań dla sprzedaży zagranicznej.

Podkreślić należy, że wartości wskaźnika powyżej — odpowiednio — 1,0 i 0,8 nie oznaczają strat finansowych, lecz wskazują na zagrożenie wysokimi stratami od momentu rozpoczęcia niekorzystnych zmian na rynku instrumentu bazowego. Na takie właśnie ryzyko powinien badający (audytor) zwrócić szczególną uwagę w sprawozdaniu (raporcie) podsumowującym, skierowanym do władz spółki.

Istotny jest również ogólny charakter wskaźnika, co oznacza, że może mieć on zastosowanie niezależnie od charakteru ryzyka rynkowego dla pozycji zabezpieczanej instrumentami pochodnymi. Licznik zawsze odnosić się będzie do pozycji zabezpieczającej, a mianownik do waluty obcej, surowców bądź innej dowolnej pozycji zabezpieczanej.

Warto przypomnieć, że podczas prowadzonego badania, przed obliczeniem wartości wskaźnika, zgodnie ze standardami MSRF

w ramach procedury szacowania ryzyka w celu zrozumienia jednostki [badający powinien skierować] zapytania adresowane do kierownictwa i innych osób w jednostce³⁶

odpowiedzialnych za realizację polityki zabezpieczeń w celu wstępnego rozpoznania wiedzy na temat obrotu instrumentami pochodnymi w badanym podmiocie:

³⁶ Komitet Małych i Średnich Firm Audytorskich IFAC [2008], za: MSRF 315, § 100, s. 97.

- od jak dawna stosuje się instrumenty pochodne,
- jakiego rodzaju narzędzia służą realizacji polityki zabezpieczeń,
- jak długo osoby odpowiedzialne za decyzje dotyczące transakcji zabezpieczających pełnią swoje funkcje w tym zakresie,
- czy podmiot posiada wystawione opcje samodzielnie bądź zintegrowane z innym instrumentem finansowym (zgodnie z *Rozporządzeniem MF* nie mogą być uznane za instrument zabezpieczający) — odpowiedź twierdząca oznacza wszczęcie procedury weryfikacji polityki zabezpieczeń w sposób szczegółowy i jej realizację (brak wiedzy stanowi zagrożenie) niezależnie od wartości przyjmowanych przez wskaźnik,
- szczegółowe pytania dotyczące złożonych strategii opcyjnych (o ile opcje są wykorzystywane).

Wysokie kwalifikacje w tym zakresie zwiększają wiarygodność deklaracji o prawidłowości prowadzonych działań w ramach polityki zabezpieczeń, w przeciwnym przypadku należy zwrócić szczególną uwagę na poziom zabezpieczenia instrumentami pochodnymi pozycji zabezpieczonej niezależnie od wartości przyjmowanych przez wskaźnik.

Kolejny zestaw pytań dotyczy polityki zabezpieczeń. Jeżeli badany podmiot ma instrumenty pochodne o wysokiej wartości nominalnej, zabezpieczające na rok, dwa lub trzy lata (dłuższe okresy są niezwykle rzadko spotykane) planowane przepływy pieniężne w walutach obcych, to należy sprawdzić, czy w okresie poprzedzającym rzeczoną transakcję zabezpieczającą (czyli analogicznie: roku, dwóch lub trzech lat) była przeprowadzona operacja zabezpieczająca o porównywalnej skali. Jeżeli nie, należy bezzwłocznie przystąpić do weryfikacji prowadzonej polityki zabezpieczeń. Brak konsekwencji w tak ważnym obszarze jest wysoce niepokojący. Dodatkowo należy zweryfikować, w jakim punkcie cyklu koniunkturalnego znajdował się rynek instrumentu bazowego w chwili zawierania tego typu transakcji ostatnim razem. To również pozwoli na ocenę umiejętności w zakresie podstawowych kwalifikacji z analizy trendu.

Aktywna polityka zabezpieczeń oznacza nie tylko otwieranie transakcji na rynku walutowym. Znaczne odchylenia w sprzedaży eksportowej w stosunku do zakładanej rejestrowane na bieżąco stanowią podstawę do zamknięcia części pozycji zabezpieczających w stopniu ekwiwalentnym do spadku obrotów eksportowych. Wskaźnik będzie tu stanowić narzędzie wyprzedzające. W dowolnym momencie po ekstrapolacji danych zawartych w raporcie o realizacji prognoz można dzięki niemu otrzymać bieżącą ocenę zagrożenia derywatami i możliwość zamknięcia części pozycji zabezpieczających. Warunkiem jest wystarczająca elastyczność umów zabezpieczających (np. opcje amerykańskie).

Poza uzasadnionymi przypadkami w sytuacji dużego dysonansu pomiędzy prognozami a ich realizacją, gdy w ocenie zarządu zaobserwowane tendencje nie mają szans na odwrócenie, zbędne jest zamykanie z wyprzedzeniem kolejnych (dodatkowych) pozycji zabezpieczających ponad poziom wynikający ze spadku sprzedaży za granicę, nawet po zmianach w niekorzystnym dla przedsiębiorcy kierunku na rynku walutowym. Jeżeli w momencie zajmowa-

nia pozycji zabezpieczającej przepływy zakładano, że przyjęty poziom kursu walutowego jest satysfakcjonujący, to należy pamiętać, że niekorzystna wyce-
na pozycji zabezpieczającej jest rekompensowana przez pozycję zabezpieczaną. Na rynku walutowym i surowcowym należy postępować konsekwentnie, zgodnie z założonym planem. Chaotyczne, przypadkowe transakcje z reguły skazane są na generowanie niepotrzebnych strat.

2.3. Podsumowanie

Modelowa polityka zabezpieczenia satysfakcjonującego poziomu kursu waluty obcej dla eksporterów polega na maksymalnym zaangażowaniu w instrumenty zabezpieczające w okresie maksymalnej deprecjacji kursu rodzimej waluty. Następnie należy stopniowo ograniczać poziom zabezpieczenia, aż do momentu jego całkowitego wygaśnięcia w okresie maksymalnej aprecjacji lokalnej waluty. Cykliczne powtarzanie takich zabiegów pozwoliłoby na osiąganie maksymalnych korzyści ze sprzedaży zagranicznej według kursu zbliżonego do optymalnie korzystnego w ciągu całego cyklu zmienności na danym walorze. To tylko teoria, perfekcyjna znajomość zasad AT i wieloletnia obserwacja rynków pod kątem wychwytywania powtarzających się sygnałów daje możliwość prawidłowego określenia długoterminowego trendu, ale nie jego dokładnych wartości skrajnych. Tak więc w praktyce częściej dochodzi do sytuacji odwrotnej niż w omówionym wyżej przypadku, gdy podmioty angażują się w politykę zabezpieczeń w okresie najmniej korzystnego dla nich kursu wymiany walutowej i taki poziom „zabezpieczają” na kolejnych kilkanaście miesięcy. Jako przyczynę takiej decyzji, zarządy zawierające tego typu umowy najczęściej wskazywały „niespotykaną dotąd skalę aprecjacji polskiej waluty”. To prawda. Przekonanie o sile złotówki było wzmacniane przez analityków największych banków, którzy licytowali się wzajemnie w wyznaczaniu przyszłych kursów głównych walut na coraz niższych poziomach. Przypomnieć jednak należy, że okres maksymalnej aprecjacji złotówki w 2008 roku miał miejsce w czasie globalnego kryzysu finansowego. Zachowanie walut krajów z koszyka tzw. gospodarek wschodzących jest schematem dobrze znanym w gronie specjalistów od rynków walutowych. Także tym razem nie było wyjątku. Kryzys „odprowadził” kapitał z gospodarek rozwijających się (osłabiając lokalne waluty) do krajów rozwiniętych (umacniając ich waluty). Poza tym autorytety z zakresu zarządzania od dawna zwracają uwagę na coraz bardziej turbulentne i zmienne otoczenie przedsiębiorstwa, rosnącą złożoność wzajemnych interakcji oraz krótkookresowe kryzysy finansowe wynikające z pękania tzw. baniek spekulacyjnych [Opolski, 2008, s. 7], co przekłada się na wzrost niepewności i konieczność gotowości zarządów do elastycznego działania w nieprzewidywalnym środowisku oraz nie odrzucanie *a priori* żadnego scenariusza (np. gwałtownego osłabienia polskiej waluty)³⁷.

³⁷ Zagadnienie zmienności w otoczeniu biznesu kompleksowo obejmuje praca Andrzeja K. Koźmińskiego [2004]. Autor do „szkolnych błędów w zarządzaniu” zalicza m.in.: „nieumiejętne

Wspomniane publikacje ekspertów z zakresu zarządzania są wybrane spośród licznych głosów doradczych płynących ze środowiska naukowego, ale o bogatym praktycznym doświadczeniu, których „efektywni, obiektywni, zdolni i dociekliwi” (COSO II) członkowie zarządu nie powinni byli przeoczyć.

Pogorszenie sytuacji przedsiębiorstwa, nawet jeżeli początkowo tylko z księgowego punktu widzenia, jest — wbrew temu, co twierdzą prezesi spółek dotkniętych tym problemem (a więc *de facto* osoby odpowiedzialne za zaistniałą sytuację) — niezwykle istotne. Przypomnieć tu należy, że — po niekorzystnych zmianach na rynku walutowym — stabilizacja kursów w kolejnym okresie oznacza, że straty księgowe staną się stratami rzeczywistymi, generującymi ujemne przepływy pieniężne, a pogłębienie niekorzystnej sytuacji na rynku walutowym straty te spotęguje. W krótkoterminowej perspektywie nieobliczalna w skutkach jest też zmiana postrzegania takiego podmiotu przez banki go kredytujące (analogiczne do radykalnego obniżenia ratingu), co w konsekwencji prowadzi do utrudnionego bądź wręcz zablokowanego dostępu do finansowania bieżącej działalności. Banki o konserwatywnej polityce kredytowania (bądź same znajdujące się w niepewnej sytuacji płynnościowej) mają tendencję do wypowiedania umów kredytowych, co w konsekwencji może spowodować efekt lawiny. Konieczność spłaty zobowiązań powstałych w wyniku strat poniesionych na instrumentach pochodnych powoduje odpływ kapitału ze wszystkich obszarów działalności przedsiębiorstwa. Odbija się to zarówno na działalności inwestycyjnej — doprowadzając do obniżenia konkurencyjności w przyszłości lub rezygnacji z rentownych projektów, jak i bieżącej działalności operacyjnej — skutkując brakiem środków na zwiększenie bądź utrzymanie poziomu sprzedaży, a — co za tym idzie — wysokością generowanych zysków.

Większość istotnych nieprawidłowości w omawianym zakresie wynika z transakcji spekulacyjnych kadry wyższego bądź średniego szczebla oraz błędów spowodowanych niedostateczną wiedzą na temat konstrukcji instrumentów pochodnych i braku szerokiej wiedzy niezbędnej do poruszania się na rynkach walutowych. Odnosząc się do przypadków spekulacyjnych należy zauważyć, że środowiskiem szczególnie podatnym na tego typu niebezpieczeństwo jest sytuacja, gdy akcjonariat jest bardzo rozproszony lub pakiet większościowy udziałów należy do skarbu państwa. Przy jednoczesnym braku bądź minimalnym zaangażowaniu w przedsiębiorstwo prywatnego kapitału i członków zarządu może zrodzić się pokusa spekulacji. Oczywiście znane są też przypadki spekulacji w przedsiębiorstwach prywatnych z jednym dominującym udziałowcem (np. Elwo, spółka z grupy kapitałowej Rafako). Przyczyną może być w takiej sytuacji próba wypromowania się menedżera kosztem przedsiębiorstwa w przypadku powodzenia spekulacyjnych transakcji,

zarządzane ryzykiem związanym z operacjami finansowymi, ryzykiem kursowym, itp.” (s. 36). Wiele miejsca problemowi niepewności i redukcji ryzyk z nią związanych poświęca także COSO II [COSO, 2007].

związana z wykazaniem spektakularnych zysków, zdobyciem prestiżu oraz wzmocnioną pozycją i premią finansową. W przypadku niepowodzenia problem będą mieli akcjonariusze. Zjawisko to jest szczególnie niebezpieczne w środowisku z niedostateczną kontrolą (nadzoru korporacyjnego). Jednak sama świadomość wnikliwej analizy prowadzonej przez Komitet Audytu i/lub audytorów zewnętrznych (choćby w procesie badania ksiąg rachunkowych) powinna być impulsem dla zarządu do szczególnej ostrożności przy realizacji polityki zabezpieczania przychodów eksportowych lub innego ryzyka rynkowego, a cykliczna weryfikacja zapewniłaby właściwy poziom zaangażowania w instrumenty zabezpieczające.

Pozostaje zatem najszersza grupa przypadków, która obejmuje negatywny wpływ derywatów na przedsiębiorstwo na skutek popełnionego błędu. Może on być spowodowany brakiem odpowiedniej wiedzy lub niewłaściwymi szacunkami. Bardzo dobra znajomość zasad analizy technicznej, podobnie jak szeroka wiedza z zakresu konstrukcji instrumentów pochodnych oraz związanymi z nimi korzyściami, jak i ryzykiem, powinna bezwarunkowo jednak wchodzić w zakres zainteresowań podejmujących decyzje związane z bezpośrednim i pośrednim obrotem na rynkach walutowych. Kompetencje zdobyte przez kluczowych pracowników w tym zakresie, będą służyć także przy realizacji innych działań, co może mieć tylko pozytywny wpływ na kształt procedur i procesów przedsiębiorstwa w przyszłości.

Konieczność rzetelnej weryfikacji bieżącego poziomu zagrożenia przedsiębiorstwa wysokością zabezpieczeń derywatami, zwłaszcza w kontekście konsekwencji zaniechań w tej materii, wydaje się oczywista. Wsparciem dla aktywnej polityki zabezpieczeń, jest wskaźnik przedstawiony w rozdziale 2.2. lub jego modyfikacje dopasowujące go do specyfiki danego przedsiębiorstwa, dokonane przez zarząd. Niezwykle istotny jest fakt, że wskaźnik taki wskaże zagrożenie przed wystąpieniem konsekwencji w postaci strat finansowych oraz wzrostu zadłużenia długo i krótkoterminowego, jeżeli badanie zostanie przeprowadzone, zanim niekorzystne tendencje na rynku instrumentu bazowego doprowadzą do wspomnianych konsekwencji. Cykliczna weryfikacja stanu bieżącego w tym zakresie jest podstawową ochroną, na którą pozwolić może sobie każdy podmiot gospodarczy.

Problem umów czy transakcji, które mają fatalny nieraz skutek, będzie się powtarzać w różnej formie w przyszłości, prawdopodobnie w nowej postaci. Świadomy tego zarząd już dziś stara się dostrzec potencjalne obszary zagrożeń i poprzez swoje działania (korekty procesów, procedur) redukuje ryzyko z nimi związane. Pamiętać jednak należy, że skuteczność w detekcji i eliminacji ryzyk jest i będzie w przyszłości determinowana przez kulturę organizacji, postawy członków kadry kierowniczej od zarządów poczynając, poprzez kadrę kierowniczą średniego szczebla, na przełożonych w zespołach kończąc.

Bibliografia

Opracowania zwarte

- Altman E.I., 1995, *Emerging market corporate bonds — A scoring system*, Nowy York.
- Komitet Małych i Średnich Firm Audytorskich IFAC, 2008, *Przewodnik stosowania Międzynarodowych Standardów Rewizji Finansowej w badaniu małych i średnich jednostek*, Warszawa.
- Koźmiński A.K., 2004, *Zarządzanie w warunkach niepewności*, Warszawa.
- Opolski K. (red.), 2008, *Audyt Strategiczny jako szansa na poprawę pozycji rynkowej firmy*, Warszawa.
- The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO), 2007, *Zarządzanie ryzykiem korporacyjnym — zintegrowana struktura ramowa*, Tom I, Warszawa.
- Wawrzyniak B., Bińczak B., 1990, *Skuteczne rady nadzorcze*, Warszawa.

Artykuły naukowe i publicystyczne

- Andrzejewski M., 2008, *Anatomia i mechanizm działania wirusa wywołującego kryzys finansowy w Polsce, czyli rzecz o asymetrycznych, złożonych instrumentach pochodnych w ujęciu mikro-i makroekonomicznym — wyniki badań naukowych*, Kraków.
- Mączyńska E., 2004, *Systemy wczesnego ostrzegania*, „Nowe Życie Gospodarcze” nr 12.
- Mączyńska E., Zawadzki M., 2006, *Dyskryminacyjne modele predykcji bankructwa przedsiębiorstw*, „Ekonomista” nr 2.
- Smejda-Rosłonec A., 2009, *Zmiany w sposobie działania biegłych rewidentów i podmiotów uprawnionych do badania sprawozdań finansowych*, „Rachunkowość” nr 8.
- Program ratunkowy, 2009, „Parkiet” nr 94, 25–26.04.

Polskie akty prawne

- Ustawa o Rachunkowości z dnia 29 września 1994 roku, 2002, DzU z 2002 r. nr 76, poz. 694.
- Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, 2004, DzU z 2004 r. nr 146, poz. 1546, z 2005 r. nr 83, poz. 719, nr 183, poz. 1537 i 1538, nr 184, poz. 1539.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, 2005, DzU z 2005 r., nr 183, poz. 1538.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, 2005, DzU z 2005 r., nr 184, poz. 1539.
- Ustawa z dnia 18 marca 2008 roku, o zmianie Ustawy o Rachunkowości, 2008, DzU z 2008 r., nr 63, poz. 393).
- Ustawa z dnia 7 maja 2009 roku o biegłych rewidentach i ich samorządzie, podmiotach uprawnionych do badania sprawozdań finansowych oraz o nadzorze publicznym, 2009, DzU z 2009 r. Nr 77 poz. 649.
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 12 grudnia 2001 r., w sprawie szczegółowych zasad uznawania, metod wyceny, zakresu ujawniania i sposobu prezentacji instrumentów finansowych, 2001, DzU z 2001 r., nr 149, poz. 1674.
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 23 lutego 2004 r., zmieniające rozporządzenie w sprawie szczegółowych zasad uznawania, metod wyceny, zakresu ujawniania i sposobu prezentacji instrumentów finansowych, 2004, DzU z 2004 r., nr 031, poz. 266.
- Rozporządzenie Rady Ministrów, z dnia 21 marca 2005 r., 2005, DzU z dnia 25 marca 2005 r., nr 50, poz. 464.

Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 r., w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim, 2009, DzU nr 33, poz. 259.

Pozostałe dokumenty krajowe

Rada Giełdy Papierów Wartościowych, 2005, *Regulamin Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., wprowadzony uchwałą Rady Giełdy Nr 6/1024/2004 z dnia 24 lutego 2004 roku. Tekst ujednolicony 1 października 2005 r.*

Rada Giełdy Papierów Wartościowych, 2007, *Załącznik do Uchwały Nr 12/1170/2007 Rady Giełdy z dnia 4 lipca 2007 r., Dobre praktyki spółek notowanych na GPW.*

Zarząd Giełdy Papierów Wartościowych, 2007, *Uchwała Nr 1013/2007 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 11 grudnia 2007 r., w sprawie określenia zakresu i struktury raportu dotyczącego stosowania zasad ładu korporacyjnego przez spółki giełdowe.*

Kluza Stanisław, 2009, *Pismo Pana Przewodniczącego Komisji Nadzoru Bankowego do Pana Adama Wąsika, Prezesa Krajowej Rady Biegłych Rewidentów i Krajowej Izby Rewidentów, DEM/WR/075/38/09/KZ, z dnia 24.02.2009.*

KNF, 2008, *Komunikat KNF z dnia 17 grudnia 2008 r. w sprawie wpływu walutowych instrumentów pochodnych na banki i spółki publiczne.*

KNF, 2009a, *Komunikat KNF z dnia 28 kwietnia 2009 r., Aktualizacja danych o zaangażowaniu przedsiębiorstw w walutowe instrumenty pochodne.*

KNF, 2009b, *Komunikat z 86. posiedzenia Komisji Nadzoru Finansowego w dniu 16 września 2009 r.*

PKM DUDA S.A., 2008, *Oświadczenie o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego.*

Akty prawne UE i USA

PUBLIC LAW, 107-204-JULY 30, 2002 (*Sarbanes-Oxley Act*).

Dyrektywa 2006/43/WE Parlamentu Europejskiego i Rady Europy z dnia 17 maja 2006 r., w sprawie ustawowych badań rocznych sprawozdań finansowych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych, zmieniająca dyrektywy Rady 78/660/EWG i 83/349/EWG oraz uchylająca dyrektywę Rady 84/253/EWG.

Dyrektywa 2006/46/WE Parlamentu Europejskiego i Rady Europy z dnia 14 czerwca 2006 r. zmieniająca dyrektywy Rady 78/660/EWG w sprawie rocznych sprawozdań finansowych niektórych rodzajów spółek, 83/349/EWG w sprawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych, 86/635/EWG w sprawie rocznych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych banków i innych instytucji finansowych oraz 91/674/EWG w sprawie rocznych i skonsolidowanych sprawozdań finansowych zakładów ubezpieczeń (PL).

Rozporządzenie Komisji (WE) Nr 1126/2008 z dnia 3 listopada 2008 r. przyjmujące określone międzynarodowe standardy rachunkowości zgodnie z rozporządzeniem (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady.

Internet

Zabrzewski Marcin, 2009, *KNF bada Dudę*, INTERIA.PL, 22.06.2009, <http://mojeinwestycje.interia.pl/news?inf=1261902>, 18.02.2009 14:32.

Raporty bieżące

KHS „KROSNO” S.A.: za okres: III 2009; ODLEWNIE POLSKIE S.A.: za okres: II 2009
PKM DUDA S.A.: za okres: II–III 2009; SFINKS POLSKA S.A.: za okres: I–II 2009
Z.Ch. POLICE S.A.: za okres: II–IX 2009

Sprawozdania finansowe (raporty okresowe):

KHS „KROSNO” S.A.: Sprawozdanie roczne skonsolidowane za 2008 rok.
ODLEWNIE POLSKIE S.A.: Sprawozdania półroczne i roczne z lat 2006–2008.
PKM DUDA S.A.: Sprawozdania półroczne i roczne jednostkowe z lat 2005–2008,
półroczne i roczne skonsolidowane z lat 2005–2008, raporty kwartalne: SA-QSr II
2008, SA-QSr IV 2008, SA-QSr I 2009.
SFINKS POLSKA S.A.: Sprawozdania półroczne i roczne skonsolidowane z lat
2006–2008.
Z.Ch. POLICE S.A.: Sprawozdania półroczne i roczne skonsolidowane z lat 2006–2008.

A b s t r a c t **Audit as a Tool for Detecting Adverse Impact of Derivatives on the Company**
High-amplitude of changes in foreign exchange markets had often a negative impact on the financial results of Polish exporters in 2008–2009. The design of adopted financial instruments and the height of the security show insufficient internal control over the implementation of the exchange rate risk protection policy in public entities, where financial loss has repeatedly exceeded the expected benefits. Most of the serious irregularities in this aspect came out of speculative transactions of senior or middle management staff and errors caused by faulty estimates, or insufficient knowledge about the design of derivatives.
The text refers to the above situation, resulting from the need to thoroughly verify the current level of risk by the amount of securities derivatives in the company.
The author's is to remind the regulations which would significantly reduce risk and demonstrate a mechanism whereby members of the internal audit committee under the board and external auditors, and the government of the company to protect the examined subject from the risk from improper use of the potential which undoubtedly are given by currency options. Support for active security policy is the indicator presented in Chapter 2. Extremely important is the fact that the meter will indicate the risk ex ante, before the consequences in the form of financial losses and an increase in long- and short-term debt.