

## Zastosowanie opcji walutowych w kontekście norm prawnych obowiązujących w okresie kryzysu finansowego

Tadeusz Czarnota\*

**Streszczenie:** Celem przeprowadzonych w niniejszym artykule badań jest analiza istniejących norm prawnych w kontekście stosowania terminowych instrumentów walutowych. Hipoteza rozważań zawiera się w określeniu: stosowanie opcji walutowych przez instytucje finansowe przed kryzysem finansowym mogło narażać przedsiębiorstwo na nieograniczone ryzyko powstania straty. Rozważania prowadzone przez autora artykułu skupiają się na wskazaniu istoty instrumentów zabezpieczających oraz i zastosowaniu w praktyce, wobec przedsiębiorców. Wykazano istnienie norm prawnych, których zastosowanie mogło ograniczyć ryzyko strat przedsiębiorstw, umożliwiając poprawne rozumienie istoty stosowanych instrumentów terminowych w zawieranych umowach.

**Słowa kluczowe:** opcja walutowa, Dyrektywa MiFID (MiFID I)

### Wprowadzenie

W literaturze prezentuje się wiele określeń ryzyka, wskazując m.in. na zintegrowanie prawdopodobieństwa zaistnienia konkretnego zdarzenia oraz implikacji ich nastąpienia dla przedsiębiorcy lub danego podmiotu (Williams, Smith, Young 2002, s. 30). Szeroki zakres pojęć wyróżniają K. Jajuga i T. Jajuga, określając w kategorii ryzyka finansowego, m.in. ryzyko trafności ceny oferowanej, płynności finansowej, zdolności kredytowej, a także ryzyko inwestycyjne (Jajuga, Jajuga 1998, s. 99). Jednocześnie Z. Gil stwierdza, iż pojęcie ryzyka wiąże się ze stanem niebezpieczeństwa w systemie, które w konsekwencji mogłoby prowadzić do znaczących strat lub degradacji całego systemu (Gil 2001, s. 15). Pochodzi ono, jak się wskazuje od turbulencji mających miejsce w systemie lub otoczeniu systemowym. Jednak, zwraca się uwagę, iż etymologia pojęcia – ryzyko wywodzi się z języka włoskiego. Oznacza ono, co do zasady działalność, której rezultat jest niepewny, a zatem istnienie możliwości niepowodzenia przedsięwzięcia (Biegański, Janc 2001, s. 9).

W państwach rozwiniętych systemy finansowe funkcjonują z zastosowaniem skomplikowanych narzędzi, stąd również w relacjach, stosuje się m.in. instrumenty wykraczające

---

\* SSR Tadeusz Czarnota, Sędzia Sądu Rejonowego Katowice-Wschód w Katowicach, Wydział X Gospodarczy ds. Upadłościowych i Restrukturyzacyjnych, członek zarządu sekcji prawa upadłościowego Instytutu Allerhanda, e-mail: Tadeusz.Czarnota@wp.pl.

poza narzędzia wymiany walutowej, zwracając uwagę na zastosowanie instrumentów pochodnych (Jajuga 2007, s. 47–54). Ich wprowadzenie ma związek z zależnością określonego instrumentu od formowania się ceny instrumentu bazowego, takiego jak na przykład cena akcji, obligacji czy też wartość indeksu giełdowego. Zagadnienie opcji walutowych, czyli instrumentów pochodnych, dla których instrumentem bazowym jest wartość kursu walutowego stało się m.in. w Polsce, określeniem bardzo powszechnym, szczególnie w okresie kryzysu walutowego. Zaskakujące zjawisko powstania kryzysu finansowego na świecie miało bowiem niewątpliwy wpływ na stan gospodarki polskiej. Sytuacja finansowa przedsiębiorstw uległa bowiem znaczącemu pogorszeniu, szczególnie tam, gdzie zaangażowanie przedsiębiorców w transakcje opcyjnie było znaczące.

### **1. Zagadnienie opcji walutowej**

Opcje występowały w praktyce obrotu już w czasach starożytnych. Pierwszą nie budzącą wątpliwości wzmiankę o umowie opcji znajdziemy bowiem u Arystotelesa żyjącego w latach 384–322 p.n.e. (Aristoteles 2011, s. 40). Warto przytoczyć jego opowieść o Talesie z Miletu (żyjącym w latach ok. 624–625 p.n.e. – ok. 546–547 p.n.e.), w której wyraża się on następująco: „kiedy bowiem, wskazując na jego ubóstwo, robiono mu zarzut, że filozofia żadnego nie przynosi pożytku, Tales podobno, przewidując na podstawie swych wiadomości astrologicznych, że zbiór oliwek będzie obfity, z niewielkich pieniędzy, jakimi rozporządzał, dał zadatek jeszcze w zimie na wszystkie prasy do oliwek w Milecie i na Chios, a ponieważ nikt nie dawał więcej, za niską cenę je wynajął. Kiedy zaś nadeszła właściwa pora i nagle wielu ludzi naraz zaczęło ich poszukiwać, wynajmował je za cenę, jaką zechciał, a zebrawszy w ten sposób wielkie pieniądze, wykazał, że dla filozofów łatwą jest rzeczą zgromadzenie bogactwa, jeśli tylko zechcą, tylko że nie to jest celem, do którego ich wysiłki zdążają”.

Niepewność związana z podejmowaniem decyzji gospodarczych, ma zatem szczególne znaczenie w odniesieniu do prognozy przyszłych rezultatów. Przedsiębiorca podejmując wiele aktywności, musi liczyć się z niepewnym efektem swojej działalności, w szczególności biorąc pod uwagę prognozy zakładanych wyników. Jednak niepewność osiągnięcia założonych rezultatów, może kierować przedsiębiorcę w stronę rozważenia możliwości ograniczenia ryzyka. Stąd zatem dostępność instrumentów zabezpieczających, w tym opcji walutowych wykorzystywanych w obrocie gospodarczym i ich powszechność zastosowania przez przedsiębiorstwa działające na rynkach międzynarodowych.

Zauważyć należy, iż w polskim prawie nie występuje ustawowa systemowa opcji, obejmująca zarówno gałęzie prawa zaliczane do prawa prywatnego, jak i te zaliczane do prawa publicznego. Przy definiowaniu umowy opcji o systemowym charakterze, odwołać się zatem należy do konstrukcji, które wykształciły się w praktyce obrotu gospodarczego oraz do poglądów prezentowanych w literaturze ekonomicznej (w szczególności z zakresu finansów), a także publikacjach prawniczych.

I tak opcję definiuje się w literaturze ekonomicznej jako nieodwołalne i bezwarunkowe zobowiązanie się jednej ze stron kontraktu do kupna lub sprzedaży instrumentu bazowego w przyszłości na warunkach ustalonych w chwili zawarcia kontraktu w zamian za uzyskanie premii. Wskazuje się, że zobowiązanie to ma charakter asymetryczny, ponieważ sprzedający musi zrealizować kontrakt, jeśli będzie taka wola kupującego. On natomiast wpłacając premię uzyskuje możliwość (jednak nie obowiązek) zakupu lub sprzedaży instrumentu bazowego w przyszłości według ustalonych zasad (Jajuga 2006, s. 31–32). Strata jaką ponieść kupujący opcję ogranicza się jedynie do wpłaconej premii, podczas gdy strata sprzedającego opcję może być nieograniczona (Kudła 2009, s. 173).

Pokreślić należy, iż z uwagi na możliwości ograniczania ryzyka za pomocą opcji, są one szczególnymi instrumentami rynku terminowego. Nabycie opcji jest bowiem praktycznie jedyną techniką hedgingową, która zabezpieczając przed niekorzystną zmianą ceny/kursu i nie pozbawia możliwości osiągnięcia zysku w przypadku korzystnej zmiany ceny/ kursu. Przy czym przez hedging rozumieć należy akt zajęcia czasowej pozycji terminowej (na rynku terminowym), odwrotnej do pozycji utrzymywanej na rynku kasowym.

Opcja walutowa to z kolei porozumienie między stronami, w ramach którego jedna ze stron uiszcza premię i otrzymuje prawo kupna (sprzedaży) waluty po określonym kursie w późniejszym okresie. Stronami transakcji są: nabywca (posiadacz) przyjmujący pozycję kupującego (tzw. długą) oraz wystawca przyjmujący pozycję sprzedającego, tzw. krótką. Nabywca opcji ma prawo, wystawca zaś obowiązek kupna (sprzedaży) waluty na żądanie posiadacza opcji. Kosztem opcji dla nabywcy jest jej premia (opłata za nabycie), stanowiąca analogicznie zysk dla wystawcy. Zabezpieczenie przed ryzykiem za pomocą opcji może przybrać charakter transakcji rzeczywistych, zawieranych celem dokonania obrotu po ustalonym z góry kursie (ich ewentualna realizacja następuje wówczas przez efektywną wymianę walut) lub nierzeczywistych (rozwiązywane są wtedy w formie kompensacji różnic kursowych).

Umowę opcyjną należy zaliczyć do umów konsensualnych, odpłatnych, dwustronnie obowiązujących i wzajemnych a także mających charakter losowy (Włodyka 2006). W praktyce obrotu pojawiły się „opcje walutowe” stanowiące faktycznie wiązkę umów, tj. co najmniej jedną umowę opcji kupna (*call*) i co najmniej jedna umowa opcji sprzedaży (*put*), powiązane wspólnym celem, przy czym każda z tych umów wywiera wpływ na istnienie drugiej. W przypadku umowy opcji sprzedaży przedsiębiorca będący nabywcą opcji uzyskiwał od banku wystawiającego opcję prawo do sprzedaży w określonym czasie waluty według określonego kursu bazowego mimo spadku kursu tej waluty w stosunku do złotego. Niejako przy okazji zawarcia umowy opcji sprzedaży przedsiębiorca zawierał umowę opcję kupna, na mocy której zobowiązywał się do zapłaty na rzecz banku (nabywcy opcji) różnicy kursu euro w stosunku do kursu złotego w przypadku, gdy kurs euro wzrośnie.

Opcje typu *call* rodzą dla jej wystawcy nieograniczone ryzyko, a przynoszą ograniczone, najczęściej znikome, zyski. Wystawienie opcji typu *call* przez eksporterów było więc działaniem pozbawionym sensu ekonomicznego. O ile opcja *put* zabezpieczała przed

wzrostem kursu złotego, to opcja wystawiona narażała na niewspółmiernie wysokie straty w przypadku osłabienia kursu złotego.

## 2. Opcje walutowe a Dyrektywa MiFID

Dyrektywa MiFID to Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 roku w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG (Dz.U. UE. L.2004.145.1; Dz.U. UE-sp.06-7-263 z późn. zm.), a jej akty wykonawcze to Dyrektywa Komisji 2006/73/WE z dnia 10 sierpnia 2006 roku wprowadzająca środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez przedsiębiorstwa inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy (Dz.U. UE. L. 2006.241.26) oraz Rozporządzenie Komisji (WE) NR 1287/2006 z dnia 10 sierpnia 2006 roku wprowadzające środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do zobowiązań przedsiębiorstw inwestycyjnych w zakresie prowadzenia rejestrów, sprawozdań z transakcji, przejrzystości rynkowej, dopuszczania instrumentów finansowych do obrotu oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy (Dz.U. UE. L. 2006.241.1)<sup>1</sup>.

Kluczowe znaczenie dla stosowania dyrektywy ma norma art. 19, ust 1, stanowiąca, iż „Państwa Członkowskie wymagają, aby przy świadczeniu na rzecz klientów usług inwestycyjnych i/lub, w miarę potrzeb, usług dodatkowych, przedsiębiorstwo inwestycyjne działało uczciwie, sprawiedliwie i profesjonalnie, zgodnie z najlepiej pojętymi interesami klientów oraz wypełniając, w szczególności, zasady wymienione w ust. 2–8”.

Stosownie do przepisu art. 53 dyrektywy wykonawczej państwa członkowskie miały obowiązek przyjęcia i opublikowania przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych niezbędnych do wykonania dyrektywy, w terminie do 31 stycznia 2007 roku. Obowiązek stosowania tak ustanowionych przepisów powstał od dnia 1 listopada 2007 roku. Zasadniczym problemem jest ustalenie czy do reguł określonych w Dyrektywie MiFID oraz dyrektywie wykonawczej miał obowiązek stosować się bank z siedzibą w Polsce. Obie dyrektywy nie zostały bowiem przetransponowane do polskiego wewnętrznego porządku prawnego w terminie w nich wskazanych. Potwierdza to wyrok Trybunału Sprawiedliwości z dnia 19 marca 2009 roku, sygn. akt C-143/08(LEX 484941), w którego punkcie 1 sentencji stwierdzono: „Poprzez nieprzyjęcie w przewidzianym terminie wszystkich przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych koniecznych do wykonania dyrektywy Komisji 2006/73/WE z dnia 10 sierpnia 2006 r. wprowadzającej środki wykonawcze do

---

<sup>1</sup> Dyrektywę tą aktualnie określa się mianem MiFID I, gdyż przekształca ją i częściowo zastępuje Dyrektywa MiFID II, czyli Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz.U. UE. L.2014.173.349).

dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez przedsiębiorstwa inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tejże dyrektywy Rzeczpospolita Polska uchybiła zobowiązaniom ciążącym na niej na mocy wymienionej dyrektywy”. Pierwszym etapem wdrożenia obu dyrektyw do polskiego wewnętrznego porządku prawnego było bowiem dopiero wejście w życie ustawy z dnia 4 września 2008r. o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw (Dz. U. 2009, nr 165, poz. 13160), które to miało miejsce w dniu 21 października 2009 roku.

W prawie unijnym istnieje jednak środek, który służy zapewnieniu efektywności dyrektyw pomimo zakazu ich bezpośredniego horyzontalnego stosowania. Jest nią zasada prowsólnotowej (obecnie po wejściu w życie Traktatu z Lizbony – pronijnej) interpretacji prawa krajowego.

Najogólniej rzecz ujmując, w przypadku braku prawidłowej implementacji sąd, stosując normę krajową w sporze między prywatnymi podmiotami, dokonuje wykładni prawa krajowego w świetle postanowień dyrektywy, na którą podmioty te nie mogą powoływać w sporze bezpośrednio. Zasada ta nazywana jest zasadą skutku pośredniego. Za źródło istnienia obowiązku dokonywania wykładni prawa krajowego w świetle celu i brzmienia norm prawa unijnego uznaje się art. 10 TWE ( Traktatu o ustanowieniu Wspólnot Europejskich w brzmieniu sprzed wejścia w życie Traktatu z Lizbony, obecnie art. 4 ust 3 Traktatu o Unii Europejskiej), który ustanawia obowiązek podjęcia przez państwo członkowskie wszelkich niezbędnych środków w celu realizacji zobowiązań wynikających z Traktatu lub z działań instytucji Wspólnoty. Zauważyć należy, iż powyższa zasada nie została wyrażona wprost w TWE ani w innym akcie prawa unijnego a została sformułowana w orzecznictwie Trybunału Sprawiedliwości (według obecnej nomenklatury Trybunału).

Zidentyfikować trzeba zatem przepisy prawa polskiego obowiązujące przed wdrożeniem do wewnętrznego porządku prawnego Dyrektywy MiFID oraz dyrektywy wykonawczej, których pronijna wykładnia zgodnie z brzmieniem i celem dyrektyw zapewni wypełnienie ciążącego na Polsce osiągnięcia rezultatu przewidzianego przez owe dyrektywy.

W tym względzie należy dokonać wykładni przepisów Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 28 grudnia 2005 roku w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych oraz banków powierniczych (Dz.U. 2006 nr 2, poz. 8), a ponadto zwrócić uwagę na treść art. 94 Ustawy z dnia z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi, w jego brzmieniu pierwotnym, to jest obowiązującym do dnia 20 października 2009 roku. Stanowił on bowiem co następuje:

„Minister właściwy do spraw instytucji finansowych określa, w drodze rozporządzenia:

- a) tryb i warunki postępowania firm inwestycyjnych oraz banków powierniczych w zakresie:
  - promowania świadczonych usług maklerskich oraz kontaktów z potencjalnymi klientami,
  - zawierania transakcji i dokonywania rozliczeń,

- świadczenia usług maklerskich, w tym w zakresie świadczenia usług maklerskich na rzecz klientów profesjonalnych,
- prowadzenia ewidencji zawieranych transakcji oraz archiwizacji dokumentów i innych nośników informacji sporządzanych w związku z prowadzeniem działalności maklerskiej lub powierniczej

przy zapewnieniu należytej staranności, ochrony klienta oraz bezpiecznego i sprawnego zawierania i rozliczania transakcji, a także przejrzystości i bezpieczeństwa obrotu”.

Wielość dostępnych instrumentów zabezpieczających powinna zatem służyć skutecznemu zabezpieczeniu przed skutkami zmian kursów na rynku walutowym. Jak jednak wynika z praktyki, wykorzystanie instrumentów finansowych nie zawsze jest właściwe. W odniesieniu do praktyki w okresie kryzysu walutowego zarówno banki, z uwagi na chęć poprawy wyniku finansowego, jak również przedsiębiorcy zachowali się w sposób prowadzący w konsekwencji do strat i sporów sądowych a niekiedy postępowań upadłościowych. Z jednej strony zadziałała asymetria informacji, z innej można wskazywać na nieprzygotowanie merytoryczne. Nie zmienia to jednak faktu, iż instytucje finansowe, niejednokrotnie kwalifikowane jako instytucje zaufania publicznego, nie powinny stosować w ofercie zasad, które narażają przedsiębiorców na znaczące ryzyko strat finansowych. Wiedza o ryzyku powinna być w tym przypadku upowszechniona dla odpowiedniego zrozumienia ze strony przedsiębiorstw.

Wskazać należy, iż konsekwencją wybiórczego zastosowania norm prawnych, jest w obecnym okresie utrata zaufania do instytucji finansowych, a w konsekwencji również większa ostrożność w narzędzi instrumentów zabezpieczających rynku, w szczególności instrumentów opcyjnych.

## **Uwagi końcowe**

Działalność przedsiębiorstw i instytucji finansowych współdziałających wzajemnie w ramach systemu finansowego można odnieść do działalności całego organizmu państwa. W tym przypadku z uwagi na wspólne dobro, wydaje się konieczne stosowanie norm wewnętrznego i unijnego z uwzględnieniem norm etyki społecznej. Organizacja państwa, powinna być zatem nakierowana na zastosowanie zasad sprawiedliwości, bez której organizacja działalności społecznej, a zatem przedsiębiorców i instytucji finansowych nie powinna mieć miejsca.

Przytoczyć należy w tym względzie pogląd R. Adamusa (2009), iż podwyższony standard staranności banku w obrocie prawnym, m.in. w zakresie obowiązków informacyjnych, można wywieść z aktualnej treści polskiego prawa, niezależnie od kwestii implementacji dyrektywy MiFID. Istotne znaczenie ma tutaj pozycja banku w obrocie prawnym jako „organizatora” stosunku prawnego i szczególny charakter instrumentu finansowego oferowanego przez bank.

Takie też stanowisko zajął Sąd Najwyższy w wyroku z dnia 16 lutego 2012 roku, sygn. akt IV CSK 225/11<sup>2</sup>, wskazując, że „W zakresie terminowych operacji finansowych (art. 5 ust 2 pkt 4 i 7 ustawy z 1997 r. prawo bankowe), polegających na zawieraniu przez banki z kontrahentami terminowych umów opcyjnych, należy stosować zbliżony lub podobny standard informacyjny wynikający z postanowień dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 roku w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFiD), nawet jeżeli w chwili zawarcia umowy z bankiem dyrektywa ta nie była jeszcze implementowana do polskiego porządku prawnego”.

## Literatura

- Adamus R. (2009). Wybrane problemy prawne związane z umowami opcji walutowych. *Jurysta, 1*.
- Arystoteles (2011). *Polityka*. Tłum. L. Piotrowicz. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Biegański M., Janc A. (red.) (2001). *Hedging i nowoczesne usługi finansowe*. Poznań: Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu.
- Gil Z. (2001). *Zarządzanie ryzykiem i antyryzykiem w działalności gospodarczej i społecznej*. Kraków: Wydawnictwo AGH.
- Jajuga K. (2006). *Gieldowe instrumenty pochodne*. Warszawa: Gielda Papierów Wartościowych w Warszawie.
- Jajuga K. (2007). *Podstawy inwestowania na Gieldzie Papierów Wartościowych*. Warszawa: Gielda Papierów Wartościowych w Warszawie SA.
- Jajuga K., Jajuga T. (1998). *Inwestycje. Instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Kudła J. (2009). *Instrumenty finansowe i ich zastosowanie*. Warszawa: Wydawnictwo Key Text.
- Williams A.C., Smith M.L., Young P.C. (2002). *Zarządzanie ryzykiem a ubezpieczenia*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Włodyka S. (2006). *Prawo umów handlowych*. W: S. Włodyka (red.), *System Prawa Handlowego*. T. 5 (s. 109–114). Warszawa: C.H. Beck.

## THE USE OF CURRENCY OPTIONS IN THE CONTEXT OF LEGAL NORMS IN FORCE DURING THE FINANCIAL CRISIS

**Abstract:** The aim of the research in this article focuses on the analysis of existing legal norms in the context of the use of forward foreign exchange instruments. Hypothesis contains in a definition of currency options use by financial institutions in the period before the world financial crisis which could expose on the company and cause an unlimited risk of loss. Considerations conducted by the author of the article focuses on the identification of the essence of hedging instruments and its application on the market. An author pays attention on legal norms, which usage should reduce the risk of loss in a business, and should enable the correct understanding of the used instrument nature in terms of the concluded agreements.

**Keywords:** bank enforcement title, currency option, MiFiD

## Cytowanie

- Czarnota T. (2016). Zastosowanie opcji walutowych w kontekście norm prawnych obowiązujących w okresie kryzysu finansowego. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, 4* (82/1), 593–599. DOI: 10.18276/frfu.2016.4.82/1-49.

<sup>2</sup> Wyrok Sądu Najwyższego z dnia 16 lutego 2012 r., sygn. akt IV CSK 225/11 (Biuletyn SN 2012/5/12).

