

## **Z cyklu wielkie upadki, czyli o zarządzaniu ryzykiem.**

### **Historia Metallgesellschaft Corp**

---

Historia ta jest równie porywająca jak historia upadku Barings Bank. Zapewne na temat tego wydarzenia napisano więcej artykułów i prac naukowych niż na temat innych spektakularnych bankructw. Miał na to wpływ fakt, że w kulminacyjnym momencie całej historii doszło do rozprawy sądowej pomiędzy przedsiębiorstwem i zdymisjonowanym dyrektorem. Pikanterii dodaje też fakt, że w sprawę zamieszany był laureat Nagrody Nobla w dziedzinie ekonomii oraz nowy pretendent do takowej nagrody. Ostatecznie MG wygrało sprawę sądową wprowadzając nowy zarząd i strategię dla firmy

Ogólnie, doprowadzono niemalże do bankructwa czternastą co do wielkości firmę w Niemczech, prawdopodobne jest, że firma ta, gdyby była zarejestrowana w Wielkiej Brytanii zostałaby zlikwidowana. W tym samym czasie Barings ogłosił stratę w wysokości 800 milionów funtów co z ignorancją przyjęto w MG, uważając ową kwotę za relatywnie niską.

Mettallgesellschaft Corp miał swoją siedzibę w Nowym Jorku i było filią kontrolowaną przez Mettallegesellschaft AG we Frankfurcie oraz MG Refining and Marketing Inc.

W roku 1992 MG rozpoczął promocję swoich kontraktów na dostawę ropy naftowej w USA. Firma miała dostarczać do klientów zlokalizowanych na całym świecie produkty naftowe, w szczególności olej opałowy i benzynę, po stałej cenie przez okres 5 i 10 lat. Co ciekawe kontrakty nie przewidywały zmiany ich wartości do zmian cen rynkowych oraz nie przewidywały zmian w dokładnych parametrach dostarczanych produktów (były to tzw. kontrakty FNF – *fixed and firm contracts*). Aby utrzymać stałą cenę towarów przez tak długi czas, 10 lat, MG dokonało hedgingu na cały zakontraktowany wolumen sprzedaży na NYMEX (New York Mercantile Futures Exchange). Innymi słowy, dostawy w latach 1-10 zabezpieczone były kontraktami na miesiące 1-3 pierwszego roku.

Największy wpływ na całą historię miały kontrakty na dostawę ropy naftowej, które polegały na tym, że klienci zgodzili się zakupywać zakontraktowane ilości towaru po stałej cenie przez okres 5-10 lat jednak z możliwością odroczenia praktycznie wszystkich dostaw przez cały okres trwania umowy (tzw. *flexi contracts*). Także w przypadku tych kontraktów całość dostaw została zabezpieczona na rynku terminowym transakcjami wygasającymi w ciągu kolejnych miesięcy. Warunki jakie oferowało MG były na tyle dogodne, że w krótkim czasie wolumen zakontraktowanych dostaw szybko wzrósł co z kolei przyczyniło się do większego zaangażowania MG na rynkach terminowych.

Kontrakty dostarczane przez MG były obarczone kolejnym ryzykiem. Wszystkie bowiem zawierały klauzule wygaśnięcia (*blow-out clause*), która mówiła o tym, że jeśli cena na NYMEX na najbliższy miesiąc przekroczyłaby uzgodniony w umowie poziom, kontrakt mógł być anulowany, o czym decydował klient. W takim przypadku otrzymywał on 50% lub całość różnicy pomiędzy zakontraktowaną ceną rynkową w momencie unieważnienia kontraktu!

Przykładowo, klient zawiera z nami umowę na dostawę 10 000 galonów ropy każdego miesiąca przez okres 10 lat począwszy od 1 stycznia 2003. cenę ustalono na poziomie 60 centów za galon. Zakładamy, że 31 grudnia 2004 galon ropy kosztował 63 centy. Klient decyduje się na anulowanie kontraktu, który przewiduje, że otrzyma 50% różnicy między ceną rynkową a zakontraktowaną, zatem:

Cena zakontraktowana: 60 centów

Cena w momencie rozwiązania umowy: 63 centy

Różnica: 3 centy

Wypłata (50% różnicy): 1,5 centa

Pozostająca wielkość dostaw: 10 000 galonów miesięcznie przez okres 8 lat: 960 000 galonów

Zysk klienta:  $960\,000 \times 1,5 \text{ centa} = 144\,000 \text{ USD}$

Zyski klienta miały być wypłacane z zysków z transakcji hedgingowych. W roku 1993 doszło jednak do załamania na rynku ropy naftowej, MG w tym momencie zaangażowany był na 200 milionów baryłek ropy naftowej (długie pozycje), przede wszystkim w postaci kontraktów na najbliższe miesiące. Tak wielkie zaangażowanie na rynku ropy było rezultatem prowadzenia polityki zabezpieczającej polegającej na twierdzeniu baryłka za baryłkę w odniesieniu do całości dziesięcioletnich dostaw.

Oczywistą sprawą jest, że aby dokonywać transakcji na rynkach terminowych należy wnieść z góry ustalony depozyt zabezpieczający, aby pokrywać straty na pozycji. Czytelnik już sam pewnie orientuje się jaki będzie przebieg wydarzeń: NYMEX wezwał MG do uzupełniania depozytu zabezpieczającego w czasie załamania się rynku.

Kolejne niebezpieczeństwo wiązało się z zabezpieczaniem kontraktami krótkoterminowymi pozycji długoterminowych. W takim przypadku kontrakty muszą być rolowane, np. kiedy wygasa kontrakt styczniowy pozycję należy zrolować na luty. Problem występuje wtedy, gdy cena w lutym będzie wyższa niż cena w styczniu (report) wtedy za rolowanie pozycji należy uiścić opłatę (gdyby cena w lutym była niższa niż w styczniu – deport – rolowanie jest bezpłatne)<sup>1</sup>. W całym roku 2003

---

<sup>1</sup> Kendall R., *Zarządzanie ryzykiem dla menedżerów*, Warszawa, Liber 2000, str. 10

utrzymywał się efekt reportu co dodatkowo pograżało MG. W końcu spółka znalazła się w sytuacji, gdy dostawy były utrzymywane tylko na papierze. W ten sposób krótkookresowe straty miały być pokryte zyskami ze sprzedaży z okresu 10 lat. Trudno w to uwierzyć ale firmę mogła uratować jedynie wyżka cen.

MG naraziło się także na ryzyko bazowe, tzn. strategia firmy polegała na fizycznej dostawie ropy naftowej i jednoczesnym zabezpieczeniu pozycji na rynku terminowym, narażając się tym samym na ryzyko związane z różnicą między ceną sprzedaży a ceną transakcji terminowej. Dodatkowo, podpisała umowy z rafineriami, których produkty nie odpowiadały jakościowo zakontraktowanym, co spowodowało, że firma musiała zaakceptować lokalne ryzyko cenowe oraz upłynniać nadwyżki towaru ze stratą.

Zastanawiające jest, dlaczego MG zdecydowało się podpisać tak niekorzystne umowy, gdzie klient mógł zrezygnować, bez konsekwencji, z dostaw nawet na okres 10 lat, pozostawiając spółkę z otwartymi pozycjami na rynku terminowym i bez możliwości uzyskania przychodu.

W październiku 1993 przyjęto nową strategię zakładającą zajmowanie krótkich pozycji na rynku terminowym aby zyskami pokrywać straty z długich pozycji. Starano się zabezpieczyć już istniejące otwarte pozycje. Skąd MG brało gotówkę na depozyty dla długich pozycji i na otwieranie nowych, krótkich pozycji? Z kredytów. Nie trzeba chyba mówić, że cała energia firmy skupiała się w tym momencie na utrzymaniu płynności. MG nie posiadała jednak tyle gotówki aby zabezpieczyć całość otwartych pozycji długich, udało się to w 25%. Zyski pochodzące z krótkich pozycji były natychmiast realizowane, mając nadzieję, że sytuacja na rynku się odwróci.

Kończąc należy zwrócić uwagę na fakt kto zajmował się zarządzaniem ryzykiem w MG: prezes MGR&M, wiceprezes firmy oraz dwóch dyrektorów finansowych, dyrektorem ds. zarządzania aktywami i pasywami był syn prezesa. Dzięki takiej obsadzie, brakowało zarządzającym obiektywizmu w działaniach oraz niezależności, która jest ważna w procesie zarządzania ryzykiem.