



Z cyklu wielkie upadki, czyli o zarządzaniu ryzykiem.

Historia Gibson Greetings oraz Bankers Trust Securities Corp

W roku 1991 Gibson Greetings, firma działająca głównie na rynku amerykańskim, produkująca karty okolicznościowe i materiały do pakowania prezentów, uplasowała na rynku prywatnym pakiet uprzywilejowanych skryptów dłużnych¹ o wartości 50 mld USD i stopie 9.33% oraz terminach wykupu upływających w kolejnych latach pomiędzy 1995 a 2001. Wraz z zakończeniem emisji tych papierów stopy procentowe zaczęły gwałtownie spadać a skrypty nie mogły być wykupione przed upływem kilku lat. Gibson postanowił zatem zawrzeć swapy na stopę procentową², co umożliwiłoby zmniejszenie obciążeń związanych z wykupem wyemitowanych papierów. Po porównaniu ofert różnych firm, wybrano firmę Bankers Trust Securities, zarejestrowaną w Amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych (SEC).

12 listopada 1991 zawarto zasadniczą transakcję z BTS oraz dwa inne kontrakty na stopę procentową, jeden na dwa lata i drugi na pięć lat, każdy o wartości 30 mln USD.

¹ Skrypt dłużny (*ang. note*) - średnio - lub długoterminowy dłużny papier wartościowy emitowany zarówno przez podmioty gospodarcze (np. banki, przedsiębiorstwa), jak też władze państwowe lub instytucje ponadnarodowe. Okres ważności skryptów dłużnych wynosi przeciętnie od 1 roku do 10 lat, choć zdarzają się emisje o dłuższym terminie wykupu. Skrypty dłużne (jeżeli ich emitentem jest podmiot gospodarczy) z reguły nie są zabezpieczone (przez co dla nabywców wzrasta ryzyko niewykupienia pożyczki przez emitenta w terminie), sama zaś emisja nie bywa gwarantowana (tzn. ryzyko nieuplasowania emisji ponosi emitent). Wartość pojedynczej emisji jest najczęściej niższa niż w przypadku emisji obligacji. Niektóre rodzaje skryptów posiadają możliwość skrócenia początkowego okresu ich ważności poprzez jego wypowiedzenie przez emitenta bądź nabywcę. Skrypty dłużne są przedmiotem obrotu giełdowego lub pozagiełdowego (organizowanego przez agentów emisyjnych - zwykle banki). Najczęstszego podziału skryptów dłużnych dokonuje się w oparciu o kryterium wysokości przynoszonego dochodu na: skrypty dłużne o zmiennym oprocentowaniu lub o oprocentowaniu stałym. Najpopularniejszą formą tego ostatniego jest nota średnioterminowa.

² Transakcje IRS pozwalają na zamianę płatności odsetkowych dokonywanych w oparciu o stałą/zmienną stopę procentową na płatności odsetkowe dokonywane w oparciu o zmienną/stałą stopę procentową. Transakcje tego typu umożliwiają aktywne zarządzanie ryzykiem stopy procentowej oraz służą do optymalizacji przychodów/kosztów odsetkowych. Korzyści: a) zabezpieczenie ryzyka stopy procentowej; b) optymalizacja przychodów/kosztów odsetkowych.



Zgodnie z warunkami pierwszego kontraktu, Gibson miał wpłacać stałą kwotę w wysokości 5.91% z 30 mln USD natomiast BTS miał w zamian wypłacać kwotę równą sześciomiesięcznej londyńskiej międzybankowej stopie procentowej od pożyczek i wkładów terminowych (LIBOR) od podobnej sumy. Druga transakcja była podobna, inny był termin wygaśnięcia kontraktu (1 grudzień 1996) oraz BTS zobowiązał się wypłacać na rzecz Gibsona stałą kwotę w wysokości 7.12% od 30 mln USD, podczas gdy Gibson zobowiązał się płacić sześciomiesięczną stopę LIBOR od tej samej kwoty.

W roku 1992 zmieniono warunki pierwszego kontraktu a w połowie tego roku oba kontrakty unieważniono. BTS wypłacił jednak 260 000 USD na rzecz Gibsona. Od tego momentu do marca 1994 BTS przedstawił propozycję ponad 25 transakcji i poprawek na które Gibson się zgadzał. Kontrakty stawały się coraz bardziej ryzykowne, zaczęto używać także dźwigni finansowej, co powodowało, że Gibson mógł ponieść dotkliwe straty, nawet przy niewielkich zmianach stóp procentowych. Co ciekawe transakcje te były dopasowane tylko do Gibsona zatem nie mogły być przedmiotem obrotu, dodatkowo zwiększając ryzyko. Gibson nie posiadał żadnych modeli wyceny kontraktów, nie był też w pełni świadomy swoich poczynań i skutków dokonywanych transakcji w pełni ufając modelom BTS. W toku prowadzonego później śledztwa, pracownicy BTS byli świadomi tego, że Gibson w pełni polegał na tym co BTS przedstawił!

CFTC (Komisja Obrotu Towarowymi Kontraktami Futures) doszła do wniosku, że BTS celowo wprowadzał Gibsona w błąd co do wielkości otwartych pozycji co powodowało umniejszanie strat. Tylko w 1993 roku, Gibson wygenerował 8 milionów USD przychodów z obrotu instrumentami (!) dla zespołu BTS obsługującego jego rachunek w porównaniu z 12 milionami od innych klientów razem wziętych. Dodatkowo z powodu faktu, że Gibson nie był świadomy swoich strat wynikających z transakcji, w raportach rocznych istniało znaczące niedoszacowanie wielkości niezrealizowanych strat na transakcjach terminowych.

W toku postępowania prowadzonego przez CFTC, przedstawiono nawet nagrania rozmów w BTS, świadczące o tym, że dyrektorzy mieli swego rodzaju rozterki wywołane zmniejszaniem strat Gibsona. BTS wierzyło, że jeśli rynek będzie przychylny i uda się dzięki temu zniwelować straty, to odstąpi od części swoich wynagrodzeń na rzecz Gibsona. 23

lutego 1994 poinformowano zarząd Gibsona o stratach na portfelu w wysokości 8.1 mln USD, podczas gdy w raportach BTS strata wynosiła 15.45 mln USD! Dwa dni później przekazano kolejną informację, że strata wzrosła do 13.8 mln USD, kiedy w rzeczywistości było to już 16.25 mln USD.

W tym momencie miarka się przebrała i Gibson poinformował CFTC o nadużyciach ze strony BTS. CFTC dowiodło iż Banker Trust rzeczywiście nie informował o faktycznym stanie rachunku oraz że dobierał inwestycje, które były niepotrzebne Gibsonowi. Podczas śledztwa dotarto do informacji, że „tamci z Gibsona robią naprawdę dziwne rzeczy; prawdopodobnie nie rozumieją tego tak dobrze jak powinni; mają całkiem niezłe ale nie idealne pojęcie o tym co robią co jest idealną sytuacją dla nas”³, czyli dla BTS. Banker Trust został uznany winnym i ukarany grzywną w wysokości 10 mln USD.

Interesujący wydaje się fakt zachowania Gibson Greetengs. Początkowo transakcje dokonywane na rynku terminowym miały za zadanie zmniejszanie zobowiązań wynikających z emisji skryptów dłużnych. Jednak jak pokazuje historia z czasem owe transakcje zaczęły przeradzać się w transakcje spekulacyjne jednocześnie pogłębiając problem ochrony firmy przed ryzykiem. W pewnym sensie Gibson zachował się jak początkujący trader lub hazardzista, który po pierwszej wygranej zwiększa stawki i w ostateczności traci cały kapitał. Słuszne jest też twierdzenie, że Gibson nie wiedział do końca co robi i w pełni ufał swojemu brokerowi, który korzystając z tej niewiedzy umiejętnie wykorzystywał dźwignię finansową do zwiększania obrotu a tym samym swoich zysków. Gibson w pewnym momencie zaczął być spekulantem a nie firmą zabezpieczającą się przed ryzykiem, świadczy o tym fakt, że zaczęto otwierać pozycje niezabezpieczone i przewyższające kwotę wyemitowanych skryptów. W tym miejscu należy skarcić brokera, który po pierwsze pozwolił a nawet sam sugerował dokonywanie takich transakcji i po drugie nie informował swojego klienta o rzeczywistych stratach ponoszonych na rynku.

³ Kendall R., *Zarządzanie ryzykiem dla menedżerów*, Warszawa, Liber 2000, str. 5