

**STUDIA I PRACE
KOLEGIUM
ZARZĄDZANIA
I FINANSÓW**

ZESZYT NAUKOWY 78



Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

SKŁAD RADY NAUKOWEJ „ZESZYTÓW NAUKOWYCH” KZiF

prof. dr hab. Janusz Ostaszewski – przewodniczący
prof. dr hab. Małgorzata Zaleska – vice przewodnicząca
dr Emil Ślązak – sekretarz
prof. dr hab. inż. Jan Adamczyk
dr hab. Stefan Doroszewicz, prof. SGH
prof. dr hab. Jan Kaja
dr hab. Jan Komorowski
dr hab. Tomasz Michalski, prof. SGH
prof. dr hab. Zygmunt Niewiadomski
prof. dr hab. Jerzy Nowakowski
dr hab. Wojciech Pacho, prof. SGH
dr hab. Piotr Płoszajski, prof. SGH
prof. dr hab. Maria Romanowska
dr hab. Anna Skowronek-Mielczarek, prof. SGH
dr hab. Teresa Słaby, prof. SGH
dr hab. Marian Żukowski, prof. UMCS

Recenzenci

dr Krzysztof Borowski
dr Anna Dąbrowska
dr hab. Krzysztof Marczewski, prof. SGH
dr hab. Maciej Mindur
prof. dr hab. Jerzy Nowakowski
dr Renata Pajewska
dr Ludmiła Słobodzian
prof. dr hab. Kazimierz Starzyk

Redaktor

Krystyna Kawerska

© Copyright by Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, 2007

ISSN 1234-8872

Nakład 320 egzemplarzy



Opracowanie komputerowe, druk i oprawa:

Dom Wydawniczy ELIPSA,

ul. Inflancka 15/198, 00-189 Warszawa

tel./fax (0 22) 635 03 01, 635 17 85, e-mail: elipsa@elipsa.pl, www.elipsa.pl

SPIS TREŚCI

Od Komitetu Redakcyjnego i Rady Programowej.....	5
CZĘŚĆ PIERWSZA	
ARTYKUŁY PRACOWNIKÓW NAUKOWYCH.....	9
Metodyka oceny banków przez nadzór w Polsce Małgorzata Zaleska	11
Nowe kierunki bankowości inwestycyjnej – rynek dzieł sztuki Krzysztof Borowski	20
Zastosowanie i wycena wybranych opcji barierowych Ewa Miętkiewska	37
Powody występowania luki kapitałowej w małych i średnich przedsiębiorstwach oraz firmach znajdujących się we wczesnej fazie rozwoju. Uwarunkowania w Polsce Michał Wrzesiński	53
Handel zagraniczny Polski w okresie transformacji Ludmiła Słobodzian, Monika Stępińska	64
Россия и Европейский Союз: проблемы энергетического сотрудничества Н.В. Лукьянович (Москва).....	71
CZĘŚĆ DRUGA	
ARTYKUŁY UCZESTNIKÓW STUDIÓW DOKTORANCKICH W KOLEGIUM ZARZĄDZANIA I FINANSÓW	77
Potencjalne formy inwestycji towarzystw ubezpieczeniowych i otwartych funduszy emerytalnych w fundusze hedgingowe Radosław Matys	79
Znaczenie obligacji indeksowanych inflacją dla budowy efektywnego portfela papierów wartościowych Sławomir Bembenik	99
Istota transakcji krótkiej sprzedaży oraz jej koszty psychologiczne Marcin Piecha.....	116
Zasady i zakres udzielania pomocy publicznej dla przedsiębiorstw w Polsce Justyna Ostaszewska	131
Asymetria informacji na rynku usług zdrowotnych Paweł Korzeniowski	147
Wpływ narzędzi marketingowych na konsumenta „trzeciego wieku” w Polsce w świetle badań empirycznych Eliza Sułkiewicz	156
Summary	169

OD KOMITETU REDAKCYJNEGO I RADY PROGRAMOWEJ

Prezentowany zeszyt naukowy Nr 78 z serii „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów” Szkoły Głównej Handlowej składa się z dwóch części. W pierwszej przedstawiono wyniki badań, studiów porównawczych i analiz przeprowadzonych przez pracowników naukowych Kolegium Zarządzania i Finansów SGH oraz współpracujących ośrodków akademickich. Natomiast na część drugą składają się publikacje uczestników studiów doktoranckich, realizowanych w ramach Kolegium. Wszystkie opracowania uzyskały pozytywne recenzje, w których wysoko oceniono aktualność i duże znaczenie poruszanej problematyki, zarówno dla nauki, jak i praktyki gospodarczej.

Pierwszą część zeszytu otwiera publikacja prof. dr hab. M. Zaleskiej, która prezentuje kryteria i zasady systemu oceny punktowej banków, wdrożonego przez polski nadzór bankowy od 2007 roku. Autorka dokonuje oceny przedstawionej metodyki oceny banków, wskazując na jej główne mankamenty z perspektywy dostosowania do wymogów Nowej Umowy Kapitałowej oraz uwarunkowań działalności banków w Polsce.

W kolejnej publikacji dr K. Borowski charakteryzuje uwarunkowania i kierunki rozwoju inwestycji realizowanych na rynku dzieł sztuki. Autor identyfikuje główne trendy na tym rynku i jego segmenty, analizując jednocześnie korzyści i ograniczenia związane z tą innowacyjną formą usług bankowości inwestycyjnej.

Magister E. Miętkiewska w swojej publikacji analizuje zróżnicowane aspekty wyceny i formy zastosowania opcji barierowych, które razem z opcjami binarnymi zalicza do najpopularniejszych opcji egzotycznych stosowanych obecnie na rynku walutowym. Autorka prezentuje konstrukcję czterech podstawowych rodzajów opcji

barierowych oraz wskazuje na ich podstawowe zalety w stosunku do klasycznych opcji waniliowych.

Celem publikacji dr. M. Wrześcińskiego jest zaprezentowanie problematyki luki kapitałowej występującej w małych i średnich przedsiębiorstwach oraz firmach znajdujących się we wczesnej fazie rozwoju. Autor analizuje przede wszystkim przyczyny występowania luki kapitałowej w Polsce, przedstawiając propozycje w zakresie zmian uregulowań prawnych i podatkowych, które mogłyby wpłynąć na zmniejszenie problemów przedsiębiorstw w tym zakresie.

Autorki kolejnej publikacji, dr L. Słobodzian i mgr M. Stępińska, analizują znaczenie stosunków handlowych Polski z partnerami zagranicznymi w kontekście transformacji ekonomicznej naszego kraju. Przedstawiają główne etapy ewolucji handlu zagranicznego Polski, prezentując stanowisko, że rozwojowi wymiany handlowej z krajami Europy Zachodniej powinno towarzyszyć utrzymywanie i rozwijanie kontaktów z partnerami handlowymi na rynkach wschodnich.

Profesor H. B. Лукьянович prezentuje analizę zróżnicowanych uwarunkowań kształtowania handlowych i gospodarczych relacji Rosji z krajami Unii Europejskiej, wskazując na główne bariery w rozwoju wzajemnych kontaktów.

W drugiej części niniejszego zeszytu Autorzy, przygotowujący rozprawy doktorskie w Kolegium Zarządzania i Finansów SGH, poruszają szerokie spektrum zagadnień w zakresie samodzielnie podejmowanych badań naukowych.

W otwierającej tę część zeszytu publikacji mgr R. Matys analizuje możliwe formy przekształcenia towarzystw ubezpieczeniowych i otwartych funduszy emerytalnych działających w Polsce w fundusze hedgingowe. Autor przedstawia także główne cechy funduszy hedgingowych, jak również dokonuje oceny stopnia ryzyka towarzyszącego działalności tego rodzaju funduszy.

Magister S. Bembenik wskazuje różnice pomiędzy obligacjami nominalnymi i indeksowanymi inflacją oraz główne przesłanki rozwoju rynku tych innowacyjnych instrumentów finansowych, rozróżniając czynniki pierwotne i wtórne. Opierając się na danych empirycznych, Autor szczegółowo analizuje znaczenie obligacji indeksowanych inflacją dla dywersyfikacji portfela inwestycyjnego.

Celem publikacji mgra M. Piecha jest pokazanie ograniczeń tzw. krótkiej sprzedaży w aspekcie kosztów psychologicznych tego rodzaju transakcji. Autor przedstawia zachowania inwestorów, które wpływają na błędną wycenę aktywów, umożliwiając tym samym funkcjonowanie „krótkiej sprzedaży” na rynkach finansowych.

Magister J. Ostaszewska prezentuje zasady udzielania pomocy publicznej przedsiębiorstwom w Polsce. W publikacji zidentyfikowano działania niezbędne dla modyfikacji obecnego systemu. Zdaniem Autorki niewłaściwy dobór kierunków wsparcia przedsiębiorstwa przejawia się w kierowaniu zbyt wielu środków

na pomoc sektorową, przy zaniedbywaniu pomocy horyzontalnej i regionalnej, w tym inwestycji oraz prac badawczo-rozwojowych.

Magister P. Korzeniowski przedstawia negatywne skutki występowania asymetrii informacji i jej wpływu na efektywność wykorzystania zasobów systemu opieki zdrowotnej w Polsce. Autor opisuje także narzędzia przeciwdziałania mechanizmom zniekształcania przepływu informacji, w celu dostarczenia analogicznych i pełnych danych, dotyczących jakości, ceny i rodzaju produktu dla każdej ze stron transakcji.

Niniejszy zeszyt zamyka publikacja mgr E. Sułkiewicz. Autorka poddaje analizie zachowania konsumentów „trzeciego wieku” na rynku dóbr i usług konsumpcyjnych w Polsce. Na podstawie danych empirycznych prezentuje cechy charakterystyczne, jakie powinny być brane pod uwagę przy opracowywaniu i wdrażaniu strategii sprzedażowych skierowanych do konsumentów-seniorów.

Zawarte w tym zeszycie artykuły umożliwiają zapoznanie się z interesującymi wynikami badań, a tym samym stanowią podstawę do wymiany poglądów oraz inspirują do dalszych studiów i analiz. Niniejsze wydawnictwo, podobnie jak poprzednie zeszyty z tej serii, ma zasięg europejski, gdyż wysyłane jest do bibliotek ekonomicznych, ośrodków naukowych oraz instytucji centralnych w Polsce i innych krajach.

Życząc Czytelnikom interesującej lektury i dziękując wszystkim, którzy przyczynili się do powstania kolejnego zeszytu naukowego Kolegium Zarządzania i Finansów, zwłaszcza Autorom i Recenzentom, łączymy wyrazy szacunku i uznania.

Prof. dr hab. Małgorzata Zaleska
Dr Emil Ślązak

CZĘŚĆ PIERWSZA

ARTYKUŁY PRACOWNIKÓW NAUKOWYCH

Metodyka oceny banków przez nadzór w Polsce

1. Wprowadzenie

Podstawowym celem nadzoru nad rynkiem bankowym jest dbanie o stabilność systemu bankowego, w tym pojedynczych banków. Jednym z narzędzi realizacji celu podstawowego jest monitorowanie sytuacji ekonomiczno-finansowej banków za pomocą inspekcji zza biurka (w siedzibie nadzorca) i na miejscu (w siedzibie banku). Inspekcje nadzorcze mają za zadanie m.in. ocenę sytuacji ekonomiczno-finansowej banków. W tym celu nadzór opracowuje także metodykę oceny punktowej banków. Na początku stycznia 2007 roku Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego (GINB) przesłał do banków dokument zatytułowany „System oceny punktowej banków”, prezentujący aktualną metodykę oceny. W stosunku do wcześniejszej metodyki omawiany dokument został przede wszystkim rozszerzony o ocenę ryzyka operacyjnego podejmowanego przez banki. Uwzględnienie w procesie oceny banków ryzyka operacyjnego związane jest także z koniecznością implementowania w polskim prawodawstwie postanowień Nowej Umowy Kapitałowej (NUK)/Dyrektywy CRD.

Celem niniejszego opracowania jest przedstawienie, a przede wszystkim ocena zmodyfikowanego systemu oceny punktowej banków, wdrożonego przez polski nadzór bankowy od 2007 roku. Biorąc pod uwagę przyjęty cel, opracowanie zostało podzielone na dwie części: pierwszą – prezentującą kryteria i zasady systemu oceny banków stosowane przez nadzór w Polsce oraz drugą – przedstawiającą autorską ocenę prezentowanej nadzorczej metodyki oceny banków.

2. Prezentacja nadzorczych kryteriów i zasad oceny banków

Zgodnie z metodyką nadzorczą bank otrzymuje ocenę globalną opartą na ocenach częściowych. Zmodyfikowana ocena banku oparta została na analizie ośmiu częściowych składników dotyczących działalności i sytuacji finansowej banku, tj.:

- jakości aktywów,
- płynności,
- ryzyka stopy procentowej,
- ryzyka operacji walutowych,
- ryzyka operacyjnego,

- wyniku finansowego,
- kapitału,
- zarządzania.

Oceny nadawane obszarom: wynik finansowy, kapitał i zarządzanie przekładają się automatycznie na konkretną ocenę punktową, natomiast dla każdego z obszarów ryzyka nadawane są odrębne oceny opisowe. Punktowe oceny cząstkowe opierają się na analizie ilościowej i jakościowej. Uwzględnienie w ocenie kryteriów o charakterze jakościowym jest istotne, przy czym należy zwrócić uwagę na subiektywność tego rodzaju ocen, a jednocześnie umożliwienie elastycznego podejścia do oceny.

Oceny opisowe odnoszą się do:

- poziomu ryzyka lub wrażliwości na ryzyko w przypadku ryzyka operacyjnego (poziom: wysoki, umiarkowany lub niski) oraz
- jakości zarządzania ryzykiem (jakość: dobra, poprawna, budząca zastrzeżenia lub niedostateczna).

Ocena poziomu ryzyka obejmuje m.in. następujące elementy:

- obciążenie funduszy własnych ryzykiem (m.in. analiza wymogu kapitałowego),
- stopień dywersyfikacji i zabezpieczenia ryzyka,
- wpływ danego rodzaju ryzyka na wynik finansowy banku i inne rodzaje ryzyka.

Analiza wrażliwości banku na ryzyko operacyjne uwzględnia następujące kryteria:

- wielkość i złożoność struktury organizacyjnej (przyjmuje się, że przy dużej liczbie jednostek organizacyjnych i rozbudowanej sieci dystrybucyjnej wrażliwość na ryzyko operacyjne jest większa niż przy małej liczbie jednostek i prostej sieci dystrybucyjnej, zwłaszcza przy braku unifikacji zasad funkcjonowania i nieefektywnym systemie przepływu informacji),
- liczbę i złożoność oferowanych produktów i usług oraz realizowanych transakcji,
- skalę i częstotliwość wprowadzanych w banku zmian, w tym organizacyjnych, zmian oferty produktowo-usługowej, zmian w systemach informatycznych itp. (wprowadzanie uzasadnionych zmian nie jest oceniane negatywnie, natomiast duża częstotliwość dokonywanych zmian i brak stabilności operacyjnej może powodować wzrost ryzyka i dlatego wymaga szczególnej staranności przy identyfikowaniu i analizie zagrożeń),
- liczbę, jakość, wydajność i bezpieczeństwo systemów informatycznych,
- wpływ czasu wznowienia funkcjonowania po awarii na jakość obsługi klientów i realizowanie transakcji,

- skalę negatywnych zjawisk występujących w banku, w tym skalę naruszeń przepisów prawa, liczbę i istotność procesów sądowych, liczbę i istotność występujących incydentów, ilość i wielkość ponoszonych strat operacyjnych, awaryjność systemów, liczbę włamań do systemów informatycznych, nadużycia popełniane przez pracowników, rotację pracowników, zwłaszcza na kluczowych stanowiskach, łączenie funkcji operacyjnych z kontrolnymi, liczbę skarg klientów banku.

Ocena jakości zarządzania ryzykiem odnosi się do następujących zagadnień:

- adekwatności regulacji wewnętrznych, procedur i metodologii oraz ich zgodność z obowiązującymi przepisami prawa,
- adekwatności procesu zarządzania ryzykiem (m.in. prawidłowości nadzoru sprawowanego przez wyspecjalizowane komitety, zarząd oraz radę nadzorczą, a także wsparcia procesu zarządzania ryzykiem przez systemy informatyczne),
- zgodności procesu zarządzania ryzykiem z rekomendacjami ostrożnościowymi Komisji Nadzoru Bankowego,
- kwalifikacji kierownictwa i pracowników banku,
- działania systemu kontroli wewnętrznej.

Końcowa (globalna) ocena punktowa przyznawana jest według skali od 1 do 5. Najwyższą oceną jest 1 i oznacza ona prawidłowe działanie banku oraz właściwe zarządzanie ryzykiem. Natomiast 5 jest oceną najgorszą wskazującą, że w działalności banku zidentyfikowano zagrożenia, które mogą stanowić zagrożenie jego wypłacalności. Wspomnieć należy, że odległości między poszczególnymi ocenami są różne, tj. odległość między ocenami 1 i 2 jest mniejsza niż odległość między ocenami 3 i 4.

Tabela 1. Charakterystyka banku według liczby przyznanych punktów w ocenie globalnej

Liczba punktów	Charakterystyka banku
1	Bank funkcjonuje prawidłowo i jest w bardzo dobrej sytuacji ekonomiczno-finansowej. Bezpieczeństwo środków zgromadzonych w banku jest zapewnione. Fundusze własne równoważą poziom ryzyka i zapewniają możliwość dalszego rozwoju. Punktowe oceny poszczególnych badanych obszarów kształtują się zazwyczaj na poziomie 1 lub 2. Bank skutecznie zarządza ryzykiem wynikającym ze zmieniających się warunków wewnętrznych i zewnętrznych. Pojedyncze nieprawidłowości w zarządzaniu bankiem, jeśli występują, nie wpływają na sytuację ekonomiczno-finansową banku i są łatwe do usunięcia.

cd. tabeli 1

Liczba punktów	Charakterystyka banku
2	Bank funkcjonuje w zadowalający sposób i jest w dobrej sytuacji ekonomiczno-finansowej. Środki gromadzone na rachunkach bankowych są bezpieczne. Fundusze własne równoważą identyfikowany poziom ryzyka. Żaden ze składników ocenianych indywidualnie nie powinien dostać oceny gorszej niż 3. Bank jest stabilny i jest w stanie samodzielnie przeciwdziałać zakłóceniom na rynku oraz przewyciężyć niekorzystny wpływ czynników zewnętrznych. Zarządzanie ryzykiem odpowiada wielkości, złożoności i rodzajom ryzyka, na jakie narażony jest bank. Występujące słabości obniżają ogólną ocenę zarządzania bankiem, ale mogą być szybko usunięte samodzielnie przez kierownictwo banku.
3	Sytuacja ekonomiczno-finansowa banku nie jest stabilna i może się okresowo pogarszać (m.in. pogorszenie jakości aktywów i/lub wyniku finansowego). Bezpieczeństwo środków gromadzonych w banku nie jest zagrożone. Fundusze własne równoważą identyfikowany poziom ryzyka, lecz mogą być niewystarczające dla pokrycia przyszłych strat. Występują niepokojące zjawiska w ramach jednego lub więcej składników systemu oceny. Słabości banku nie stanowią poważnego zagrożenia, ale jeżeli nie zostaną usunięte mogą w przyszłości doprowadzić do zagrożenia bezpieczeństwa środków gromadzonych na rachunkach. W przypadku globalnej oceny na poziomie 3 żadna z częściowych ocen nie powinna być gorsza niż 4. Bank jest wrażliwy na niekorzystne wpływy czynników zewnętrznych oraz zakłócenia na rynku, a kierownictwo banku nie posiada wystarczających umiejętności umożliwiających skuteczne przewyciężenie kłopotów w krótkim czasie. Bank narusza przepisy prawa, a zarządzanie ryzykiem nie jest w pełni dostosowane do wielkości, złożoności i rodzajów ryzyka, na jakie narażony jest bank, ale wymogi ostrożnościowe są spełnione. Program naprawczy jest realizowany prawidłowo. Nadzór nad takim bankiem powinien zostać wzmocniony.
4	Bank funkcjonuje nieprawidłowo i charakteryzuje się słabą sytuacją ekonomiczno-finansową. Środki zgromadzone na rachunkach bankowych mogą być zagrożone. Fundusze własne nie równoważą identyfikowanego poziomu ryzyka, ale istnieje realna możliwość pozyskania nowych. Zarządzanie ryzykiem jest nieskuteczne i niedostosowane do wielkości, złożoności i rodzajów ryzyka, na jakie narażony jest bank. Skala problemów może oscylować od dość poważnych do alarmujących. Słabości i problemy banku nie są rozwiązywane we właściwy sposób. Kierownictwo banku nie jest w stanie przeciwdziałać niekorzystnym wpływom zmieniających się uwarunkowań rynkowych. Stopień realizacji programu naprawczego jest niezadowalający. Bank nie przestrzega znacznej części regulacji ostrożnościowych i przepisów prawnych oraz nie spełnia norm nadzorczych. W związku z powyższym wymagany jest ścisły nadzór nad takim bankiem. Bardzo prawdopodobne jest przejście, likwidacja lub upadłość takiego banku.

cd. tabeli 1

Liczba punktów	Charakterystyka banku
5	Bank funkcjonuje w sposób wadliwy, a jego sytuacja ekonomiczno-finansowa jest zła i zagraża dalszemu istnieniu banku. Bank ponosi znaczące straty, które powodują erozję funduszy. Działalność banku bezpośrednio naraża bezpieczeństwo środków pieniężnych gromadzonych na rachunkach bankowych. Fundusze własne nie równoważą identyfikowanego poziomu ryzyka i nie istnieje realna możliwość pozyskania nowych. Zarządzanie ryzykiem jest obciążone znaczącymi błędami i niedostosowane do wielkości, złożoności i rodzajów ryzyka występujących w banku lub nie funkcjonuje. Rozmiar i waga problemów wykraczają poza możliwości ich kontrolowania i naprawy przez kierownictwo banku. Realizacja programu naprawczego jest zagrożona. W banku konieczne jest ustanowienie zarządu komisarycznego albo podjęcie działań w celu przejęcia banku przez inny bank. Istnieje bardzo realna groźba upadłości / konieczności likwidacji takiego banku.

Źródło: System oceny punktowej banków, Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego, Warszawa 2007, s. 4–5.

Przyznane bankowi oceny są ostateczne i nie podlegają negocjacjom. Oceny przekazywane są do wiadomości banku i mogą być ujawnione jedynie: członkom rady nadzorczej banku, biegłemu rewidentowi banku, bankowi zrzeczającemu bank, w którym przeprowadzono inspekcje, powiernikowi i jego zastępcy (w przypadku banków hipotecznych), Bankowemu Funduszowi Gwarancyjnemu.

3. Ocena nadzorczych kryteriów i zasad analizowania banków

Jak wcześniej wspomniano, zmodyfikowany system oceny banków nawiązuje do konieczności uwzględnienia w polskim systemie nadzorczym regulacji NUK/CRD. Idea dostosowania polskich regulacji do wyżej wspomnianych dokumentów jest słuszna, natomiast niektóre zaproponowane rozwiązania w zakresie oceny banków są dyskusyjne.

Po pierwsze, jako dyskusyjne można uznać wdrożenie zasad oceny zarządzania ryzykiem operacyjnym, bez wcześniejszego określenia w prawodawstwie, jak ma być ono mierzone i zabezpieczane w bankach. W momencie przesłania bankom dokumentu „System oceny punktowej banków” polskie prawodawstwo (m.in. ustawa Prawo bankowe i uchwały Komisji Nadzoru Bankowego) nie zostały jeszcze dostosowane do wymogów NUK/CRD. Zmodyfikowany system oceny banków obowiązuje począwszy od inspekcji kompleksowych przeprowadzanych na datę 31 grudnia 2006 roku, a pismo informujące banki o nowym systemie oceny datowane jest na 8 stycznia 2007 roku. Jako dyskusyjne uznać trzeba wprowadzenie

zasad oceny banków bez wcześniejszego poinformowania o nich zainteresowanych. Sugerować należy zmianę praktyki w tym zakresie, tzn. pozostawianie bankom określonego czasu na zapoznanie się z nowymi zasadami oceny i dostosowanie się do zmienionych kryteriów.

Po drugie, w świetle rozwiązań NUK/CRD, zwłaszcza trzeciego filara, który wskazuje na potrzebę zwiększenia zakresu informacji, należy się zastanowić, czy krąg odbiorców wyników oceny banków nie powinien być szerszy niż wcześniej wskazany. Dobra ocena działalności banku poprawia bowiem jego pozycję rynkową, przy czym, z drugiej strony, podanie informacji o bardzo złej ocenie jakiegoś banku może wywołać zachwianie zaufania do banku i do systemu bankowego, co nie jest pożądane. Analizując omawiany dokument, można odnieść wrażenie, że jego autorzy nie przywiązują istotnej wagi do rozwiązań zaproponowanych w trzecim filarze NUK, który jest tak samo ważny jak dwa pozostałe. Być może należy pozostawić do uznania danego banku decyzję o publikacji swojej oceny przyznanej przez nadzór. Zgodnie z trzecim filarem NUK obowiązki informacyjne ciążyą generalnie na bankach. Banki powinny mieć jednocześnie wpływ na swoją politykę informacyjną, m.in. prawo podjęcia decyzji o nieupowszechnianiu określonych informacji, które mogłyby przyczynić się do istotnego obniżenia ich pozycji. Jednocześnie nie powinno się zabraniać innym bankom publikowania pozytywnej oceny nadzorczej, która podnosi ich pozycję rynkową. Tymczasem, jak wcześniej wspomniano, według metodyki zaproponowanej przez nadzór banki nie mogą powszechnie ujawniać otrzymanej oceny. Zwolennicy podawania do publicznej informacji wysokości ratingów nadzorczych podkreślają, że tego rodzaju ratingi są, w przeciwieństwie do nawet uproszczonych sprawozdań, łatwe do interpretacji. Ujawnienie ocen nadzorczych jest ponadto, ich zdaniem, sposobem na poinformowanie rynku o jakości portfela kredytowego banku, bez naruszania zasady konfidencjonalności dokumentacji kredytowej, oraz na eliminowanie z rynku najsłabiej zarządzanych banków i zmniejszenie niepewności co do pozostałych. Badania ankietowe przeprowadzone w Stanach Zjednoczonych wykazały, że ponad 50% banków opowiedziało się za odtajnieniem przyznawanych im ratingów nadzorczych¹.

Po trzecie, dyskusyjny jest zakres ryzyka operacyjnego przyjęty w analizowanym dokumencie. Przy określaniu wrażliwości banku na wspomniane ryzyko mają być brane pod uwagę m.in. zmiany strategii, a tymczasem zgodnie z przyjętą przez Komitet Bazylejski definicją ryzyka operacyjnego nie obejmuje ono ryzyka strategicznego.

¹ W. G. Jens, D. F. Scott, Depositors Must Act Like Investors, Business Forum, Fall 1992, s. 22–26 za K. Jackowicz, Dyscyplina rynkowa w bankowości. Rodzaje i możliwości zastosowania, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 2004, s. 434.

Zgodnie z zapisami zawartymi w analizowanym dokumencie, celem przyznawania ocen punktowych jest dostarczenie kierownictwu nadzoru bankowego i kierownictwu banku syntetycznej oceny, uzasadniającej występujący w działalności banku poziom ryzyka oraz identyfikującej jakość zarządzania tym ryzykiem. Ponadto w dokumencie zostało napisane, że ocena punktowa banku jest punktem odniesienia zarówno dla procesu analizy z za biurka, jak i procesu inspekcji na miejscu. Biorąc pod uwagę zakres oceny (osiem wcześniej wymienionych składników cząstkowych) oraz wielowątkowość i szczegółowość ocen poszczególnych obszarów, wydaje się, że ocena powinna być odniesiona tylko do inspekcji w siedzibie banku, gdyż trudno jest, przykładowo, odnieść się do oceny procesu bieżącego zarządzania w banku, jakości zarządzania ryzykiem czy jakości zabezpieczeń z za biurka nadzorca. Być może pewnym rozwiązaniem byłoby określenie odrębnego zestawu kryteriów, będących punktem odniesienia dla procesu analizy z za biurka, i innego zestawu kryteriów, odnoszących się do procesu inspekcji na miejscu. Proces analizy z za biurka powinien odnosić się przede wszystkim do analizy sprawozdawczości bankowej i norm nadzorczych. Analiza taka przyniesie pożądane efekty, jeśli dane przesyłane przez banki do nadzoru będą rzetelne i będą wiarygodnie oddawały obraz banku. Proces oceny w siedzibie banku może zostać wzbogacony o ocenę wybranych elementów zarządzania ryzykiem. Zastanawiające jest przy tym, czy możliwe jest kompleksowe i wiarygodne dokonywanie oceny zarządzania bankiem, w tym ryzykiem z zewnątrz. W zasadzie nadzór może oceniać przede wszystkim przestrzeganie prawa przez banki, w tym wymogów nadzorczych oraz ich sytuację finansową, będącą efektem m.in. umiejętności zarządzania ryzykiem bankowym. Odnosząc się do przestrzegania norm nadzorczych przez banki, wskazać należy na istotny zapis analizowanego dokumentu, zgodnie z którym bank otrzymuje 3 punkty w ocenie końcowej jeśli m.in. narusza przepisy prawa, zarządzanie ryzykiem nie jest w pełni dostosowane do wielkości, złożoności i rodzajów ryzyka, na jakie narażony jest bank, ale wymogi ostrożnościowe są spełnione. Słusznie zauważono zatem, że bank może mieć spełnione wymogi nadzorcze, a jego działalność może budzić wątpliwości. Inaczej rzecz ujmując, spełnienie wymogów nadzorczych nie musi być równoznaczne z prawidłowym funkcjonowaniem banku.

Ponadto zakres i wielowątkowość zaproponowanej oceny stawia przed nadzorem bardzo ambitne zadania. Inspektorzy, aby sprostać takiej ocenie w sposób profesjonalny, powinni posiadać bardzo szeroką i głęboką wiedzę oraz doświadczenie w praktyce bankowej, a w zasadzie powinni posiadać kwalifikacje do zarządzania bankiem na najwyższych stanowiskach. Wskazać należy także, że przeprowadzenie tak kompleksowej i wielowątkowej oceny jest pracochłonne i dlatego inspekcje muszą przez to trwać długo, co powoduje jednocześnie odciąganie pracowników banków od bieżącej pracy. Łatwiej jest oczywiście poddać ocenie mały

bank, o prostej strukturze organizacyjnej i ograniczonym zakresie działalności, a trudniej duży bank, o złożonej strukturze funkcjonowania. Można więc postawić pytanie, czy inspektor z zewnątrz jest w stanie szczegółowo „prześwietlić” duży bank, o złożonej strukturze organizacyjnej, oferujący skomplikowane produkty i usługi bankowe? Szczególne zasady oceny zostały w dokumencie przewidziane tylko w odniesieniu do banków hipotecznych. Zastanowić się można, czy kryteria oceny nie powinny być jeszcze bardziej zróżnicowane, np. uwzględniać specyfikę funkcjonowania banku państwowego (BGK) czy banków zrzeszających. Wspomnieć należy przy tym, że analizowany dokument stwarza takie możliwości, gdyż pozostawia inspektorowi swobodę dokonywania ocen.

Zaproponowana ocena poziomu ryzyka podejmowanego przez banki jest dyskusyjna. Można stwierdzić, że podejmowanie ryzyka przez banki oceniane jest negatywnie, a przecież właśnie na zarządzaniu ryzykiem polega działalność bankowa. Już samo stosowanie w dokumencie sformułowania „apetyt banku na ryzyko” wydaje się niefortunne. Zgodnie z przyjętymi w dokumencie kryteriami najlepszą ocenę otrzymuje bank, który charakteryzuje się niskim poziomem ryzyka, np. w odniesieniu do ryzyka stopy procentowej minimalizuje „apetyt na ryzyko”, oferuje proste produkty i skala jego działalności handlowej jest nieznacząca, a w przypadku określenia poziomu ryzyka operacyjnego – bank, który oferuje typowe produkty i usługi bankowe oraz wolumen realizowanych transakcji jest stosunkowo mały, a ponadto bank, który nie świadczy usług bankowości elektronicznej lub skala tych usług jest mała, ewentualnie ograniczona do usług typu *home banking*. Tymczasem można domniemywać, że bank, który będzie starał się podejmować ryzyko na bardzo niskim poziomie i oferować proste produkty, nie będzie bankiem charakteryzującym się wysoką rentownością, a jednocześnie będzie bankiem, który może nie sprostać współczesnym oczekiwaniom klientów i konkurencji na rynku finansowym. To zaś może doprowadzić w konsekwencji do problemów finansowych i wzrostu ryzyka funkcjonowania banku.

Wątpliwości budzą także niektóre określenia zaprezentowane w analizowanym dokumencie. **Po pierwsze**, ocenie poddawana jest, zgodnie z zapisem, jakość aktywów, a zakres analizy wskazuje, że oceniane są również zobowiązania pozabilansowe, co należy ocenić pozytywnie. W miejsce kryterium jakości aktywów wskazane jest zastosowanie kryterium jakości aktywów i zobowiązań pozabilansowych. **Po drugie**, zasugerować można, aby w miejsce sformułowania ‘ustawowe wskaźniki koncentracji kapitałowej i wierzytelności’ wprowadzić ‘zapis koncentracji zaangażowań’, z uwagi na szeroki zakres limitów koncentracji. **Po trzecie**, przy ocenie poziomu ryzyka kredytowego, zaprezentowanym w analizowanym dokumencie, system rezerw celowych odniesiono tylko do należności, a tymczasem są one tworzone na ekspozycje kredytowe, tzn. należności i udzie-

lone zobowiązania pozabilansowe. **Po czwarte**, w dokumencie przyjęto, że bank otrzymuje ocenę 1 (najwyższą), jeżeli poziom kapitału w pełni zabezpiecza ryzyko związane z działalnością banku. Wydaje się, że w dokumencie należy doprecyzować rodzaj kapitału, a ponadto wątpliwe jest stwierdzenie, że kapitał może w pełni zabezpieczać ryzyko. **Po piąte**, w dokumencie wskazano, że jeżeli bank otrzymuje ocenę 5 (najgorszą) to w zakresie oceny zarządzania niezbędna jest zmiana zarządu banku lub wprowadzenie zarządu komisarycznego. Wydaje się, że katalog niezbędnych zmian rozszerzyć można o zmianę członków rady nadzorczej banku.

4. Podsumowanie

Opracowywanie i modyfikowanie systemu oceny banków przez nadzór jest pożądaną. Omawiana tu metodyka oceny banków przez nadzór powinna zostać po raz kolejny zmodyfikowana, tzn. w pełni dostosowana do postanowień NUK/CRD oraz uwarunkowań działalności banków i ich nadzoru. Wydaje się, że nie należy dążyć do obejmowania oceną wszystkich aspektów działalności bankowej, zwłaszcza tych elementów, których ocena przez nadzór jest utrudniona lub wręcz niemożliwa z punktu widzenia bycia zewnętrznym podmiotem w stosunku do banku.

Wobec rosnącej złożoności rynków finansowych i organizacji bankowych, rynek wydaje się być bardziej predestynowany do określenia granicy między normalnym ryzykiem biznesowym banku a ryzykiem nadmiernym. Z dużą dozą prawdopodobieństwa można założyć, że granice wyznaczone w tym zakresie *ex ante* przez instytucje nadzoru są bardzo nieprecyzyjne².

W związku z powyższym jako dyskusyjną uznać należy zasadę, zgodnie z którą przyznawane bankowi oceny są ostateczne i nie podlegają negocjacji. Wydaje się, że oceniany bank powinien mieć możliwość ustosunkowania się do otrzymanej oceny i ewentualne prawo odwołania się od decyzji.

5. Bibliografia

1. Jackowicz K., Dyscyplina rynkowa w bankowości. Rodzaje i możliwości zastosowania, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 2004.
2. Jens W. G., Scott D. F., Depositors Must Act Like Investors, Business Forum, Fall 1992.
3. System oceny punktowej banków, Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego, Warszawa 2007.

² K. Jackowicz, Dyscyplina..., *op. cit.*, s. 29.

Nowe kierunki bankowości inwestycyjnej – rynek dzieł sztuki

1. Wprowadzenie

Rynek sztuki jest jednym z najbardziej niezależnych od zewnętrznych czynników społeczno-ekonomicznych obszarów inwestycyjnych. Ta cecha przyczynia się z jednej strony do tego, że inwestycje w sztukę oceniane są w perspektywach długoterminowych¹. Z drugiej zaś strony każde dzieło sztuki ma swoją cenę, która podlega wahaniom rynkowym i modzie. Dlatego coś co wydaje się być tylko uciechą dla ducha, może okazać się rentowną inwestycją. Celem artykułu jest zaprezentowanie rynku dzieł sztuki jako jednego z segmentów szeroko rozumianych inwestycji alternatywnych, wchodzących w skład rynku finansowego.

2. Ogólne cechy rynku dzieł sztuki

Rynek sztuki jest rynkiem specyficznym, ale podlega takim samym regulacjom i prawom jak każdy inny. Jest miejscem, w którym spotykają się oferenci i nabywcy w celu dokonania transakcji. Cena przedmiotu jest jednak uzależniona od wielu czynników i zmienna w sposób mało przewidywalny. Rynek dzieł sztuki zmienia się na własnej, autonomicznej osi czasu, którą regulują następujące czynniki:

- utrwalona pozycja twórcy w historii sztuki,
- ceny zapłacone za jego inne dzieła,
- znaczenie określonego dzieła w twórczości artysty,
- popularność na arenie międzynarodowej,
- autentyczność dzieła,
- jakość dzieła sama w sobie,
- tzw. popularność katalogowa dzieła,
- ogólny stan dzieła,
- czas, miejsce i okoliczności powstania dzieła,
- panująca moda – kontekst kulturowy.

¹ Przyjmuje się, że minimalnym okresem inwestycyjnym na rynku dzieł sztuki jest 5 lat. Na podstawie strony internetowej: <http://www.art-sales-index.com> z dnia 1 lutego 2007 r.

Zmienia się także układ sił wśród nabywców na rynku dzieł sztuki. Dawniej rynek dzieł sztuki był zarezerwowany dla ludzi zamożnych, a za takich byli uważani posiadacze co najmniej 1 mln USD w płynnych aktywach. Obecnie szacuje się, że tylko w USA jest około 2,27 mln takich osób. Zamożni klienci stają się coraz bardziej bogaci – około 8,3 mln ludzi na świecie posiada majątek powyżej 1 mln USD w aktywach finansowych². Ta grupa na aukcjach licytuje coraz wyższe ceny obrazów.

Istotnym czynnikiem wpływającym na ceny na rynku dzieł sztuki jest poziom zamożności społeczeństwa – im liczniejsza jest klasa średnia, tym większy jest popyt na sztukę, której ceny w takiej sytuacji rosną. Klasycznym przykładem jest współczesna Rosja – nowobogacy milionerzy są w stanie zapłacić kilka milionów euro za obraz rosyjskiego malarza, który przed dekadą nie był wyceniany nawet na 1% obecnej wartości. W przyszłości można oczekiwać wzrostu cen dzieł sztuki twórców z Chin czy Indii.

Należy mieć także świadomość, że niektóre obrazy sprzedają się stosunkowo łatwo w jednym kraju, a inne w drugim. W przypadku rynku sztuki w cenie znajdują odzwierciedlenie także indywidualne preferencje kupujących i sprzedających. Zjawisko to jest znacznie silniejsze niż w przypadku rynków finansowych. Te ostatnie cechują się pod tym względem większą efektywnością.

Tabela 1. Podział geograficzny rynków pod względem posiadania dzieł sztuki francuskich impresjonistów i dawnych mistrzów holenderskich w latach 1995 i 2005 (w %)

Rynki	Francuscy impresjoniści		Dawni mistrzowie holenderscy	
	1995	2005	1995	2005
Europa kontynentalna	7	25,55	59	11
Wielka Brytania	27	0,1	21	37
USA	56	74	18	51
Inne	10	0,35	2	1

Źródło: strona internetowa: <http://www.artnet.com/Magazine/news/artnetnews2/artnetnews7-22-04.asp> z dnia 3 lutego 2007 r.

Nabywcy dzieł sztuki rozsiani są po całym świecie, co wpływa na powstanie globalnego rynku dzieł sztuki. Kolekcjonerzy bardzo często kupują dzieła twórców ze swoich krajów – jest to odmiana tzw. lokalnego patriotyzmu. W ciągu lat 1995–2005 wzrosła liczba obrazów francuskich impresjonistów, znajdujących się w posiadaniu kolekcjonerów w Europie Zachodniej (bez Wielkiej Brytanii) i USA. Natomiast nastąpił spadek liczby obrazów tych samych grup artystów będących

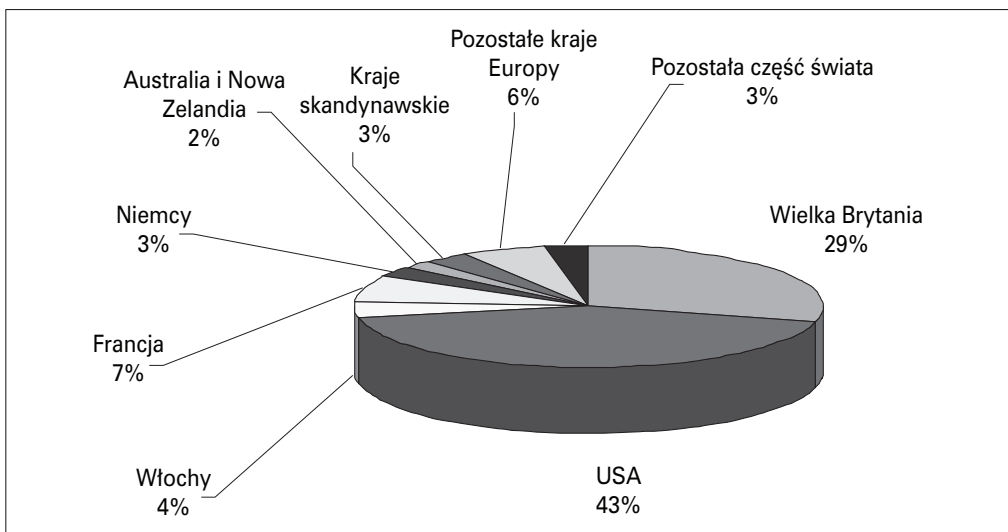
² Monet – maker, „The Economist” z 3 czerwca 2006 r.

w posiadaniu brytyjskich kolekcjonerów. W tym samym okresie w Wielkiej Brytanii i USA zwiększyły się zasoby obrazów zaliczanych do grupy dawnych mistrzów holenderskich, głównie kosztem zbiorów zlokalizowanych w Europie kontynentalnej.

Inne charakterystyczne ceny rynku dzieł sztuki to m.in.:

- nie przynoszą one stałego dochodu w postaci odsetek (tak jak obligacje) ani dywidendy (co jest charakterystyczne dla akcji)³,
- zyski z handlu dziełami sztuki są wolne od podatku dochodowego, jeśli tylko przerwa między transakcją kupna i sprzedaży eksponatów przekracza sześć miesięcy⁴,
- na rynku dzieł sztuki nie występują nagłe załamania cen i nie są one zazwyczaj tak głębokie jak na rynku akcji czy towarów (*commodities*). Duże spadki cen następują wtedy, kiedy określony artysta, styl lub okres przestają być modne.

Rysunek 1. Udział poszczególnych państw w całkowitym wolumenie obrotu na rynku dzieł sztuki w 2006 roku



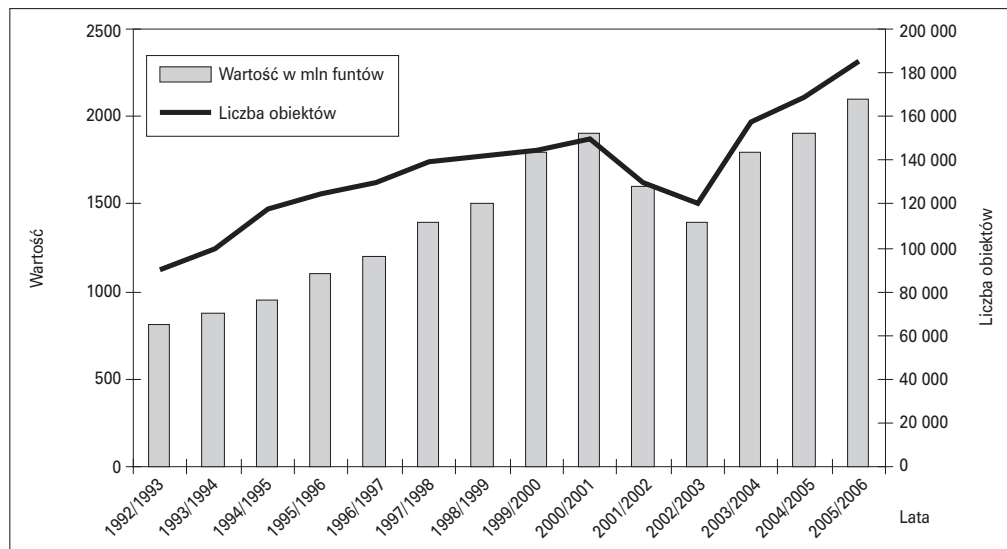
Uwaga: w obliczeniach uwzględniono jedynie aukcje prowadzone przez domy aukcyjne.

Źródło: opracowanie własne na podstawie strony internetowej: <http://www.art-sales-index.com> z dnia 1 lutego 2007 r.

³ Można jednak mówić o czymś co określa się mianem „dywidendy estetycznej” lub „dywidendy emocjonalnej”. W tym przypadku autorzy mają na myśli doznania duchowe, jakich dostarczają kolekcjonerom dzieła sztuki oraz przyjemność ich dotknięcia etc... J. Finkel, *Where the Blue Chips Fall*, Art. & Auction, August 2004, s. 77–83.

⁴ Przepis ten dotyczy rynku amerykańskiego. W innych krajach okres ten może być odpowiednio dłuższy lub krótszy.

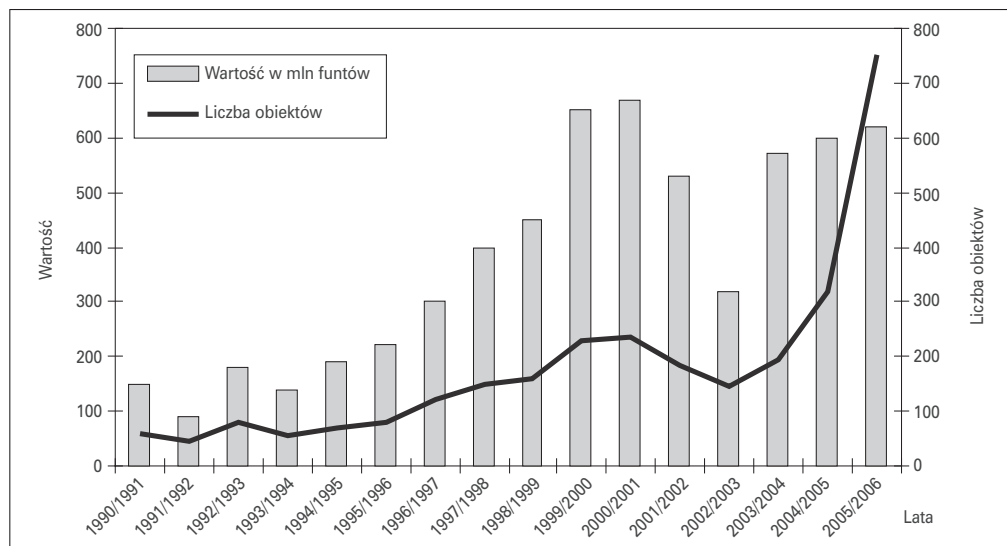
Rysunek 2. Wartość i wolumen obrotu na międzynarodowym rynku dzieł sztuki (aukcje)



Uwaga: w obliczeniach uwzględniono jedynie aukcje prowadzone przez domy aukcyjne.

Źródło: opracowanie własne na podstawie strony internetowej: <http://www.art-sales-index.com> z dnia 1 lutego 2007 r.

Rysunek 3. Wartość i wolumen obrotu na międzynarodowym rynku dziełami sztuki o wartości jednostkowej powyżej 1 mln funtów brytyjskich (aukcje)



Uwaga: w obliczeniach uwzględniono jedynie aukcje prowadzone przez domy aukcyjne.

Źródło: opracowanie własne na podstawie strony internetowej: <http://www.art-sales-index.com> z dnia 1 lutego 2007 r.

W 2006 roku na rynku dzieł sztuki w transakcjach zawartych przez renomowane domy aukcyjne największy udział mieli inwestorzy z USA – 43%. Na drugim miejscu uplasowali się Brytyjczycy, a na trzecim Francuzi. W 2006 roku na całym rynku sztuki zawarto transakcje kupna/sprzedaży na około 180 tys. obiektów, których łączna wartość zakupu wyniosła blisko 4,2 mld USD na rynku aukcyjnym. Rynek galeryjny, często też zwany pierwotnym, trudny do oszacowania, to około 25 mld USD⁵. W Polsce łączny wolumen transakcji w największych domach aukcyjnych wyniósł w tymże 2006 roku – 40 mln USD. Szacuje się, że w Polsce rynek dzieł sztuki zbliżył się do poziomu zachodnioeuropejskiego za 10–15 lat⁶.

3. Domy aukcyjne

Obrót dziełami sztuki odbywa się w przeważającej części w renomowanych domach aukcyjnych, chociaż pewne ilości dzieł sztuki sprzedaje się także na aukcjach internetowych różnych portali nie należących do renomowanych domów aukcyjnych czy też galerii. Największymi domami aukcyjnymi na rynku światowym są: Christie's (Londyn), Sotheby's (Nowy Jork), Phillips de Purry & Co. (Londyn), Bonhams (wiele lokalizacji na całym świecie). Poza tym działa 300 mniejszych domów o zasięgu krajowym czy też lokalnym. We Francji istnieje olbrzymi rynek antykwaryczny i wielkie aukcje takie jak w Wielkiej Brytanii, w przeciwieństwie do Niemiec, gdzie brak znamienitych aukcji.

Sprzedaż odbywa się na aukcjach, w trakcie których przyjmowane są oferty od osób znajdujących się na sali, lub za pośrednictwem telefonu czy też Internetu. W czasie aukcji kolekcjonerami bardzo często rządzą uczucia podobne do tych, jakich doświadczają inwestorzy giełdowi podczas sesji. Przed rozpoczęciem sesji domy aukcyjne organizują wystawy, na których prezentowane są dzieła będące przedmiotem licytacji na najbliższej aukcji. Publikowana jest także prognoza ceny, jaką licytowane przedmioty mogą osiągnąć na aukcji. Domy aukcyjne są gwarantem autentyczności sprzedawanych dzieł sztuki.

Przeciętna wartość transakcji w domu aukcyjnym Christie's w 2006 roku przypadła w przedziale: 200 000–300 000 USD. W I kwartale 2006 roku w sektorze sztuki współczesnej aż 53,10% uzyskanych w trakcie aukcji dzieł osiągnęło wyższe ceny niż prognoza przedaukcyjna. Jest to wzrost o 35,2 pkt. procentowego w stosunku do analogicznego okresu z 2005 roku. W przypadku dzieł o wartości poniżej

⁵ Na podstawie strony internetowej: http://www.christies.com/home_page/home_page.asp z dnia 6 lutego 2007 r.

⁶ <http://www.sda.art.pl> z dnia 2 lutego 2007 r.

100 000 USD powyżej prognozy sprzedanych zostało aż 70,2% dzieł, tj. prawie dwukrotnie więcej niż w sektorze dzieł o cenach przekraczających 100 000 USD⁷.

Tabela 2. Wartość nadwyżek (w USD i %) wylicytowanych w domach aukcyjnych Christie's i Sotheby's powyżej prognoz w trakcie aukcji z I kwartału 2005 i 2006 roku

Wiosna 2006 roku – aukcje (sztuka współczesna)		Wiosna 2005 roku – aukcje (sztuka współczesna)	
Wszystkie obiekty		Wszystkie obiekty	
Wartość powyżej prognozy	132 021 USD	Wartość powyżej prognozy	42 691 USD
Powyżej prognozy	53,10%	Powyżej prognozy	17,9%
Cena dzieła poniżej 100 000 USD		Cena dzieła poniżej 100 000 USD	
Wartość powyżej prognozy	23 031 USD	Wartość powyżej prognozy	20 675 USD
Powyżej prognozy	70,2%	Powyżej prognozy	59,5%
Cena dzieła powyżej 100 000 USD		Cena dzieła powyżej 100 000 USD	
Wartość powyżej prognozy	233 777 USD	Wartość powyżej prognozy	89 824 USD
Powyżej prognozy	36,5%	Powyżej prognozy	12,9%

Uwaga: przy obliczeniach przeciętną wartość prognozy uzyskuje się jako średnią arytmetyczną dostępnych prognoz przedaukcyjnych publikowanych przez renomowane domy aukcyjne.

Źródło: na podstawie strony internetowej: <http://www.mutualarholding.com/PricingTrends.html> z dnia 2 lutego 2007 r.

W domach aukcyjnych odbywają się też aukcje prywatne, tzw. aukcje za zamkniętymi drzwiami, kiedy to brokerzy przeprowadzają licytację między dwoma klientami. Na przykład w domu Christie's wolumen obrotu dziełami sztuki w prywatnych aukcjach wyniósł w 2005 roku 181 mln USD, tj. o 30 mln USD więcej niż w 2004 roku. Do 30 września 2006 roku dom Sotheby's uzyskał 14,9 mln USD zysku netto z tytułu prowizji z aukcji prywatnych, których łączna wartość w okresie 1 stycznia–30 września 2006 roku wyniosła 183,1 mln USD, podczas gdy w całym 2003 roku zysk z prywatnych aukcji wyniósł 10 mln USD⁸.

Galerie i domy aukcyjne ponoszą dodatkowe obciążenia przy prezentacji prac młodych artystów. Są to m.in. koszty przygotowania katalogu, wernisażu, targów krajowych i zagranicznych. Zorganizowanie przez galerię lub dom aukcyjny prezentacji (a właściwie promocji) mało znanego artysty można porównać do uplasowania na rynku emisji akcji nowej spółki. W takim przypadku koszty opracowania katalogu na rynku dzieł sztuki odpowiadałyby kosztom przygotowania prospektu emisyjnego, koszty wernisażu – kosztom spotkań z analitykami i inwestorami

⁷ Na podstawie strony internetowej: <http://www.mutualarholding.com/PricingTrends.html> z dnia 2 lutego 2007 r.

⁸ J. Russell, Secrets of the Selling Block, „The Wall Street Journal”, z 3 listopada 2006 r.

(tzw. *road show*). Samą sprzedaż dzieł nowych twórców w trakcie aukcji można porównać do sprzedaży akcji na rynku pierwotnym: wiele sprzedanych obrazów mało znanego twórcy i po stosunkowo wysokich cenach jest odpowiednikiem objęcia wszystkich akcji nowej emisji na rynku pierwotnym.

Coraz wyraźniejsze zmiany nastąpiły wśród klientów domów aukcyjnych. W połowie lat 80. zdecydowaną większość z nich stanowili dealerzy sztuki. Później zaczęli się coraz bardziej uaktywniać nabywcy prywatni z Ameryki i Europy Zachodniej. Aktualnie największych transakcji dokonują amerykańscy i chińscy milionerzy, szejkowie z Bliskiego Wschodu oraz rosyjscy oligarchowie finansowi⁹.

4. *Art investing (art banking)*

Obrotom arcydziełami zajmują się prywatni kolekcjonerzy, dealerzy, brokerzy, domy aukcyjne, galerie sztuki oraz inne uprawnione do takiego handlu instytucje (muzea i fundacje). W ostatnim czasie wiele banków (w tym inwestycyjnych) utworzyło oddziały (tzw. *art investing lub art banking*) zajmujące się inwestowaniem na rynku dzieł sztuki, zarówno na rachunek banku, jak i klientów z segmentu *private banking*. Współpraca na linii bank–klient zwykle polega na kooperacji pomiędzy bankiem a domem aukcyjnym, który wyznacza dla klienta osobistego doradcę – *art advisor*. Kosztowne inwestycje w sztukę – poza pasją inwestora – wymagają bowiem szerokiej wiedzy specjalisty i doświadczenia rzeczoznawcy¹⁰.

Rynek kolekcjonerów rządzi się swoimi prawami, dlatego dobrze jest skorzystać z wiedzy ekspertów na ten temat, zwłaszcza jeśli sztukę traktuje się w kategoriach inwestycji. Z tysięcy malarzy, którzy co roku kończą akademie sztuk pięknych, zaledwie kilku cieszy się później rynkowym uznaniem. Taktyka kupowania np. obrazów na chybił trafił w galeriach niekoniecznie musi się sprawdzić. Chyba, że obraz nabywa się tylko w celach dekoracyjnych – wtedy jest to wyłącznie sprawa gustu kupującego.

Doradca finansowy zatrudniony w banku na ogół nie jest historykiem sztuki i nie potrafi wskazać, który obraz może okazać się w przyszłości dobrą inwestycją. Jeśli klient *private banking*u jest zainteresowany inwestycjami w sztukę, wtedy przedstawiany jest fachowcom z branży. Wiele banków inwestycyjnych prowadzi na zlecenie klientów usługę, którą można nazwać *art management* – w ich

⁹ Na podstawie strony internetowej: <http://www.mutualartholding.com/PricingTrends.html> z dnia 2 lutego 2007 r.

¹⁰ Marion Kahan, meneger wystawy w Guggenheim Museum, zakupił w 1993 roku limitowaną kolekcję zdjęć Michaela Kenna za 500 dolarów. Na koniec tego samego dnia wartość kolekcji szacowano już na 750 dolarów. Wytrawni inwestorzy na rynku dzieł sztuki cechują się poczuciem smaku i biznesowym wyczuciem. Sam gust nie wystarczy. Podobnie, jak same kalkulacje. Zasada jest jedna, nie należy decydować się na inwestycje, jeśli ma się więcej pieniędzy, niż wiedzy.

imieniu dokonują transakcji kupna i sprzedaży eksponatów, a także zajmują się ubezpieczeniem zakupionych dzieł sztuki i ich wypożyczaniem (udostępnianiem) muzeom i galeriom. Profesjonalne zarządzanie dziełami sztuki chroni posiadaczy dzieł przed wieloma pułapkami. Właściciele bardzo często zamiast myśleć o realizacji zysków ze wzrostu cen dzieł sztuki, podążają w kierunku rozbudowywania kolekcji. Po prostu trudno rozstać się z obrazem, który nie dość, że uświetnia np. gabinet, to w dodatku, z wiekiem, zyskuje na wartości.

Narodziny inwestowania w sztukę sięgają 1979 roku, kiedy to taką usługę zaferował nowojorski Citibank¹¹. Wprowadzenie nowoczesnej oferty zarząd motywował chęcią wyróżnienia najbardziej elitarnych klientów. Nie spodziewano się wówczas, że obrazy, meble, rzeźby i leciwa biżuteria staną się narzędziami inwestycyjnymi. Najpotężniejszą dziś instytucją, która zajmuje się obsługą inwestycji w sztukę – również w Polsce – jest UBS¹² – szwajcarski lider wśród banków inwestycyjnych¹³. Poza tym, podobne usługi oferują m.in.: Citibank, Deutsche Bank, ABN Amro, J. P. Morgan Chase & Co., Bank of America. Najwięksi gracze na rynku bankowym mają już w swoim portfolio ekskluzywną ofertę *art banking*, nie tylko z tego powodu, że klientów wymagających i zamożnych przybywa, ale również dlatego, że jest to świetny pomysł na umocnienie wizerunku (*corporate image*) i reklamę. Mecenat, luksus i indywidualizacja oferty to dla każdego banku komplet synonimów najbardziej pożądanym.

Na rynku *art investing* spotyka się także podejście czysto ekonomiczne do dzieł sztuki, które kupowane w celach inwestycyjnych są pozbawione tzw. wartości dodanej¹⁴. Inwestorzy nie mogą powiesić sobie obrazów na ścianach i cieszyć nimi oczy. Sztuka jest jedynie alternatywną inwestycją, porównywalną do złota czy zboża. Mimo to moda na *art investing* wciąż nabiera rozpędu, inspirowana kolejnymi publikacjami i rynkowymi analizami.

5. Transparencja i koszty na rynku dzieł sztuki

Jednym z głównym problemem związanych z inwestowaniem na rynku dzieł sztuki jest jego mała transparencja – rynek jest zrozumiały dla wąskiej grupy znawców

¹¹ W 1979 roku Citigroup zatrudnił doradców w zakresie inwestycji na rynku dzieł sztuki.

¹² W banku UBS zaledwie 20–25% wszystkich sprzedanych dzieł sztuki w 2006 roku stanowiły dzieła o wartości od 10 000 do 100 000 USD. Pozostała część to dzieła o wartości poniżej 10 000 USD. Na podstawie strony internetowej: <http://www.ubs.com/> z dnia 6 lutego 2007 r.

¹³ Podobną usługę dla klientów polskich wprowadził w 2006 roku także Noble Bank. Poprzez zamożnego klienta rozumie się osobę zarabiającą co najmniej 20 tys. zł miesięcznie. Przy doradztwie klientom Noble Banku ma pomagać dom aukcyjny Desa.

¹⁴ W języku inwestorów operuje się tylko dwoma kolorami: czarnym i białym. Kolor czarny symbolizuje stratę, a biały zysk z inwestycji w ten obraz.

i ekspertów. Oczywiście, jak każdy rynek, tak samo i sztuka podlega określonym trendom – raz w modzie są realisci, raz impresjoniści, w innych latach ludzie potrafią zapłacić wysokie ceny za przedmioty o niskiej wartości artystycznej.

Coraz częściej inwestowanie w sztukę staje się alternatywą wobec tradycyjnych narzędzi inwestycyjnych. Zysk w obu przypadkach zależy od ceny na rynku (*timing*). Na rynku dzieł sztuki należy jednak wziąć pod uwagę wysokie koszty manipulacyjne (czasem jest to aż 20 %), które są nieodłącznym elementem *art investing'u*, a co za tym idzie brak płynności transakcyjnej. Domy aukcyjne pobierają prowizję w wysokości 20% od wylicytowanej ceny przedmiotu: po 10% od kupującego i sprzedającego¹⁵. Ochrona, konserwacja, odnowienie, transport, wycena, ubezpieczenie, weryfikacja autentyczności to koszty, które sprawiają, że stopa zwrotu z inwestycji w dzieła sztuki jest mniejsza niż wynikająca tylko z cen aukcyjnych (kupna dzieła, a następnie sprzedaży). Dzieła sztuki są trzymane w domach lub przekazywane do muzeum. W przypadku przechowywania dzieł w domu koszty ubezpieczenia kolekcji są znacznie wyższe niż gdy zostały zdeponowane w muzeum. W tym drugim przypadku koszty ubezpieczenia i konserwacji zazwyczaj bierze na siebie muzeum, co stanowi pewną rekompensatę dla posiadacza z tytułu utraconej przyjemności częstego obcowania z dziełami sztuki.

6. Horyzont czasowy i płynność na rynku dzieł sztuki

Większość posiadaczy trzyma obrazy przez dłuższy czas i wystawia je na licytację stosunkowo rzadko, co sprzyja wykształceniu wśród kolekcjonerów strategii inwestycyjnej „kup i trzymaj”. Generalnie rzecz biorąc, najkrótszym okresem, jaki powinno się rozważać przy tego typu inwestycji, to pięć lat. W ciągu ostatnich 125 lat średnia długość utrzymywania obrazu wynosiła około 30 lat. Sztuka jest jednym z najrzadziej usuwanych aktywów spośród innych rodzajów aktywów z szerokiego portfela inwestycyjnego, gdzie dopuszcza się utrzymywanie innych, rzadkich aktywów, a nie tylko akcji i obligacji¹⁶.

Niska płynność stanowi zagrożenie, że posiadacz będzie musiał utrzymywać obraz przez dłuższy okres, jeśli na rynku brak popytu na poziomie ceny wyznaczonej przez właściciela (taka sytuacja może się zdarzyć w przypadku nabycia obrazu na lokalnym szczycie cenowym na rynku dzieł sztuki i wejścia cen w krót-

¹⁵ Oczywiście spotyka się też inne rozwiązania. Na przykład w domu aukcyjnym Doyle z Nowego Jorku prowizją obciąża się tylko kupującego. Płaci on 20% od pierwszych 200 000 USD wartości wylicytowanego dzieła, a następnie 12% od kwoty przewyższającej 200 000 USD. Na podstawie strony internetowej: <http://www.doylenewyork.com/default.htm> z dnia 8 lutego 2007 r.

¹⁶ D. Brewster, Art – a Classy Asset or a New Asset Class?, „Financial Times”, z 14 sierpnia 2006 r.

koterminowy trend spadkowy). Niska płynność powoduje dodatkowe problemy z dywersyfikacją portfela inwestycyjnego – nie można kupić jakiejś części obrazu Picassa, tak jak się kupuje akcje. Płynność obrotu najdroższymi dziełami sztuki jest prawie dwukrotnie większa niż płynność obrotu obrazami o niższych cenach (poniżej 10 000 USD)¹⁷.

7. Korelacja rynku dzieł sztuki z innymi rynkami

Badania statystyczne pokazują, że sztuka jest dlatego opłacalną inwestycją, ponieważ ceny nie są uzależnione od lokalnej gospodarki, rosza cenowych na giełdach, a poza tym dzieła sztuki są już ze swej natury unikatowe i trwałe. Z tabeli korelacji cen aktywów finansowych i dzieł sztuki z okresu 1981–2005 (tabela 3) wynika, że współczynnik korelacji cen dzieł dawnych holenderskich mistrzów i indeksu S&P 500 wynosił 41,2%, a w przypadku francuskich impresjonistów – 30,8%. Niska korelacja zmian cen na tym rynku z rynkami finansowymi stwarza możliwość powstania określonego portfela inwestycyjnego, a udział w nim dzieł sztuki przyczynia się zdecydowanie do obniżenia jego całkowitego ryzyka inwestycyjnego. Istotnym ograniczeniem tego podejścia jest fakt, że poszczególne dzieła sztuki nie są zastępowalne przez inne. Małą płynność powoduje to, że inwestorzy mogą czekać na sprzedaż określonego dzieła przez długi okres, co przekłada się na osiągniętą przez portfel inwestycyjny stopę zwrotu.

Tabela 3. Tabela korelacji cen aktywów finansowych i dzieł sztuki (okres 1981–2005) (w %)

Wyszczególnienie	Dawni holenderscy mistrzowie	Francuscy impresjoniści	Francuscy impresjoniści – górny kwintyl	Wiek XVIII meble – górny kwintyl
10-letnie obligacje USA	-14,2	-3,8	16,5	-13,6
Złoto (London Metal Exchange)	-22,6	-32,6	-3,2	-25,3
S&P 500	41,2	30,8	19,4	-1,2
Dawni holenderscy mistrzowie	100	32,6	18,2	6,5
Francuscy impresjoniści	32,6	100	30,2	7,1
Francuscy impresjoniści – górny kwintyl	18,2	30,2	100	4,1
XVIII w. meble – górny kwintyl	6,5	7,1	4,1	100

Źródło: obliczenia własne z wykorzystaniem J. Finkel, *Where the Blue...*, *op. cit.*, s. 77–83.

¹⁷ J. Finkel, *Where the Blue...*, *op. cit.*, s. 77–83.

Bardzo trudno jest podać właściwą miarę oceny ryzyka inwestycyjnego na rynku dzieł sztuki. Dodanie dzieł sztuki do portfela inwestycyjnego, zawierającego akcje i obligacje, w okresie 1965–2005 przyczyniło się do spadku miary ryzyka, odchylenia standardowego – o 2 pkt. procentowe poniżej odchylenia portfela inwestycyjnego, pozbawionego takiej dywersyfikacji dla takiej samej oczekiwanej stopy zwrotu z portfela, oraz wzrostu o 1 pkt procentowy oczekiwanej stopy zwrotu dla takiego samego poziomu ryzyka¹⁸.

Jednak w dłuższych okresach zauważalna jest korelacja zmian cen dzieł sztuki i cyklu gospodarczego. Ożywienie gospodarcze przekłada się na wzrost cen dzieł sztuki, a oziębienie – na ich spadek. Na przykład w okresie kryzysu paliwowego z 1974 roku ceny większości dzieł sztuki spadły. Poza tym na rynku dzieł sztuki występuje wzrost cen dzieł w grudniu, natomiast styczeń charakteryzuje się spadkiem wolumenu obrotów¹⁹. Taka sytuacja na rynku akcji (ożywienie grudniowe i marazm styczniowy) określana jest „rajdem świętego Mikołaja”. Rzadko kiedy na rynku dzieł sztuki styczeń należy od udanych, zaś w historii rynku kapitałowego dotychczas większy odsetek miesięcy styczniowych przynosił dodatnie stopy zwrotu (jest to tzw. efekt stycznia), a przeważający odsetek miesięcy grudniowych charakteryzował się stabilnością cen akcji.

8. Indeksy stosowane na rynku dzieł sztuki

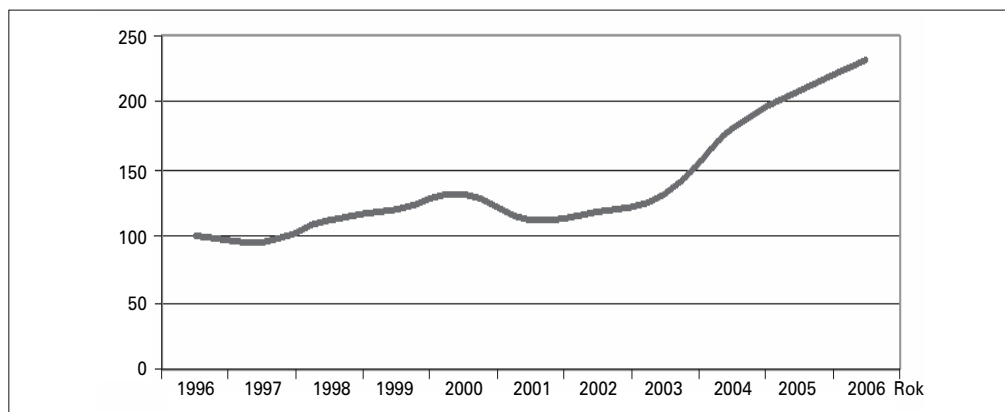
J. Mei i M. Moses zanalizowali dane o obrazach, które w przeszłości zostały wycytowane na aukcjach, a od 1950 roku sprzedawały je domy aukcyjne Christie's i Sotheby's, i na tej podstawie stworzyli Mei Moses Fine Art Index. W skład indeksu wchodzi około 9000²⁰ dzieł znanych artystów, a co pół roku skład indeksu jest poszerzany o około 300–400 dzieł. Nie jest to jedyny indeks na rynku dzieł sztuki. Aktualnie wykorzystuje się około 12 indeksów, np. Picasso Index, Old Master Index.

Indeks starych mistrzów (Old Master) składa się z cen obrazów pochodzących z lat 1100–1875. Indeks impresjonistów i sztuki współczesnej to ceny obrazów z lat 1887–1975. Indeks sztuki amerykańskiej obejmuje dzieła stworzone w okresie 1700–1950. Jeszcze jednym stosunkowo popularnym we Włoszech indeksem jest Gabrius Indeks, który zawiera dane z aukcji w domach Christie's, Sotheby's, Phillips de Purry & Co., Bonhams i 300 mniejszych. W latach 1996–2006 wartość indeksu Gabrius wzrosła o 132%.

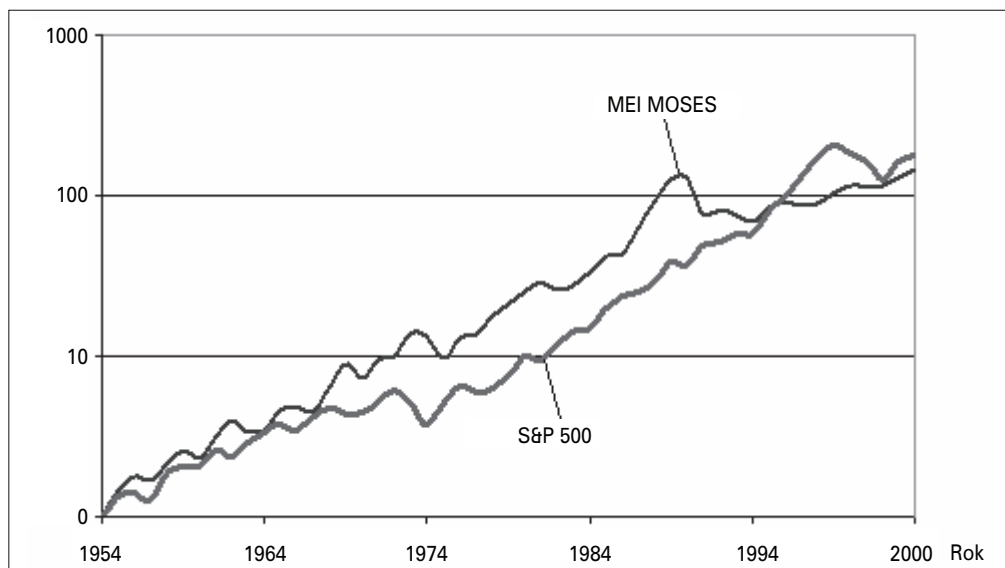
¹⁸ Na podstawie strony internetowej: <http://www.amr.com> z dnia 30 stycznia 2007 r.

¹⁹ A. Halizak, Pojęcie, istota i znaczenie międzynarodowego rynku dzieł sztuki, „Stosunki Międzynarodowe”, 2003, Nr 1–2, s. 135–156.

²⁰ Stan na koniec 2005 roku.

Rysunek 4. Wykres indeksu dzieł sztuki Gabrius

Źródło: opracowanie własne na podstawie strony internetowej: <http://www.borse.it/arte/> z dnia 7 lutego 2007 r.

Rysunek 5. Porównanie indeksu New Mei Moses i indeksu akcji S&P 500

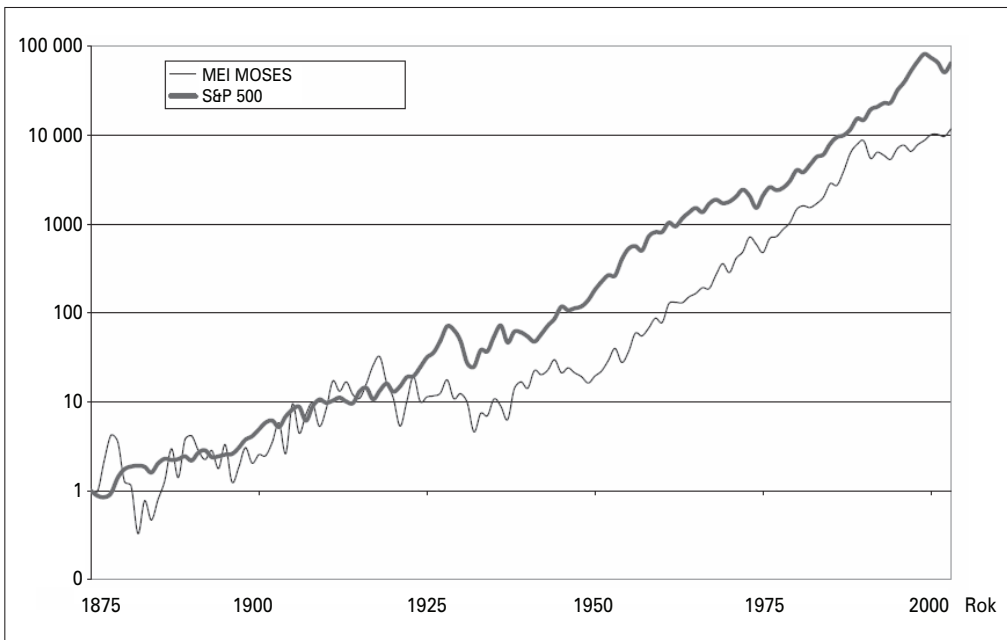
Źródło: opracowanie własne na podstawie strony internetowej: <http://s107117993.onlinehome.us/indices.cgi> z dnia 23 stycznia 2007 r.

Wiele z nich stosowanych jest przez specjalistów rynku dzieł sztuki oraz fundusze inwestycyjne operujące na rynku dzieł sztuki. Indeksy zazwyczaj budowane są na bazie przeciętnych cen, zapłaconych przez klientów w określonym czasie. W przypadku indeksów na rynku dzieł sztuki istnieje zagrożenie, że wysoka cena jednego z obrazów (np. Picassa), uzyskana na aukcji, spowoduje duży wzrost

takiego indeksu, a wiele transakcji przeprowadzonych znacznie mniej znanymi dziełami nie odegra istotnej roli przy obliczaniu indeksu. W związku z tym niektórzy specjaliści oczyszczają indeksy na rynku dzieł sztuki, odrzucając 5% najdroższych transakcji lub też subiektywnie nie uwzględniając niektórych transakcji. Każdego roku indeks Mei Moses poddawany jest korekcie składu: sprzedane na aukcjach w danym roku przedmioty grupowane są na trzy kategorie: najwyższe ceny aukcyjne (powyżej 200 000 USD), średnie ceny aukcyjne (od 25 000–200 000 USD) i niskie ceny aukcyjne (poniżej 25 000 USD).

Wiele z indeksów opiera się tylko na transakcjach dzieł sztuki, które wcześniej zostały sprzedane – w ten sposób można uwzględnić ten fakt w indeksie. Poważnym mankamentem indeksu Mei Moses Fine Art Index jest to, że opiera się on tylko na aukcjach dużych domów aukcyjnych: Christie's i Sotheby's oraz to, że uwzględnia on tylko cenę aukcyjną, bez ceny uzyskiwanej przez sprzedawców (dealerów), podczas gdy niektórzy znani artyści większość swoich prac sprzedają poprzez sprzedawców (marszandów).

Rysunek 6. Porównanie indeksu New Mei Moses i indeksu akcji S&P 500 w okresie 1875–2005



Źródło: opracowanie własne na podstawie strony internetowej: <http://s107117993.onlinehome.us/indices.cgi> z dnia 23 stycznia 2007 r.

Obecnie indeks Mei Moses obejmuje około 90–95% wszystkich obrazów sprzedanych na aukcjach. W okresie 1953–2004 średnioroczna stopa wzrostu indeksu Mei Moses wyniosła 12,06%, w stosunku do 11,65% w przypadku indeksu S&P 500. Okazało się, że przez 130 lat najdroższe obrazy, wchodzące w skład indeksu Mei Moses, przyniosły znaczne dochody, a przez ostatnich 50 lat były tak samo opłacalne jak akcje. Aktualnie szacuje się, że dzieła sztuki przynoszą średnie zyski na poziomie 1,6% w skali roku²¹.

Znaczną zmiennością cen (duży współczynnik beta) charakteryzuje się malarstwo współczesne – tj. XX-wieczne. Ceny XIX-wiecznego malarstwa zachowują się inaczej niż ceny XX-wiecznego, czy też ceny obrazów dawnych mistrzów. W latach silnego spadku cen, po szczycie z początku 1990 roku, ceny obrazów sztuki powojennej (po II wojnie światowej) odnotowały głębszy spadek niż ceny obrazów z innych okresów.

W latach 1900–1950 ceny obrazów sztuki amerykańskiej były jednym z najbardziej rosnących sektorów sztuki, dając średnioroczną stopę zwrotu w wysokości 13,2%. W okresie 1950–1990 na pierwszym miejscu pod względem tempa wzrostu cen obrazów uplasował się impresjonizm, ze średnioroczną stopą zwrotu 18,1%. Po szczycie z 1990 roku, kiedy indeks Mei Moses tracił co roku przeciętnie 1,3%, do 1995 roku, ceny dzieł starych mistrzów systematycznie rosły, dając w okresie 1950–1995 średnioroczną stopę zwrotu równą 11,7%.

Różne segmenty rynku sztuki nie rosną i nie spadają jednocześnie: ceny XVIII-wiecznych mebli brytyjskich nie są skorelowane z ceną XVIII-wiecznych mebli amerykańskich.

9. Podsumowanie

Rynek dzieł sztuki jest aktualnie jednym z najszybciej rozwijających się rynków szeroko rozumianych inwestycji alternatywnych. Coraz częściej zauważalne są opinie, że rynek dzieł sztuki w 2006 roku w Polsce przypominał rynek nieruchomości sprzed pięciu lat. Aktualne ceny nieruchomości, w stosunku do 2001 roku, wzrosły niemal trzykrotnie. Liczniejsze grono inwestorów, zarówno indywidualnych, jak i instytucjonalnych, zaczyna dostrzegać możliwości, jakie niesie ze sobą rynek dzieł sztuki. Jednym z podstawowych czynników determinujących kierowanie strumieni finansowych na rynek dzieł sztuki jest niska korelacja z rynkiem akcji i obligacji. Ta cecha rynku dzieł sztuki stwarza możliwości zwiększenia dywersyfikacji portfela inwestycyjnego. Poza tym w okresie konfliktów zbrojnych

²¹ Na podstawie strony internetowej: <http://www/meimosesfineartindex.org> z dnia 24 stycznia 2007 r.

rynek dzieł sztuki cechuje tendencja wzrostowa, w przeciwieństwie do rynków kapitałowych, na których w tych okresach obserwowane były w przeważającej liczbie przypadków spadki głównych indeksów giełdowych. Oprócz wartości czysto ekonomicznych dochodzą także wartości estetyczne, związane z posiadaniem prawdziwych arcydzieł światowego dziedzictwa kulturowego.

10. Bibliografia

1. Bard A., Low – priced Art Beats the Masters in the long Run, „Financial Times”, z 3 listopada 2003 r.
2. Białonowska M., Afrykańskie maski w Paryżu, *Art. & Business*, 1–2/2007.
3. Biały A., Bankowcy kuszą inwestycjami w sztukę, „Rzeczpospolita”, z 8 stycznia 2007 r.
4. Białynicka-Birula J., Rola technik aukcyjnych w kształtowaniu cen licytowanych produktów, *Zeszyty Naukowe AE w Krakowie*, 2002, Nr 586.
5. Bóldok S., Powiało optymizmem, *Art. & Business*, 1–2/2007.
6. Brewster D., Portrait of a rising market – COLLECTABLES, „Financial Times”, z 2 sierpnia 2003 r.
7. Brewster D., Art – a Classy Asset or a New Asset Class?, „Financial Times”, z 14 sierpnia 2006 r.
8. Caplin L., *The Business of Art*, Prentice Hall, Paramus 1998.
9. Cegielski P., Gdzie dwóch się bije... tam Rubens wygrywa, *Art. & Business*, 1–2/2007.
10. Chlastała D., Zegarki kolekcjonerskie na aukcjach, „Gazeta Antykwaryczna”, 129/130.
11. Ciechomski M., Sztuka w kategoriach ekonomicznych, „Forum” 2003, Nr 2, <http://www.mensa.org.pl>
12. Darowny T., Moje terenowe badania nad sztuką, *Art. & Business*, 1–2/2007.
13. Davis R., *Art. Dealer’s Fidel Guide*, Capital Letter Press, Jacksonville, Florida 2005.
14. Dudek M., Wykwintne Cyk, cyk, cyk, Dodatek specjalny do „Gazety Bankowej”, Nr 49/2006.
15. Finkel J., Where the Blue Chips Fall, *Art. & Auction*, August 2004.
16. Gross D., Paiting for Profits, „Financial Times”, z 21 czerwca 2006 r.
17. Gutner T., Funds to Please the Eye, „BusinessWeek”, z 14 lutego 2005 r.
18. Haliżak A., Pojęcie, istota i znaczenie międzynarodowego rynku dzieł sztuki, „Stosunki Międzynarodowe” 2003, Nr 1–2.
19. Kasprzak K., Sztuka uliczna – plakat, „Gazeta Antykwaryczna” 129/130.
20. Kochańska H., Wilkowicz Ł., *Private Banking, Parkiet*, edycja specjalna, marzec 2006 r.

21. Korzeniowska-Marciniak M., Międzynarodowy rynek dzieł sztuki, Kraków 2001.
22. Krakowska M., Zysk ważniejszy od blichtru, Forbes, Dodatek specjalny, październik 2006.
23. Kutner T., Funds to Please the Eye, „BusinessWeek”, z 14 lutego 2005 r.
24. Małkowska M., Nowoczesność rośnie w cenę, „Rzeczpospolita”, z 3-4 lutego 2007 r.
25. Manager W., Fund Target Art. As New Asset Class, „The Wall Street Journal”, z 10 listopada 2004 r.
26. Mazurkiewicz P., Luksus na przegubie, „Rzeczpospolita”, z 3-4 lutego 2007 r.
27. Miliszkiewicz J., Fałszywe obrazy dla każdego, „Rzeczpospolita”, z 11 stycznia 2007 r., dodatek „Moje pieniądze”.
28. Monet – maker, „The Economist”, z 3 czerwca 2006 r.
29. Myczkowska A., Liczą się zasobny portfel i pozycja społeczna, „Rzeczpospolita”, z 16 grudnia 2004 r.
30. Opdyke J., Funds Target Art as New Asset Class, „The Wall Street Journal”, z 10 listopada 2004 r.
31. Palmer J., Show me the Monet, „Barrons”, z 18 listopada 2002 r.
32. Private Banking, dodatek do tygodnika „Newsweek”, październik 2006 r.
33. Pudłowska A., Rok rekordów, Art. & Business, 1-2/2007.
34. Russell J., Secrets of the Selling Block, „The Wall Street Journal”, z 3 listopada 2006 r.
35. Stearns S., Brokers’ Latest Pick: Warhol? --- Wealth Managers Now Advise on Art Along With Stocks, „The Wall Street Journal”, z 19 sierpnia 2006 r.
36. Taylor M., Art. Is beating stocks, but it demands patience, Sunday Morning Post, z 5 grudnia 2004 r.
37. Weżyk W., W pogoni za prestiżem, „Poradnik Finansowy”, Multi & Business, Warszawa 2006.
38. Wine D., GLOBAL INVESTING: Downturn Paints Bleak Picture for Fine Art, „Financial Times”, z 3 maja 2002 r.
39. Wine D., Art on a fine track, „Financial Times”, z 28 października 2001 r.
40. Zieliński M., Trendy cenowe na rynkach antykwarycznych w ostatnim ćwierćwieczu, „Gazeta Antykwaryczna”, Nr 129/130.

Źródła internetowe:

1. <http://ww.amr.com> z dnia 30 stycznia 2007 r.
2. <http://www.art-online.com/category.aspx?id=727> z dnia 26 stycznia 2007 r.
3. <http://www.thefineartfund.com/> z dnia 25 stycznia 2007 r.
4. <http://www.artnet.com/Magazine/news/artnetnews2/artnetnews7-22-04.asp> z dnia 3 lutego 2007 r.
5. <http://s107117993.onlinehome.us/indices.cgi> z dnia 23 stycznia 2007 r.

6. <http://www.gabrius.com/> z dnia 1 lutego 2007 r.
7. <http://www.money.pl/gospodarka/wiadomosci/artykul/stabilizacja;na;rynku;sztu ki,185,0,209593.html> z dnia 23 stycznia 2006 r.
8. <http://www.art-sales-index.com> z dnia 1 lutego 2007 r.
9. <http://www.mutualartholding.com/PricingTrends.html> z dnia 2 lutego 2007 r.
10. <http://s107117993.onlinehome.us/indices.cgi> z dnia 23 stycznia 2007 r.
11. <http://www.meimosesfineartindex.org> z dnia 24 stycznia 2007 r.
12. <http://www.art-sales-index.com/system/index.html> z dnia 1 lutego 2007 r.
13. <http://www.MutualArt.com> z dnia 4 lutego 2007 r.
14. <http://www.polswissart.pl> z dnia 2 lutego 2007 r.
15. <http://www.sda.art.pl> z dnia 2 lutego 2007 r.
16. <http://www.desa.art.pl> z dnia 29 stycznia 2007 r.
17. <http://www.sothebys.com/> z dnia 5 lutego 2007 r.
18. http://www.christies.com/home_page/home_page.asp z dnia 6 lutego 2007 r.
19. <http://www.phillipsdepurty.com/> z dnia 5 lutego 2007 r.
20. <http://www.bonhams.com/> z dnia 6 lutego 2007 r.
21. <http://www.ubs.com/> z dnia 6 lutego 2007 r.
22. <http://www.zegarkiclub.pl> z dnia 4 lutego 2007 r.
23. <http://www.artoffice.com.pl/> z dnia 7 lutego 2007 r.
24. <http://www.borse.it/arte/> z dnia 7 lutego 2007 r.
25. <http://www.doylenewyork.com/default.htm> z dnia 8 lutego 2007 r.
26. <http://www.boisgirard.com/> z dnia 8 lutego 2007 r.
27. <http://www.liveauctioneers.com/> z dnia 8 lutego 2007 r.
28. <http://www.freemansauction.com/> z dnia 8 lutego 2007 r.
29. <http://www.lesliehindman.com/> z dnia 8 lutego 2007 r.
30. <http://www.skinnerinc.com/> z dnia 8 lutego 2007 r.
31. <http://www.swanngalleries.com/> z dnia 8 lutego 2007 r.
32. <http://www.artinfo.pl> z dnia 29 stycznia 2007 r.
33. <http://www.agraart.pl/> z dnia 29 stycznia 2007 r.
34. <http://www.drloriv.com/advice/artinvest.htm> z dnia 6 lutego 2007 r.
35. <http://www.artnet.com/magazineus/news/artmarketwatch/artnetnews12-11-06.asp> z dnia 5 lutego 2007 r.

Zastosowanie i wycena wybranych opcji barierowych

1. Wprowadzenie

Opcje barierowe (ang. *barrier options*), wraz z opcjami binarnymi, należą do najpopularniejszych opcji egzotycznych stosowanych obecnie na globalnym rynku walutowym. Po raz pierwszy zadebiutowały na rynku walutowym w latach 80., a instrumentem bazowym był kurs USD/JPY. Wcześniej stosowane były jedynie na nieregulowanym rynku OTC opcji na akcje.

Opcja barierowa powstaje poprzez dodanie do opcji standardowej elementu konstrukcyjnego, zwanego barierą (ang. *barrier*). Jest to poziom ceny instrumentu bazowego, którego osiągnięcie decyduje o przedterminowym wygaśnięciu opcji lub też o jej aktywacji. Poziom bariery ustalany jest w momencie zawierania kontraktu opcyjnego. Opcje barierowe zaliczane są do grupy opcji uwarunkowanych, ponieważ ich wartość zależna jest od ceny instrumentu bazowego w całym okresie życia opcji.

Celem niniejszego opracowania jest zaprezentowanie wyceny oraz przykładów zastosowań podstawowych rodzajów opcji barierowych, a także wskazanie ich zalet w stosunku do klasycznych opcji waniliowych. Została tu przedstawiona wycena i zastosowanie wybranych opcji barierowych, prezentacja czterech podstawowych rodzajów opcji barierowych wraz z funkcjami wypłaty, a także opis historycznej ewolucji wyceny opcji barierowych oraz wyprowadzenie wzoru na wycenę według ceny opcji klasycznych.

2. Podstawowe rodzaje opcji barierowych

Opcja z barierą wejścia (ang. *knock-in option*) zaczyna aktywnie istnieć w momencie osiągnięcia bariery przez cenę instrumentu bazowego, a opcja barierowa staje się tym samym opcją standardową – opcja ulega aktywacji. Jeśli bariera zostanie osiągnięta, nabywca opcji może liczyć na otrzymanie wypłaty, jeśli tylko wygasła ona *in-the-money*. W przeciwnym przypadku nabywcy nie przysługuje prawo do wypłaty, niezależnie od tego, czy opcja miała wartość wewnętrzną w dniu wygaśnięcia, czy też nie.

Opcja z barierą wyjścia (ang. *knock-out option*) istnieje aż do momentu, w którym cena instrumentu bazowego osiągnie poziom bariery – opcja ulega

dezaktywacji. Jeśli w całym okresie życia do tego nie dojdzie, wygasa ona jako opcja standardowa. Jednorazowe wygaśnięcie przez cenę instrumentu bazowego poziomu bariery definitywnie przesądza o losie opcji, jeśli np. bariera wyjścia została osiągnięta, opcja przestaje istnieć niezależnie od tego, co stanie się z ceną aktywów bazowego w przyszłości.

W zależności od wzajemnego położenia bariery i ceny instrumentu bazowego wyróżniamy opcje z barierą „w górę” (ang. *up*) oraz opcje z barierą „w dół” (ang. *down*). Pierwszy przypadek występuje wtedy, gdy bariera ustawiona jest powyżej bieżącej ceny instrumentu bazowego. Aby ją osiągnąć, kurs aktywów bazowego musi wzrosnąć w okresie życia opcji. W drugim przypadku bariera znajduje się poniżej ceny instrumentu pierwotnego, dlatego musi dojść do deprecjacji ceny aktywów bazowego, aby została ona osiągnięta. Warto zwrócić uwagę, że rodzaj bariery zależy od położenia względem ceny *spot*, a nie ceny *forward* instrumentu bazowego. Przy dużych różnicach między tymi wielkościami może się zdarzyć, że poziom bariery będzie umiejscowiony pomiędzy kursem *spot* a kursem *forward*.

Zważywszy, że bariery mogą mieć charakter barier wejścia i wyjścia oraz, że mogą być ustawione powyżej lub poniżej ceny instrumentu bazowego, otrzymujemy cztery podstawowe typy opcji barierowych¹:

- z barierą wyjścia w dół (ang. *down & out*),
- z barierą wyjścia w górę (ang. *up & out*),
- z barierą wejścia w dół (ang. *down & in*),
- z barierą wejścia w górę (ang. *up & in*).

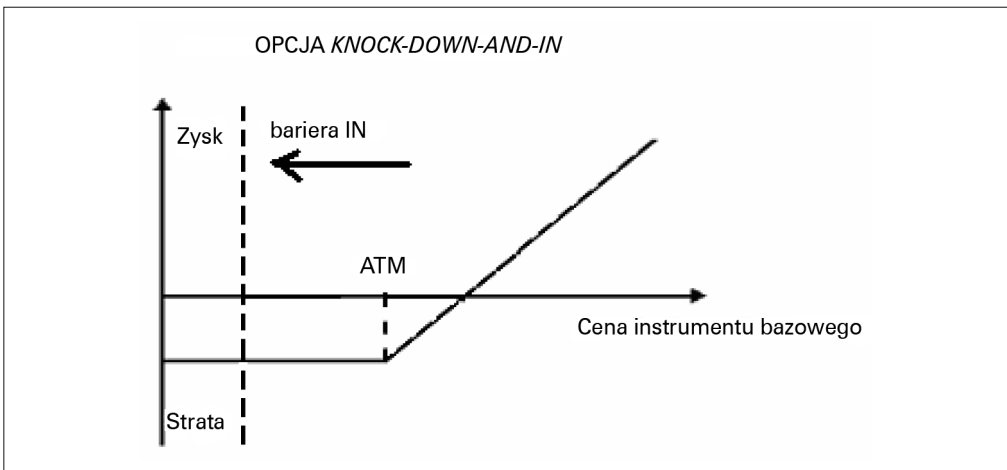
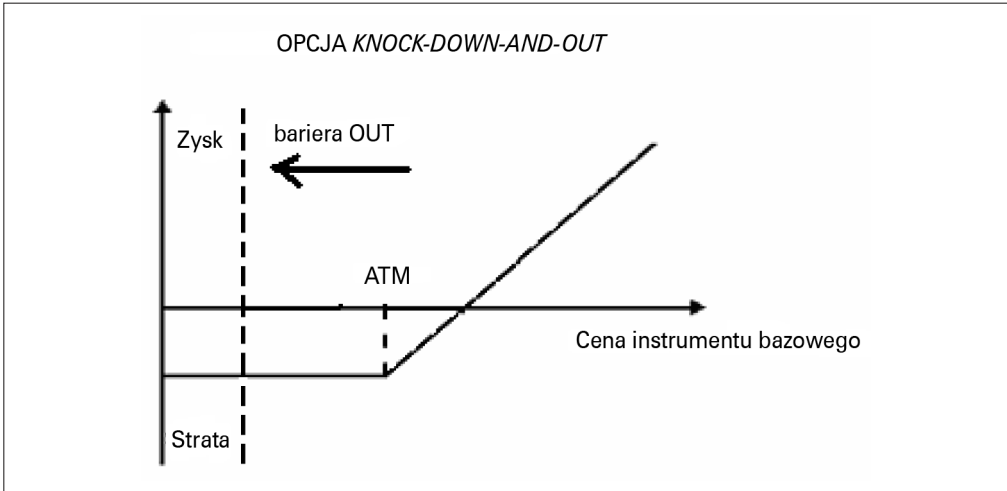
W zależności od tego, czy opcja wygasa/aktywuje się *in-the-money*, czy *out-of-the-money*, wyróżniamy dwa rodzaje opcji barierowych – opcje *knock-in/-out* (w przypadku aktywacji/dezaktywacji *out-of-the-money*) oraz opcje *reverse knock-in/-out* (w przypadku aktywacji/dezaktywacji *in-the-money*). Sytuacje te prezentuje rysunek 1.

W opcjach z barierą typu „out” opcja jest aktywna już od momentu zawarcia umowy opcyjnej i profil jej funkcji wypłaty wygląda tak jak opcji klasycznej, z pewnym poziomem „wyłącznika”. Po osiągnięciu poziomu bariery – z góry (dla opcji *knock up & out*) i z dołu (dla opcji *knock down & out*) – opcja waniliowa wygasa i dalej opcja nie istnieje.

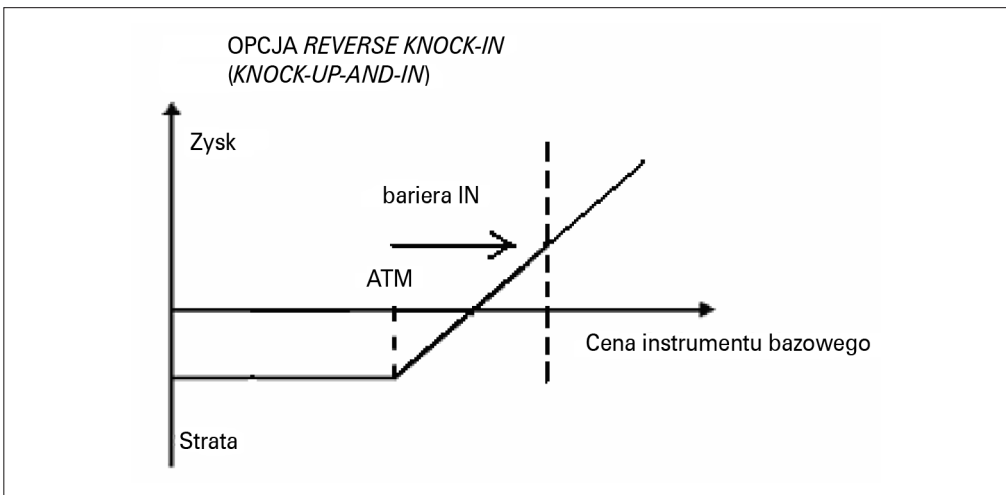
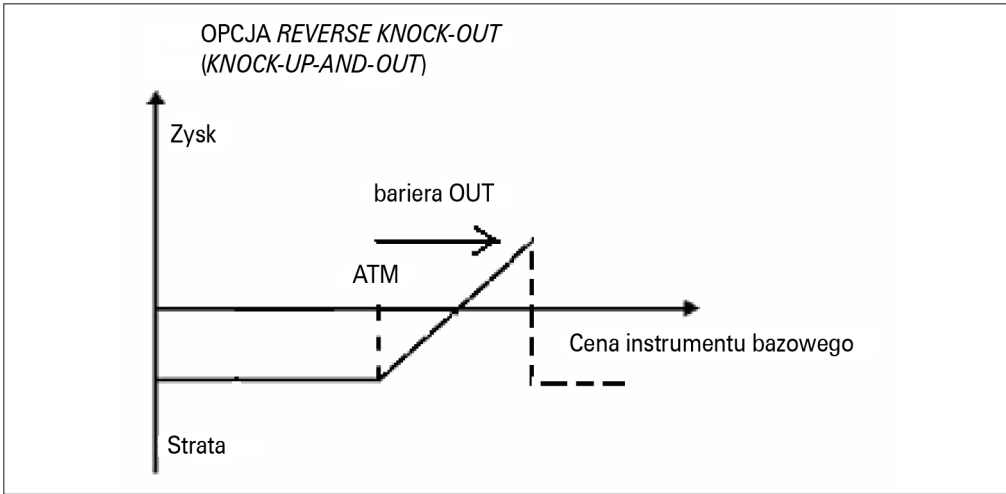
Natomiast w opcjach z barierą typu „in” opcja nie istnieje w momencie zawierania kontraktu opcyjnego. Zostaje ona aktywowana po osiągnięciu poziomu bariery – z góry (dla opcji *knock up & in*) i z dołu (dla opcji *knock down & in*) – i dalej profil jej funkcji wypłaty biegnie tak jak w opcji klasycznej.

¹ A. Napiórkowski, Charakterystyka, wycena i zastosowanie wybranych opcji egzotycznych, Materiały i Studia Narodowego Banku Polskiego, Nr 136, Departament Analiz i Badań NBP, Warszawa styczeń 2002, s. 45–46.

Rysunek 1. Podstawowe typy opcji barierowych



cd. rysunku 1



gdzie:

ATM – opcja *at-the-money*.

Źródło: opracowanie własne.

Oczywiście każda z wyżej wymienionych opcji może występować jako opcja kupna (ang. *call*) lub sprzedaży (ang. *put*).

Opcje barierowe zawierają często klauzulę tzw. rabatu (ang. *rebate*). Jest to określona kwota pieniężna przysługująca nabywcy opcji w sytuacji, gdy opcja z barierą wejścia nie rozpoczęła swego istnienia jako opcja standardowa – bariera nie została osiągnięta – lub też, gdy opcja z barierą wyjścia przestała istnieć na skutek osiągnięcia bariery. Rabat stanowi zwykle określoną część premii zapłaconej przez

nabywcę opcji, a jego występowanie zależne jest od porozumienia stron kontraktu (w praktyce duże znaczenie mają reguły przyjęte na rynku danego instrumentu bazowego, np. na rynku opcji walutowych zasadą jest brak płatności rabatowej). Należy jednak podkreślić, że nabywcy nie przysługuje rabat w przypadku, gdy opcja istnieje w momencie wygasania, lecz nie ma ona wartości wewnętrznej.

Moment płatności i wysokość rabatu zależą od charakteru bariery. Jeśli jest to opcja z barierą wejścia, płatność rabatu następuje w momencie rozliczenia opcji, gdyż dopiero w dniu wygaśnięcia opcji dowiadujemy się, że bariera nie jest osiągnięta. Wysokość płatności jest stała, zapisana w kontrakcie opcyjnym. W przypadku opcji z barierą wyjścia, rabat wypłacany jest natychmiast po dezaktywacji opcji, a jego wysokość jest zależna od momentu, w którym bariera została osiągnięta. Kwota wypłaty należna nabywcy opcji jest zwykle ustalana jako rosnąca funkcja czasu, o wartości początkowej równej zero. Im później bariera jest osiągnięta, tym wyższy rabat otrzyma inwestor. Najczęściej funkcja rabatu ma następującą postać²:

$$R = R_0 (be^{dt} - 1),$$

gdzie:

b , d i R_0 – są nieujemnymi stałymi, z których d określa tempo wzrostu wartości rabatu, zaś R_0 jego wysokość (jeśli $R_0 = 0$ to kontrakt opcyjny nie przewiduje płatności rabatowej).

Przykład 1.

Inwestor kupił opcje kupna z barierą wyjścia z góry – *call up-and-out* – z ceną wykonania $K = 90$ j.p. oraz czasem do wygaśnięcia $T = 0,5$ roku. Obecna cena instrumentu bazowego na rynku wynosi 90 j.p., a bariera została ustawiona na poziomie 105 j.p. Rozpatrzmy dwa przypadki osiągnięcia poziomu bariery przez cenę instrumentu bazowego:

- poziom bariery zostaje osiągnięty za 1 miesiąc – $t_a = 1/12 = 0,083$,
- poziom bariery zostaje osiągnięty po upływie 3 miesięcy – $t_b = 1/4 = 0,25$.

W każdym z analizowanych przypadków opcja będzie miała wartość wewnętrzną w momencie jej wygaśnięcia, gdyż cena instrumentu bazowego będzie większa od ceny wykonania opcji, zatem inwestorowi przysługuje prawo do płatności rabatowej. Wysokość rabatu R_0 została ustalona na poziomie 0,5 j.p., a funkcja rabatu ma następującą postać:

$$R = 0,5 * (1,2 * e^{0,1 * t} - 1),$$

² *Ibidem*, s. 48.

zatem:

- dla $t_a = 0,083$ wartość rabatu wyniesie $R_a = 0,105$,
- dla $t_b = 0,25$ wartość rabatu wyniesie $R_b = 0,115$.

Powyższy przykład potwierdza więc zależność, że im później bariera jest osiągnięta, tym wyższy rabat otrzyma inwestor: dla okresu 1 miesiąca inwestor otrzymuje rabat w wysokości $R_a = 0,105$ j.p., a dla 3 miesięcy – $R_b = 0,115$ j.p.

2.1. Opcje z barierą wejścia w dół (ang. *barrier knock-down-and-in options*)

Poziom bariery w opcji kupna z barierą wejścia w dół ustawiony jest poniżej ceny instrumentu bazowego. Do aktywacji tej opcji konieczne jest osiągnięcie poziomu bariery, ponieważ jest to opcja z barierą wejścia. Cena wykonania takiej opcji może być ustalona na dowolnym poziomie, niezależnie od poziomu ustawienia bariery. Ponieważ dla każdej opcji z barierą wejścia w dół spełniony jest warunek: $B < S$ (B – bariera, S – cena instrumentu bazowego), istnieją trzy możliwości ustawienia ceny wykonania opcji³:

- 1) powyżej ceny rynkowej S ; zachodzi zatem warunek: $B < S < X$. Aby posiadacz takiej opcji otrzymał z niej wypłatę konieczne jest, aby cena instrumentu bazowego S spadła do poziomu bariery B , a następnie wzrosła do poziomu ceny wykonania X ;
- 2) pomiędzy barierą B a ceną rynkową S , a więc spełniony jest warunek: $B < X < S$. W tej sytuacji cena rynkowa również musi spaść do poziomu B , aby opcja zaczęła aktywnie istnieć, a następnie wzrosnąć powyżej ceny realizacji, aby w dniu wygaśnięcia miała wartość wewnętrzną;
- 3) poniżej poziomu bariery B . Zachodzi tu następujący warunek: $X < B < S$. Jeśli cena instrumentu bazowego spadnie do poziomu B , opcja barierowa staje się standardową opcją *call in-the-money*. Do uzyskania wypłaty z takiej opcji konieczne jest, aby w momencie wygaśnięcia cena rynkowa S nie spadła poniżej ceny wykonania X .

Jeśli w powyższych przypadkach poziom bariery nie będzie osiągnięty, nabywca opcji otrzyma od wystawcy rabat, o ile tylko jest on przewidziany w kontrakcie opcyjnym. Niezależnie od rozpatrywanego scenariusza, wszystkie opcje z barierą wejścia w dół posiadają jednakową funkcję wypłaty następującej postaci⁴:

- opcja kupna:

$$\begin{aligned} & \max(S - X, 0), \text{ jeżeli istnieje } t \in T, \text{ dla którego } S(t) \leq B, \\ & \max(R, 0), \text{ jeżeli dla każdego } t \in T, S(t) > B, \end{aligned}$$

³ *Ibidem*.

⁴ *Ibidem*, s. 50.

- opcja sprzedaży:

$$\begin{aligned} & \max (X - S, 0), \text{ jeżeli istnieje } t \in T, \text{ dla którego } S(t) \leq B, \\ & \max (R, 0), \text{ jeżeli dla każdego } t \in T, S(t) > B. \end{aligned}$$

2.1.1. Zastosowanie

Przykład 2.

Inwestor posiada portfel akcji spółki *ABC*, które warte są dzisiaj po 80 zł każda. Chce zabezpieczyć się przed dużym spadkiem cen akcji.

Ma do dyspozycji dwie opcje:

- 1) standardową opcję *put* o cenie wykonania 80 zł, czasie do wygaśnięcia równym 0,5 roku i stopie wypłat dywidendy $q = 5\%$. Zakładamy ponadto, że stopa wolna od ryzyka wynosi $r_f = 5\%$ p.a., a zmienność cen akcji *ABC* $\sigma = 12\%$;
- 2) opcję *down-and-in put* o charakterystykach takich, jak standardowa opcja *put* oraz o poziomie bariery 75 zł. Opcja nie wypłaca kwoty rabatu (*rebate amount*).

Inwestor wybierze zabezpieczenie tańsze, czyli kupi opcję *down & in put*, która kosztuje 2,39 zł, a opcja klasyczna o identycznych parametrach kosztuje 2,64 zł. Zabezpieczenie będzie oczywiście aktywne, gdy cena instrumentu bazowego spadnie do poziomu 75 zł.

2.2. Opcje z barierą wyjścia w dół (ang. *barrier knock-down-and-out options*)

Podobnie jak w przypadku opcji z barierą wejścia w dół, bariera jest ustawiona poniżej ceny rynkowej. Nabywca takiej opcji uważa, że cena instrumentu bazowego przez cały okres życia opcji nie spadnie poniżej poziomu bariery. Możliwe są tutaj również trzy scenariusze wzajemnego położenia ceny wykonania opcji, ceny instrumentu bazowego oraz poziomu bariery⁵:

- 1) kurs realizacji opcji X ustawiony poniżej bieżącej ceny instrumentu bazowego S ($B < S < X$); oznacza to, że inwestor oczekuje, iż cena rynkowa S nie spadnie poniżej bariery B oraz, że w momencie wygasania opcji wzrośnie powyżej ceny wykonania X ;
- 2) kurs realizacji ustawiony jest pomiędzy bieżącą ceną rynkową oraz poziomem bariery ($B < X < S$); świadczy to o bardziej ostrożnym nastawieniu inwestora do możliwości aprecjacji ceny instrumentu bazowego, przy jednoczesnym silnym przekonaniu o braku większych spadków na rynku aktywu bazowego.

⁵ *Ibidem*.

3) kurs wykonania ustawiony jest poniżej bariery ($X < B < S$); inwestor liczy, że opcja aż do momentu wygaśnięcia będzie *in-the-money*, przewyższając poziom bariery.

Jeśli cena instrumentu bazowego spadnie poniżej poziomu bariery, spowoduje to dezaktywację opcji. Jedyną korzyścią, jaką może osiągnąć jej nabywca, jest prawo do otrzymania rabatu, jeśli tylko umowa taką klauzulę przewiduje.

Funkcję dochodu z opcji z barierą wyjścia w dół możemy przedstawić jako⁶:

- dla opcji kupna:

$$\begin{aligned} \max(S - X, 0), \text{ jeżeli istnieje } t \in T, \text{ dla którego } S(t) > B, \\ \max(R, 0), \text{ jeżeli dla każdego } t \in T, S(t) \leq B, \end{aligned}$$

- dla opcji sprzedaży:

$$\begin{aligned} \max(X - S, 0), \text{ jeżeli istnieje } t \in T, \text{ dla którego } S(t) > B, \\ \max(R, 0), \text{ jeżeli dla każdego } t \in T, S(t) \leq B. \end{aligned}$$

Opcje kupna z barierą wejścia w dół i z barierą wyjścia w dół nazywamy opcjami uzupełniającymi się, gdyż portfel takich opcji przynosi, w warunkach braku rabatu, dochód tożsamy z analogiczną opcją standardową. Kupując bowiem opcję z barierą wejścia i opcję z barierą wyjścia o tym samym poziomie bariery, mamy pewność, że jeden z tych instrumentów dotrwa do momentu wygaśnięcia. Podobną sytuację można zaobserwować w przypadku: opcji kupna z barierą wejścia w górę i opcji kupna z barierą wyjścia w górę, opcji sprzedaży z barierą wejścia w dół i opcji sprzedaży z barierą wyjścia w dół, opcji sprzedaży z barierą wejścia w górę i opcji sprzedaży z barierą wyjścia w górę.

Z powyższych zależności można wnioskować, że na podstawie wartości opcji standardowej oraz jednej z uzupełniających się opcji barierowych można wyznaczyć wartość drugiej opcji barierowej. Natomiast w sytuacji, gdy opisana zależność nie jest spełniona, istnieje na rynku możliwość przeprowadzenia zyskowego arbitrażu.

2.2.1. Zastosowanie

Przykład 3.

Inwestor spodziewa się, że ceny akcji spółki Gamma, których obecna cena na giełdzie wynosi 100 zł., nie spadną poniżej poziomu bariery $B = 90$ zł oraz, że w momencie wykonania opcji cena instrumentu bazowego wzrośnie powyżej ceny wykonania $K = 105$ zł. Oczekuje zatem, że cena instrumentu bazowego przez cały okres życia opcji będzie podlegała niewielkim wahaniom i chce on

⁶ *Ibidem.*

zarobić na niskiej zmienności ceny rynkowej aktywu bazowego. Inwestora zadowala ograniczona możliwość zysku. Zakładając, że opcja jest wystawiona na okres $T = 3$ miesiące, stopa wypłat dywidendy $q = 3\%$, wolna od ryzyka stopa procentowa $r_f = 4\%$ oraz zmienność cen akcji $\sigma = 15\%$, opcja *down-and-out call* będzie kosztowała $C_{down \& out} = 2,38$ zł, a opcja standardowa o takich samych charakterystykach będzie 3 grosze tańsza – $C = 2,35$ zł. Inwestor wybierze jednak opcję barierową, gdyż zwykła opcja waniliowa nie daje mu takiej możliwości kombinacji przy niskiej zmienności cen aktywu bazowego.

2.3. Opcje z barierą wejścia w górę (ang. *barrier knock-up-and-in options*)

W przypadku tego rodzaju opcji poziom bariery jest ustalony powyżej ceny rynkowej instrumentu bazowego w momencie zawierania transakcji, a zatem spełniony jest warunek: $S < B$. Opcja kupna z barierą wejścia zaczyna istnieć, gdy cena aktywu bazowego wzrośnie co najmniej o wartość $B - S$.

Podobnie jak w przypadku dwóch poprzednich opcji barierowych, możliwe są tutaj trzy różne położenia ceny wykonania opcji: poniżej, powyżej lub na poziomie bariery.

Jeśli kurs realizacji jest wyższy od poziomu bariery, osiągnięcie przez opcję wartości wewnętrznej w dniu wygaśnięcia nie jest warunkiem wystarczającym do otrzymania z niej wypłaty. Konieczne jest także, by w okresie życia opcji cena instrumentu bazowego osiągnęła barierę. Jeśli drugi warunek nie będzie spełniony, nabywca opcji może liczyć co najwyżej na płatność rabatową, niezależnie od tego, czy został spełniony warunek pierwszy. Poziom bariery wskazuje na spodziewany przez inwestora najwyższy kurs instrumentu bazowego w ciągu całego okresu życia opcji, a cena wykonania obrazuje oczekiwaną minimalną cenę aktywu bazowego w momencie wygaśnięcia kontraktu opcyjnego.

Jeżeli kurs realizacji jest na poziomie bariery, lub też jest od niego wyższy, opcja barierowa staje się opcją standardową. Nabywca opcji *call* otrzyma wypłatę tylko wtedy, gdy wartość wewnętrzna opcji w dniu jej wygaśnięcia jest dodatnia, a zatem cena rynkowa instrumentu bazowego S jest wyższa od ceny realizacji X . Skoro jednak kurs wykonania nie jest niższy od poziomu bariery, cena aktywu bazowego musi również pokonać poziom bariery. Zanim więc cena instrumentu bazowego wzrośnie powyżej kursu realizacji, dociera przedtem do poziomu bariery, aktywując opcję z barierą wejścia. Ze względu na fakt, że opisana opcja barierowa niczym nie różni się od opcji standardowej, nie występuje ona w obrocie na rynkach finansowych, pozostając jedynie konstrukcją teoretyczną.

Funkcja wartości końcowej opcji z barierą wejścia w górę dana jest następującymi wzorami:

- dla opcji kupna⁷:

$$\begin{aligned} & \max(S - X, 0), \text{ jeżeli istnieje } t \in T, \text{ dla którego } S(t) \geq B, \\ & \max(R, 0), \text{ jeżeli dla każdego } t \in T, S(t) < B, \end{aligned}$$

- dla opcji sprzedaży:

$$\begin{aligned} & \max(X - S, 0), \text{ jeżeli istnieje } t \in T, \text{ dla którego } S(t) \geq B, \\ & \max(R, 0), \text{ jeżeli dla każdego } t \in T, S(t) < B. \end{aligned}$$

2.3.1. Zastosowanie

Przykład 4.

Inwestor posiada portfel akcji spółki BETA, które warte są dzisiaj 90 zł każda. Analitycy przewidują silne wzrosty cen akcji na giełdzie w najbliższym kwartale i inwestor chce osiągnąć zysk na znacznym wzroście cen akcji na giełdzie. W celu osiągnięcia zysku ma do wyboru dwie opcje:

- 1) klasyczną opcję *call*, o cenie wykonania 90 zł, czasie do wygaśnięcia równym 3 miesiące i stopie wypłat dywidendy $q = 3\%$. Zakładamy ponadto, że stopa wolna od ryzyka wynosi $r_f = 4\%$, a zmienność cen akcji spółki BETA $\sigma = 15\%$;
- 2) opcję *up-and-in call*, o charakterystykach takich jak standardowa opcja kupna oraz o poziomie bariery 105 zł. Opcja nie wypłaca kwoty rabatu – *rebate amount*.

Inwestor wybierze tańszy sposób osiągnięcia zysku – dokona zakupu opcji barierowej *call up & in*; opcja ta kosztuje 2,37 zł, a opcja klasyczna o takich samych parametrach – 3,88 zł. Oczywiście będzie mógł zrealizować zakupione opcje dopiero po przekroczeniu poziomu bariery (105 zł) przez cenę instrumentu bazowego.

2.4. Opcje z barierą wyjścia w górę (ang. *barrier knock-up-and-out options*)

Podobnie jak w przypadku opcji z barierą wejścia w górę, poziom bariery jest ustawiony w momencie zawierania transakcji powyżej ceny rynkowej instrumentu bazowego ($S < B$). Jeśli cena wykonania będzie umieszczona poniżej bariery, wypłata z takiej opcji nastąpi tylko wówczas, gdy cena instrumentu bazowego nie wzrośnie w okresie życia opcji do poziomu bariery. Jednocześnie nie powinna ona spaść poniżej ceny wykonania. Im większa odległość pomiędzy kursem realizacji a barierą, tym większe prawdopodobieństwo, że w dniu rozliczenia nastąpi z niej wypłata, ale i wyższa cena opcji.

⁷ *Ibidem*, s. 52.

Wartość opcji kupna z barierą wyjścia w górę z kursem realizacji wyższym lub równym barierze jest równa zero. Wynika to z faktu, że suma cen uzupełniających się opcji z barierą wejścia i wyjścia w górę jest równa cenie opcji standardowych. Zatem zanim kurs aktywu bazowego wzrośnie powyżej ceny wykonania, „po drodze” zostanie osiągnięty niższy poziom bariery, a opcja ulegnie dezaktywacji.

Inwestor nabywający opcję z barierą wyjścia w górę liczy na relatywnie niewielkie zmiany cen instrumentu bazowego. Cechą charakterystyczną tego instrumentu jest ograniczona wysokość zysku możliwego do zrealizowania. W przypadkach omawianych do tej pory opcji barierowych oraz standardowych opcji kupna, długie pozycje mogły przynieść teoretycznie nieograniczone zyski. W tym przypadku wynik nie może być wyższy niż różnica bariery i ceny realizacji pomniejszona o zapłaconą premię opcyjną.

Wartość końcową opcji z barierą wyjścia w górę możemy obliczyć korzystając z następującego wzoru⁸:

- dla opcji kupna:

$$\begin{aligned} & \max(S - X, 0), \text{ dla każdego } t \in T, S(t) < B, \\ & \max(R, 0), \text{ jeżeli istnieje } t \in T, \text{ dla którego } S(t) \geq B, \end{aligned}$$

- dla opcji sprzedaży:

$$\begin{aligned} & \max(X - S, 0), \text{ dla każdego } t \in T, S(t) < B, \\ & \max(R, 0), \text{ jeżeli istnieje } t \in T, S(t) \geq B. \end{aligned}$$

2.4.1. Zastosowanie

Przykład 5.

Inwestor posiadający akcje spółki Alfa, których obecna cena na giełdzie wynosi $S = 100$ zł, wie, że w najbliższym czasie może się spodziewać umiarkowanego wzrostu kursu akcji tej spółki, lecz za kilka miesięcy kurs ten będzie podlegał silnym wahaniom. Cena wykonania opcji została ustalona na poziomie $K = 90$ zł. Inwestor ma do wyboru dwie opcje:

- 1) opcję klasyczną *call* wystawioną na $T = 3$ miesiące, o stopie wypłat dywidendy $q = 3\%$, stopie wolnej od ryzyka $r_f = 4\%$ oraz zmienności cen akcji $\sigma = 15\%$;
- 2) opcję barierową *up-and-out call*, z barierą ustawioną na poziomie $B = 105$ zł.

Cena opcji klasycznej wynosi $C = 10,95$ zł, a cena opcji barierowej $C_{up \& out} = 7,59$ zł. Inwestor wybierze opcję barierową, mimo że wypłata nastąpi

⁸ *Ibidem.*

tylko wtedy, gdy cena instrumentu bazowego nie wzrośnie w okresie życia opcji do poziomu bariery. Jednocześnie nie powinna ona spaść poniżej ceny wykonania. Inwestor może grać na niską zmienność ceny rynkowej aktywu bazowego, czego nie daje mu zakup opcji standardowej.

3. Wycena

Podstawą do wyceny opcji barierowych jest funkcja gęstości zaprezentowana przez Cox'a i Millera w 1965 roku. Dopiero jednak w połączeniu z modelem Mertona z 1973 roku możliwa była wycena opcji barierowych. Początkowo model ten służył do wyceny opcji z barierą wygaszającą i dopiero w 1983 roku, dzięki pracom Bergmana, doczekał się istotniejszych rozwinięć w postaci modelu służącego do wyceny instrumentów, których cena zależy od ścieżki cen instrumentu bazowego. Dwa lata później Cox i Rubinstein opublikowali wyczerpujący opis wyceny opcji barierowych typu *down-and-out*. Ostatecznie w 1991 roku osiem rodzajów podstawowych opcji barierowych doczekało się w literaturze fachowej modeli, które pozwalały na ich pewniejszą wycenę dzięki pracom Hudsona, Bensona, Rubinsteina i Reinera. Dodatkowo w 1994 roku Boyle i Lau zaprezentowali sposób wyceny opcji barierowych za pomocą drzewa dwumianowego⁹.

W celu wyznaczenia wartości teoretycznej opcji barierowej należy najpierw wyliczyć wartość opcji standardowej według następujących wzorów¹⁰:

$$V_1 = \phi S e^{-qt} N(\phi x) - \phi X e^{-rt} N(\phi x - \phi \sigma \sqrt{t}), \quad (1)$$

$$V_2 = \phi S e^{-qt} N(\phi x_1) - \phi X e^{-rt} N(\phi x_1 - \phi \sigma \sqrt{t}), \quad (2)$$

gdzie:

$$x = \frac{1}{\sigma \sqrt{t}} \left[\ln \left(\frac{S}{X} \right) + \lambda \sigma^2 t \right], x_1 = \frac{1}{\sigma \sqrt{t}} \left[\ln \left(\frac{S}{B} \right) + \lambda \sigma^2 t \right].$$

ϕ – parametr wskazujący na to, czy mamy do czynienia z opcją kupna, czy sprzedaży; dla opcji *call* przyjmuje wartość 1, a dla opcji *put* -1,

q – stopa procentowa (dla waluty kwotowanej) lub dywidenda wypłacana przez instrument bazowy,

t – czas pozostający do wygaśnięcia opcji,

⁹ J. Tenderenda, Binarne i barierowe opcje egzotyczne na rynkach finansowych, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2004, s. 51.

¹⁰ A. Napiórkowski, Charakterystyka, wycena i zastosowanie..., *op. cit.*, s. 58.

r – stopa procentowa,
 $N(x)$ – wartość dystrybuanty rozkładu normalnego,
 S – cena instrumentu bazowego,
 X – cena wykonania opcji,
 B – wartość bariery,
 σ – odchylenie standardowe.

Następnie pomniejszamy uzyskaną wartość o kwotę wynikającą z faktu istnienia bariery, czyli zmniejszenia prawdopodobieństwa otrzymania wypłaty przez nabywcę opcji¹¹:

$$V_3 = \phi S e^{-qt} (B/S)^{2\lambda} N(\eta y) - \phi X e^{-rt} (B/S)^{2(\lambda-1)} N(\eta y - \eta \sigma \sqrt{t}), \quad (3)$$

$$V_4 = \phi S e^{-qt} (B/S)^{2\lambda} N(\eta y_1) - \phi X e^{-rt} (B/S)^{2(\lambda-1)} N(\eta y_1 - \eta \sigma \sqrt{t}), \quad (4)$$

gdzie:

$$y = \frac{1}{\sigma \sqrt{t}} \left[\ln \left(\frac{B^2}{SX} \right) + \lambda \sigma^2 t \right], y_1 = \frac{1}{\sigma \sqrt{t}} \left[\ln \left(\frac{B}{S} \right) + \lambda \sigma^2 t \right],$$

$$\lambda = \frac{r - q}{\sigma^2} + \frac{3}{2},$$

η – parametr wskazujący na sposób ustawienia bariery względem ceny rynkowej instrumentu bazowego; jeśli przyjmuje wartość 1 oznacza to, że jest to opcja z barierą „w dół”, bariera jest ustawiona „w górę” dla wartości równej -1.

Na koniec wartość opcji zwiększamy o zdyskontowaną oczekiwaną wartość płatności rabatowej, którą wyliczamy ze wzorów:

$$V_5 = R e^{-rt} \left[N(\eta x_1 - \eta \sigma \sqrt{t}) - (B/S)^{2(\lambda-1)} N(\eta y_1 - \eta \sigma \sqrt{t}) \right], \quad (5)$$

$$V_6 = R (B/S)^{(a+b)} N(\eta z) + (B/S)^{(a-b)} N(\eta z - 2\eta b \sigma \sqrt{t}), \quad (6)$$

gdzie:

$$a = \lambda - 1,$$

$$b = \frac{\sqrt{\mu^2 + 2r\sigma^2}}{\sigma^2}, z = \frac{1}{\sigma \sqrt{t}} \left[\ln \left(\frac{B}{S} \right) + b \sigma^2 t \right],$$

$$\mu = r - q - \frac{\sigma}{2},$$

R – wartość rabatu.

¹¹ *Ibidem*, s. 58–59.

Powyższe wzory dotyczą opcji barierowych z ciągłą obserwacją ceny instrumentu bazowego. Tabela 1 przedstawia wzory dla wszystkich rodzajów opcji barierowych zarówno kupna, jak i sprzedaży, z uwzględnieniem wyżej zaprezentowanego rozumowania.

Tabela 1. Wzory wyceny barierowych opcji kupna i sprzedaży

Bariera		Wartość opcji <i>call</i> z barierą wejścia	Wartość opcji <i>call</i> z barierą wyjścia	η	ϕ
Bariera „w dół” $S > B$	$X > B$	[3] + [5]	[1] - [3] + [6]	1	1
	$X < B$	[1] - [2] + [4] + [5]	[2] - [4] + [6]	1	1
Bariera „w górę” $S < B$	$X > B$	[1] + [5]	[6]	-1	1
	$X < B$	[2] - [3] + [4] + [5]	[1] - [2] + [3] - [4] + [6]	-1	1
		Wartość opcji <i>put</i> z barierą wejścia	Wartość opcji <i>put</i> z barierą wyjścia	η	ϕ
Bariera „w dół” $S > B$	$X > B$	[2] - [3] + [4] + [5]	[1] - [2] + [3] - [4] + [6]	1	-1
	$X < B$	[1] + [5]	[6]	1	-1
Bariera „w górę” $S < B$	$X > B$	[1] - [2] + [4] + [5]	[2] - [4] + [6]	-1	-1
	$X < B$	[3] - [5]	[1] - [3] + [6]	-1	-1

Źródło: A. Napiórkowski, Charakterystyka, wycena i zastosowanie..., *op. cit.*, s. 59.

Przykładowo wartość opcji sprzedaży z barierą wejścia „w dół” (ang. *barrier down-and-in option*) dla ceny wykonania wyższej niż wartość bariery ($X > B$) można obliczyć następująco:

$$\begin{aligned}
 V_{down \& in} = & Se^{-qt}(B/S)^{2\lambda}N(y) - Xe^{-rt}(B/S)^{2(\lambda-1)}N(y - \sigma\sqrt{t}), \\
 - & Se^{-qt}N(-x_1) + Xe^{-rt}N(-x_1 + \sigma\sqrt{t}) - Se^{-qt}(B/S)^{2\lambda}N(y_1) + Xe^{-rt}(B/S)^{2(\lambda-1)}N(y_1 - \sigma\sqrt{t}) \quad (7) \\
 & + Re^{-rt}[N(x_1 - \sigma\sqrt{t}) - (B/S)^{2(\lambda-1)}N(y_1 - \sigma\sqrt{t})].
 \end{aligned}$$

Dodatkowo należy wyznaczyć oczekiwany czas osiągnięcia bariery (wzór (8)) – czas zakończenia (ang. *stopping time*). Czas ten zdeterminowany jest ceną instrumentu bazowego, poziomem bariery oraz implikowaną zmiennością. Wpływ dwóch pierwszych czynników sprowadza się do następującej zależności: wzrost różnicy pomiędzy barierą B a ceną spot S prowadzi do oddalenia się momentu, w którym oczekiwane jest osiągnięcie bariery. Jeśli natomiast cena instrumentu bazowego porusza się w kierunku bariery, czas zakończenia przybliży się. Wpływ zmienności implikowanej na oczekiwany czas osiągnięcia bariery jest odwrotny – im wyższa zmienność tym większe szanse na dotarcie do bariery w okresie życia opcji, a tym samym krótszy oczekiwany czas jej osiągnięcia.

Stopping time jest w pewnym sensie miarą prawdopodobieństwa osiągnięcia bariery. Jeśli szanse na dotarcie do bariery rosną, czas zakończenia przybliża się, jeśli spadają – czas ten oddala się. Dla inwestora niezwykle ważne jest ustalenie, czy czas ten będzie przypadał przed wygaśnięciem opcji, czy nie. W tym celu możemy posłużyć się następującym wskaźnikiem:

$$\tau = \frac{t}{T+t}, \tau \in (0;1), \quad (8)$$

gdzie:

t – czas do wygaśnięcia opcji,

T – okres do czasu zakończenia.

Wartość τ odpowiada prawdopodobieństwu osiągnięcia bariery w okresie życia opcji. Im wyższa jego wartość, tym większe szanse na dotarcie do poziomu bariery. Przy niskiej wartości T i wysokiej t , wartość ta będzie zbliżała się do jedności. Oznacza to, że prawdopodobieństwo osiągnięcia bariery jest bardzo duże. Inaczej będzie w przypadku, gdy wartość T jest wysoka, przy jednocześnie niskiej wartości t . Wartość parametru τ będzie zbliżać się do zera, co oznacza niewielkie prawdopodobieństwo osiągnięcia bariery w okresie życia opcji.

4. Podsumowanie

O sukcesie opcji barierowych na światowych rynkach instrumentów pochodnych zadecydowała niższa cena niż odpowiadających im opcji *plain vanilla*. Skala tej korzyści może być w znacznym stopniu kształtowana przez samego inwestora – oddalając lub przybliżając poziom bariery do ceny instrumentu bazowego, zmienia on różnicę w cenie opcji standardowej i opcji barierowej. Atrakcyjność cenowa tych opcji jest zatem następstwem warunkowej wypłaty jaką generują.

Pomimo krótkiego czasu istnienia opcji barierowych na światowych rynkach, dowiodły one bezspornie swej przydatności zarówno w transakcjach zabezpieczających, jak i spekulacyjnych. Rozwój opisanych tu opcji prowadzi do zwiększenia płynności i efektywności rynku finansowego, do powstawania nowych produktów, przez co zwiększa możliwość nowych strategii inwestycyjnych oraz zmniejsza ryzyko towarzyszące inwestycjom na rynkach finansowych.

5. Bibliografia

1. Napiórkowski A., Charakterystyka, wycena i zastosowanie wybranych opcji egzotycznych, Materiały i Studia Narodowego Banku Polskiego, Nr 136, Departament Analiz i Badań NBP, Warszawa styczeń 2002.
2. Tenderenda J., Binarne i barierowe opcje egzotyczne na rynkach finansowych, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2004.

Powody występowania luki kapitałowej w małych i średnich przedsiębiorstwach oraz firmach znajdujących się we wczesnej fazie rozwoju. Uwarunkowania w Polsce

1. Wprowadzenie

Jednym z kluczowych problemów wpływających na rozwój polskiej gospodarki pozostaje niedobór finansowania kapitałem własnym małych i średnich przedsiębiorstw. Jest to szczególnie ważne, bowiem na początku XXI wieku większość polskiego produktu krajowego brutto (59%) była tworzona przez małe firmy (zatrudniające poniżej 50 osób).

Tabela 1. Udział w tworzeniu PKB i zatrudnieniu w Polsce w podziale według wielkości firm (w 2003 roku) (w %)

Firmy	Udział w tworzeniu PKB			Udział w ogóle zatrudnienia		
	państwowe	prywatne	ogółem	państwowe	prywatne	ogółem
Małe (0–49 zatrudnionych)	0,5	58,5	59	7	38,9	45,9
Średnie (50–249 zatrudnionych)	1,8	10	11,8	9,8	12,4	22,2
Duże (>250 zatrudnionych)	11,6	17,6	29,2	17,6	14,3	31,9

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2002–2003, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2004, s. 348 i 353.

Problem niedoboru finansowania kapitałem własnym został zdefiniowany w literaturze jako luka kapitałowa (ang. *equity gap*). Istnienie tego problemu nie jest zjawiskiem nowym. Już w 1934 roku był on przedmiotem badań specjalnej komisji, brytyjskiego parlamentu, pod przewodnictwem H. P. McMillana. Przeprowadzone badania wykazały, że na rynku finansowania przedsiębiorstw istnieje luka pomiędzy kapitałem, pozyskiwanym ze środków własnych przez przedsiębiorców i samofinansowaniem, a tym dostępnym na rynku finansowym.

W szczególności polega ona na tym, że środki dostępne z samofinansowania, rozumianego jako wolne przepływy pieniężne¹ generowane przez dane przedsiębiorstwo, są niewystarczające do pokrycia potrzeb finansowych spółki, wynikających z bieżącej działalności oraz finansowania przyszłego rozwoju. Natomiast skala działania, poziom ryzyka firmy nie pozwalają na pozyskanie potrzebnego kapitału ze źródeł zewnętrznych.

Sytuacja ta powoduje spowolnienie tempa rozwoju przedsiębiorstw. Problem ten dotyczy małych i średnich przedsiębiorstw, które chronicznie cierpią na ograniczony dostęp do źródeł finansowania. Jest on jednak szczególnie istotny dla firm znajdujących się we wczesnej fazie rozwoju, które nie tylko mają ograniczenia w pozyskiwaniu finansowania, stymulowane dodatkowo przez krótką historię działania, ale również potrzebują relatywnie więcej środków na rozwój działalności.

W raporcie McMillana zdefiniowano kilka kluczowych czynników powodujących występowanie tej luki w praktyce gospodarczej. Przede wszystkim:

- niska skala działalności MSP,
- niska płynność tego typu inwestycji,
- relatywnie wysokie koszty nadzoru nad tego typu inwestycjami.

Paradoksalnie po upływie ponad 60 lat od raportu Mcmillana i, mimo świadomości problemu wśród ekonomistów, pozostaje on nie rozwiązany. Celem niniejszego artykułu jest analiza podstawowych czynników wpływających na istnienie luki kapitałowej, w tym w polskiej gospodarce, oraz rozważenie możliwości poprawienia sytuacji w tym zakresie.

2. Podstawowe powody występowania luki kapitałowej

Zgodnie z obiegowym twierdzeniem, podstawowym problemem mającym wpływ na brak zainteresowania inwestorów angażowaniem swoich środków w małe i średnie przedsiębiorstwa jest wysokie ryzyko inwestycyjne². Warto zatem przeanalizować, jakie są podstawowe składowe czynniki ryzyka inwestycyjnego w przypadku małych, średnich i innowacyjnych przedsiębiorstw.

Wysokie operacyjne ryzyko działalności małych przedsiębiorstw jest związane przede wszystkim z niską skalą działalności. W konsekwencji małe przedsiębiorstwa muszą dostosowywać się do cen i innych warunków panujących na rynku.

¹ Jako wolne przepływy pieniężne (ang. *free cash flow*) autor rozumie: zysk operacyjny pomniejszony o podatek dochodowy, powiększony o amortyzacje, skorygowany o zmiany kapitału obrotowego oraz inwestycje.

² Szerzej na temat wyników badań dotyczących ryzyka i zwrotu z inwestycji w nowe przedsięwzięcia w: B. Huntsman, J. P. Hoban, Investment in new enterprise: some empirical observations in risk return and market structure, „Financial Management”, Summer 1980, s. 44-51.

Ich pozycja negocjacyjna w stosunku do dostawców i odbiorców jest słabsza, co często oznacza relatywnie wyższe koszty działalności operacyjnej. Mają one trudności w uzyskaniu długoterminowej stabilnej pozycji rynkowej. Trudniej jest również określić oczekiwane w przyszłości wyniki tego typu przedsiębiorstw, a co za tym idzie wycenić tego rodzaju firmy i oszacować stopę zwrotu z inwestycji. Niepewność, co do przyszłości jest prawdopodobnie najistotniejszym czynnikiem zniechęcającym inwestorów do angażowania kapitału w małe i średnie przedsiębiorstwa.

Wysokie ryzyko finansowe jest spowodowane przede wszystkim niską wartością zgromadzonego kapitału. Tego rodzaju firmy nie mają więc swego marginesu bezpieczeństwa, pozwalającego przetrwać trudne okresy związane z popełnionymi błędami biznesowymi bądź sytuacją rynkową.

Małe firmy charakteryzują się także **ryzykiem menedżerskim**. Większość takich firm polega na potencjale menedżerskim właścicieli. Posiadane zasoby nie pozwalają bowiem na zatrudnienie menedżerów zewnętrznych. To z kolei oznacza, że kompetencje i wiedza w małych przedsiębiorstwach są często skupione w rękach właścicieli, a ich wycofanie się z zarządzania firmą, w obliczu braku sukcesji wewnętrznej, może spowodować trwałą utratę możliwości funkcjonowania firmy na rynku i utratę zainwestowanego kapitału przez potencjalnych inwestorów.

Oprócz wymienionych tu rodzajów ryzyka, specyficznych dla małych i średnich przedsiębiorstw, warto również zwrócić uwagę na ryzyko inwestycyjne, które obniża atrakcyjność angażowania kapitału w udziały i akcje tego typu przedsiębiorstw.

Bardzo istotne, z punktu widzenia inwestorów, jest **ryzyko płynności akcji i udziałów** małych przedsiębiorstw. Większość inwestorów nabywa te akcje, aby je później zbyć po cenie przewyższającej wartość nabycia i zrealizować zysk kapitałowy, a nie w celu pobierania dywidendy od przedsiębiorstwa. Małe firmy nie są jednak tak interesującymi celami przejęcia, jak przedsiębiorstwa duże, co wynika z tego, że ich pozycję na rynku można łatwiej odtworzyć lub skopiować, a ich wartość jest w dużym stopniu uzależniona od umiejętności menedżerskich ich właścicieli. Większość małych firm nie ma również możliwości pozyskania finansowania za pośrednictwem giełdy papierów wartościowych, przede wszystkim za sprawą niskiego wolumenu sprzedaży i zysków, które w ujęciu inwestorów nie zabezpieczają możliwości uzyskania wystarczającego zwrotu z inwestycji.

Poważnym problemem zniechęcającym inwestorów do angażowania się w inwestycje w małe i średnie przedsiębiorstwa jest **ryzyko asymetrii informacyjnej**³. Ilość dostępnych danych, dotyczących firmy i rynku na którym działa,

³ S. Myers, N. Majluf, When firms have information that investors do not have, „Journal of Financial Economics”, 1984, Vol. 13, s. 147–175.

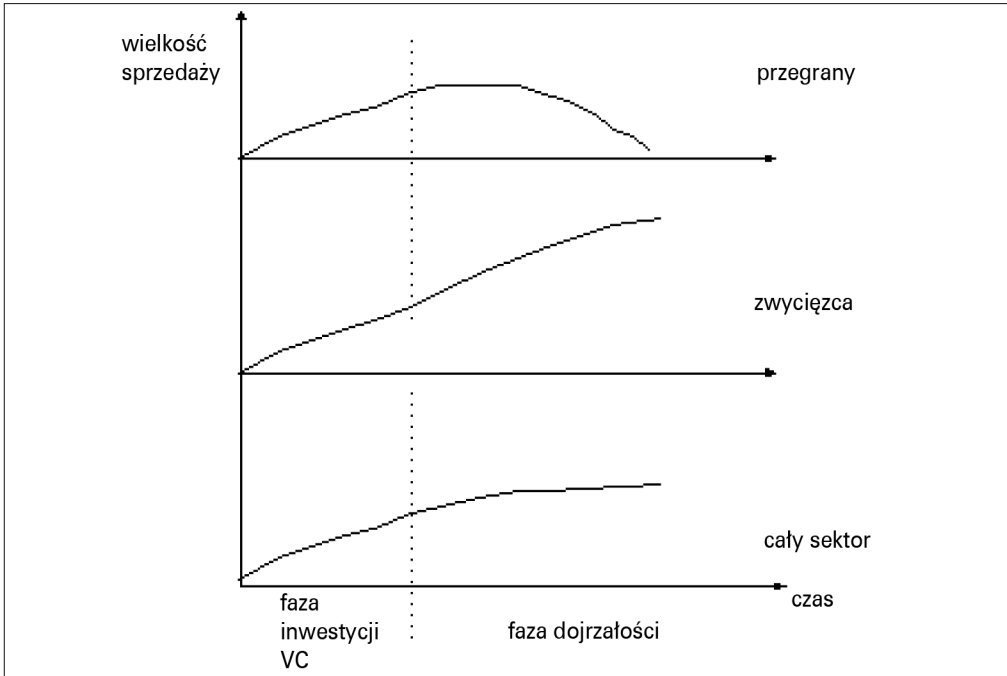
o charakterze zewnętrznym jest najczęściej bardzo ograniczona. W konsekwencji obiektywna weryfikacja danych o stanie faktycznym i przyszłości małych przedsiębiorstw jest utrudniona. Także jednostkowe koszty prowadzonych przez inwestorów analiz, w przeliczeniu na jednostkę zainwestowanego kapitału, są w przypadku tego rodzaju inwestycji znacznie wyższe niż w przy dużych transakcjach.

Ryzyko nie jest jednak wyłącznym elementem decydującym o istnieniu luki kapitałowej. Bardzo istotny jest również **potencjał kreowania wartości** przez dane przedsiębiorstwo, korzystające z pozyskanego kapitału. Należy bowiem podkreślić, że jedynie część przedsięwzięć inwestycyjnych ma potencjał wzrostu umożliwiający osiągnięcie istotnej skali działalności i znaczącej stopy zwrotu dla inwestorów. Przedsięwzięcia te to firmy o wysokim potencjale wzrostu (ang. *high growth companies*⁴). Tego rodzaju przedsiębiorstwa dysponują istotnymi wartościami niematerialnymi i kompetencjami w zakresie prowadzonej działalności, siecią relacji biznesowych oraz kadrą menedżerską, mającą aspiracje do dynamicznego rozwoju firmy. Firmy te powinny mieć również umiejętność tworzenia struktury organizacyjnej i decyzyjnej, zapewniającej im sprawne funkcjonowanie nawet w przypadku wyjścia z firmy dotychczasowych właścicieli/menedżerów. Firmy te przeważnie działają w szybko rozwijających się sektorach gospodarki, bądź stosują strategie niszowe, umożliwiające im uzyskanie wysokiej rentowności i silnej pozycji rynkowej nawet przy niskiej skali działalności. Stosują one innowacje w zakresie technologii, marketingu i produkcji. W konsekwencji ich wspólną cechą jest posiadanie przewagi konkurencyjnej, która pozwala im na wykorzystywanie nadarżających się możliwości biznesowych i długoterminowy wzrost skali działania i wartości dla akcjonariuszy.

Z punktu widzenia inwestorów bardzo istotnym problemem jest określenie, w jaki sposób na wczesnym etapie rozwoju, w obliczu ograniczonych informacji, odróżnić „zwycięzców” – firmy o wysokim potencjale wzrostu od pozostałych przedsiębiorstw. Dylemat ten graficznie przedstawia rysunek 1. Nie jest to zadanie łatwe. Szacuje się, że jedynie 10–15% małych i średnich przedsiębiorstw to firmy o wysokim potencjale wzrostu. Z drugiej natomiast strony statystyki wskazują, że aż 2/3 firm kończy działalność niepowodzeniem w ciągu 6 lat od początku funkcjonowania⁵.

⁴ Szerzej na ten temat w: T. Jeffrey, *New Venture Creation, Entrepreneurship For the 21ST Century*, Irwin McGraw-Hill, Boston, Massachusetts 1994.

⁵ *Ibidem*, s. 12.

Rysunek 1. Porównanie „zwycięzców” i „przegranych” wśród małych i średnich przedsiębiorstw

Źródło: B. Zider, How venture capital works, „Harvard Business Review”, September–October 1998, s. 134.

Dodatkowo inwestorzy spotykają się z tzw. problemem negatywnej selekcji (ang. *Lemons problem*)⁶. Jest on związany z tym, że na pozyskanie drogiego finansowania zewnętrznym kapitałem nie decydują się przedsiębiorcy mający najlepsze umiejętności w zakresie zarządzania lub dysponujący projektami o najwyższej stopie zwrotu⁷, bowiem firmy o bardzo dobrych wynikach finansowych i perspektywach rozwoju są w stanie sfinansować się bez konieczności pozyskiwania zewnętrznego kapitału. Problem negatywnej selekcji może zostać rozwiązany przez inwestorów jedynie poprzez szczególną koncentrację na procesie wyboru optymalnych kandydatów do inwestowania i pogłębione analizy podmiotów zainteresowanych pozyskaniem kapitału. Tego rodzaju analizy są jednak bardzo kosztowne i tu, można stwierdzić, przysłowiowe „koło” się zamyka.

⁶ Szerzej na temat problemu negatywnej selekcji w: R. Amit, L. Glosten, E. Muller, Entrepreneurial ability, venture investment and risk sharing, „Management Science”, October 1990, s. 1232–1245.

⁷ *Ibidem*.

3. Uwarunkowania występowania luki kapitałowej w przypadku MSP i firm znajdujących się we wczesnej fazie rozwoju w Polsce

Podobnie, jak w krajach rozwiniętych, polskie małe i średnie przedsiębiorstwa oraz firmy we wczesnej fazie rozwoju, zainteresowane pozyskaniem kapitału, charakteryzują się wysokim ryzykiem operacyjnym, finansowym i menedżerskim.

Ryzyko to w przypadku Polski jest potęgowane przez stosunkowo krótką historię wolnego rynku, co ograniczyło rozwój postaw przedsiębiorczych w gospodarce i sprawiło, że większość przedsiębiorców w Polsce ma krótsze doświadczenia w tym zakresie niż ich zagraniczni koledzy.

Dodatkowo brak jest w naszym kraju ugruntowanych doświadczeń w zakresie stosowania nadzoru właścicielskiego wobec MSP i firm znajdujących się we wczesnych fazach rozwoju. Przedsiębiorcy często nie potrafią zaakceptować, że pozyskanie kapitału oznacza nie tylko podzielenie się obecnymi i przyszłymi zyskami z inwestorem, ale również chociaż częściowe podzielenie się z inwestorem władzą. To z kolei nieuchronnie prowadzi do zmiany sposobu funkcjonowania firmy i przekształcenia jej z jednoosobowej, w której właściciele mają wyłączne prawo do decyzji finansowych i strategicznych, w podmiot, w którym niektóre decyzje będą konsultowane ze stroną trzecią lub przez nią nadzorowane. W warunkach polskich tego rodzaju zmiana w zakresie funkcjonowania firmy jest często nie do zaakceptowania przez właścicieli.

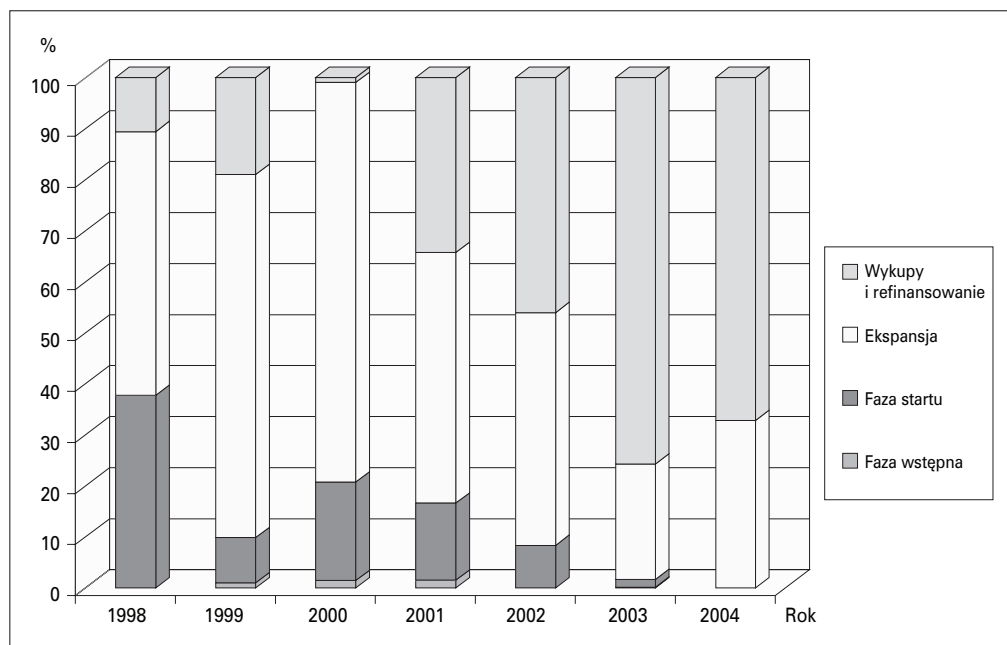
Zdaniem autora, najważniejszym problemem, odróżniającym sytuację w zakresie luki kapitałowej w Polsce od tej w rozwiniętych krajach Europy Zachodniej i USA, są większe ograniczenia w pozyskiwaniu kapitału w porównaniu z krajami rozwiniętymi.

Istotnym źródłem finansowania w krajach rozwiniętych są fundusze *venture capital*, które inwestują przede wszystkim w firmy o wysokim potencjale wzrostu, znajdujące się w fazie zasiewu (ang. *seed*) oraz startu (ang. *start up*). Istnieje jednak istotna różnica pomiędzy sytuacją na rynku amerykańskim i europejskim. Podczas gdy w ostatnich 10 i 20 latach inwestowanie we wczesne fazy rozwoju było najbardziej dochodowym sposobem inwestowania kapitału w USA, to w Europie było ono najmniej dochodowe⁸. Spowodował to splot różnych czynników ograniczających stopy zwrotu w Europie, wśród których należy wyróżnić: mniejsze rozpowszechnienie innowacji, niedostateczną przedsiębiorczość Europejczyków, brak infrastruktury kapitałowej i technologicznej.

⁸ Źródło na podstawie www.evca.com oraz www.ventureeconomics.com

Dotychczasowe doświadczenia dotyczące polskiego rynku kapitału podwyższonego ryzyka wskazują, że w Polsce przeważa model europejski, a nie amerykański, w odniesieniu do innowacyjnych i małych przedsiębiorstw. Inwestorzy VC głosują „własnymi pieniędzmi” i stopniowo wycofują się z finansowania firm znajdujących się we wczesnych fazach rozwoju. Podczas gdy jeszcze w latach 1998–2000 średnioroczna wartość inwestycji wynosiła około 120 mln zł rocznie to w 2004 roku tego rodzaju inwestycje zmniejszyły się praktycznie do zera.

Rysunek 2. Udział poszczególnych faz finansowania w całości przedsiębiorstw kapitałem podwyższonego ryzyka w Polsce w latach 1998–2004 (w %)



Źródło: opracowanie własne na podstawie: Rocznik 2005, Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych, PSIK, Warszawa 2005, s. 32–33, oraz na podstawie danych dostępnych na stronie internetowej www.evca.com; oraz EVCA Yearbook 1998, 1999, 2000, 2001, 2002, EVCA, 2000–2003, Zaventem.

Dyskusje autora z przedstawicielami funduszy podwyższonego ryzyka wskazują na następujące przyczyny tej sytuacji:

- dotychczasowy zwrot z inwestycji we wczesne fazy działalności okazał się niesatysfakcjonujący z punktu widzenia analizy relacji ryzyka do zysku,
- wartość kosztów ponoszonych przez fundusze przy analizie i strukturyzacji małych transakcji jest zbliżona do tych ponoszonych przy realizacji dużych transakcji,

- znacznie trudniejsze jest zakończenie inwestycji w firmy małe, ponieważ skala ich działania utrudnia pozyskanie inwestorów strategicznych lub finansowych,
- Polska nie jest uznawana przez zagraniczne fundusze jako kraj posiadający przewagę w zakresie kompetencji technologicznych, a właśnie tego rodzaju przedsiębiorstwa stanowią większość firm, które są wspierane przez kapitał podwyższonego ryzyka na wczesnej fazie rozwoju.

Obecnie nie jest możliwe zachęcenie działających w Polsce komercyjnych funduszy podwyższonego ryzyka do finansowania na większą skalę małych, średnich i innowacyjnych przedsiębiorstw. Pewnym rozwiązaniem, choć na ograniczoną skalę, jest powoływanie funduszy, wspieranych ze środków unijnych, ukierunkowanych na inwestycje w małe przedsiębiorstwa. Pierwszy tego rodzaju fundusz Inveno został już powołany do życia⁹, a w krótkim okresie można spodziewać się następnych. Należy jednak podkreślić, że istnieją pewne ograniczenia dotyczące tego rodzaju programów. W najbliższym czasie UE zamierza wspierać wyłącznie fundusze inwestujące w fazie zasiewu przedsiębiorstw, która to faza dla inwestorów jest zdecydowanie najbardziej ryzykowna.

Bardzo istotnym źródłem finansowania przedsiębiorstw borykających się z problemami luki kapitałowej jest kapitał nieformalny (potocznie nazywany aniołami biznesu – ang. *business angels*). Jest on udostępniany przez bogate osoby prywatne, mające często znaczące doświadczenia w tworzeniu i zarządzaniu przedsiębiorstwami. Dla inwestorów nieformalnych często bardziej istotne od formalnego procesu selekcji jest biznesowa intuicja oraz dobre relacje z menedżerami lub właścicielami przedsiębiorstw¹⁰. B. Zider uznaje, że wielkość inwestycji, czyniona rocznie przez inwestorów nieformalnych w USA, sięga 20 mld USD¹¹. Podobnie rynek inwestorów nieformalnych ocenia W. Wetzel, który stwierdza, że grupa około 250 tys. bogatych Amerykanów inwestuje średnio w roku w nowe przedsięwzięcia około 25 mld USD¹².

W Polsce rynek ten znajduje się w początkowej fazie rozwoju. Wynika to przede wszystkim z faktu, że wciąż bardzo mało jest w Polsce osób mających istotny kapitał dostępny do zainwestowania w nowe przedsięwzięcia, a jednocześnie mających doświadczenia w zakresie tworzenia i zarządzania małymi i średnimi przedsiębiorstwami.

⁹ Więcej na ten temat w: Rusza nowy fundusz, inkubator małych firm, WWW.gazeta.pl

¹⁰ S. A. Ehrlich, T. De Noble, Moore, Weaver, After the cash arrives: A comparative study of venture capital and private investor involvement in Enterprenourial firms, „Journal of Business Venturing”, 1994, Vol. 9, s. 67–82.

¹¹ B. Zider, How venture..., *op. cit.*, s. 131–139.

¹² W. E. Wetzel, Angels and informal risk capital, „Sloan Management Review”, Summer 1983, Vol. 24, s. 23–34.

Godne uwagi są podejmowane inicjatywy, wspierane częstokroć przez środki unijne, związane z organizowaniem i tworzeniem sieci aniołów biznesu. Należy przede wszystkim wymienić dwie organizacje, które już obecnie skupiają potencjalnych inwestorów nieformalnych, wspierają ich w pozyskiwaniu, analizowaniu i negocjowaniu transakcji: Sieć Aniołów Biznesu Lewiatan¹³ oraz sieć aniołów biznesu – PolBan¹⁴. Zdaniem autora, rynek inwestorów nieformalnych w Polsce ewoluuje w stronę sformalizowanych ofert prywatnych dla średniej bądź dużej wielkości przedsiębiorstw, których celem jest sfinansowanie szybko rosnących firm prywatnych przed ich wejściem na rynek publiczny. W konsekwencji tego rodzaju inwestorzy nieformalni raczej nie angażują się w aktywny nadzór właścicielski, a ich horyzont inwestycyjny jest znacznie krótszy, niż w przypadku funduszy podwyższonego ryzyka, i wynosi od 6 do 24 miesięcy. Tego rodzaju inwestorzy raczej nie są zainteresowani podejmowaniem inwestycji w małe przedsiębiorstwa, preferują firmy, które są wystarczająco dojrzałe, by w krótkim okresie przeprowadzić pierwszą publiczną emisję akcji.

Problem związany z niedoborem kapitału dla małych przedsiębiorstw ma głębokie, strukturalne podstawy. Jest on związany z alokacją oszczędności w gospodarce. W szczególności obecna struktura alokacji oszczędności zdecydowanie preferuje lokaty w bezpieczniejsze instrumenty. Zdecydowana większość oszczędności Polaków jest zaangażowana w depozyty bankowe oraz fundusze inwestycyjne i emerytalne. Po przeprowadzeniu analizy portfeli OFE i funduszy inwestycyjnych można stwierdzić, że znakomita większość oszczędności jest zainwestowana w lokaty bankowe, obligacje Skarbu Państwa oraz akcje przedsiębiorstw notowanych na GPW w Warszawie, w tym przede wszystkim największych przedsiębiorstw notowanych w WIG 20. Zdecydowanie brak jest natomiast instrumentów pozwalających na finansowanie bardziej ryzykownych przedsięwzięć takich, jak fundusze podwyższonego ryzyka oraz fundusze typu *hedge*. Konieczne jest więc wypracowanie programów wsparcia inwestycji w bardziej ryzykowne grupy instrumentów, aby docelowo małe i średnie przedsiębiorstwa mogły korzystać również z oferty komercyjnych źródeł finansowania, udostępnianych przez krajowych inwestorów instytucjonalnych. Jest to na tyle ważne, że w chwili obecnej brak jest praktycznie instytucjonalnego kapitału zorientowanego na finansowanie tego segmentu przedsiębiorstw, a dość oczywiste jest, że problem nie może zostać rozwiązany li tylko poprzez inwestycje finansowane przez krajowy lub europejski czynnik państwowy.

¹³ Więcej na ten temat na stronie internetowej Lewiatan WWW.prywatni.pl

¹⁴ Więcej na ten temat na stronie internetowej PolBan (WWW.polban.pl)

4. Podsumowanie

W obliczu wspomnianych ograniczeń w zakresie pozyskiwania kapitału ważna jest proaktywna rola państwa w zakresie stymulowania komercyjnych dawców kapitału do angażowania środków w nowe przedsięwzięcia. Taka strategia powinna być realizowana wielotorowo. W szczególności można byłoby rozważyć następujące działania:

- 1) w zakresie funduszy podwyższonego ryzyka:
 - wsparcie pośrednie i bezpośrednie dla funduszy inwestujących w małe i średnie przedsiębiorstwa,
 - ułatwienia prawne i korzyści podatkowe, zwiększające atrakcyjność inwestycji przez krajowych inwestorów instytucjonalnych w fundusze VC, angażujące kapitał w małe i średnie przedsiębiorstwa;
- 2) w zakresie kapitału nieformalnego:
 - wsparcie w zakresie tworzenia sieci aniołów biznesu,
 - rozważenie wprowadzenia preferencji podatkowych dla inwestorów angażujących się w przedsięwzięcia znajdujące się we wczesnej fazie rozwoju;
- 3) w zakresie środków dostępnych z UE:
 - negocjowanie programów wsparcia małych przedsiębiorstw wykraczających poza fazę zasiewu.

5. Bibliografia

1. Amit R., Glosten L., Muller E., Enterprenourial ability, venture investment and risk sharing, „Management Science”, October 1990.
2. Ehrlich S. A., De Noble T., Moore, Weaver, After the cash arrives: A comparative study of venture capital and private investor involvement in Enterprenourial firms, „Journal of Business Venturing”, 1994, Vol. 9.
3. Huntsman B., Hoban J. P., Investment in new enterprise: some empirical observations in risk return and market structure, „Financial Management”, Summer 1980.
4. Jeffrey T., New Venture Creation, Entrepreneurship For the 21ST Century, Irwin McGraw-Hill, Boston, Massachusetts 1994.
5. Myers S., Majluf N., When firms have information that investors do not have, „Journal of Financial Economics”, 1984, Vol. 13.
6. Wetzel W. E., Angels and informal risk capital, „Sloan Management Review”, Summer 1983, Vol. 24.
7. Zider B., How venture capital works, „Harvard Business Review”, September–October 1998.

8. www.prywatni.pl

9. www.polban.pl

10. www.evca.com

11. www.ventureconomics.com

Handel zagraniczny Polski w okresie transformacji

1. Wprowadzenie

Zewnętrzne stosunki gospodarcze mają kluczowe znaczenie dla Polski w procesie transformacji ustrojowej i konsolidacji powstającego systemu gospodarki rynkowej. Kształtująca się w ramach międzynarodowych organizacji gospodarczych, jak WTO czy OECD, dynamika, model geograficzny oraz struktura towarowa tych stosunków, odzwierciedla otwarcie polskiego rynku jako sygnał gotowości naszego kraju na podjęcie wyzwań konkurencji na rynkach europejskich i globalnych¹.

Gospodarki centralnie planowane dążyły do ograniczenia handlu z państwami o gospodarkach wolnorynkowych, ponieważ ich scentralizowane systemy biurokratyczne nie były w stanie reagować odpowiednio szybko na zmieniającą się sytuację na rynkach zagranicznych. Wysoki stopień samowystarczalności gospodarczej, który był jednym z celów Rady Wzajemnej Pomocy Gospodarczej (RWPG), czynił handel z państwami zachodnimi trudnym przedsięwzięciem dla takich krajów jak Polska. Z drugiej strony, bilateralne umowy, którymi charakteryzował się handel wewnątrz RWPG, były w wielu przypadkach powodem przeszkód w rozwoju handlu pomiędzy państwami członkowskimi tej organizacji.

Nagły upadek RWPG w 1990 roku spowodował nasilenie się krótkookresowych trudności oraz przyspieszył reorganizację geograficzną, jeśli chodzi o kierunek handlu zagranicznego Polski. Poziom wymiany handlowej z dawnymi krajami socjalistycznymi zaczął ulegać obniżeniu, podczas gdy handel z państwami zachodnimi zaczął systematycznie wzrastać.

Przytoczone uwagi pozwalają nam określić cel artykułu, jako przedstawienie możliwie uporządkowanego zbioru zagadnień dotyczących handlu zagranicznego okresu transformacji gospodarczej, które mogłyby stanowić punkt wyjścia do dalszego studiowania tej problematyki. Do zrealizowania tak oczywistego celu konieczne jest:

- wskazanie okoliczności, które wpłynęły na rozpad RWPG i reorganizację handlu zagranicznego ze Wschodu na Zachód,

¹ M. Burnat, The Position of the European Union in Poland's Foreign Economic Relations, http://www.sprawymiedzynarodowe.pl/yearbook/2001/druk/magdalena_burnat_polands_economic_relations.html

- wyeksponowanie głównych cech struktury handlu zagranicznego w ramach RWPG,
- przybliżenie specyfiki restrukturyzacji organizacyjnej części sektora handlu zagranicznego,
- krótkie podsumowanie stosunków handlowych z partnerami zagranicznymi naszego kraju, a szczególnie z państwami byłego ZSRR.

2. Wpływ przemian gospodarczych na reorganizację handlu ze Wschodu na Zachód

Wzrost znaczenia wymiany handlowej z państwami UE było wynikiem zarówno liberalizacji handlu zagranicznego Polski, jak i jego geograficznego przekierowania na początku lat 90. ubiegłego stulecia. Zwykle przekierowanie towarów, które tradycyjnie były przedmiotem eksportu na rynki RWPG, nie odegrało jednak istotnej roli we wzroście eksportu byłych państw socjalistycznych na rynki zachodnie. Udział tych towarów nie przekraczał 20% łącznej wielkości eksportu tych krajów. Rozwój eksportu na rynki zachodnie nastąpił głównie dzięki produktom, które nie były sprzedawane na rynki RWPG, oraz tradycyjnym towarom eksportowym, które zostały w znaczący sposób udoskonalone lub zmienione². Obecnie głównymi partnerami handlowymi Polski są kraje europejskie, które są odbiorcami około 90% produkcji eksportowej naszego kraju i dostawcami prawie 80% towarów importowanych³.

Na początku lat 90. wewnętrzne i zewnętrzne uwarunkowania gospodarcze spowodowały zmianę polskiej polityki w zakresie handlu zagranicznego. Po rozpadzie ZSRR rynki wschodnie stały się znacznie mniej solidnymi źródłami dochodów, a waluty zachodnie przybrały postać głównego środka wymiany pomiędzy krajami byłego RWPG. W związku z tym, rozwój handlu ze znacznie bardziej wymagającymi partnerami zachodnimi stał się najważniejszym celem polskiej polityki handlowej.

Jednym z głównych celów procesu transformacji gospodarczej była reintegracja gospodarcza Polski z gospodarką światową. Pierwszy rząd postsocjalistyczny dokonał likwidacji dotychczasowego mechanizmu handlu zagranicznego i zastąpił go mechanizmem kompatybilnym z systemem gospodarki wolnorynkowej. Zmiana ta zlikwidowała wymóg pozwoleń i koncesji na handel zagraniczny, wprowadziła

² B. Hoekman, S. Djankov, Intra-industry trade, foreign direct investment, and the reorientation of Eastern European exports, Vol. 1/1996, World Bank Policy Research Working Paper, No. 1652, s. 26.

³ J. Kaczurba, Poland's International Economic Relations. Facts and Assessments, http://www.sprawymiedzynarodowe.pl/yearbook/2000/janusz_kaczurba_polands_international_economic_relations.html

wewnętrzna wymienialność złotego i swobodny obrót walutami zagranicznymi. Kurs walutowy stał się podstawowym narzędziem regulacji eksportu i importu, wspomagany przez liberalny system cel⁴.

Transformacja w kierunku gospodarki rynkowej oznaczała odchodzenie od autarkii w kierunku wolnego handlu. Konkurencja ze strony towarów importowanych, liberalizacja cen, swoboda wchodzenia firm na rynek i wychodzenia z niego oraz wprowadzenie twardych ograniczeń budżetowych zmuszają wytwórców do zachowania dyscypliny rynkowej. W rezultacie, zasoby wykorzystywane są efektywniej, a firmy specjalizują się w działalności, w której mają przewagę konkurencyjną. Otwarcie na rynki międzynarodowe przyczynia się do przyspieszenia wzrostu gospodarczego poprzez ustanowienie powiązań oraz integracji z gospodarką światową, a także dzięki wymuszaniu na władzach działań komplementarnych⁵.

3. Przyczyny rozpadu RWPG

Do 1982 roku sektor handlu zagranicznego w Polsce charakteryzował się wysokim stopniem monopolizacji i koncentracji. Koncesje eksportowe oraz importowe były przyznawane wyłącznie wyspecjalizowanym jednostkom – przedsiębiorstwom handlu zagranicznego. Swoboda wejścia na rynek i opuszczenia go była bardzo ograniczona. Przedsiębiorstwa handlu zagranicznego miały monopol na kontakty z zagranicznymi nabywcami polskich towarów oraz na informacje o rynkach zagranicznych. Polscy producenci towarów eksportowych nie utrzymywali bezpośrednich kontaktów ani stosunków handlowych ze swoimi odpowiednikami zagranicznymi. Będąc odizolowanymi od rynków światowych, stali się oni biernymi i formalnymi, a nie rzeczywistymi, uczestnikami rozwoju sektora eksportowego. Wskutek tego, producenci polscy zostali pozbawieni wartościowego źródła informacji o rozwoju rynków zagranicznych⁶.

Charakterystyczną cechą gospodarki centralnie planowanej była szeroko zakrojona integracja pionowa produkcji oraz standaryzacja wyrobów, zarówno surowców, jak i produktów finalnych. Transformacja w kierunku gospodarki rynkowej pociąga za sobą dezintegrację pionową, oznaczającą specjalizację firm w ograniczonej liczbie typów działalności. Rozpad RWPG oznaczał, że dla wielu przedsiębiorstw rozpoczęcie eksportu na rynki zachodnie i związany z tym dopływ twardej waluty miał kluczowe znaczenie. Przeszkodę stanowił jednak brak wiedzy na temat produkcji przeznaczanej na rynki państw OECD. Konieczne były

⁴ <http://www.country-studies.com/poland/foreign-trade.html>, *op. cit.*

⁵ B. Hoekman, S. Djankov, *Intra-industry...*, *op. cit.*, s. 1.

⁶ A. Wziętek-Kubiak, *Market Structure and Foreign Trade Performance in Poland*, Centre for Economic Reform and Transformation, Edinburgh, July 1998, s. 9.

informacje dotyczące standardów jakości, wymogów dotyczących opakowań, upodobań konsumentów oraz kanałów dystrybucji. Ulepszenie technik produkcji często wymagało nowych maszyn i dostępu do wysokiej jakości surowców i półproduktów z zagranicy⁷.

Po rozwiązaniu RWPG i rozpadzie ZSRR wymiana handlowa pomiędzy dawnymi państwami socjalistycznymi uległa gwałtownemu zahamowaniu. Próby reorientacji stosunków handlowych przyniosły różne wyniki w poszczególnych krajach dawnego bloku socjalistycznego. Państwa, w których transformacja była najbardziej zaawansowana, tzn. osiągnięto stabilizację gospodarczą, liberalizowano ceny i kursy walut oraz dokonano reorientacji handlu zagranicznego, odnotowały największe sukcesy jeśli chodzi o wyniki eksportu, a także reorientację handlu zagranicznego w sposób pozwalający na osiągnięcie największych korzyści komparatywnych.

Kraje, które wprowadziły rynkowe zasady handlu zagranicznego, również dokonały liberalizacji cen na rynku krajowym. Natomiast państwa, które nie poszły tą drogą, w większości przypadków zachowały kontrolę nad szerokim wachlarzem cen. Takie środki administracyjne powodowały utrzymywanie się cen krajowych na poziomie niższym od światowego, co stwarzało silny impuls dla przekierowania towarów z rynku krajowego na międzynarodowy. To z kolei legitymizowało kontrolę państwa nad eksportem tych towarów i opóźniało rzeczywistą liberalizację handlu.

4. Liberalizacja cen a rozwój działalności eksportowej

Handel zagraniczny, oparty na regułach rynkowych, i wiarygodne środki stabilizacyjne w większości przypadków działały równocześnie. Długotrwały brak równowagi makroekonomicznej może wzbudzić nieufność wobec waluty krajowej i spowodować gromadzenie zapasów twardej waluty. Zarówno nierównowaga makroekonomiczna, jak i ograniczenia eksportowe powodują spadek wartości tej pierwszej, co pociąga za sobą dalsze obniżenie możliwości importu wysokiej jakości towarów z zagranicy, uszczuplenie rezerw międzynarodowych, a także utrudnia wprowadzenie wymienialności waluty.

Tak więc kraje, w których została szybko przeprowadzona liberalizacja cen, obcięcie dotacji oraz likwidacja państwowych systemów handlu, generalnie osiągały dobre wyniki w dziedzinie eksportu. Liberalna polityka importowa często stanowi zasłonę dla szeroko zakrojonej kontroli eksportu, mającej na celu zatrzymanie dotowanych produktów na rynku krajowym, podczas gdy sztucznie

⁷ B. Hoekman, S. Djankov, *Intra-industry...*, *op. cit.*, s. 2.

zaniżany kurs waluty krajowej skutecznie chroni rodzimych wytwórców przed konkurencją zagraniczną. W początkowym etapie transformacji niezwykle istotne jest otwarcie gospodarki na działanie międzynarodowych sił rynkowych. Jednakże reformy mające na celu osiągnięcie sukcesów eksportowych są w większości nieskuteczne bez stabilizacji makroekonomicznej, liberalizacji cen, właściwego kursu walutowego i szeroko zakrojonej restrukturyzacji przedsiębiorstw⁸.

Liberalizacja umożliwiła wielu przedsiębiorstwom rozpoczęcie działalności eksportowej oraz spowodowała wypieranie wielu monopolistów z tego sektora. Nowe firmy w sektorze eksportu obejmowały wiele rodzajów przedsiębiorstw, których część nie istniała w czasach socjalizmu. Były wśród nich:

- nowe podmioty prowadzące produkcje na eksport i jednocześnie pełniące rolę pośredników eksportowych,
- podmioty, które poprzednio prowadziły działalność wyłącznie na chronionym rynku krajowym, a później zaczęły eksportować,
- wytwórcy, którzy poprzednio produkowali towary eksportowane za pośrednictwem central handlu zagranicznego, a następnie przejęli funkcje pośredników eksportowych,
- nowo powstałe podmioty, działające jako pośrednicy handlowi (nowe centrale handlu zagranicznego), oraz instytucje rynkowe, takie jak izby handlowe, stowarzyszenia eksporterów, nowe banki itd.

W wyniku powyższych procesów nastąpiła restrukturyzacja organizacyjnej części sektora handlu zagranicznego. Dzięki prywatyzacji oraz powstawaniu nowych przedsiębiorstw nastąpił szybki wzrost udziału firm prywatnych w produkcji eksportowej. Transformacja spowodowała również radykalny wzrost liczby firm zajmujących się handlem zagranicznym. Demonopolizacja sektora eksportowego i masowe powstawanie nowych firm doprowadziły do jego rozdrobnienia oraz dominacji w handlu zagranicznym nowo powstałych, głównie drobnych przedsiębiorstw. Jedną z głównych przyczyn tych zmian była przyjęta przez Polskę strategia transformacji, a w szczególności radykalna liberalizacja i demonopolizacja⁹.

Niemniej jednak struktura handlu zagranicznego Polski charakteryzuje się znaczną nadwyżką importu nad eksportem. Deficyt w handlu zagranicznym utrzymuje się od początkowego okresu przekształceń ustrojowych i nie ma perspektywy na jego znaczącą redukcję w najbliższym czasie. Obecność niezależnych polskich przedsiębiorstw na rynku globalnym jest w dalszym ciągu nieznacząca, co odzwierciedla niewystarczające znaczenie eksportu w ich strategii i strukturze sprzedaży. W rezultacie, Polska wykazuje chroniczny deficyt w handlu zagranicznym, który

⁸ B. Kaminski, Zhen Kun Wang, L. A. Winters, Trade Performance Depends on Bold Reform, Transition Newsletter.

⁹ A. Wziątek-Kubiak, Market Structure..., *op. cit.*, s. 9.

jest szczególnie wysoki w grupie produktów zaawansowanych technologicznie. Znacznie większe zainteresowanie eksportem wykazują firmy z udziałem kapitału zagranicznego, szczególnie w sektorze produkcyjnym. Jednak wskutek importu materiałów do produkcji, przedsiębiorstwa te w znacznym stopniu przyczyniają się do wzrostu deficytu handlowego. Niezdolność polskich firm do zwiększenia eksportu jest wynikiem wad strukturalnych. Polityka makroekonomiczna może tymczasowo skorygować tę sytuację, ale nie jest w stanie zlikwidować jej przyczyn. Jednocześnie wzrasta penetracja rynku krajowego przez towary importowane, co odzwierciedlone jest w ponad trzydziestoprocentowym udziale produktów zagranicznych w konsumpcji krajowej¹⁰.

5. Podsumowanie

Stosunki handlowe z partnerami zagranicznymi odegrały istotną rolę w transformacji ustrojowej Polski. Dzięki intensyfikacji kontaktów w dziedzinie handlu, inwestycji oraz finansów obecność naszego kraju w gospodarce globalnej stała się znacznie bardziej aktywna, chociaż w dalszym ciągu jest niewystarczająca. Otwarcie na gospodarkę światową umożliwiło naturalną weryfikację zdolności konkurencyjnych gospodarki polskiej, a także możliwości integracji ze strukturami europejskimi. Uważamy jednak, że rozwój wymiany handlowej z krajami zachodnimi nie musiał oznaczać jednoczesnego odwrócenia się od dawnych partnerów handlowych naszego kraju. Polskie towary byłyby z pewnością bardziej konkurencyjne na rynkach byłych państw socjalistycznych niż na niezwykle wymagających i trudnych do zdobycia rynkach krajów zachodnich.

Błędem było całkowite odwrócenie się od rynków wschodnich na rzecz rozwoju stosunków handlowych z państwami zachodnimi. Stosunki te były oczywiście niezwykle istotne w kontekście członkostwa Polski w UE, jednak utrzymanie handlu z krajami byłej RWPG pozwoliłoby na redukcję deficytu handlu zagranicznego. Szczególny niepokój musi budzić jednak gwałtowny spadek wymiany handlowej z Rosją i państwami byłego ZSRR w dziedzinie produktów rolnych. Może on mieć bardzo negatywne długookresowe konsekwencje dla obecności gospodarczej Polski w tym regionie. Utrzymanie przez nasz kraj silnej pozycji na rynkach wschodnich może mieć szczególne znaczenie dla stabilizacji stosunków gospodarczych wzdłuż wschodniej granicy poszerzonej Unii Europejskiej. W bardziej praktycznych kategoriach umożliwiłoby to zwiększenie produkcji oraz potencjału eksportowego polskiego rolnictwa i przetwórstwa, łagodząc w ten sposób ograniczenia, które są nałożone na Polskę w ramach wspólnej polityki rolnej UE.

¹⁰ J. Kaczurba, *Poland's International...*, *op. cit.*

Z powyższych względów powrót na wschodnie rynki rolne oraz zwiększenie eksportu wyrobów przemysłowych jest nie tylko ekonomiczną koniecznością dla Polski, ale również istotnym elementem strategii integracji europejskiej naszego kraju.

6. Bibliografia

1. Burnat M., The Position of the European Union in Poland's Foreign Economic Relations, http://www.sprawymiedzynarodowe.pl/yearbook/2001/druk/magdalena_burnat_polands_economic_relations.html
2. Hoekman B., Djankov S., Intra-industry trade, foreign direct investment, and the reorientation of Eastern European exports, Vol. 1/1996, World Bank Policy Research Working Paper, No. 1652.
3. Kaczurba J., Poland's International Economic Relations. Facts and Assessments, http://www.sprawymiedzynarodowe.pl/yearbook/2000/janusz_kaczurba_polands_international_economic_relations.html
4. Kaminski B., Wang Zhen Kun, Winters L. A., Trade Performance Depends on Bold Reform, Transition Newsletter.
5. Wziątek-Kubiak A., Market Structure and Foreign Trade Performance in Poland, Centre for Economic Reform and Transformation, Edinburgh, July 1998.

Н.В. Лукьянович (Москва)

Россия и Европейский Союз: проблемы энергетического сотрудничества

1. Введение

Существующие тенденции таковы, что объемы экспорта энергоносителей из России в ЕС будут постоянно возрастать. Это связано с тем обстоятельством, что Западная Европа практически не имеет значимых месторождений нефти и природного газа. *Потребляя 18% мировых коммерческих энергоресурсов, Западная Европа располагает лишь 7% доказанных запасов угля, 7% запасов нефти и 4% запасов газа*¹. Евросоюз как единое образование, включающее в свой состав 25 стран, удовлетворяет 24% своих энергетических потребностей за счет природного газа, поставляемого из России, Норвегии и Северной Африки; 37% потребностей – за счет нефти; 18% – за счет твердого топлива; 15% энергии он получает от атомных электростанций; и около 6% – из возобновляемых источников, таких как ветровая и солнечная энергия. Внутри Европейского Союза существуют большие различия по видам потребления. Франция, например, 40% своих энергетических потребностей удовлетворяет за счет ядерной энергетики, в то время как Германия получает от АЭС лишь 12% используемой энергии. Но у всех 25 стран-членов ЕС есть одна общая черта: значительный объем импорта нефти и природного газа из России². Это весьма значительное конкурентное преимущество России, поскольку согласно прогнозам, к 2020 году Европе потребуется порядка 525 млрд. кубометров газа и 810 млн. тонн нефти, из них импорт составит соответственно – 450 млрд. кубометров и 632 млн. тонн.

Естественно, что в этих условиях зависимость ЕС от внешних поставок энергоносителей, в первую очередь из России, носит вполне объективный характер. На европейском рынке нефти в начале XXI века доля России колебалась в районе 18–20%, на европейском рынке газа – 25–28%. Доля российской нефти в европейском импорте составляла – 28–30%, а доля российского газа – 35–40%. К 2007 году Россия планирует увеличить экспорт нефти до 253–278 млн. тонн, а экспорт газа до 243–252 млрд.

¹ А. А. Макаров, *Мировая энергетика и Евразийское энергетическое пространство*, в: Энергоатомиздат, 1998, с. 124.

² «Газпром» и ЕС: неудобный альянс. Ряд факторов говорит о том, что „Газпром” и Европа еще длительное время будут неразрывно связаны друг с другом, „The International Herald Tribune”, США. Джуди Демпси (Judy Dempsey), 25 апреля 2006.

кубометров. Таким образом, можно говорить о существенном значении российских энергоресурсов для экономики ЕС.

Озабоченность руководства ЕС данной ситуацией привела к тому, что в 2000 году Европейская комиссия выпустила Зеленую книгу под названием «К европейской стратегии безопасности энергоснабжения», в которой констатируется, что доля внешних источников в энергобалансе Евросоюза неизбежно будет расти, поэтому политика ЕС заключается не столько в сокращении зависимости, сколько в снижении связанных с ней рисков – путем диверсификации и сокращения спроса. Ожидается, что к 2020-му зависимость от внешних источников топлива вырастет с 50 до 70%, а от импортируемого природного газа – до 80%: именно газ является предпочтительным видом топлива для электростанций. По официальным данным, доля газа среди видов первичного топлива в последние десять лет непрерывно растет и сейчас составляет 24% от общего спроса на энергоносители. Основными поставщиками газа в настоящее время являются Россия (44% импорта), Норвегия (24%) и Алжир (27%). Истощение запасов в Северном море еще больше усилит зависимость от импорта: объем газа, импортируемого ЕС-30 (25 государств-членов плюс Норвегия, Швейцария, Болгария, Румыния и Турция), может вырасти с 200 млрд. кубометров 2001 году до 650 млрд. кубометров 2030-м. Доля импорта за тот же период может увеличиться с 38% до примерно 70%, большая его часть будет поступать из России и Алжира. В 2004 году основными импортерами российского газа были Германия (39 млрд. кубометров), Италия (24 млрд. кубометров) и Франция (12 млрд. кубометров), на долю которых в совокупности приходится почти половина всего европейского импорта. Но их импортный портфель диверсифицирован: Германия получает из России примерно 39% всего газа, Италия – около 30%, а Франция – 26%. Страны Балтии и Словакия практически полностью полагаются на российский газ; Австрия, Польша и Венгрия – более чем на 70%. Испания, Португалия, Бельгия, Дания, Ирландия, Швеция и Великобритания вообще пока не импортируют газ из России. Зеленая книга прогнозирует неизбежный рост зависимости от российского газа, поскольку Россия обладает третьей частью всех мировых запасов.

По данным Генерального Директората по энергетике и транспорту Европейской комиссии доля потребностей ЕС в энергии из иностранных источников к 2020 году возрастет в абсолютном исчислении по нефти с 518 млн. тонн в 2000 году до 632 млн. тонн, по природному газу – со 350 млрд. кубометров до 450 млрд. кубометров. При этом 21% импортируемой нефти поступает из России (16% потребностей ЕС).

Как следует из приведенных данных, доля природного газа в импорте и энергопотреблении ЕС будет возрастать более быстрыми темпами по сравнению с другими энергоносителями. На перспективу до 2010 году среднегодовые темпы прироста потребностей Западной Европы в газе оцениваются в диапазоне 2,2–3,5%; Центральной Европы – 3,2–4,7%, что заметно выше по сравнению с темпами увеличения спроса на

первичную энергию в целом. Позиции России по нефти в ЕС существенно хуже, чем по природному газу, она находится на четвертом месте после стран Ближнего Востока, Норвегии и стран Африки.

С выводами Зеленой книги согласны и американские эксперты. По их мнению, доля России в удовлетворении совокупной потребности европейских стран в природном газе возрастет с 27% в 2000 году до 31% в 2010 году³.

Опережающий рост потребления газа сделал особенно актуальной проблему надежности поставок этого вида топлива, следовательно, этот вопрос уже становится не столько экономическим, сколько политическим. Американские эксперты считают, что: *растущее предпочтение Европы натуральному газу в сочетании в истощением запасов Северного моря придаст дополнительный импульс уже предпринимаемым политическим усилиям, направленным на укрепление связей с Россией и Северной Африкой, так как торговля газом предполагает более высокий уровень политического сотрудничества с обеих сторон для решения вопросов проектирования и создания необходимой инфраструктуры*⁴.

Возрастание роли природного газа в энергопотреблении ЕС вызвано вполне объективными обстоятельствами, присущими мировой энергетике в целом. Вместе с тем в ЕС существуют свои региональные особенности энергопотребления, стимулирующие рост импорта природного газа. Этому способствуют планы по свертыванию ядерной энергетики в некоторых государствах – членах Евросоюза, таких как Швеция и Германия, которые предусматривают частичную замену атомных электростанций газовыми. После закрытия устаревших и экологически опасных угольных электростанций в Польше, Чехии, Эстонии и Болгарии, зависимость этих стран от российского газа возрастет. Закрытие АЭС в Литве, Словакии и Болгарии вызовет дополнительное повышение спроса на природный газ из России.

Табель 1. Экспорт природного газа из России в 1998–2005 гг. (млрд. кубометров)

Показатель	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Экспорт всего	202,9	202,4	194,4	166,6	170,7	187,3	193,0	187,2
Дальнее зарубежье	120,9	125,0	130,0	127,0	128,0	144,7	140,5	152,3
Ближнее зарубежье	82,0	77,4	64,1	39,6	42,5	42,6	52,5	34,9

Источник: <http://www.gazpromquestions.ru/news/news9.html> Шкута А. А., Российский газ на европейском рынке энергоносителей, Москва 2004, с. 64.

³ См.: Россия и мир в 2020 году. Доклад Национального разведывательного совета США «Контурь мирового будущего». А. Шубин, Россия – 2020: Будущее страны в условиях глобальных перемен, Москва 2005, с. 90.

⁴ *Ibidem*, с. 92.

Доля природного газа в общей структуре энергопотребления ЕС увеличилась за 30 лет примерно в 2 раза (с 10% до 20%), что делает положение России на рынке энергоресурсов Европы достаточно устойчивым.

К 2010 году экспорт газа Россией планируется увеличить до 270 млрд. кубометров. В настоящее время, в условиях структурной перестройки экономики, ограничивать поставки газа в Европу невыгодно России, так как средние цены на российский газ более чем в 5 раз превышают внутрироссийские. По данным ООО «Газэкспорт», в 2005 году выручка российской газовой монополии от продажи газа в страны Европы составила \$26,1 млрд. (65% доходов компании), а в 2006 году вырастет как минимум до \$33 млрд. Государственный бюджет получает более 40% от экспортной выручки в виде налогов и таможенных платежей. Более того, стабильность поставок российского газа в Европу является не только гарантией высокого уровня доходов федерального бюджета, но и инструментом российской, по выражению американских экспертов, «газовой геополитики»⁵.

Вместе с тем необходимо подчеркнуть, что в ближайшем десятилетии доля российского газа (более 25%) в общем потреблении ЕС-25 вряд ли существенно изменится. Если во Франции газовые электростанции производят только 4% электроэнергии, то в Германии и Италии эта доля составляет порядка 11% и 37% соответственно (в 2002 году по ЕС-25 – 18%). Несмотря на данные различия, государства – члены Евросоюза, по мнению Европейской комиссии, сталкиваются с одинаковыми проблемами в сфере энергетической безопасности. В Европе существует противодействие дальнейшему расширению присутствия России на рынке энергоресурсов, учитывая геополитическую составляющую данного процесса, и Еврокомиссия рекомендует предпринять согласованные действия по отношению к России, особенно к крупнейшей российской компании «Газпрому»⁶.

Официальная позиция России заключается в том, что: *с одной стороны, мы являемся полноправным членом «восьмерки», которая объединяет в основном государства, являющиеся крупнейшими в мире потребителями энергетических ресурсов. В то же время роль одной из крупнейших стран-производителей объективно сближает нас с экспортерами углеводородного сырья, прежде всего ОПЕК. С учетом этих обстоятельств, Россия может сыграть роль связующего звена между пос-*

⁵ Россия и мир..., *op. cit.*, s. 91.

⁶ Открытое акционерное общество «Газпром» является самой крупной газодобывающей компанией в мире. На ее долю приходится около 20% мировой добычи газа. «Газпром» контролирует почти 60% российских запасов газа и обеспечивает около 90% его добычи в России. Общий объем производства компании составляет 8% ВВП России. «Газпром» обеспечивает около 20% поступлений в федеральный бюджет, поставляет газ для выработки около 50% электроэнергии России. См.: официальный сайт ОАО «Газпром». //http://www.gazpromquestions.ru/news/news9.html Доля независимых производителей в газовой промышленности России в настоящее время составляет около 14% общего объема добычи, в перспективе добыча этими организациями возрастет и их доля составит не менее 20%.

тавщиками и потребителями углеводородного сырья, способного учитывать мнения всех заинтересованных сторон, содействовать поиску баланса интересов участников глобального энергетического взаимодействия⁷.

Именно поэтому позиция России в рамках председательства на саммите «большой восьмерки» в 2006 году в вопросах энергетического сотрудничества и энергетической безопасности состоит в необходимости: *выработать согласованную стратегию действий в целях надежного и своевременного обеспечения мировой экономики и населения всевозможными видами энергии по ценам, отражающим основные экономические принципы, и с минимальным ущербом для окружающей среды*⁸.

2. Библиография

1. «Газпром» и ЕС: неудобный альянс. Ряд факторов говорит о том, что „Газпром” и Европа еще длительное время будут неразрывно связаны друг с другом, „The International Herald Tribune”, США, Джуди Демпси (Judy Dempsey), 25 апреля 2006.
2. Макаров А. А., *Мировая энергетика и Евразийское энергетическое пространство*, w: Энергоатомиздат, 1998, s. 124.
3. *Россия и мир в 2020 году. Доклад Национального разведывательного совета США «Контурь мирового будущего»*. А. Шубин, Россия – 2020: Будущее страны в условиях глобальных перемен, Москва 2005.
4. //http://g8russia.ru/agenda/nrgsafety/russianrole/
5. //http://www.gazpromquestions.ru/news/news9.html

⁷ Официальный сайт Представительства РФ в группе восьми в 2006 году, //http://g8russia.ru/agenda/nrgsafety/russianrole/

⁸ *Ibidem*.

CZĘŚĆ DRUGA

**ARTYKUŁY UCZESTNIKÓW
STUDIÓW DOKTORANCKICH W KOLEGIUM
ZARZĄDZANIA I FINANSÓW**

Potencjalne formy inwestycji towarzystw ubezpieczeniowych i otwartych funduszy emerytalnych w fundusze hedgingowe

1. Wprowadzenie

Polityka lokacyjna inwestorów instytucjonalnych na świecie podlega istotnym przeobrażeniom na przestrzeni ostatnich kilku lat. Postępująca globalizacja i wzrost zmienności cen instrumentów finansowych na światowych rynkach powoduje, że portfele złożone z tradycyjnych aktywów, takich jak akcje i obligacje notowane na rynkach publicznych, narażone są na znaczne zmiany wartości. Inwestorzy instytucjonalni, reprezentowani przede wszystkim przez fundusze emerytalne i firmy ubezpieczeniowe, dążą do zmniejszenia ryzyka portfelowego, aktywnie poszukując możliwości dywersyfikacji swoich portfeli. Na rozwiniętych rynkach finansowych obserwuje się wzrost zainteresowania tzw. aktywami alternatywnymi, do których zalicza się m.in. fundusze hedgingowe. Główną cechą aktywów alternatywnych jest ich niska zależność od koniunktury na rynkach tradycyjnych aktywów. Przeprowadzone dotychczas analizy i badania naukowe potwierdziły tezę, że włączenie aktywów alternatywnych do tradycyjnego portfela lokat umożliwia jego optymalizację pod względem oczekiwanej stopy zwrotu i poziomu ryzyka.

W Stanach Zjednoczonych obserwuje się znaczny wzrost zaangażowania inwestorów instytucjonalnych w fundusze hedgingowe. Według szacunków¹, na koniec 2003 roku wartość inwestycji amerykańskich fundacji, funduszy emerytalnych i firm ubezpieczeniowych w funduszach hedgingowych wynosiła około 66 mld dolarów. Pod koniec 2006 roku kwota tych inwestycji wyniosła 360 mld dolarów, co stanowiło około 30% wartości aktywów zarządzanych przez fundusze hedgingowe. Przewiduje się, że amerykańscy inwestorzy instytucjonalni ulokują do 2010 roku dodatkowo 500 mld dolarów.

Fundusze hedgingowe wśród europejskich inwestorów instytucjonalnych cieszą się nieco mniejszą popularnością. Z badań wynika, że blisko 35% inwestorów lokuje aktywa w fundusze hedge, chociaż aktualnie zaangażowanie europejskich

¹ The Bank of New York and Casey, Quirk & Associates „Institutional Demand for Hedge Funds 2”, październik 2006, www.cqallc.com

podmiotów finansowych kształtuje się przeciętnie na poziomie 2% wartości aktywów². Jednak aż 41% instytucji planuje nowe inwestycje w tę klasę aktywów.

W Polsce inwestorzy instytucjonalni lokują aktywa w tradycyjny sposób – przeważającą część portfela stanowią obligacje i bony emitowane przez Skarb Państwa, a uzupełnieniem są akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym. Według danych Komisji Nadzoru Finansowego, lokaty funduszy emerytalnych w instrumenty finansowe inne niż skarbowe papiery dłużne, depozyty bankowe i akcje spółek giełdowych stanowiły na koniec września 2006 roku zaledwie 1,2% wartości portfeli inwestycyjnych OFE. Jednocześnie fundusze emerytalne praktycznie nie dokonywały dywersyfikacji geograficznej – udział lokat zagranicznych wynosił średnio niespełna 1,6% wartości portfeli. W przypadku towarzystw ubezpieczeniowych działających w Polsce dłużne papiery skarbowe, lokaty terminowe i akcje spółek giełdowych wynosiły na koniec pierwszego półrocza 2006 roku około 77% wartości lokat ogółem. Biorąc pod uwagę fakt, że 8,4% wartości lokat przypadło na lokaty w jednostki podporządkowane, stopień dywersyfikacji portfela lokat towarzystw ubezpieczeniowych należy uznać za niski. Tak ukształtowana struktura portfeli lokat inwestorów instytucjonalnych w Polsce wynika z dwóch powodów. Po pierwsze, wysokie stopy procentowe, a następnie hossa na rynku akcji, umożliwiały osiąganie wysokich stóp zwrotu z portfeli, bez potrzeby sięgania po zaawansowane instrumenty i techniki inwestycyjne. Po drugie, rozwiązania prawne, szczególnie dla funduszy emerytalnych, ograniczyły możliwość szerszej dywersyfikacji. W najbliższych latach niemałym wyzwaniem dla inwestorów instytucjonalnych może być osiąganie atrakcyjnych stóp zwrotu z działalności lokacyjnej.

Tematem niniejszego opracowania jest analiza potencjalnych form inwestycji funduszy emerytalnych i towarzystw ubezpieczeniowych działających w Polsce w fundusze hedgingowe, ze szczególnym uwzględnieniem ograniczeń inwestycyjnych i poziomu ponoszonego ryzyka.

2. Fundusze hedgingowe – krótka charakterystyka

Do dalszych rozważań niezbędne jest przybliżenie podstawowych cech i głównych strategii funduszy hedgingowych. Mimo ponad pięćdziesięcioletniej historii i rosnącego zainteresowania ze strony inwestorów oraz mediów, termin fundusz hedgingowy nie jest dokładnie zdefiniowany w obowiązującym prawie. Mianem funduszu hedgingowego można określić wehikuł inwestycyjny, zorganizowany w formie prywatnej spółki, zarządzany przez profesjonalnych doradców inwestycyjnych, niedo-

² Greenwich Associates „Continental Institutions Diversify Portfolios With Hedge Funds And Other Non-Traditional Investments”, październik 2006, www.greenwich.com

stępny dla szerokiego grona inwestorów³. Nazwa fundusz hedgingowy ma dzisiaj znaczenie jedynie historyczne. Wywodzi się od angielskiego słowa *to hedge*, czyli zabezpieczać. W świecie finansów termin ten wiąże się z transakcją, której celem jest redukcja ryzyka niekorzystnej zmiany ceny danego instrumentu finansowego. Właśnie ograniczenie ryzyka rynkowego było istotą działania pierwszego na świecie funduszu hedgingowego, który został założony w 1949 roku przez A. W. Jonesa⁴. Fundusz ten łączył dwie techniki inwestycyjne: krótką sprzedaż i dźwignię finansową. Dzięki zajmowaniu długich pozycji w akcjach niedowartościowanych spółek i jednoczesnym stosowaniu krótkiej sprzedaży akcji przewartościowanych spółek, fundusz osiągał niewielkie zyski niezależnie od koniunktury rynkowej. Stopa zwrotu była potęgowana przez zastosowanie dźwigni finansowej.

Obecnie fundusze hedgingowe stanowią jeden z najdynamiczniej rozwijających się segmentów globalnego rynku finansowego. Segment ten obejmuje liczne grono podmiotów zróżnicowanych pod względem strategii inwestycyjnej, wykorzystywanych instrumentów finansowych, formy prawnej i struktury organizacyjnej. Zasadniczą cechą funduszy hedgingowych jest ich większa elastyczność w zakresie wykorzystywania różnych instrumentów finansowych i specjalnych technik inwestycyjnych w porównaniu z tradycyjnymi instytucjami zbiorowego inwestowania. Jest to możliwe, ponieważ podmioty te działają na obrzeżach rynku nadzorowanego przez instytucje rządowe. Dzięki zastosowaniu specjalnych konstrukcji prawnych i limitowaniu kręgu inwestorów cieszą się zwolnieniem z wielu restrykcyjnych regulacji, jakim podlegają inne podmioty działające na rynku finansowym.

W Stanach Zjednoczonych najczęściej spotykanymi formami prawnymi dla funduszy hedgingowych są spółki będące odpowiednikami polskich spółek komandytowych (*limited partnerships*) oraz spółek z ograniczoną odpowiedzialnością (*limited liability companies*). Konstrukcje te zapewniają zwolnienie z obowiązku rejestracji w komisji papierów wartościowych i giełd, pozwalają na uniknięcie podwójnego opodatkowania, a także ograniczają odpowiedzialność inwestorów do wysokości powierzonych środków. Z kolei limitowanie liczby inwestorów oraz wprowadzanie wysokich progów minimalnej kwoty inwestycji umożliwia funduszom hedgingowym zwolnienie z obowiązku wypełniania postanowień szeregu ustaw regulujących amerykański rynek finansowych⁵. Większość emisji papierów wartościowych, jakimi są udziały w funduszach hedgingowych, odbywa się w formie

³ Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management, Report of The President's Working Group on Financial Markets, April 1999, s. 1.

⁴ B. Eichengreen, D. Mathieson, Hedge funds: what do we really know?, International Monetary Fund, Washington D.C., 1999, s. 4.

⁵ Szczegółowe informacje na ten temat można znaleźć w: F. Lhabitant, Hedge funds: myths and limits, John Wiley and Sons, Chichester 2002, s. 24-30.

prywatnej oferty (z ang. *private placement*), a inwestorami są zamożni klienci indywidualni i instytucje finansowe.

Coraz większe znaczenie, jako miejsce rejestracji i zarządzania funduszami hedgingowymi, zyskuje Europa. W niektórych krajach, m.in. Luksemburgu, Szwajcarii, Irlandii, a ostatnio również w Niemczech, prawo dopuszcza tworzenie funduszy hedgingowych jako tzw. innych instytucji wspólnego inwestowania lub innych funduszy ze specjalnym ryzykiem. Fundusze hedgingowe w Europie mogą wykorzystywać różnorakie formy prawne. W Luksemburgu są to spółki inwestycyjne o zmiennym kapitale akcyjnym (*Société d'investissement à capital variable*), spółki inwestycyjne o stałym kapitale akcyjnym (*Société d'investissement à capital fixe*), przedsiębiorstwa powiernicze nieposiadające osobowości prawnej (*Fonds Commun du Placement*). W Irlandii fundusze hedgingowe mogą być tworzone w formie przedsiębiorstw powierniczych nieposiadających osobowości prawnej (*unit trusts*), inwestycyjnych spółek komandytowych (*investment limited partnership*) oraz spółki akcyjnej o zmiennym kapitale (*variable capital company*).

Znaczna część funduszy zarejestrowana jest również w tzw. strefach offshore, do których zalicza się Bahamy, Wyspy Karaibskie, takie jak Kajmany, Wyspy Dziewicze (brytyjskie i amerykańskie), Antyle Holenderskie oraz Wyspy Normandzkie (zwane również Wyspami Kanałowymi). Lokalizacje te są miejscem rejestracji dla funduszy stworzonych z myślą o inwestorach spoza Stanów Zjednoczonych. Zapewniają zwolnienia podatkowe, korzystne regulacje w zakresie polityki inwestycyjnej i poufności, często posiadają bardzo dobrze rozwiniętą infrastrukturę bankowo-finansową. Fundusze hedgingowe zarejestrowane w tych jurysdykcjach są zarządzane bezpośrednio ze Stanów Zjednoczonych lub krajów europejskich. Najbardziej popularnymi formami prawnymi w tych krajach są odpowiedniki polskiej spółki z ograniczoną odpowiedzialnością oraz przedsiębiorstwa powiernicze (*unit trusts*).

Niektóre fundusze hedgingowe zarejestrowane w krajach europejskich i strefach offshore są notowane na regulowanych rynkach giełdowych lub rynkach pozagiełdowych (OTC). Najwięcej funduszy notowanych jest na giełdzie w Dublinie, Luksemburgu oraz Londynie. Obrót tytułami uczestnictwa i udziałami tych podmiotów na rynku wtórnym nie zapewnia dużej płynności, lecz bardzo często spełnia wymogi prawne i techniczne, określone przez inwestorów instytucjonalnych.

Pomimo różnych konstrukcji i form prawnych inwestycję w fundusz hedgingowy z punktu widzenia polskiego inwestora instytucjonalnego można traktować jako lokatę w:

- tytuły uczestnictwa instytucji wspólnego inwestowania,
- papiery wartościowe notowane na rynku regulowanym,
- papiery wartościowe niedopuszczone do publicznego obrotu,
- udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością.

Wśród innych cech funduszy hedgingowych należy wymienić:

- dążenie do osiągnięcia absolutnych stóp zwrotu,
- niski poziom korelacji osiąganych stóp zwrotu z wynikami tradycyjnych klas aktywów,
- aktywne zarządzanie oparte na ponadprzeciętnych zdolnościach menedżerów, przejawiające się w wykorzystywaniu nieefektywności rynkowych i okazji inwestycyjnych,
- ograniczoną płynność inwestycji w te podmioty, z uwagi na stosowane ograniczenia przy wycofywaniu wniesionych środków,
- wysoki poziom ryzyka operacyjnego,
- ograniczoną przejrzystość i politykę informacyjną,
- specyficzną konstrukcję opłat pobieranych przez menedżerów.

Sektor funduszy hedgingowych nie stanowi homogenicznej grupy. Ogromna liczba funduszy hedgingowych działających na świecie, przekraczająca ponad 8000 podmiotów⁶, z których każdy stosuje indywidualną strategię inwestycyjną, powoduje, że ich klasyfikacja przysparza wiele trudności. Z uwagi na niski stopień kontroli ze strony organów nadzoru, informacje na temat funduszy hedgingowych udostępniane są na zasadzie dobrowolności, niekiedy również w celach marketingowych. Gromadzeniem danych o funduszach hedge zajmują się m.in. ośrodki badawcze, które prowadzą własne klasyfikacje, zawierające od kilku do kilkunastu kategorii, oraz publikują indeksy reprezentujące określone style lub strategię inwestycyjne. Dane udostępniane przez fundusze hedgingowe w przeważającej większości nie są weryfikowane przez niezależne źródła, np. audytorów. Zarządzający funduszami często sami określają styl lub strategię inwestycyjną, którą realizują. Ponadto fundusze często stopniowo zmieniają strategię, a zjawisko takie określane jest mianem dryfowania stylu (z ang. *style drift*)⁷. Z tego względu każda klasyfikacja będzie w pewnym stopniu obciążona błędami.

Niemniej jednak można rozróżnić trzy obszerne grupy strategii, obejmujące wiele różnych stylów inwestycyjnych⁸:

1) kierunkowe (*directional*),

- zwane również strategiami globalnych tendencji makroekonomicznych (*global macro*), opierające się na przewidywaniu trendów gospodarczych. Fundusze stosujące strategię kierunkową inwestują na różnych ryn-

⁶ Według danych ośrodka badawczego Hedge Fund Research Inc. na koniec pierwszego kwartału 2006, www.hedgefundresearch.com

⁷ S. A. McCrary, *Hedge fund course*, John Wiley and Sons, Hoboken, New Jersey 2005, s. 20.

⁸ Materiały informacyjne firmy 3A Alternative Investments, specjalizującej się w selekcji funduszy hedgingowych i zarządzaniu funduszami funduszy. Por. także D. Purcell, P. Crowley, *The Reality of Hedge Funds*, „The Journal of Investing”, Fall 1999, Vol. 8, No. 3, s. 30–32.

kach, szczególnie na rynkach instrumentów pochodnych i walutowych. Stopy zwrotu z tych funduszy są najbardziej zmienne, gdyż zarządzający starają się antycypować długoterminowe tendencje. Fundusze *global macro* są zazwyczaj największymi podmiotami pod względem zarządzanych aktywów;

2) długich i krótkich pozycji (*long/short*),

- fundusze stosujące tę strategię inwestują w papiery wartościowe, które są źle wycenione przez rynek, zajmując długie pozycje w papierach niedowartościowanych oraz krótkie w przewartościowanych. Celem tej strategii jest zarabianie zarówno na rosnących, jak i spadających cenach papierów wartościowych. Fundusze *long/short equity* stanowią bardzo niejednorodną grupę, jednak zasadniczo są w stanie wypracowywać najwyższe absolutne stopy zwrotu;

3) arbitrażowe (*arbitrage*),

- zwane również strategiami wartości względnej (*relative value*), wykorzystują nieefektywność rynków w wycenie względnej wartości różnych aktywów finansowych. Strategie arbitrażowe obejmują bardzo liczną grupę styli inwestycyjnych. Celem funduszy arbitrażowych jest generowanie trwałych stóp zwrotu o niewielkiej zmienności.

Oprócz trzech głównych grup strategii występują fundusze wielu strategii (*multi-strategy*), dążące do dywersyfikacji portfela poprzez implementację różnych strategii i styli inwestycyjnych jednocześnie.

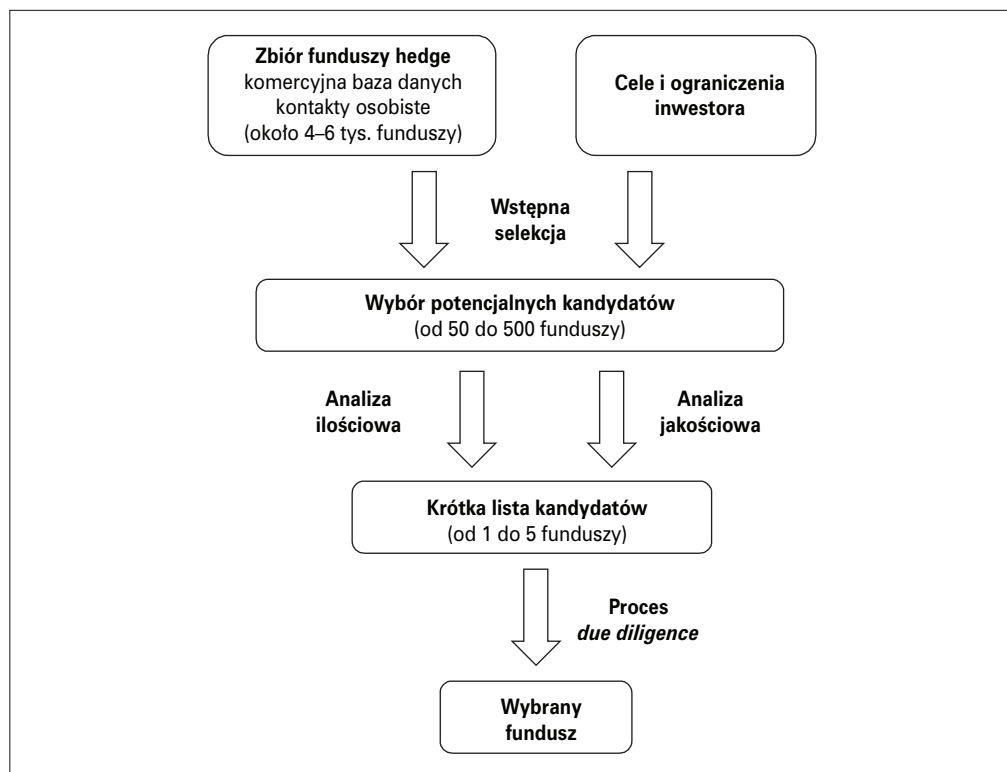
Wyodrębnia się również fundusze funduszy hedgingowych (z ang. *Funds of Hedge Funds, FoHF*), jednak bardziej jako odrębny segment rynku funduszy hedgingowych niż jako jedną ze strategii inwestycyjnych. Zagadnienie tych instytucji wspólnego inwestowania zostanie poruszone w dalszej części niniejszego artykułu.

3. Bezpośrednia inwestycja w fundusze hedgingowe

Podstawową przewagą bezpośredniej inwestycji w fundusze hedgingowe jest możliwość uzyskania wyższej oczekiwanej stopy zwrotu. Warunkiem koniecznym jest jednak skuteczna selekcja i wybór właściwego funduszu. Zadanie to wymaga przede wszystkim odpowiedniego doświadczenia, znajomości tego segmentu rynku finansowego i bardzo dobrych kontaktów z menedżerami funduszy hedgingowych. Ważna jest również dobra organizacja całego procesu i systematyczność podejmowanych działań. Dla polskiego inwestora instytucjonalnego przeprowadzenie całego procesu selekcji po raz pierwszy będzie wymagało poświęcenia czasu i wiązało się z koniecznością poniesienia znacznych nakładów finansowych.

Przebieg typowego procesu selekcji funduszy przedstawia rysunek 1. Przed rozpoczęciem tego procesu inwestor powinien dokonać wyboru preferowanej strategii i stylu inwestycyjnych, sprecyzować swoje oczekiwania względem rentowności i poziomu zmienności lokaty. Istotne jest również określenie ograniczeń i limitów, które wpłyną na wybór formy prawnej i miejsca rejestracji funduszu.

Rysunek 1. Typowy proces selekcji funduszy hedgingowych



Źródło: F. Lhabitant, *Hedge funds...*, *op. cit.*, s. 186.

Jeśli inwestor sprecyzuje swoje ogólne oczekiwania i ograniczenia, powinien przystąpić do wstępnej selekcji przy użyciu jednej z komercyjnych baz danych. Ustawiając kryteria i używając filtrów zawartych w bazie, można ograniczyć liczbę funduszy spełniających podstawowe oczekiwania inwestora do grupy liczącej od kilkudziesięciu do kilkuset funduszy.

Trzecim etapem jest wykonanie analizy ilościowej oraz jakościowej. Jest to zasadnicza część procesu selekcji. Inwestor powinien opracować własne kryteria i system oceny funduszy. Wśród danych ilościowych należy uwzględnić wyniki inwestycyjne, zmienność i korelację z głównymi klasami tradycyjnych aktywów, wielkość

zarządzanych aktywów, długość działania (*track record*), itp. Celem analizy jakościowej jest uzyskanie szczegółowych informacji na temat stylu i filozofii inwestycyjnej, stopnia wykorzystania różnych instrumentów finansowych, doświadczenia osoby/osób zarządzającej funduszem. Istotne jest również wyjaśnienie sposobu generowania nadwyżki stopy zwrotu ponad rynek (współczynnik alfa). Źródłem danych na tym etapie selekcji funduszy hedgingowych może być memorandum ofertowe (z ang. *private placement memorandum*), formularze i ankiety wysyłane menedżerom funduszy, jakiegokolwiek audytowane sprawozdania finansowe, krótkie wizyty składane menedżerom funduszy, spotkania z przedstawicielami funduszy, badania marketingowe.

Wynikiem trzeciego etapu selekcji funduszy powinien być zbiór kilku funduszy. Kolejnym etapem jest przeprowadzenie procesu *due diligence* wśród wyselekcjonowanych funduszy. Kluczowe obszary, które powinny być zbadane, to: strategia, fundusz, zespół zarządzający, infrastruktura, proces inwestycyjny. Pozyskiwanie informacji odbywa się z wykorzystaniem specjalnych kwestionariuszy/formularzy oraz bezpośrednich spotkań z kierownictwem funduszy i menedżerami portfeli. Wiele funduszy hedgingowych zatrudnia dodatkowy personel, którego celem jest kontakt z potencjalnymi inwestorami i odpowiadanie na kwestionariusze wykorzystywane w procesie *due diligence*. Finalnym wynikiem procesu selekcji jest formalny raport, z którego wynika rekomendacja dla wyboru danego funduszu.

Po dokonaniu inwestycji niezmiernie ważnym zadaniem inwestora jest ciągły monitoring wybranego funduszu lub funduszy hedgingowych, który nie powinien się ograniczać tylko do zwykłego kontrolowania wyników inwestycyjnych. Zalecane jest utrzymywanie regularnych kontaktów z menedżerami funduszu, jak również pozyskiwanie informacji na temat funduszu ze źródeł zewnętrznych, w tym od podmiotów współpracujących i obsługujących fundusz⁹. Bezpośrednia inwestycja w fundusz hedgingowy wiąże się z najwyższym poziomem ryzyka spośród wszystkich form inwestycji. W ekstremalnych sytuacjach inwestor może stracić nawet całość powierzonych środków. Trzy podstawowe kategorie ryzyka towarzyszące działalności funduszy hedgingowych to¹⁰:

- 1) ryzyko rynkowe, związane ze stosowaną strategią inwestycyjną i wykorzystywanymi instrumentami finansowymi;
- 2) ryzyko biznesu, związane z zarządzaniem funduszem, ale niezależne bezpośrednio od sytuacji rynkowej, np. zbyt niska baza kapitałowa, zmiana menedżera funduszu;

⁹ J. R. Hedges IV, Hedges on hedge funds: how to successfully analyze and select an investment, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey 2005, s. 18–19.

¹⁰ *Ibidem*, s. 44.

- 3) ryzyko operacyjne, związane z zapleczem organizacyjnym funduszu, szczególnie z przeprowadzaniem transakcji, księgowością, wyceną aktywów, administracją oraz raportowaniem.

Najczęstszym powodem upadków funduszy hedgingowych są czynniki ryzyka operacyjnego: fałszowanie sprawozdań i raportów finansowych, sprzeniewierzenie powierzonych środków, niedozwolone transakcje i niekontrolowane zmiany strategii inwestycyjnej, niewystarczające zasoby osobowe i rzeczowe. Nawet prawidłowo i dokładnie przeprowadzone badanie *due diligence* nie zapewni eliminacji ryzyka operacyjnego, chociaż może je znacznie ograniczyć poprzez odrzucenie funduszy podatnych na ten rodzaj ryzyka.

4. Pośrednie formy inwestycji w fundusze hedgingowe

Ze względu na złożony i wymagający szczególnych kompetencji proces inwestycji w fundusze hedgingowe, powstało wiele alternatywnych form ekspozycji na rynek funduszy hedgingowych. Z punktu widzenia potencjalnych inwestycji polskich klientów instytucjonalnych warto rozważenia wydają się trzy pośrednie formy: zagraniczne fundusze funduszy hedgingowych, krajowe fundusze inwestycyjne zamknięte oraz produkty strukturyzowane.

4.1. Zagraniczne fundusze funduszy hedgingowych

Fundusze funduszy hedgingowych zdobyły sobie ogromną popularność wśród amerykańskich i europejskich klientów instytucjonalnych z uwagi na dwie podstawowe zalety:

- wyłączenie inwestora z konieczności przeprowadzania złożonego procesu selekcji pojedynczych funduszy hedgingowych oraz
- dywersyfikację portfela pomiędzy różnych menedżerów lub strategie.

Firmy zarządzające funduszami funduszy hedgingowych mają odpowiednie zaplecze organizacyjne i osobowe, niezbędne do budowy portfela funduszy hedgingowych. Z uwagi na fakt, że specjalizują się zazwyczaj tylko w tej jednej dziedzinie, utrzymują ciągłe kontakty z wieloma menedżerami pojedynczych funduszy, a także dysponują cennymi i aktualnymi informacjami na temat tego segmentu rynku finansowego.

Dywersyfikacja portfela pomiędzy kilkanaście lub więcej pojedynczych funduszy umożliwia znaczną redukcję ryzyka związanego z menedżerem funduszu. W sytuacjach ekstremalnych, kiedy pojedynczy fundusz znacznie traci na wartości na skutek błędnych decyzji jego menedżera, spadek wartości inwestycji w funduszu funduszy jest o wiele mniej odczuwalny. Dywersyfikacja portfela funduszu funduszy

może również przejawiać się w alokacji aktywów pomiędzy różne strategie i style inwestycyjne. Rozwiązanie to umożliwi dalszą redukcję ryzyka o rodzaj ryzyka związanego z jedną konkretną strategią lub stylem inwestycyjnym.

Za znacznie niższym ryzykiem inwestycji, w porównaniu z pojedynczymi funduszami hedgingowymi, przemawiają także inne czynniki. Wiele podmiotów zarządzających FoHF należy do grup kapitałowych związanych z bankami inwestycyjnymi, firmami zarządzającymi aktywami czy towarzystwami ubezpieczeniowymi, co wiąże się z większym naciskiem na kontrolę ryzyka w działalności tych podmiotów. Ponadto, znaczna część funduszy funduszy, zwłaszcza europejskich, podlega rejestracji, a emitowane przez nie udziały są nierzadko notowane na giełdach papierów wartościowych.

Do pozostałych zalet funduszy funduszy hedgingowych należy zaliczyć:

- mniejszą zmienność stóp zwrotu,
- większą dostępność dla inwestorów, przejawiającą się w możliwości stworzenia portfela funduszy, przy relatywnie mniejszych wymogach kapitałowych,
- zapewnienie pośredniego dostępu do funduszy „zamkniętych” dla większości inwestorów, na podstawie długoterminowych relacji FoHF z menedżerami takich funduszy,
- większą przejrzystość inwestycji (regularne raporty nt. portfela FoHF i największych pozycji w pojedynczych funduszach).

Analizy wyników inwestycyjnych dowiodły jednak, że fundusze funduszy osiągają istotnie niższe stopy zwrotu niż indywidualne fundusze hedgingowe. Główną przyczyną jest podwójna struktura opłat¹¹. Po pierwsze, indywidualne fundusze hedgingowe pobierają wynagrodzenie za zarządzanie, przeciętnie 1–2% od aktywów w skali roku, oraz opłatę motywacyjną, uzależnioną od wyników funduszy (*incentive fee*), średnio w wysokości 20% od nadwyżki ponad pewną arbitralnie ustaloną stopę zwrotu. Ponadto, fundusze funduszy pobierają stałą opłatę od aktywów, wynoszącą średnio 1–1,5%, oraz opłatę od wyników, zazwyczaj w wysokości 10%. Fundusze funduszy często otrzymują część opłat za zarządzanie pobieranych przez menedżerów indywidualnych funduszy (tzw. *retrocession*), ale rzadko przekazują je swoim klientom. Co więcej, okazuje się, że prowizja od wyników pobierana przez fundusze funduszy nie motywuje menedżerów do osiągania ponadprzeciętnych stóp zwrotu¹².

Podwójna struktura opłat była jedną z przyczyn, dla której amerykańscy inwestorzy instytucjonalni zaczęli w ostatnich dwóch latach przenosić kapitał

¹¹ S. Brown, W. Goetzmann, B. Liang, Fees on Fees in Funds of Funds, NBER Working Paper, No. W9464, 2003, s. 8–9.

¹² *Ibidem*.

do funduszy stosujących jednocześnie wiele strategii (*multi-strategy*), będących tańszym substytutem funduszu funduszy. Jednakże upadek znanego funduszu Amaranth we wrześniu 2006 roku, na skutek dotkliwych strat poniesionych na rynku energii¹³, przypomina inwestorom o zaletach FoHF.

4.2. Polskie fundusze inwestycyjne zamknięte

Jedną z pośrednich form lokowania aktywów w fundusze hedgingowe mogą być certyfikaty inwestycyjne, emitowane przez fundusz inwestycyjny zamknięty, utworzony i zarejestrowany w Polsce, inwestujący w zagraniczne fundusze hedgingowe. Według polskiego prawa, fundusze zamknięte mają większe możliwości inwestycyjne w zakresie dostępnych instrumentów finansowych i limitów poszczególnych kategorii lokat niż fundusze otwarte. Zgodnie z ustawą o funduszach inwestycyjnych, fundusz inwestycyjny zamknięty może lokować aktywa m.in. w:

- papiery wartościowe,
- wierzytelności, z wyjątkiem wierzytelności wobec osób fizycznych,
- udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością,
- tytuły uczestnictwa w instytucjach wspólnego inwestowania,
- instrumenty pochodne, w tym niewystandaryzowane instrumenty pochodne pod warunkiem, że są zbywalne.

Taki zakres lokat umożliwi funduszowi zamkniętemu swobodne inwestowanie w fundusze hedgingowe i ich elastyczny dobór spośród liczego grona podmiotów o różnej formie prawnej i kraju rejestracji. Ponadto, fundusz zamknięty może zostać utworzony w formie funduszu z wydzielonymi subfunduszami. Każdy subfundusz może realizować odmienną politykę inwestycyjną, skupiając się na lokowaniu w fundusze hedgingowe o jednej określonej strategii.

Należy rozróżnić dwie główne koncepcje utworzenia funduszu zamkniętego inwestującego w fundusze hedge. Zgodnie z pierwszą koncepcją, fundusz służy jedynie jako wehikuł inwestycyjny, stworzony na konkretne zamówienie ze strony polskiego inwestora lub grupy inwestorów instytucjonalnych. Całość aktywów funduszu inwestowana jest w jeden fundusz hedgingowy¹⁴. Taka koncepcja umożliwia obejście restrykcyjnych regulacji w zakresie działalności lokacyjnej krajowych instytucji, a zwłaszcza funduszy emerytalnych. Jednak w dalszym ciągu zagadnienie wyboru funduszu hedgingowego pozostaje w gestii obowiązków

¹³ E. Trincal, In Amaranth Wake, Investors May Revisit Funds of Funds, Hedge World News, 27 września 2006 r., www.hedgeworld.com

¹⁴ Zgodnie z ustawą o funduszach inwestycyjnych limit koncentracji, dotyczący inwestycji funduszu zamkniętego w tytuły uczestnictwa pojedynczej instytucji wspólnego inwestowania, może wynosić do 100%, po spełnieniu dodatkowych wymogów dotyczących m.in. przedstawienia szczegółowych informacji na temat tej instytucji wspólnego inwestowania.

inwestora. Towarzystwo funduszy inwestycyjnych jedynie udostępnia i administruje funduszem, za co pobiera wynagrodzenie liczone w procentach od wartości aktywów netto funduszu w skali roku. Na podstawie analizy polskiego rynku funduszy inwestycyjnych można założyć, że opłata ta nie powinna być wyższa niż 0,4%. Ponadto do kosztów obciążających aktywa należy jeszcze dodać m.in. wynagrodzenie depozytariusza, koszty badania sprawozdań finansowych, prowizje i opłaty związane z transakcjami funduszu, wszelkie opłaty wymagane przez organy państwowe lub samorządowe, w tym opłaty rejestracyjne i z tytułu udzielenia zezwolenia, ewentualne koszty usług prawnych.

Poziom ryzyka związanego z lokatą w certyfikaty funduszu, który pełni jedynie rolę wehikułu inwestycyjnego, jest porównywalny z poziomem ryzyka występującego przy bezpośredniej inwestycji w wybranym funduszu hedgingowym.

Druga koncepcja polega na utworzeniu funduszu, który dokonuje lokat w tytuły uczestnictwa funduszy hedgingowych na podstawie kompleksowej selekcji tych podmiotów i jest skierowany do szerokiego grona inwestorów instytucjonalnych. Głównym wyzwaniem w tej koncepcji jest zarządzanie portfelem inwestycyjnym funduszu. Zgodnie z tym co zaprezentowano powyżej, selekcja i monitorowanie funduszy hedgingowych jest procesem wymagającym ogromnego doświadczenia i wiedzy, a także bardzo dobrych kontaktów z menedżerami funduszy hedge. Budowanie kompetencji w tym zakresie przez krajowe TFI lub spółkę *asset management* jest procesem czasochłonnym i kosztownym. Zapewne w pierwszej fazie działalności funduszu funduszy niezbędne byłoby zawarcie umowy doradczej z zagranicznym podmiotem, wyspecjalizowanym w usługach konsultingowych z zakresu budowy portfela funduszy hedgingowych. Można też założyć, że zarządzanie portfelem FoHF mogłoby zostać przekazane zagranicznemu podmiotowi, który miałby pełną swobodę w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych w ramach ustalonych limitów. Jednak obydwa warianty są dość kosztowne i, podobnie jak w przypadku zagranicznych FoHF, wprowadzają podwójną strukturę kosztów. Co więcej, *outsourcing* usługi zarządzania portfelem przez podmiot zagraniczny mógłby wiązać się z dodatkowymi obciążeniami podatkowymi (podatek VAT) dla krajowego funduszu.

Zaletą inwestycji w certyfikaty funduszu funduszy hedgingowych jest znacznie niższe ryzyko w porównaniu z bezpośrednią inwestycją, dzięki dywersyfikacji portfela lokat. Z uwagi na ścisły i stały nadzór nad działalnością krajowych funduszy inwestycyjnych, ryzyko jest nieco mniejsze w porównaniu z inwestycją w zagraniczne fundusze funduszy, które bardzo często nie podlegają kontroli ze strony regulatora.

Certyfikaty inwestycyjne są lokatą o stosunkowo niskiej płynności, ale nie mniejszej niż w przypadku bezpośredniej inwestycji w fundusz hedgingowy. Fundusz inwestycyjny zamknięty może bowiem dokonać emisji certyfikatów publicznych, a następnie wprowadzić je do obrotu giełdowego. Wiąże się to jednak z dodatkowymi kosztami i negatywnie wpływa na stopę zwrotu z inwestycji w certyfikaty. Poza tym płynność obrotu tego typu papierami wartościowymi na warszawskiej giełdzie jest obecnie znikoma. W celu poprawienia płynności fundusz powinien oferować możliwość wykupu certyfikatów na żądanie uczestnika. Okres upływający od zgłoszenia takiego żądania do momentu wykupu powinien umożliwiać funduszowi sprzedaż składników portfela, aby zabezpieczyć realizację zobowiązań wobec uczestników. W praktyce oznacza to, że częstotliwość wykupu certyfikatów będzie w najlepszym przypadku równa częstotliwości umarzania udziałów z funduszy hedgingowych, będących przedmiotem lokat FoHF.

Wprawdzie dotychczas nie powstał w Polsce ani jeden fundusz funduszy hedgingowych w formie zamkniętej, niemniej jednak certyfikaty takiego funduszu mogłyby być preferowaną formą ekspozycji na rynek funduszy hedgingowych dla polskich inwestorów instytucjonalnych, z uwagi na ograniczenia prawne w ich działalności lokacyjnej, szczególnie w przypadku otwartych funduszy emerytalnych. Tworzenie takich funduszy przez krajowe towarzystwa funduszy inwestycyjnych jest uwarunkowane zgłoszeniem wyraźnego zapotrzebowania ze strony klientów instytucjonalnych.

4.3. Produkty strukturyzowane

Jedną z przyczyn powstania i rozwoju produktów strukturyzowanych są restrykcyjne regulacje rynku finansowego. Szczególną popularność zdobyły sobie w Europie właśnie z powodu restrykcyjnego prawa. Umożliwiają inwestorom pośredni dostęp do różnych klas aktywów i rynków finansowych. Obejmują szeroką gamę instrumentów finansowych, zróżnicowanych pod względem terminu zapadalności, profilu ryzyka, a ich cena powiązana jest ze stopą zwrotu z instrumentu bazowego. Produkty strukturyzowane łączą w sobie dwa lub więcej instrumentów finansowych, z których jeden, określany mianem bezpiecznego, np. obligacja zero-kuponowa, generuje minimalną stopę zwrotu, a drugi, będący najczęściej derywatem, pozwala wypracować znaczny zysk dzięki zastosowaniu dźwigni finansowej. Produkty te są najczęściej dopasowywane do indywidualnych potrzeb i oczekiwań nabywcy. Instrumenty strukturyzowane posiadają zazwyczaj następujące cechy:

- minimalny poziom gwarancji kapitału jest zdefiniowany w momencie emisji produktu. W praktyce występują dwa rodzaje produktów: z pełną ochroną kapitału, tzn. gwarantujące zwrot 100% powierzonych środków, oraz z częściową ochroną kapitału, gwarantujące inwestorowi zwrot określonej części zainwestowanych środków w momencie wykupu,

- końcowa stopa zwrotu, czyli cena w momencie wygaśnięcia, zależy od zmiany notowań pojedynczego instrumentu finansowego lub koszyka instrumentów. Wysokość ostatecznej ceny może zależeć zarówno od wzrostu, jak i spadku cen instrumentów finansowych. Oferowane są zatem produkty, które umożliwiają odnoszenie korzyści na spadkach cen instrumentów finansowych. Często spotykane są produkty, których cena powiązana jest ze zmianą wartości koszyka instrumentów finansowych obejmujących różne klasy aktywów.

W przypadku produktów oferujących ekspozycję na rynek funduszy hedgingowych końcowa cena może być powiązana ze stopą zwrotu z:

- indeksu obejmującego szerokie spektrum funduszy, lub
- portfela złożonego z funduszy hedgingowych wyselekcjonowanych przez emitenta struktury¹⁵, lub
- funduszu funduszy hedgingowych wybranego przez wystawcę lub zarządzanego przez podmiot powiązany z wystawcą instrumentu strukturyzowanego.

Główną zaletą produktów strukturyzowanych powiązanych z wynikami funduszy hedgingowych jest możliwość inwestowania w tę klasę aktywów, podczas gdy inwestycje bezpośrednie są często prawnie ograniczone. Z kolei fundusze hedgingowe zyskują kanał dystrybucji na wielu rynkach, do których dostęp byłby obwarowany obowiązkiem rejestracji przed organami nadzoru. Szacuje się, że 20–25% wpłat netto do funduszy hedgingowych na świecie przypada na produkty strukturyzowane¹⁶.

Gwarantowane produkty strukturyzowane oferują wysoki poziom bezpieczeństwa, z jednoczesną możliwością osiągania zysków z funduszy hedgingowych. Poziom ryzyka związany z taką inwestycją jest niski. Wiodące światowe banki inwestycyjne, zajmujące się emisją strukturyzowanych papierów wartościowych, posiadają ratingi nadane przez międzynarodowe organizacje na wysokim poziomie, często przewyższającym rating Polski, jako emitenta obligacji skarbowych.

Instrumenty strukturyzowane powiązane z funduszami hedgingowymi cechują się niską płynnością. Większość tego typu instrumentów jest notowana na rynku regulowanym, głównie na giełdach w Luksemburgu, Londynie, Irlandii

¹⁵ Banki inwestycyjne emitujące produkty strukturyzowane bardzo często oferują specjalne platformy zapewniające dostęp do kilkuset funduszy hedgingowych. Przykładem może być francuska grupa finansowa Societe Generale, która należy do liderów rynku produktów strukturyzowanych. W grupie Societe Generale wyodrębniona jest spółka Lyxor Asset Management, specjalizująca się w inwestycjach alternatywnych, posiadająca dostęp do ponad 850 funduszy hedgingowych.

¹⁶ Report of the Alternative Investment Export Group. Managing, Servicing and Marketing Hedge Funds In Europe, European Commission Internal Market and Services DG, July 2006, s. 21, <http://ec.europa.eu>

oraz Niemczech. Emitenci tworzą rynek wtórny, umożliwiając inwestorom sprzedaż bądź nabycie instrumentów strukturyzowanych. Zdarza się również, że emitenci oferują bezpośrednie wykupy przed terminem zapadalności. Jednakże transakcje przeprowadzane są z częstotliwością miesięczną, rzadziej tygodniową, co podyktowane jest koniecznością zmiany struktury portfela emitenta. Jeśli instrumentem bazowym jest fundusz funduszy hedgingowych lub koszyk funduszy hedgingowych, emitent staje przed problemem aktualnej wartości tych podmiotów. Proponowana przez emitenta cena odkupu instrumentu strukturyzowanego może nie odzwierciedlać jego rzeczywistej wartości. Z tego powodu różnica pomiędzy oferowaną ceną kupna i sprzedaży, stosowana przez emitentów produktów strukturyzowanych, przekracza nierzadko 2%.

Produkty strukturyzowane występują w różnych formach prawnych. Mogą to być papiery dłużne, w tym obligacje z wbudowanymi opcjami, certyfikaty zagranicznych funduszy zamkniętych, tytuły uczestnictwa instytucji wspólnego inwestowania, warranty. Wybór konkretnej formy uzależniony jest od uregulowań prawnych w zakresie polityki lokacyjnej danego inwestora.

5. Uwarunkowania prawne w działalności lokacyjnej towarzystw ubezpieczeniowych i otwartych funduszy emerytalnych

Polityka lokacyjna instytucji ubezpieczeniowych nie może być prowadzona w całkowicie dowolny sposób. Zgodnie z obowiązującym prawem, wybór kierunków inwestowania przez towarzystwa ubezpieczeniowe powinien opierać się na trzech podstawowych kryteriach: bezpieczeństwie, rentowności i płynności dokonywanych lokat. Zakład ubezpieczeń jest zobligowany do tworzenia rezerw techniczno-ubezpieczeniowych, które są przeznaczone na pokrycie bieżących i przyszłych zobowiązań, jakie mogą wynikać z zawartych umów ubezpieczenia. Ustawa o działalności ubezpieczeniowej wprowadza ograniczenia dotyczące form, jak i maksymalnych wysokości poszczególnych lokat, które stanowią aktywa na pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych. Pozostałe aktywa towarzystwa ubezpieczeniowego mogą być inwestowane bardziej swobodnie, ale zgodnie z wewnętrznym regulaminem oraz strategią dokonywania inwestycji.

Regulacje prawne w działalności lokacyjnej towarzystw ubezpieczeniowych nie wykluczają zatem możliwości zarówno bezpośrednich, jak i pośrednich inwestycji w fundusze hedgingowe. Możliwość uznania określonej formy inwestycji w fundusze hedgingowe, jako aktywów stanowiących pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych, będzie zależała m.in. od formy prawnej i waluty tej lokaty. Niewątpliwie najmniejsze ograniczenia spośród przedstawionych potencjalnych

form inwestycji w fundusze hedgingowe dotyczą certyfikatów inwestycyjnych, emitowanych przez krajowe fundusze inwestycyjne zamknięte¹⁷.

Działalność lokacyjna otwartych funduszy emerytalnych podlega o wiele bardziej restrykcyjnym ograniczeniom. Fundusz emerytalny może lokować tylko do 5% wartości aktywów poza granicami kraju i tylko w ściśle określone kategorie lokat. Dopuszczone zostały lokaty w tytuły uczestnictwa zagranicznych instytucji wspólnego inwestowania, ale tylko takich, które oferują tytuły uczestnictwa publicznie i umarzają je na żądanie uczestnika. Taki zapis praktycznie wyklucza możliwość bezpośrednich inwestycji w indywidualne fundusze hedgingowe i znacząco ogranicza grupę zagranicznych funduszy hedgingowych jako potencjalny przedmiot lokat. Fundusze emerytalne mają jedynie skromne możliwości inwestowania w strukturyzowane papiery wartościowe emitowane przez międzynarodowe banki inwestycyjne, np. w ramach programu Euro Medium Term Note¹⁸.

Podobnie zatem, jak w przypadku instytucji ubezpieczeniowych, największe możliwości w zakresie potencjalnych form ekspozycji na rynek funduszy hedgingowych dla funduszy emerytalnych oferują certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte. Suma lokat w te instrumenty może stanowić do 10% aktywów funduszy emerytalnych, jednak lokaty w certyfikatach wyemitowanych przez jeden fundusz inwestycyjny zamknięty nie mogą stanowić więcej niż 2% wartości aktywów oraz więcej niż 35% jednej emisji certyfikatów. Kolejnym istotnym ograniczeniem jest także zakaz nabywania certyfikatów funduszy zarządzanych przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych, którego akcjonariuszami są akcjonariusze powszechnego towarzystwa emerytalnego zarządzającego funduszem emerytalnym lub podmioty z nimi związane. Ograniczenia te wykluczają możliwość utworzenia wehikułu inwestycyjnego dedykowanego jednemu funduszowi emerytalnemu. Pełne wykorzystanie limitu inwestycyjnego w zakresie nabywania certyfikatów inwestycyjnych przez otwarte fundusze emerytalne wymagałoby funk-

¹⁷ Zgodnie z art. 155 Ustawy o działalności ubezpieczeniowej z 22 maja 2003 r. (Dz.U. 2003 Nr 124 poz. 1151 ze zm.), certyfikaty inwestycyjne funduszy inwestycyjnych zamkniętych mogą stanowić pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych w wysokości do 10% wartości tych rezerw. Lokaty dokonywane za granicą mogą być uznane za aktywa stanowiące pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych, po spełnieniu dodatkowych warunków określonych w ustawie (odnośnie do lokat w państwach członkowskich UE) oraz Rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie zezwolenia ogólnego na uznawanie za środki stanowiące pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych aktywów znajdujących się poza granicami państw członkowskich Unii Europejskiej z dnia 23 kwietnia 2004 r. (Dz.U. 2004 Nr 94 poz. 910).

¹⁸ Zgodnie z § 1 ust. 2 Rozporządzenia Ministra Finansów w sprawie ogólnego zezwolenia na lokowanie aktywów funduszy emerytalnych poza granicami kraju z dnia 23 grudnia 2003 r. (Dz.U. 2003 Nr 229 poz. 2286), aktywa funduszu emerytalnego mogą być lokowane w papiery wartościowe emitowane przez spółki notowane na podstawowych giełdach rynków kapitałowych państw należących do OECD oraz państw, z którymi Polskę wiążą umowy o popieraniu i wzajemnej ochronie inwestycji.

cjonowania na polskim rynku co najmniej pięciu funduszy funduszy hedgingowych w formie zamkniętej.

6. Podsumowanie

Zestawienie głównych zalet i wad poszczególnych form ekspozycji na rynek funduszy hedgingowych zawiera tabela 1. Z uwagi na uwarunkowania prawne w działalności lokacyjnej oraz poziom ryzyka związanego z poszczególnymi formami inwestycji, polscy inwestorzy instytucjonalni powinni rozpocząć inwestowanie w fundusze hedgingowe od form pośrednich, takich jak gwarantowane produkty strukturyzowane lub fundusze funduszy. Wraz z rozwojem samodzielnych kompetencji w zakresie inwestowania w tę klasę aktywów, krajowe instytucje mogłyby zwiększać bezpośrednio zaangażowanie w fundusze hedgingowe.

Biorąc pod uwagę stopień regulacji działalności lokacyjnej, można oczekiwać, że to towarzystwa ubezpieczeniowe, jako pierwsze, zainteresują się inwestycjami w aktywa alternatywne, a szczególnie w fundusze hedgingowe. Obecna konstrukcja systemu funduszy emerytalnych, a zwłaszcza mechanizm minimalnej wymaganej stopy zwrotu, osłabia motywację do podejmowania odmiennych decyzji inwestycyjnych przez zarządzającego funduszem emerytalnym w stosunku do pozostałych funduszy emerytalnych. Zamiast zachęcać do rzeczywistej dywersyfikacji portfela, system ten wymusza tylko dywersyfikację „pozorną”, opartą na restrykcyjnych limitach i ograniczeniach w ramach lokat na słabo rozwiniętym krajowym rynku kapitałowym.

Tabela 1. Potencjalne formy inwestycji na rynku funduszy hedgingowych

Forma inwestycji	Zalety	Wady
Fundusz hedgingowy	+ najwyższa oczekiwana stopa zwrotu	– trudny proces wyboru „właściwego” funduszu, wymagający głębokiej znajomości rynku
	+ największe możliwości dywersyfikacji portfela lokat	
Zagraniczny fundusz funduszy hedgingowych	+ redukcja ryzyka poprzez dywersyfikację	– uśrednione stopy zwrotu
	+ mniejsza zmienność stóp zwrotu	– podwójna struktura opłat
	+ brak problemu selekcji konkretnego funduszu	– ryzyko podmiotu zarządzającego, który często nie podlega regulacjom

cd. tabeli 1

Forma inwestycji	Zalety	Wady
	+ dostęp do funduszy zarządzanych przez najlepszych menedżerów	
	+ niektóre fundusze notowane na rynku regulowanym	
Polski fundusz funduszy hedgingowych (zdywersyfikowany)	+ relatywnie mniejsze ryzyko (większa kontrola organu nadzoru)	- przewlekły termin postępowania przez organ nadzoru na etapie tworzenia funduszu
	+ podmiot krajowy, mniejsze ograniczenia dla inwestorów	- podwójna struktura opłat
	+ możliwość obrotu giełdowego certyfikatami	
Produkty strukturyzowane z ekspozycją na rynek funduszy hedgingowych	+ elastyczniejszy dostęp do rynku funduszy hedgingowych (większe możliwości lokacyjne)	- często ograniczony potencjał zysku (zwłaszcza w produktach gwarantowanych)
	+ najwyższy poziom bezpieczeństwa (w przypadku produktów gwarantowanych)	- wysokie i często mało przejrzyste koszty (uwzględnione w konstrukcji produktu)
	+ rynek wtórny organizowany przez emitenta	

Źródło: opracowanie własne.

7. Bibliografia

Dokumenty prawne:

1. Rozporządzenie Ministra Finansów w sprawie ogólnego zezwolenia na lokowanie aktywów funduszy emerytalnych poza granicami kraju z dnia 23 grudnia 2003 r. (Dz.U. 2003 Nr 229 poz. 2286).
2. Rozporządzenie Rady Ministrów w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat, oraz dodatkowych ograniczeń w zakresie prowadzenia działalności lokacyjnej przez fundusze emerytalne z dnia 3 lutego 2004 r. (Dz.U. 2004 Nr 32 poz. 276 ze zm.).

3. Rozporządzenie Ministra Finansów w sprawie zezwolenia ogólnego na uznawanie za środki stanowiące pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych aktywów znajdujących się poza granicami państw członkowskich Unii Europejskiej z dnia 23 kwietnia 2004 r. (Dz.U. 2004 Nr 94 poz. 910).
4. Ustawa o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych z 27 sierpnia 1997 r. (Dz.U. 1997 Nr 139 poz. 934 ze zm.).
5. Ustawa o działalności ubezpieczeniowej z 22 maja 2003 r. (Dz.U. 2003 Nr 124 poz. 1151 ze zm.).
6. Ustawa o funduszach inwestycyjnych z 27 maja 2004 r. (Dz.U. 2004 Nr 146 poz. 1546 ze zm.).

Wydawnictwa zwarte:

1. Hedges IV J. R., Hedges on hedge funds: how to successfully analyze and select an investment, John Wiley and Sons, Hoboken, New Jersey 2005.
2. Jonczyk B. i inni, Finansowe aspekty działalności zakładów ubezpieczeń, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2004.
3. Lhabitant F., Hedge funds: myths and limits, John Wiley and Sons, Chichester 2002.
4. McCrary S. A., Hedge fund course, John Wiley and Sons, Hoboken, New Jersey 2005.

Artykuły prasowe i okolicznościowe:

1. Brown S., Goetzmann W., Liang B., Fees on Fees in Funds of Funds, NBER Working Paper, No. W9464, 2003.
2. Eichengreen B., Mathieson D., Hedge funds: what do we really know?, International Monetary Fund, Washington D.C., 1999.
3. Fung W., Hsieh D., 1999, A Primer on Hedge Funds, „Journal of Empirical Finance”, No. 6 (1999).
4. Purcell D., Crowley P., The Reality of Hedge Funds, „The Journal of Investing”, Fall 1999, Vol. 8, No. 3.

Materiały internetowe:

1. Continental Institutions Diversify Portfolios With Hedge Funds And Other Non-Traditional Investments, Greenwich Associates, www.greenwich.com, 16 października 2006.
2. Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management, Report of The President's Working Group on Financial Markets, April 1999, www.treasury.gov, 17 października 2006.
3. Institutional Demand for Hedge Funds 2, The Bank of New York and Casey, Quirk & Associates, www.cqallc.com, 16 października 2006.

4. Investment Funds In Luxembourg. A Technical Guide – September 2006, Ernst & Young, www.ey.com, 18 października 2006.
5. Trincal E., In Amaranth Wake, Investors May Revisit Funds of Funds, Hedge World News, www.hedgeworld.com, 27 września 2006.
6. www.hedgefundresearch.com

Znaczenie obligacji indeksowanych inflacją dla budowy efektywnego portfela papierów wartościowych

1. Wprowadzenie

Pierwsza emisja długoterminowych rynkowych obligacji indeksowanych inflacją IZ0816 w Polsce w sierpniu 2004 roku dowodzi przeniknięcia na rynek krajowy ogólnoswiatowej – zapoczątkowanej w 1981 roku w Wielkiej Brytanii – tendencji do zaciągania części długu publicznego przy użyciu instrumentów indeksowanych inflacją i nakłania do refleksji nad przesłankami rozwoju rynku obligacji indeksowanych inflacją w okresie historycznie niskiej w skali świata inflacji. Szukając uzasadnienia dla rosnącej liczby emisji, w pierwszej części niniejszej publikacji dokonano przeglądu argumentów przemawiających za istnieniem popytu i podaży obligacji indeksowanych inflacją. Opierając się na danych empirycznych, podjęto następnie próbę potwierdzenia tezy, że ważną przesłanką rozwoju współczesnego rynku obligacji indeksowanych inflacją jest ich znaczący wkład w dywersyfikację portfeli inwestycyjnych. Na potrzeby analizy, ze względu na wstępną fazę rozwoju krajowego rynku obligacji indeksowanych (jedna emisja i niska płynność rynku), posłużono się danymi z bliskiego Polsce – ze względu na perspektywę akcesji – obszaru euro.

2. Charakterystyka obligacji indeksowanych inflacją

2.1. Istota instrumentu i rodzaje obligacji zamiennych

Za moment narodzin współczesnego rynku obligacji indeksowanych inflacją zwykło się w literaturze przyjmować rok 1981, kiedy to rząd brytyjski po raz pierwszy wyemitował tego typu instrument. Dynamicznemu rozwojowi rynku sprzyjała nasilająca się wówczas inflacja. Historia obligacji indeksowanych inflacją jest jednak znacznie dłuższa¹. Pierwszym przykładem długu indeksowanego są obligacje wyemitowane w 1742 roku przez stan Massachusetts², indeksowane w stosunku do zmian cen srebra na giełdzie londyńskiej.

¹ Barclays Capital Inflation-Linked Team, European inflation-linked bonds, w: The handbook of European fixed income securities, pod red. nauk. F. J. Fabozzi, Moorad Choundry. Wyd. Wiley & Sons 2004, s. 229.

² Obszernie na ten temat patrz: R. Shiller, The invention of inflation-linked bonds in early America, Working paper, Yale University, 2003.

Po 1945 roku emisji obligacji indeksowanych inflacją dokonały, między innymi, Izrael, Brazylia i Argentyna³. Emisje te odbyły się w obliczu wysokiej i zmiennej inflacji. Stały się koniecznością wynikającą z niechęci inwestorów do nabywania instrumentów o dłuższym terminie wykupu, nie zabezpieczonych przed utratą siły nabywczej. Od tego czasu motywy emisji uległy pokaźnej ewolucji i do grona emitentów na początku 2004 roku dołączyła nękana deflacją Japonia⁴. Największymi współczesnymi emitentami obligacji indeksowanych inflacją są: USA, Wielka Brytania, Kanada, Francja, Australia, Szwecja i Włochy.

Obligacja indeksowana inflacją⁵ to instrument zaprojektowany w celu ochrony emitenta i inwestora przed zmianami w ogólnym poziomie cen w gospodarce. Gwarantuje ona z jednej strony pewność zachowania siły nabywczej inwestorowi, a z punktu widzenia emitenta zapewnia stałe realne koszty finansowania⁶. Obligacje indeksowane inflacją mogą się znacząco różnić w swojej szczegółowej konstrukcji w zależności od kraju i rynku⁷. Zawsze łączy je jednak właściwość polegająca na ochronie przed zmianami poziomu cen, poprzez uzależnienie wielkości generowanych przepływów pieniężnych od pewnego indeksu odzwierciedlającego wysokość inflacji w danej gospodarce.

Ogólnie o wysokości kuponu, jaki przypada inwestorowi, decydują tutaj dwa elementy: wysokość realnego kuponu ustalona w momencie emisji obligacji i nie podlegająca zmianie w czasie oraz rekompensata za utratę siły nabywczej, zależna od natężenia zjawisk inflacyjnych. Realna rentowność w terminie do wykupu jest zatem wielkością pewną, podczas gdy rentowność w kategoriach nominalnych ustalić można dopiero *ex post*.

Najczęściej spotykanym typem są obligacje o indeksowanym nominale (ang. *capital indexed bonds*) i obligacje o indeksowanych płatnościach kuponowych (ang. *interest indexed bonds*). Rzadkością są inne rozwiązania, jak obligacje indeksowane annuitetowe czy też obligacje indeksowane zerokuponowe⁸.

Obligacje o indeksowanym nominale, które są podstawą rozważań prowadzonych w niniejszej pracy, charakteryzuje kupon realny o stałej wysokości, odnoszący się do nominału, którego wartość nominalna rośnie wraz z inflacją. Płatności kuponowe oblicza się jako iloczyn wysokości kuponu realnego oraz skorygowanego

³ Szerzej na ten temat emisji do roku 1960 por. P. Robson, *Index-linked bonds*, „The Review of Economic Studies”, Vol. 28, No. 1, 1960, s. 57 i nast.

⁴ Barclays Capital Inflation-Linked Team, *European...*, *op. cit.*, s. 229.

⁵ W języku angielskim są one zamiennie określane mianem: *inflation-linked bonds*, *inflation-indexed bonds*, *index-linked bonds*, *real return bonds*, *inflation bonds* lub kolokwialnie *linkers*.

⁶ M. Deacon, A. Derry, D. Mirfenderski, *Inflation-indexed securities. Bonds, swaps and other derivatives*, Second edition, Wyd. Wiley & Sons, 2004, s. 1.

⁷ W szczególności wyróżnić można model brytyjski i kanadyjski, por.: Barclays Capital, *Global inflation linked products. A users's guide*, Barclays Capital Research, 2004, s. 4.

⁸ Por.: M. Deacon, A. Derry, D. Mirfenderski, *Inflation-indexed...*, *op. cit.*, s. 17 i nast.

o inflację nominalną. Wykup nominalu następuje według ceny wynikającej z korekt inflacyjnych za cały okres od momentu emisji obligacji do terminu zapadalności. Obligacje o indeksowanych płatnościach kuponowych wypłacają w okresach odsetkowych kupony równe sumie ustalonej w czasie emisji stałej realnej stopy procentowej oraz stopy inflacji w danym okresie. Indeksacji nie podlega nominal obligacji. Z tego też względu bywają one określane jako zabezpieczone przed inflacją obligacje o zmiennym oprocentowaniu.

Kluczowym zagadnieniem związanym z obligacjami indeksowanymi inflacją jest wybór indeksu opisującego zmiany inflacyjne. Emitent zainteresowany jest, aby indeks doskonale odzwierciedlał zmiany w jego przychodach, natomiast z punktu widzenia inwestora ważna jest zależność między zmianami wartości indeksu a jego wydatkami. Pogodzenie tych odmiennych interesów zazwyczaj nie jest w pełni możliwe i wymaga zastosowania rozwiązań kompromisowych. Różne są również potrzeby poszczególnych grup inwestorów. Inwestorom prywatnym zależy na przykład bardziej na indeksacji do poziomu cen dóbr konsumpcyjnych, podczas gdy fundusze emerytalne chętniej nabywałyby instrumenty powiązane z indeksem mierzącym zmiany poziomu płac.

Inwestorzy, nabywający obligacje indeksowane w celu zabezpieczenia przyszłych zobowiązań zmieniających się wraz z inflacją, narażeni są na tzw. ryzyko bazowe, wynikające z różnicy pomiędzy wielkościami stosowanymi do indeksacji obligacji a tymi, które bezpośrednio decydują o wielkości ich przyszłych zobowiązań. Wraz ze wzrostem ryzyka bazowego zanika zdolność obligacji indeksowanych do ochrony przyszłych zobowiązań inwestora przed wpływami inflacji⁹.

Pożądaną cechą indeksu jest, aby jego konstrukcja w czasie nie ulegała zmianie i aby był on opracowywany i publikowany przez instytucję niezależną od emitenta, z dużą częstotliwością i terminowością¹⁰. Postulaty te spełnia indeks zmian cen dóbr konsumpcyjnych i warianty tego właśnie indeksu stosowane są najczęściej do indeksacji obligacji¹¹.

2.2. Obligacje indeksowane inflacją a obligacje nominalne

Obligacja indeksowana inflacją chroni zarówno emitenta, jak i inwestora, przed niepewnością co do kształtowania się inflacji w okresie od emisji obligacji do jej wykupu. Analogicznie do obligacji nominalnych, obligacje indeksowane inflacją generują płatności w okresach kuponowych, a nominal wykupywany jest w terminie zapadalności. Między obydwojma instrumentami istnieje jednak zasadnicza

⁹ *Ibidem*, s. 9–10.

¹⁰ Por.: W. Poole, Indexing and the capital markets, „The American Economic Review”, Vol. 66, No. 2, 1976, s. 203.

¹¹ M. Deacon, A. Derry, D. Mirfenderski, Inflation-indexed..., *op. cit.*, s. 11–17.

różnica. Podczas, gdy płatności, jakie generuje pierwszy instrument, określone są w wielkościach nominalnych, obligacje indeksowane inflacją gwarantują stałe płatności w kategoriach realnych. Ponieważ siła nabywcza nominalnie ustalonej kwoty ulega zmianie w zależności od natężenia inflacji, zarówno emitenci obligacji nominalnych, jak i inwestorzy narażeni są na ryzyko zmian poziomu inflacji. Ryzyko to jest wyeliminowane w obligacjach indeksowanych inflacją¹².

Nominalna stopa zwrotu z obligacji w terminie do wykupu uwzględnia wprawdzie aktualne na moment emisji oczekiwania inwestorów co do przyszłej stopy inflacji, lecz zrealizowana realna stopa zwrotu zmienia się wraz z inflacją, która faktycznie wystąpiła w okresie inwestycji. Jeśli faktyczna inflacja wzrasta ponad wielkość oczekiwań, spada realna stopa zwrotu. Gdy faktyczna inflacja spada poniżej oczekiwań, realna stopa zwrotu z inwestycji rośnie. Ponieważ jednak nie można z całą pewnością stwierdzić, jaka stopa inflacji faktycznie wystąpi w przyszłych okresach, zarówno inwestor, jak i emitent obligacji nominalnych ponoszą ryzyko zmian poziomu inflacji¹³.

Ryzykiem tym nie są obciążone instrumenty indeksowane inflacją. Nominalne strumienie pieniężne obligacji indeksowanej są korygowane skumulowanym wskaźnikiem inflacji tak, aby realne strumienie pieniężne, a tym samym realna stopa zwrotu, były niezależne od zmian poziomu inflacji. W przeciwieństwie do obligacji nominalnych, których wszystkie strumienie pieniężne i stopa zwrotu w terminie do wykupu korygowane są o oczekiwaną inflację raz – w momencie emisji, przepływy pieniężne z obligacji indeksowanych korygowane są na bieżąco w ciągu całego okresu do wykupu. Korekty następują już po wystąpieniu określonej wartości inflacji, dlatego też emitent i inwestor mają pewność uzyskania takiej realnej stopy zwrotu, jaką ustalili w momencie emisji.

Ryzyko zmian poziomu inflacji rośnie im dłuższy jest termin do wykupu obligacji. W przypadku krótkich terminów jest ono znikome ze względu na dużą precyzję prognoz inflacyjnych. Wielkości faktyczne i oczekiwane różnią się zazwyczaj nieznacznie w krótkich okresach. Nawet, gdy pewne odchylenia wystąpią dotyczą one obligacje o krótkich terminach wykupu znacznie mniej od obligacji wieloletnich¹⁴. Te dwa czynniki tłumaczą, dlaczego na rynku obligacji indeksowanych inflacją dominują instrumenty o długich terminach zapadalności.

¹² P. Shen, Benefits and limitations of inflation indexed treasury bonds, „Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review”, 1995, s. 41.

¹³ *Ibidem*, s. 42–43.

¹⁴ Dla przykładu podwojenie inflacji z 4% do 8% powoduje spadek realnej wartości rocznej obligacji zerokuponowej o nominale 100 PLN w terminie wykupu tylko o 4% z 96,15 PLN (100/1,04) do 92,59 PLN (100/1,08). Natomiast taka sama zmiana dla obligacji zerokuponowej 10-letniej niesie za sobą spadek realnej wartości nominalu w terminie wykupu rzędu 31% z 67,56 PLN (100/1,04¹⁰) do 46,32 PLN (100/1,08¹⁰).

Nawet w sytuacji, gdy realna stopa zwrotu w terminie do wykupu w warunkach inflacji dla obu typów obligacji jest jednakowa, obydwa instrumenty zasadniczo różni struktura strumieni pieniężnych. Oczywistą różnicą jest fakt, że obligacje nominalne generują stałe płatności nominalne, których wartość realna spada w czasie, a obligacje indeksowane są źródłem płatności rosnących nominalnie, lecz stałych w kategoriach realnych. Kupony wypłacane przez obligację indeksowaną inflacją są każdego roku mniejsze od kuponów obligacji nominalnych, gwarantujących jednakową nominalną stopę zwrotu w terminie do wykupu. Jest to możliwe poprzez wyższą, ze względu na fakt indeksacji¹⁵, cenę wykupu nominalu obligacji indeksowanej inflacją w terminie zapadalności.

3. Przesłanki rozwoju rynku obligacji indeksowanych inflacją

3.1. Pierwotne przesłanki rozwoju rynku obligacji indeksowanych inflacją

Fakt, że rozkwit rynku obligacji indeksowanych inflacją przypada na okres historycznie niskiej w skali świata inflacji, może pozornie wydawać się niedorzecznością. Intuicyjnie atrakcyjność tego instrumentu spada bowiem wraz z zanikiem zagrożeń inflacyjnych. Zrozumienie przesłanek rozwoju rynku obligacji indeksowanych inflacją w okresie niskiej inflacji wymaga ujęcia w rozważaniach ich znaczenia dla zarządzania ryzykiem i dywersyfikacji portfeli inwestycyjnych.

Pierwotne przesłanki rozwoju rynków obligacji indeksowanych inflacją:

1) redukcja kosztów obsługi długu poprzez uniezależnienie kosztów długu od nadmiernych oczekiwań inflacyjnych inwestorów.

Oszczędności pojawiają się w sytuacji, gdy inflacja okaże się niższa w stosunku do oczekiwań rynku w momencie emisji¹⁶. Motyw tego typu oszczędności odegrał podstawową rolę m.in. podczas pierwszych emisji obligacji indeksowanych inflacją w Wielkiej Brytanii¹⁷ i Szwecji¹⁸. W raporcie, podsumowującym 10-letnią historię emisji obligacji indeksowanych inflacją, Szwedzki Urząd ds. Obsługi Długu Publicznego ustalił, że oszczędności z tytułu emisji obligacji indeksowanych w Szwecji wyniosły 9 mld koron¹⁹.

¹⁵ Porównanie odnosi się do obligacji kuponowej zwykłej oraz najpopularniejszego rodzaju obligacji indeksowanej inflacją – obligacji o indeksowanym nominale.

¹⁶ R. Price, *The Rationale and design of inflation-indexed bonds*, Working Paper of the International Monetary Fund, IMF, 1997, s. 9.

¹⁷ UK Treasury, *Economic progress report, index gilts*, No. 133, 1981.

¹⁸ The Swedish National Debt Office, *Central government debt management – proposed guidelines*, 2001.

¹⁹ E. Thedeen, *Ten years with inflation-linked bonds – a new asset class has been established*, The Swedish National Debt Office, 2004, s. 4.

2) redukcja kosztów obsługi długu poprzez wyeliminowanie premii za ryzyko związane z niepewnością co do przyszłej inflacji.

Obligacje nominalne narażają inwestorów na ryzyko wahań realnej stopy zwrotu w zależności od inflacji, dlatego stopa zwrotu, jaką winny zapewnić, musi ujmować premię za ryzyko związane z inflacją²⁰. Wyniki badań empirycznych nad wysokością premii inflacyjnej pozostawiają wiele pytań i nie pozwalają na sformułowanie jednoznacznych prawidłowości. Zdaniem ekonomisty Johna Campbella, dolna granica przedziału jest ujemna na poziomie $-0,25\%$, natomiast granica górna to $1,35\%$, a najbardziej prawdopodobną wartością jest $0,5\%$ ²¹. Badania innych autorów, np. Gong i Remolona lub Breedon i Chadha, sugerują wyższe wartości premii²². W praktyce, tak jak sugeruje to również Campbell, na rynkach występować mogą nawet premie negatywne, szczególnie w początkowej fazie ich rozwoju.

Po pierwsze, rynki obligacji indeksowanych inflacją są na ogół mniej płynne niż rynki obligacji nominalnych. W tej sytuacji należy wziąć pod uwagę występowanie premii za niższą płynność, która co najmniej częściowo równoważy premię inflacyjną.

Po drugie, jeśli Skarbowi Państwa zależy na dywersyfikacji portfela poprzez zwiększenia udziału długu indeksowanego, może on zaakceptować ujemną premię inflacyjną w zamian za korzyści z dywersyfikacji.

3) uwiarygodnienie polityki antyinflacyjnej.

Emitując obligacje indeksowane inflacją, rząd nie ma możliwości uszczuplenia swoich przyszłych zobowiązań realnych za pomocą inflacji. Pojawienie się więc na rynku takiego instrumentu jest silnym sygnałem uwiarygodniającym intencje rządu nakierowane na trwałe obniżenie inflacji.

4) specyficzna struktura przepływów pieniężnych.

Standardowa obligacja indeksowana inflacją cechuje się relatywnie małymi przepływami pieniężnymi z tytułu płatności kuponowych oraz relatywnie dużą płatnością w terminie wykupu, ujmującą zakumulowaną inflację w całym okresie od emisji do wykupu. Jest ona dlatego swego rodzaju instrumentem dyskontowym, mało obciążającym emitenta z tytułu obsługi długu w początkowym okresie po emisji.

3.2. Wtórne przesłanki rozwoju rynku obligacji indeksowanych inflacją

Wraz z rozwojem rynków niektóre z wymienionych wcześniej argumentów tracą na aktualności (np. ze względu na dużą wiarygodność polityki pieniężnej). Na plan pierwszy wysuwa się wówczas paleta innych czynników:

1) synchronizacja wydatków i wpływów oraz stabilizacja finansów publicznych.

²⁰ P. Shen, Benefits..., *op. cit.*, s. 45.

²¹ *Ibidem*, s. 46.

²² M. Deacon, A. Derry, D. Mirfenderski, Inflation-indexed..., *op. cit.*, s. 61–63.

Przyszłe wpływy i wydatki budżetowe mają zasadniczo charakter strumieni realnych²³. Nominalnie wysokość wpływów podatkowych zależy, obok realnej aktywności gospodarczej, także od stopy inflacji, dlatego korzystne, z punktu widzenia budżetu, jest indeksowanie przyszłych zobowiązań z tytułu obsługi zadłużenia do inflacji, co daje lepszą synchronizację wpływów z wydatkami budżetowymi²⁴. Bodziec do emisji obligacji indeksowanych jest tym silniejszy im bardziej wrażliwe są wpływy do budżetu na zmiany inflacji.

2) zarządzanie ryzykiem.

Brak pewności co do rozwoju inflacji w przyszłości może zaowocować oszczędnościami w obsłudze długu zawsze, gdy istnieje dodatnie prawdopodobieństwo, że faktyczna przyszła inflacja będzie leżeć poniżej oczekiwań rynku²⁵. Ponadto, fakt, że inwestorzy są bardziej skłonni do nabywania wieloletnich obligacji indeksowanych inflacją niż do nabywania wieloletnich obligacji nominalnych, pozwala na ukształtowanie takiej struktury długu, która optymalizuje uciążliwości związane z finansowaniem instrumentami krótkookresowymi²⁶.

3) poszerzenie kręgu inwestorów.

Emitując obligacje indeksowane inflacją, Skarb Państwa jest w stanie dotrzeć do nowej grupy inwestorów i pozyskać środki, które nigdy nie zasiląby długu nominalnego. Dla przykładu, amerykańskie fundusze emerytalne tradycyjnie kupują bardzo mało obligacji nominalnych. Ich zainteresowanie obligacjami indeksowanymi jest natomiast duże i widoczna jest nawet tendencja do pozbywania się akcji na korzyść obligacji indeksowanych inflacją²⁷. Na jeszcze bardziej konkurencyjnym rynku europejskim walka o poszerzenie kręgu inwestorów jest bardzo intensywna. Pionierem w strefie euro była Francja, która program emisji obligacji indeksowanych rozpoczęła na kilka miesięcy przed wprowadzeniem euro. Chodziło o zajęcie pozycji lidera wśród emitentów w Europie kontynentalnej w oczekiwaniu obniżenia kosztów obsługi długu w przyszłości oraz dywersyfikację źródeł zasilania budżetu²⁸.

4) korzyści dywersyfikacji.

Obligacje indeksowane inflacją mają unikatowe cechy w kontekście analizy portfelowej. Niska korelacja z innymi aktywami powoduje, że umożliwiają osiągnięcie silniejszego efektu dywersyfikacji portfela inwestycyjnego²⁹. Fakt ten

²³ Barclays Capital Inflation-Linked Team, European..., *op. cit.*, s. 236.

²⁴ Por.: R. Barro, Nominal Management of indexed and nominal debt, NBER Working Paper Series, Working Paper No. 6197, 1997.

²⁵ Barclays Capital Inflation-Linked Team, European..., *op. cit.*, s. 236.

²⁶ Barclays Capital, Global..., *op. cit.*, s. 9.

²⁷ *Ibidem*.

²⁸ M. Deacon, A. Derry, D. Mirfenderski, Inflation-indexed..., *op. cit.*, s. 64.

²⁹ R. Dalio, D. Bernstein, Shifting the efficient frontier with inflation-indexed bonds, w: Handbook of inflation-indexed bonds, pod red. nauk. J. Brynjolfsson, J. Fabozzi, Wiley 1999, s. 11 i nast.

unaocznic można analizując zbiory portfeli efektywnych z punktu widzenia stopy zwrotu i ryzyka.

4. Obligacje indeksowane w kontekście analizy portfelowej

4.1. Wprowadzenie do analizy portfelowej

Analiza portfelowa, zapoczątkowana przez Harry'ego Markowitza, opiera się na założeniu, że inwestorów charakteryzuje awersja do ryzyka i – w konsekwencji – spośród dwu portfeli o jednakowej oczekiwanej stopie zwrotu wybierają portfel, który charakteryzuje się mniejszym ryzykiem mierzonym odchyleniem standardowym oczekiwanej stopy zwrotu. Efektywne w ujęciu Markowitza są więc portfele spełniające zawarte poniżej, i równoważne sobie, warunki:

- oferują maksymalną oczekiwaną stopę zwrotu przy danym poziomie ryzyka,
- oferują minimalne ryzyko przy danej oczekiwanej stopie zwrotu³⁰.

W sposób bardziej sformalizowany zbiór portfeli efektywnych w kategoriach oczekiwanej stopy zwrotu i ryzyka mierzonego odchyleniem standardowym zapisać można jako rozwiązanie następującego problemu optymalizacyjnego dla dowolnych wartości $\bar{\mu}$:

$$\begin{cases} \min \sigma_x \\ \mu_x \geq \bar{\mu} \end{cases}$$

gdzie:

σ_x – odchylenie standardowe oczekiwanej stopy zwrotu dla portfela,

μ_x – oczekiwana stopa zwrotu dla portfela.

Trzecim – obok oczekiwanej stopy zwrotu i odchylenia standardowego oczekiwanej stopy zwrotu – kluczowym dla analizy portfelowej parametrem jest korelacja stóp zwrotu pomiędzy poszczególnymi aktywami. Dywersyfikacyjny (redukujący ryzyko portfela) wkład danego aktywu jest tym większy im mniejsza jest korelacja jego stopy zwrotu ze stopami zwrotu z pozostałych aktywów.

4.2. Charakterystyka danych empirycznych

Źródłem danych empirycznych dla przedstawionej tu analizy roli obligacji indeksowanych inflacją w konstrukcji portfeli efektywnych są trzy indeksy odnoszące się do strefy euro:

³⁰ W. Sharpe, G. Alexander, G. Bailey, Investments, Wyd. Prentice-Hall, 1999, s. 171.

- Dow Jones EURO STOXX 50 (SX5T), obejmujący akcje 50 największych spółek strefy euro³¹,
- Barclays Capital Euro Govt All Maturities, obejmujący 240 obligacji o terminach wykupu od roku do ponad 10 lat, wyemitowanych przez rządy krajów strefy euro³²,
- Barclays Capital Euro Govt Inflation-Linked All Maturities, obejmujący 17 rządowych emisji obligacji indeksowanych inflacją w strefie euro, dokonanych przez cztery kraje: Francję (10 emisji, waga w indeksie 60%), Włochy (5 emisji, waga 32%) Niemcy (1 emisja, waga 3%), Grecja (1 emisja, waga 5%)³³.

Analizę stóp zwrotu dla powyższych indeksów zawarto w tabeli 1³⁴.

Tabela 1. Parametry rozkładu rocznych stóp zwrotu z akcji, obligacji nominalnych i obligacji indeksowanych inflacją*

Parametr	Akcje	Obligacje nominalne	Obligacje indeksowane inflacją
Wartość średnia	17,62%	5,20%	7,69%
Mediana	16,09%	5,15%	8,58%
Minimum	-8,50%	-2,67%	-2,72%
Maksimum	61,75%	11,67%	13,64%
Odchylenie standardowe	9,93%	3,06%	3,81%
Współczynnik asymetrii	0,42	-0,47	-0,89
Kurtoza	3,58	2,89	3,10

* Roczne stopy zwrotu wyliczono w odstępach dziennych (z wyjątkiem weekendów) na podstawie wartości indeksów w okresie od 12 sierpnia 2002 r. do 11 lipca 2006 r. (750 obserwacji).

Źródło: opracowanie własne.

³¹ http://www.stoxx.com/data/historical_euro.html (5 lipca 2006 r.).

³² <https://ecommerce.barcap.com/governmentpub/> (5 lipca 2006 r.).

³³ <https://ecommerce.barcap.com/gilbpub/> (5 lipca 2006 r.).

³⁴ Analiza stóp zwrotu z obligacji indeksowanych inflacją i ich korelacji z innymi aktywami dla rynku amerykańskiego jest tematem artykułów: R. Roll, Empirical TIPs, Working paper, Anderson School of Management, University of California, 2003 oraz S. Kothari, J. Shanken, Asset allocation with conventional and indexed bonds, Working paper, Massachusetts Institute of Technology, University of Rochester, 2002. Do rynku szwedzkiego odnosi się opracowanie: J. Sundberg, T. Wigren, Inflation indexed-bonds – an instrument for risk diversification, w: Central government borrowing: forecast and analysis, The Swedish National Debt Office, 2004.

Tabela 2. Macierz korelacji stóp zwrotu

	Akcje	Obligacje nominalne	Obligacje indeksowane
Akcje	1	-0,2621	-0,4437
Obligacje nominalne	-0,2621	1	0,9021
Obligacje indeksowane	-0,4437	0,9021	1

Źródło: opracowanie własne.

Dane przedstawione w tabeli 1 potwierdzają dodatnią zależność pomiędzy ryzykiem (odchylenie standardowe stopy zwrotu) i średnią stopą zwrotu. Zgodnie z intuicją akcje okazały się najbardziej dochodowym i najbardziej ryzykownym aktywem, natomiast obligacje indeksowane inflacją zajęły w analizowanym okresie pozycję pośrednią, wykazując się nieznacznie wyższym ryzykiem w stosunku do obligacji nominalnych. Obok ryzyka obligacje indeksowane wykazują również silniejszą w stosunku do obligacji nominalnych asymetrię lewostronną stóp zwrotu i wyższą kurtozę. Powyższy profil, analizowany w oderwaniu od korelacji stopy zwrotu z obligacjami indeksowanymi z pozostałymi instrumentami, jest z punktu widzenia inwestora – w porównaniu z obligacjami nominalnymi – niekorzystny. Zinterpretować go bowiem można w następujący sposób:

- relatywnie wysoka niepewność co do stopy zwrotu (wartość odchylenia standardowego),
- wyższa wartość przeciętnego odchylenia ujemnego od wartości średniej w stosunku do odchyłeń dodatnich (wartość współczynnika asymetrii),
- relatywnie duże prawdopodobieństwo osiągnięcia stopy zwrotu na poziomie znacznie poniżej wartości średniej (wartość kurtozy w połączeniu ze współczynnikiem asymetrii).

Obligacje indeksowane przedstawiają jednak dla inwestora dużą atrakcyjność z uwagi na znaczną ujemną korelację stopy zwrotu w stosunku do stopy zwrotu z akcji. Cecha ta ma kluczowe znaczenie dla dywersyfikacji portfela inwestycyjnego.

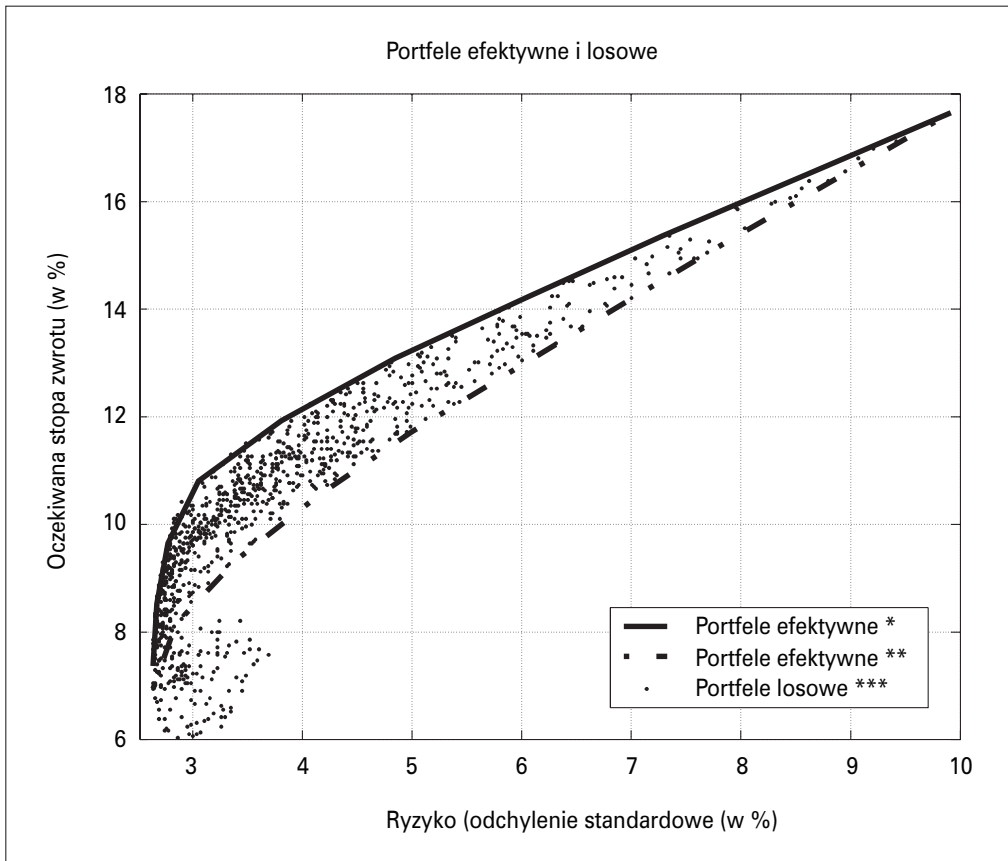
4.3. Wpływ dostępności obligacji indeksowanych inflacją na możliwości dywersyfikacji portfela inwestycyjnego

Aby ocenić sensowność włączenia obligacji indeksowanych inflacją do portfela inwestycyjnego, składającego się z akcji i obligacji zwykłych, dokonano – na podstawie opisanych w punkcie 4.2. – obliczenia parametrów oczekiwanej stopy zwrotu i ryzyka portfeli efektywnych dla dwóch przypadków:

- gdy inwestor ma do dyspozycji wyłącznie akcje i obligacje nominalne,
- gdy w konstrukcji portfela mogą być uwzględnione, obok akcji i obligacji nominalnych, również obligacje indeksowane inflacją.

Przebieg granic efektywnych dla obu sytuacji przedstawiony został na rysunku 1. Dodatkowo punktami zaznaczono na nim oczekiwane stopy zwrotu i ryzyko portfeli, dla których udziały aktywów wygenerowane zostały w sposób losowy (udziały poszczególnych aktywów w portfelu mieszczą się w przedziale $<0, 1>$, tzn. nie jest dopuszczona krótka sprzedaż).

Rysunek 1. Granica efektywna w sytuacji dostępności i braku dostępności obligacji indeksowanych inflacją



* Portfele efektywne z punktu widzenia oczekiwanej stopy zwrotu i ryzyka w sytuacji dostępności akcji, obligacji nominalnych i obligacji indeksowanych inflacją.

** Portfele efektywne z punktu widzenia oczekiwanej stopy zwrotu i ryzyka w sytuacji dostępności akcji i obligacji nominalnych.

*** Portfele o losowym udziale akcji, obligacji zwykłych i obligacji indeksowanych inflacją.

Źródło: opracowanie własne.

Zgodnie z wynikami obliczeń, zilustrowanymi na rysunku, włączenie obligacji indeksowanych inflacją do portfela inwestycyjnego umożliwia przesunięcie efektywnej granicy w lewo, w kierunku bardziej atrakcyjnych kombinacji stóp zwrotu i ryzyka. Każdy punkt nowej granicy efektywnej (z wyjątkiem portfela składające się wyłącznie z akcji), powstałej po dopuszczeniu do portfela obligacji indeksowanych inflacją, zapewnia wyższą oczekiwaną stopę zwrotu przy danym poziomie ryzyka. W szczególności poprawa parametrów odnosi się do portfela minimalnego ryzyka:

$$(\sigma_0, \mu_0) = (2,63\%, 6,94\%) \text{ dla portfela o strukturze } (x_1, x_2) = (14\%, 86\%), \quad (1)$$

$$(\sigma_1, \mu_1) = (2,63\%, 7,36\%) \text{ dla portfela o strukturze } (x_1, x_2, x_3) = (15\%, 73\%, 12\%), \quad (2)$$

gdzie:

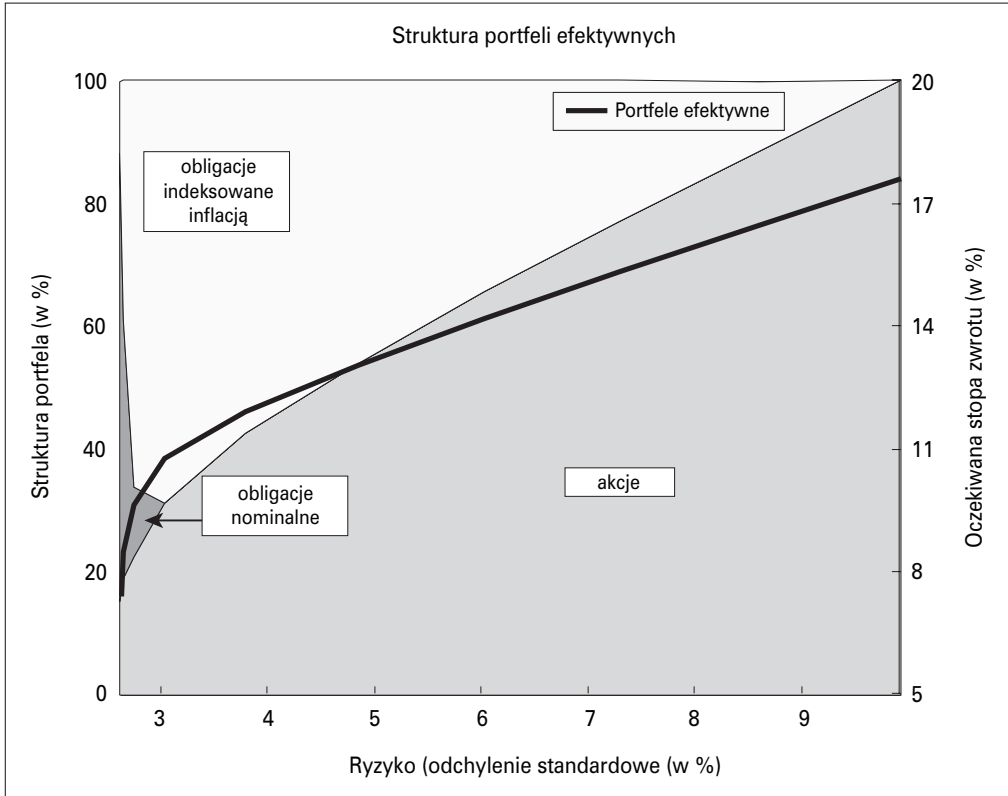
σ – ryzyko (odchylenie standardowe stopy zwrotu),

μ – oczekiwana stopa zwrotu,

x_1, x_2, x_3 – udziały w portfelu akcji, obligacji nominalnych i obligacji indeksowanych inflacją.

4.4. Analiza struktury portfeli efektywnych

W podrozdziale 4.3 wskazano na efekt dywersyfikacji pojawiający się wraz z włączeniem obligacji indeksowanych inflacją do portfela inwestycyjnego. Dla portfela o minimalnym ryzyku, możliwym do osiągnięcia poprzez inwestycje w akcje i obligacje nominalne, efekt dywersyfikacji osiągnął najwyższą wartość w sytuacji nieznacznego zwiększenia udziału akcji w portfelu z 14% do 15% oraz zastąpienia w obrębie pozostałej części portfela obligacji nominalnych przez obligacje indeksowane inflacją tak, aby ich udział w portfelu osiągnął wartość 12%. Opisana zmiana struktury portfela prowadzi do wzrostu oczekiwanej stopy zwrotu o 42 pkt bazowe, przy niezmiennym poziomie ryzyka. Analiza struktury pozostałych portfeli tworzących nową granicę efektywną prowadzi do wniosku, że udział obligacji indeksowanych w portfelach efektywnych rośnie wraz ze wzrostem oczekiwanej stopy zwrotu. Mówić można wręcz o wypieraniu obligacji nominalnych przez obligacje indeksowane inflacją w portfelach efektywnych. Wzrost ma charakter lawinowy w niskim zakresie oczekiwanej stopy zwrotu: z poziomu 11.9860% w portfelu minimalnego ryzyka (oczekiwana stopa zwrotu równa 7.3582%) do wartości 60% dla oczekiwanej stopy zwrotu równej 9.3824%. W obrębie analizowanego zbioru danych udział obligacji nominalnych w portfelu efektywnym spada do zera już przy oczekiwanej stopie zwrotu na poziomie 10,07% (por. rysunek 2).

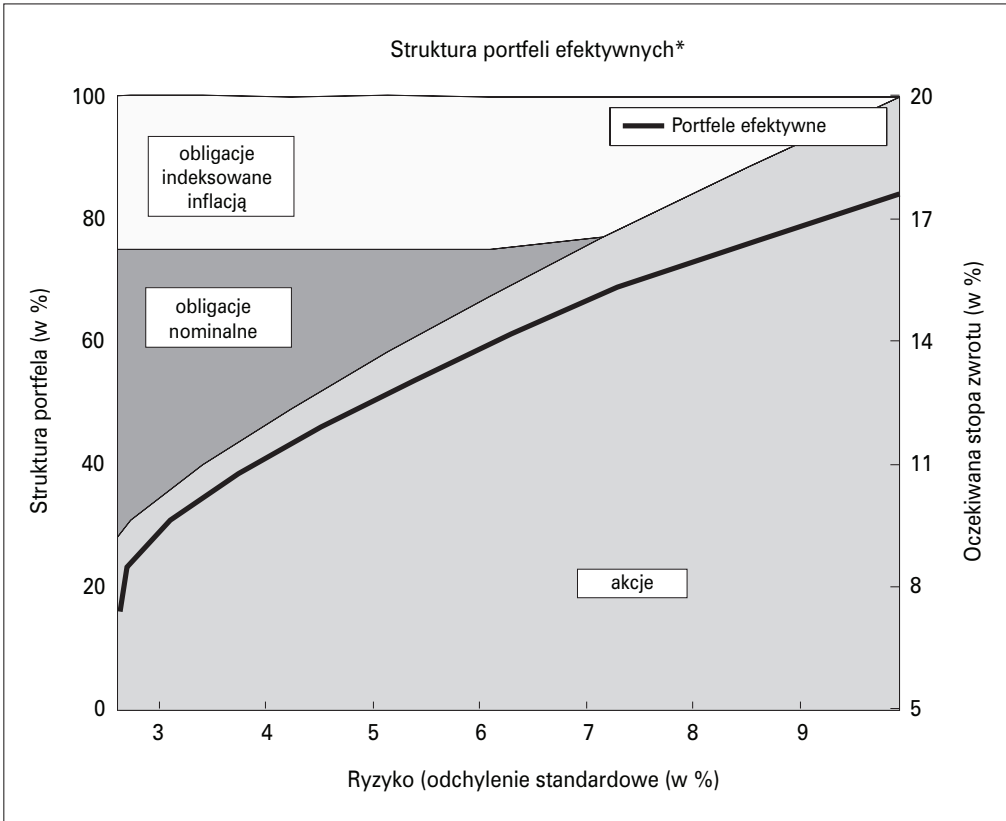
Rysunek 2. Struktura portfeli efektywnych w sytuacji dostępności akcji, obligacji nominalnych i obligacji indeksowanych inflacją

Źródło: opracowanie własne.

Pozyskanie kilkudziesięcioprocentowego udziału obligacji indeksowanych inflacją do znaczących rozmiarów portfela inwestycyjnego okazać się może w praktyce dużą trudnością z uwagi na ograniczoną liczbę emisji instrumentów tego typu. Udział obligacji indeksowanych w całości długu zaciąganego przez poszczególne państwa jest ciągle niewielki. W skali świata, liderami w tym względzie są Wielka Brytania i Szwecja z udziałem na poziomie 25%³⁵. Dla pozostałych krajów wartość ta nie przekracza z reguły kilkunastu procent. W tym kontekście celowe wydaje się przeanalizowanie przebiegu granicy efektywnej oraz składu zbioru efektywnego dla przypadku, gdy obligacje indeksowane inflacją są zasadniczo dostępne na potrzeby alokacji aktywów, ale gdy ich udział w portfelu nie może przekroczyć jakiejś odgórnie narzuconej wartości. Na potrzeby naszych rozważań, przyjmijmy górne ograniczenie udziału obligacji indeksowanych w portfelu równe 25% (rysunek 3).

³⁵ Barclays Capital, Global..., *op. cit.*, s. 20 i 38.

Rysunek 3. Struktura portfeli efektywnych w sytuacji dostępności akcji, obligacji nominalnych i obligacji indeksowanych, gdy udział obligacji indeksowanych nie może przekroczyć wartości 25%



* Efektywnych z punktu widzenia oczekiwanej stopy zwrotu i ryzyka.

Źródło: opracowanie własne.

Konsekwencją wprowadzenia dodatkowego ograniczenia przy konstrukcji portfeli efektywnych (obok podtrzymywanego założenia o braku możliwości krótkiej sprzedaży) jest zwiększenie znaczenia w portfelu obligacji nominalnych. Dodatkowe ograniczenie nie rzutuje na skład portfela minimalnego ryzyka. W nowej sytuacji zapotrzebowanie na obligacje nominalne w portfelach efektywnych wzrasta przeciętnie dla niskich poziomów oczekiwanej stopy zwrotu i nie zanika dla wszystkich portfeli efektywnych, których oczekiwana stopa zwrotu nie przekracza wartości 15,15%. Udział obligacji indeksowanych inflacją utrzymuje się na maksymalnym dopuszczalnym poziomie (25% wartości portfela) dla zakresu oczekiwanej stopy zwrotu od 7,91% do 15,14%. Podobnie jak w sytuacji pierwotnej, wzrost udziału obligacji indeksowanych inflacją w portfelu do maksymalnego poziomu 25% ma

charakter lawinowy: z 11.9860% dla oczekiwanej stopy zwrotu 7.3582% do 25% dla oczekiwanej stopy 7.9131%.

5. Podsumowanie

W pracy przeanalizowano różnice pomiędzy obligacjami nominalnymi i indeksowanymi inflacją oraz dokonano przeglądu przesłanek rozwoju rynku obligacji indeksowanych inflacją, rozróżniając pomiędzy pierwotnymi i wtórnymi czynnikami rozwoju. Jedną z przesłanek wtórnych – wkład obligacji indeksowanych inflacją w dywersyfikację portfela inwestycyjnego – poddano szczegółowej analizie na podstawie danych empirycznych.

Badanie znaczenia obligacji indeksowanych inflacją dla budowy efektywnego (w ujęciu Markowitza) portfela inwestycyjnego polegało na analizie możliwych do osiągnięcia kombinacji stóp zwrotu i ryzyka przez portfele, których skład optymalizowano w sytuacji dostępności i braku dostępności obligacji indeksowanych inflacją. Analizą objęto stopy zwrotów z trzech rodzajów aktywów reprezentowanych przez indeksy: akcje (Dow Jones EURO STOXX 50), obligacje nominalne (Barclays Capital Euro Govt All Maturities), obligacje indeksowane inflacją (Barclays Capital Euro Govt Inflation-Linked All Maturities). Posługując się teorią portfelową, zmierzano do udzielenia odpowiedzi na dwa pytania:

- 1) jaki wpływ na przebieg granicy efektywnej ma włączenie do portfela inwestycyjnego obligacji indeksowanych inflacją?
- 2) jaki udział obligacje indeksowane mają w portfelu minimalnego ryzyka oraz innych portfelach tworzących granicę efektywną?

Analiza danych empirycznych jednoznacznie wskazuje, że dopuszczenie do portfela inwestycyjnego obligacji indeksowanych inflacją skutkuje ukształtowaniem się nowego portfela minimalnego ryzyka i przesunięciem granicy efektywnej w stronę obszaru o korzystniejszej relacji oczekiwanej stopy zwrotu i ryzyka. Udział, z jakim obligacje indeksowane inflacją pojawiają się w portfelu minimalnego ryzyka, jest w stosunku do obligacji nominalnych relatywnie niski, lecz gwałtownie rośnie wraz ze wzrostem oczekiwanej stopy zwrotu. Ekspansja w portfelu obligacji indeksowanych inflacją odbywa się kosztem obligacji nominalnych. Zauważalne jest zjawisko wypierania obligacji nominalnych przez obligacje indeksowane inflacją w wyższych obszarach oczekiwanej stopy zwrotu. Rola obligacji nominalnych nie zostaje znacząco naruszona jedynie w portfelu minimalnego ryzyka i jego najbliższym sąsiedztwie. Zapotrzebowanie na obligacje nominalne w portfelach efektywnych wzrasta, gdy arbitralnie ograniczymy zakres dostępności obligacji indeksowanych inflacją.

Wiarygodności zaprezentowanym wnioskowi dodaje fakt, że są one zgodne z wynikami badań Kothari'ego i Shanken'a³⁶ oraz Sundberg'a i Wigren'a³⁷ przeprowadzonych dla rynku amerykańskiego i szwedzkiego. Ich uzupełnieniem – z perspektywy lokalnej – byłoby przeprowadzenie podobnej analizy dla rynku polskiego, gdy liczba emisji, płynność rynku i długość szeregów czasowych pozwolą na formułowanie międzynarodowych wniosków.

6. Bibliografia

Wydawnictwa zwarte:

1. Barclays Capital Inflation-Linked Team, European inflation-linked bonds, w: The handbook of European fixed income securities, pod red. nauk. F. J. Fabozzi, Moorad Choudhry, Wyd. Wiley & Sons 2004.
2. Barclays Capital, Global inflation-linked products. A user's guide, Barclays Capital Research, 2004.
3. Dalio R., Bernstein D., Shifting the efficient frontier with inflation-indexed bonds, w: Handbook of inflation-indexed bonds, pod red. nauk. J. Brynjolfsson, J. Fabozzi, Wiley 1999.
4. Deacon M., Derry A., Mirfenderski D., Inflation-indexed securities. Bonds, swaps and other derivatives. Second edition, Wyd. Wiley & Sons, 2004.
5. Sharpe W., Alexander G., Bailey G., Investments, Wyd. Prentice-Hall, 1999.

Artykuły:

1. Barro R., Nominal Management of indexed and nominal debt, NBER Working Paper Series, Working Paper No. 6197, 1997.
2. Kothari S., Shanken J., Asset allocation with conventional and indexed bonds, Working paper, Massachusetts Institute of Technology, University of Rochester, 2002.
3. Poole W., Indexing and the capital markets, „The American Economic Review”, Vol. 66, No. 2, 1976.
4. Price R., The Rationale and design of inflation-indexed bonds, Working Paper of the International Monetary Fund, IMF, 1997.
5. Robson P., Index-linked bonds, „The Review of Economic Studies”, Vol. 28, No. 1, 1960.
6. Roll R., Empirical TIPs, Working paper, Anderson School of Management, University of California, 2003
7. Shen P., Benefits and limitations of inflation indexed treasury bonds, „Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review”, 1995.

³⁶ S. Kothari, J. Shanken, *Asset...*, *op. cit.*

³⁷ J. Sundberg, T. Wigren, *Inflation...*, *op. cit.*

8. Shiller R., The invention of inflation-linked bonds in early America, Working paper, Yale University, 2003.
9. Sundberg J., Wigren T., Inflation indexed-bonds – an instrument for risk diversification, w: Central government borrowing: forecast and analysis. The Swedish National Debt Office, 2004.
10. The Swedish National Debt Office, Central government debt management – proposed guidelines, 2001.
11. Thedeem E., Ten years with inflation-linked bonds – a new asset class has been established, The Swedish National Debt Office, 2004.
12. UK Treasury, Economic progress report, index gilts, No. 133, 1981.

Źródła internetowe:

1. http://www.stoxx.com/data/historical_euro.html (5 lipca 2006 r.).
2. <https://ecommerce.barcap.com/governmentpub/> (5 lipca 2006 r.).
3. <https://ecommerce.barcap.com/gilbpub/> (5 lipca 2006 r.).

Istota transakcji krótkiej sprzedaży oraz jej koszty psychologiczne

1. Wprowadzenie

Podstawowa forma generowania przychodów na rynku kapitałowym polega na zakupie papierów wartościowych i odsprzedaży ich w późniejszym terminie po wyższej cenie. Takie postępowanie określamy zajmowaniem pozycji długiej przez inwestora¹. Rozwój rynku kapitałowego spowodował, że pojawiły się inne możliwości uzyskiwania dochodów, a wśród nich krótka sprzedaż, która polega na zajmowaniu pozycji krótkiej.

Celem niniejszego artykułu jest: wskazanie istoty transakcji krótkiej sprzedaży oraz istniejących kosztów psychologicznych związanych z tą transakcją, zwrócenie uwagi na to, jak produkt ten jest pozycjonowany na polskim rynku kapitałowym i jakie są perspektywy jego rozwoju, prezentacja czynników, które wpływają na sposobność istnienia krótkiej sprzedaży, opis wybranych zachowań inwestorów, a także heurystyk, które powodują błędną wycenę papierów wartościowych, pokazanie postaw inwestorów, które ograniczają atrakcyjność krótkiej sprzedaży, oraz mogą wpłynąć na niższą od oczekiwanej rentowność inwestycji.

2. Mechanizm zawierania transakcji krótkiej sprzedaży

Zgodnie z literaturą przedmiotu, przepływ strumieni pieniężnych oraz materialnych (papiery wartościowe) w transakcji krótkiej sprzedaży powinien być zgodny z tym co przedstawia rysunek 1.

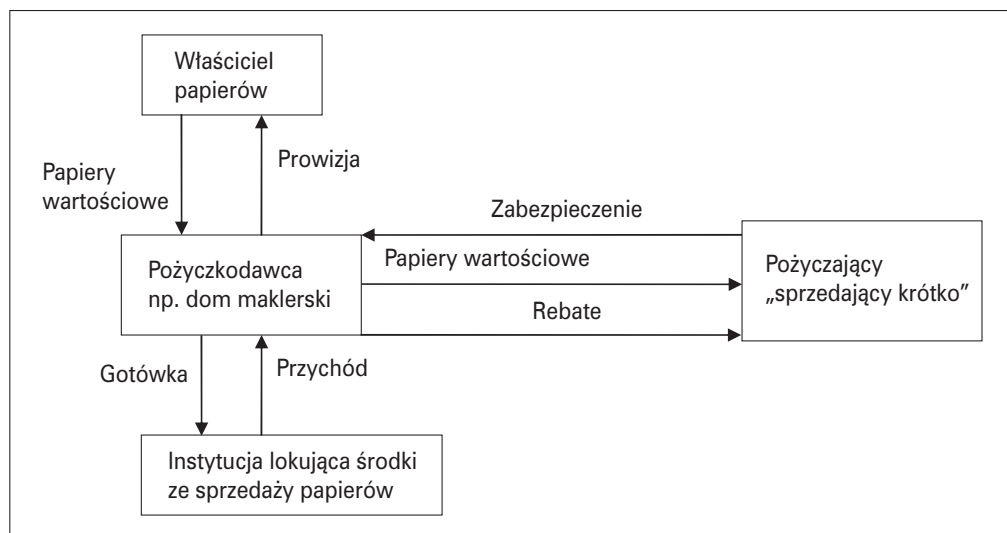
Inwestor, chcący zawrzeć transakcję krótkiej sprzedaży, musi najpierw znaleźć kontrpartniera, który jest w stanie pożądane papiery wartościowe dostarczyć. W momencie uzgodnienia przez strony zasadniczych warunków transakcji, pożyczkobiorca zobowiązany jest złożyć w instytucji, prowadzącej jego rachunek papierów wartościowych, wstępny depozyt zabezpieczający². Środki uzyskane ze

¹ J. Socha, Rynek papierów wartościowych w Polsce, Olympus Centrum Edukacji i Rozwoju Biznesu S.A., Warszawa 2003, s. 386.

² Ze względu na wielość tłumaczeń autor postanowił używać zamiennie słów: depozyt zabezpieczający wstępny i zabezpieczenie początkowe oraz depozyt zabezpieczający właściwy oraz zabezpieczenie dodatkowe.

sprzedaży pożyczonych papierów są natomiast przekazywane na depozyt zabezpieczający właściwy. Pożyczka papierów wartościowych wyceniana jest na bazie dziennej (marked to market) i w związku z tym jakikolwiek wzrost ceny papierów wartościowych wymaga od pożyczkobiorcy natychmiastowego uzupełnienia zabezpieczenia do wymaganej wysokości. Zwrot papierów wartościowych (pokrycie krótkiej sprzedaży) powoduje zwrot zabezpieczenia pożyczającemu.

Rysunek 1. Mechanizm zawierania transakcji krótkiej sprzedaży



Źródło: J. Cohen, D. Haushalter, A. V. Reed, *Mechanics of the Equity Lending Markets; Short selling: strategies, risks and rewards*; pod red. F. J. Fabozzi, John Wiley & Sons, New Jersey 2004, s. 9–16.

W momencie ustanowienia depozytu zabezpieczającego właściwego, środki pieniężne, które ten depozyt stanowią, inwestowane są przez pożyczkodawcę. Wszelkie korzyści wygenerowane z tej inwestycji są następnie dzielone pomiędzy obie strony. Pożyczkobiorca otrzymuje wynegocjowaną przez siebie część, zwaną *rebate rate*³. Ponieważ wysokość wygenerowanego dochodu należąca pożyczkobiorcy jest negocjowana, to różnica pomiędzy stawką rynkową możliwą do uzyskania z tej inwestycji, a *rebate rate* jest najistotniejszym kosztem krótkiej sprzedaży. Wysokość otrzymywanego wynagrodzenia przez pożyczkobiorcę zależy przede wszystkim od charakteru pożyczanego papieru wartościowego. W momencie, gdy przedmiotem transakcji stają się aktywa, na które istnieje bardzo silny popyt ze strony inwestorów zainteresowanych krótką sprzedażą, to *rebate rate* ulega obniżeniu. W skrajnych przypadkach *rebate rate* może być ujemna i wówczas koszt

³ Dla zachowania istoty tego wyrażenia zdecydowano się pozostać przy angielskim odpowiedniku.

pożyczki przekracza stawkę oferowaną za depozyty pieniężne. W momencie, gdy zabezpieczenie składane jest w formie papierów wartościowych, to wtedy strony umowy ustalają wysokość wynagrodzenia za pożyczone papiery wartościowe, jako procent od wartości pożyczonych aktywów⁴.

3. Krótka sprzedaż w Polsce

Krótka sprzedaż na rynku polskim istnieje od momentu wejścia w życie Rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 21 grudnia 1999 roku⁵. Obecnie krótka sprzedaż regulowana jest przez Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 20 kwietnia 2006 roku⁶. Zgodnie z tymi regulacjami przedmiotem umowy pożyczki mogą być zdematerializowane papiery wartościowe dopuszczone do obrotu zorganizowanego, których wartość rynkowa wynosi nie mniej niż 100 mln euro, oraz spełniają jeden z następujących warunków:

- dzienna średnia wartość obrotów danym papierem wartościowym na danym krajowym rynku regulowanym lub alternatywnym systemie obrotu wynosi nie mniej niż 250 tys. euro,
- dzienna średnia liczba transakcji danym papierem wartościowym na danym krajowym rynku regulowanym lub alternatywnym systemie obrotu wynosi nie mniej niż 50.

Przy czym wielkości te ustala się na podstawie danych za kwartał kalendarzowy, poprzedzający kwartał, w którym następuje zawarcie umowy pożyczki na podstawie ramowej umowy sprzedaży krótkiej, oraz przy zastosowaniu średniego kursu euro Narodowego Banku Polskiego, ustalanego na ostatni dzień tego kwartału kalendarzowego. Zaprezentowane ograniczenia nie mają zastosowania, gdy przedmiotem pożyczki są skarbowe papiery wartościowe.

Rozporządzenie określa również warunki brzegowe dwóch umów – ramowej umowy pośrednictwa (oraz umowy pośrednictwa), a także ramowej umowy sprzedaży krótkiej (oraz umowy sprzedaży krótkiej). Pierwszy z tych dokumentów, którego stroną jest firma pośrednicząca (dom maklerski, bank powierniczy, bank

⁴ J. Cohen, D. Haushalter, A. V. Reed, *Mechanics of the Equity Lending Markets; Short selling: strategies, risks and rewards*, pod red. F. J. Fabozzi, John Wiley & Sons, New Jersey 2004.

⁵ Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 21 grudnia 1999 r. W sprawie określenia szczegółowych zasad, trybu i warunków pożyczania papierów wartościowych z udziałem domów maklerskich, banków prowadzących działalność maklerską oraz banków prowadzących rachunki papierów wartościowych (Dz.U. z dnia 30 grudnia 1999 r.).

⁶ Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 20 kwietnia 2006 r. W sprawie trybu i warunków pożyczania maklerskich instrumentów finansowych, z udziałem firm inwestycyjnych oraz banków powierniczych (Dz.U. Nr 67 poz. 481). Dla celów poniższego artykułu w dalszej jego części wspomniane rozporządzenie będzie nazywane rozporządzeniem).

prowadzący działalność maklerską, zagraniczna firma inwestycyjna prowadząca działalność w Polsce) oraz pożyczkodawca lub pożyczkobiorca ma za zadanie zagwarantować bezpieczeństwo obrotu i równocześnie zapewnić istnienie zabezpieczenia, gdy firma pośrednicząca reprezentuje pożyczkodawcę.

Celem umowy pośrednictwa jest m.in. znalezienie przez firmę pośredniczącą podmiotu, który byłby zainteresowany zawarciem umowy pożyczki, zawarciem umowy pożyczki na rzecz klienta na podstawie pełnomocnictwa oraz ewentualnie wykonywaniem innych obowiązków wynikających z umowy pożyczki (głównie sprawowanie bieżącej kontroli nad wysokością ustanowionego zabezpieczenia). Druga z wymienionych umów określa tryb i warunki zawierania umów pożyczki papierów wartościowych.

W przypadku umowy pożyczki pożyczkobiorca zobowiązany jest dostarczyć zabezpieczenie początkowe i dodatkowe. Zabezpieczenie początkowe nie może wynosić mniej niż 30% wartości pożyczanych papierów wartościowych. Z kolei zabezpieczenie sprzedaży krótkiej (zabezpieczenie dodatkowe i początkowe) nie może być niższe od 130% wartości papierów będących przedmiotem transakcji. Wielkości te nie dotyczą pożyczek skarbowych papierów wartościowych, gdzie wysokość tę wyznacza samodzielnie firma pośrednicząca.

W momencie powstania niedoboru zabezpieczenia pożyczkobiorca zobowiązany jest do jego uzupełnienia najpóźniej na cztery godziny przed zakończeniem sesji w dniu następnym. Niewywiązywanie się z tego obowiązku powoduje, że firma pośrednicząca ma prawo rozwiązać umowę pożyczki papierów wartościowych ze skutkiem natychmiastowym.

W przypadku, gdy wysokość zabezpieczenia przekracza 130% wartości rynkowej pożyczonych papierów, pożyczkobiorca może dysponować nadwyżką przedmiotu zabezpieczenia ponad tę wysokość. Pożyczkodawca w odniesieniu do zabezpieczeń może stosować kryteria bardziej rygorystyczne niż zapisane w rozporządzeniu. Polskie ustawodawstwo dopuszcza również, aby przedmiot zabezpieczenia był inwestowany przez firmę pośredniczącą. Sposób podziału korzyści z tego tytułu powinna określać ramowa umowa sprzedaży krótkiej. Występuje tu więc mechanizm przedstawiony na rysunku 1, który w literaturze przedmiotu określany jest jako *rebate rate*.

Pomimo że upłynęło już sporo czasu od wprowadzenia krótkiej sprzedaży na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, to instrument ten ciągle jest w fazie rozwoju. Liczby przedstawione w tabeli 1 wskazują, że do tej pory rok 2005 był najgorszy dla tego produktu. Wynika to głównie z faktu, że w tym czasie rynek znajdował się w fazie wzrostowej i w związku z tym nie było zbyt wielu okazji, aby zarabiać na spadkach cen akcji, a dodatkowo inwestorzy nie przewidywali korekty rynku, która mogłaby zwiększyć atrakcyjność krótkiej sprzedaży.

W związku z istniejącą sytuacją zdecydowano się wprowadzić nowe rozporządzenia celem aktywizacji krótkiej sprzedaży i ułatwienia inwestorom zawierania takich transakcji.

Tabela 1. Statystyka krótkiej sprzedaży na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie

Miesiąc	Krótka sprzedaż	
	Wartość transakcji jednostronnie	Wartość otwartych pozycji
	(w tys. zł)	(w tys. zł)
6 VIII	96,15	380,70
6 VII	218,93	552,18
6 VI	426,10	571,50
6 V	87	382,90
6 IV	114	917
6 III	0	323,95
6 II	0	321,75
6 I	441	350,90
RAZEM 2006 rok	1 383,181	---
5 XII	49,6	344,85
5 XI	94,6	330
5 X	640,7	377,59
5 IX	1 381,44	801,6
5 VIII	307,27	620,11
5 VII	0	596,94
5 VI	74,1	556,11
5 V	0	550,12
5 IV	167,23	634,19
5 III	0	695,13
5 II	295,07	1 005,93
5 I	0	629,22
RAZEM 2005 rok	3 010,01	---
RAZEM 2004 rok	27 206,83	---
RAZEM 2003 rok	23 336,23	---
RAZEM 2002 rok	25 666,59	---

Źródło: www.gpw.com.pl z dnia 18 września 2006 r.

Kathryn F. Staley wymienia następujące powody, które mogą wpłynąć na wzrost obrotów krótkiej sprzedaży:

- hossa na rynku,

- zainteresowanie hedgingiem i wychwytywaniem nieefektywności na rynku,
- coraz większa popularność funduszy funduszy⁷.

Obecnie polski rynek kapitałowy spełnia warunki określone powyżej. Mniej więcej od połowy 2003 roku na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych można zaobserwować tendencję wzrostową. Pojawiło się zainteresowanie funduszami hedgingowymi i pojawiły się fundusze, które wykorzystują inwestycje w instrumenty pochodne, w celu osiągania dochodów również w czasie bessy. Należy wspomnieć, że zajęcie krótkiej pozycji w kontraktach terminowych, np. na indeks WIG20, to nic innego jak forma krótkiej sprzedaży. Różnica polega na tym, że w przypadku kontraktów zajmowana pozycja dotyczy większej ilości papierów (np. wszystkie papiery wchodzące w skład indeksu giełdowego) oraz, że transakcja ma charakter nierzeczywisty, czyli że nie musimy wydawać tytułu pieniędzy ile potrzebne jest na zakup wszystkich akcji wchodzących w skład indeksu, a interesuje nas jedynie cena kontraktu terminowego oraz nie musimy fizycznie posiadać wszystkich akcji wchodzących w skład indeksu. Istnieje jednak różnica, która znacząco powinna wpłynąć na popularność krótkiej sprzedaży wobec kontraktów terminowych. Obecnie instrumenty pochodne oparte są tylko i wyłącznie na trzech indeksach oraz ośmiu typach akcji. Równocześnie krótka sprzedaż możliwa jest na około 60 akcjach oraz wszystkich obligacjach.

Na rynku pojawiły się już pierwsze podmioty zbiorowego inwestowania, których polityka inwestycyjna dopuszcza inwestycje w instrumenty pochodne (w tym w niewystandaryzowane) oraz towarowe instrumenty pochodne. Za przykład może tutaj posłużyć Opera Fundusz Inwestycyjny Zamknięty⁸.

4. Z czego wynika sposobność istnienia krótkiej sprzedaży

Możliwość osiągania zysków z transakcji krótkiej sprzedaży zasadniczo jest związana z dwoma sytuacjami. W pierwszym przypadku cena papieru wartościowego na rynku odpowiada jego wartości fundamentalnej, która wyliczona jest na podstawie informacji publikowanych oficjalnie przez spółkę. W tym momencie pojawia się specjalista od krótkiej sprzedaży, który uważa np., że komunikaty giełdowe dotyczące nowych kontraktów są zawyżone i spółka ukrywa przed inwestorami tę informację. Podanie takich informacji może w oczywisty sposób zawyżyć cenę

⁷ K. F. Staley, Krótka sprzedaż: jak czerpać zyski z niepowodzeń spółki, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2001.

⁸ Statut Opera I Funduszu Inwestycyjnego Zamkniętego (tekst jednolity z uwzględnieniem zmian z dnia 1 września 2006 r.)

papieru wartościowego. Ponieważ jest to tylko i wyłącznie jego własna interpretacja, wynikająca z doświadczenia, nie ma mowy o tym, aby była uwzględniona w wycenie papieru wartościowego. Jeśli faktycznie okaże się, że przeczucia inwestora sprawdziły się, wtedy cena akcji powinna spaść znacząco i transakcja krótkiej sprzedaży przyniesie oczekiwany dochód.

Drugi przypadek następuje, gdy istnieje rozbieżność pomiędzy ceną papieru wartościowego na rynku a wartością wewnętrzną tego papieru. Oczywiście krótka sprzedaż może mieć miejsce tylko i wyłącznie wtedy, gdy wartość wewnętrzna akcji jest niższa niż wycena rynkowa. Istnienie rozbieżności w wycenie wynika głównie z faktu, że nie wszystkie dostępne informacje są uwzględnione w cenie.

Warto przytoczyć wybrane zachowania inwestorów, które mają wpływ na błędną wycenę aktywów, a co za tym idzie przyczyniają się do istnienia krótkiej sprzedaży. Wpływ na zachowanie inwestorów ma heurystyka dostępności, która stanowi, że to, w jaki sposób jednostka ocenia prawdopodobieństwo zdarzenia, jest ściśle powiązane z posiadanym przez nią doświadczeniem oraz umiejętnością znajdowania powiązań.

Doświadczenie oraz to, w jaki sposób inwestorzy postrzegają obecną sytuację na rynku w powiązaniu z sytuacją, która była w przeszłości, wpływa na wycenę aktywów. Na tej podstawie szacują oni prawdopodobieństwo zaistnienia danego zdarzenia (wzrostu lub spadku cen na giełdzie) w teraźniejszości. Gdy zabraknie doświadczenia wtedy jednostki posługują się wyobraźnią. To z jej pomocą konstruują scenariusze, które – ich zdaniem – wydają się być prawdopodobne. Literatura przedmiotu wskazuje na niechęć inwestorów do lokowania środków w akcjach zagranicznych. Podejmując decyzję, kierują się niezajomością funkcjonowania zagranicznych rynków, co prowadzi do ograniczonej dostępności wyobrażeń o tym rynku i może wpływać na zbyt rygorystyczną ocenę ryzyka inwestycji w papiery zagraniczne⁹.

Inwestorzy, którzy posługują się heurystyką dostępności, bardzo często dostrzegają iluzoryczne korelacje pomiędzy zdarzeniami. Jako przykład można tutaj podać sytuację, która miała miejsce w trakcie hossy związanej ze spółkami technologicznymi i internetowymi. Wystarczyła wtedy zmiana nazwy spółki i rodzaju działalności, aby dołączyć do grona spółek wzrostowych. W 2000 roku Ariel, działający wcześniej jako firma obuwnicza, postanowił zająć się mediami i Internetem, i w tym celu dokonał zmiany nazwy na Internet Group S.A. Z kolei handlująca samochodami firma AS Motors przejęła firmę informatyczną 7bulls.com S.A., przejmując jej nazwę oraz profil działalności¹⁰.

⁹ K. R. French, J. M. Poterba, Investor Diversification and International Equity Markets, „American Economic Review”, 81 (2), 1991, s. 222–226.

¹⁰ Raport Roczny Giełdy Papierów Wartościowych za 2000 rok.

Kolejną z heurystyk jest heurystyka reprezentatywności. Stosując ją, inwestorzy bardzo często przeceniają informacje najnowsze i zaniedbują poprzednie (bazowe). Przywiązują też zbyt dużą wagę do informacji, które przykuwają uwagę, bądź są dramatyczne, a ignorują dane bazowe, np. o sytuacji w branży, sytuacji w gospodarce, czy wielkościach fundamentalnych spółki.

Ludzie źle interpretują prawo wielkich liczb i w związku z tym mają wrażenie, że krótka seria wzrostów, której byli świadkiem, powinna się odwrócić i powinny nastąpić spadki cen. Możemy tu również mówić o zjawisku „gorącej ręki” (*hot hand fallacy*), które obecne jest także w środowisku finansistów, którzy wierzą w swoje umiejętności osiągnięcia ponadprzeciętnych zysków w oparciu o krótkie serie ich sukcesów¹¹.

W ramach heurystyki reprezentatywności najważniejszym błędem wnioskowania wydaje się być błąd koniunkcji. Inwestorzy przypisują większe prawdopodobieństwo koniunkcji zdarzeń niż pojedynczemu zdarzeniu. Jako przykład można tutaj podać następującą ocenę prawdopodobieństwa: inwestor ocenia, że prawdopodobieństwo wzrostu indeksu WIG i równocześnie TechWIG jest wyższe, aniżeli wzrost tylko i wyłącznie indeksu WIG. Taka analiza prawdopodobieństwa może prowadzić do błędnej wyceny nawet na poziomie pojedynczych akcji.

Kolejnym błędem, który uniemożliwia prawidłową wycenę, jest zakotwiczenie. Inwestorzy dokonują analizy papieru wartościowego na podstawie jakiejś wartości początkowej. Gdyby więc kilku niezależnych analityków poprosić o wycenę akcji dowolnej spółki i każdemu z nich wręczyć pakiet informacji dotyczący emisji tego papieru wartościowego na giełdzie, gdzie w każdym pakiecie znalazłyby się inne widełki ceny emisyjnej, to możemy mieć niemal pewność, że uzyskane wyniki będą się różniły¹².

Osoby zajmujące się na co dzień rynkiem kapitałowym zniekształcają swoje oceny poprzez selektywną percepcję informacji. Inwestorzy przyswajają tylko te informacje, które pasują do ich scenariusza zdarzeń. Pochodną tego jest błąd afirmacji (*confirmation bias*), który polega na poszukiwaniu informacji, które potwierdzają sposób myślenia inwestora. Uczestnik rynku poszukuje więc informacji, które potwierdzą jego przypuszczenia, a ignoruje te, które stanowią dowody na niesłuszność jego postępowania.

¹¹ A. Cieślak, Behawioralna ekonomia finansowa. Modyfikacja paradygmatów funkcjonujących w nowoczesnej teorii finansów, Narodowy Bank Polski, Materiały i Studia, Nr 165, Warszawa, październik 2003 r., s. 58.

¹² Badania na ten temat zostały przeprowadzone przez Stephana i Kiela – E. Stephan, G. Kiel, Decision Processes in Professional Investors: Does Expertise Moderate Judgmental Biases? Paper presented at IAREP/SABE Conference in Baden, Wiedeń, lipiec 2000 r.

Przedstawione powyżej zachowania inwestorów wpływają na wycenę papierów wartościowych, będących w zainteresowaniu osób, których zachowanie implikowane jest przez systematyczne błędy wnioskowania. Jednocześnie autor chciałby nadmienić, że wymienione tutaj błędy nie są wszystkimi, które opisuje literatura przedmiotu, jednakże są wystarczające, aby zrozumieć istotę wpływu zachowań inwestorów na błędną wycenę aktywów.

5. Ograniczenia krótkiej sprzedaży wynikające z zachowań inwestorów

Oprócz oczywistych kosztów krótkiej sprzedaży, takich jak wysokość stopy procentowej za pożyczenie papierów, czy zatrzymana przez pożyczkodawcę część dochodu z inwestowania zabezpieczenia, pojawiają się dodatkowo koszty psychologiczne.

Inwestor sprzedający krótko papiery w każdym momencie trwania transakcji musi liczyć się z koniecznością natychmiastowego zwrotu papierów wartościowych (*recall risk*). Badania przeprowadzone przez D'Avolio¹³ wskazują, że ryzyko natychmiastowego zwrotu papierów wartościowych istnieje, ale nie jest tak wysokie, jak mogliby się obawiać tego inwestorzy. W trakcie 18 miesięcy badań około 105 rodzajów papierów wartościowych było narażonych na ryzyko wcześniejszego zwrotu. Głównym powodem zmniejszonej podaży papierów wartościowych przeznaczonych do krótkiej sprzedaży było pozbywanie się aktywów przez inwestorów instytucjonalnych. Likwidacja pozycji długiej w tych papierach wartościowych przez inwestorów zaowocowała spadkiem ich cen, dzięki czemu pokrycie krótkiej pozycji przez pożyczkobiorców było mniej bolesne. Na potwierdzenie wyników swoich badań D'Avolio podaje, że w kolejnym kwartale po zaistniałej sytuacji udział procentowy inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie spółek, który były przedmiotem wezwania do wcześniejszego zwrotu papierów wartościowych, obniżył się.

Na ryzyko wcześniejszego zwrotu papierów wartościowych wpływają również negatywne informacje pojawiające się na rynku w formie plotek, które prowadzą do zwiększenia ryzyka wcześniejszego zwrotu pożyczonych papierów wartościowych¹⁴. Ryzyko szumu spowodowane jest zachowaniem inwestorów (*noise-traderów*¹⁵), których percepcja rynku i tego co się na nim dzieje oscyluje pomiędzy nadmiernym optymizmem, a nadmiernym pesymizmem. *Noise-traderzy*, dokonując swoich

¹³ G. D'Avolio, The Market for Borrowing Stock, „Journal of Financial Economics”, November 2002, s. 271–306.

¹⁴ J. Bradford DeLong, A. Shleifer, L. H. Summers, R. Waldmann, Noise Trader Risk in Financial Markets, „Journal of Political Economy”, 1990, s. 703–738.

¹⁵ Tłumaczenie za A. Cieślak, Behawioralna ekonomia..., *op. cit.*

wyborów, kierują się własną interpretacją sygnałów pochodzących z rynku i na fali wzrostu indeksów giełdowych kupują akcje spółek, które nie zostały przez nich zanalizowane, a ich sytuacja ekonomiczno-finansowa nie daje podstaw do takiej zwyżki kursu giełdowego. W przypadku, gdy inwestora cechuje nadmierny pesymizm to sprzedaje on akcje nie zważając na informacje napływające z rynku. Zachowanie nieracjonalnych inwestorów prowadzi do błędnej wyceny aktywów i w przypadku krótkiej sprzedaży może wpłynąć na zwiększenie ryzyka wcześniejszego zwrotu pożyczonych papierów.

Pochodną ryzyka wcześniejszego zwrotu papierów jest tzw. *short-squeeze*¹⁶. Wezwanie do zwrotu papierów wartościowych pociąga za sobą konieczność odkupienia ich przez pożyczkobiorcę na rynku. W przypadku mało płynnego rynku wiąże się to z wysoką premią. Istnieje grupa inwestorów, którzy, uprawiając strategię *short-squeeze*, zajmują pozycję długą w aktywach, które są przedmiotem krótkiej sprzedaży i dzięki temu stają się beneficjentami premii płaconej przez inwestorów zmuszonych do odkupu papierów.

Zagrożenie przedwczesną likwidacją krótkiej pozycji jest elementem wprowadzającym niepewność do transakcji i, z punktu widzenia psychologii, stanowi znaczący składnik procesu podejmowania decyzji inwestycyjnej przez pożyczkobiorców. Inwestor zawierający transakcję krótkiej sprzedaży narażony jest również na szereg ryzyk związanych z zabezpieczeniem pożyczki papierów wartościowych. Zgodnie z rozporządzeniem dotyczącym krótkiej sprzedaży, firma pośrednicząca określa, które z maklerskich instrumentów finansowych mogą stanowić zabezpieczenie takiej transakcji. W momencie, gdy np. dom maklerski postanawia wprowadzić zmiany na takiej liście, to pożyczkobiorca zobowiązany jest równocześnie dostosować do tego swoje zabezpieczenie. Nieustanowienie nowego zastawu daje firmie pośredniczącej prawo do wypowiedzenia umowy pożyczki ze skutkiem natychmiastowym.

Istnieje jeszcze jedno ryzyko związane z zabezpieczeniem transakcji krótkiej sprzedaży. Firma pośrednicząca odpowiedzialna jest za kalkulację wysokości zabezpieczenia, zgodnie z obowiązującymi wagami ryzyka maklerskich instrumentów finansowych. Podstawą zabezpieczenia mogą być środki pieniężne, maklerskie instrumenty finansowe, bony skarbowe, obligacje Skarbu Państwa oraz środki pieniężne uzyskane przez pożyczkobiorcę ze sprzedaży pożyczonych instrumentów. Istnieje tym samym ryzyko wyceny zabezpieczenia. Związane jest ono z dwoma czynnikami. Po pierwsze istnieje ryzyko pojawienia się nowych wag ryzyka maklerskich instrumentów finansowych. Po drugie, wycena instrumentów będących zabezpieczeniem może się zmienić na niekorzyść pożyczkobiorcy.

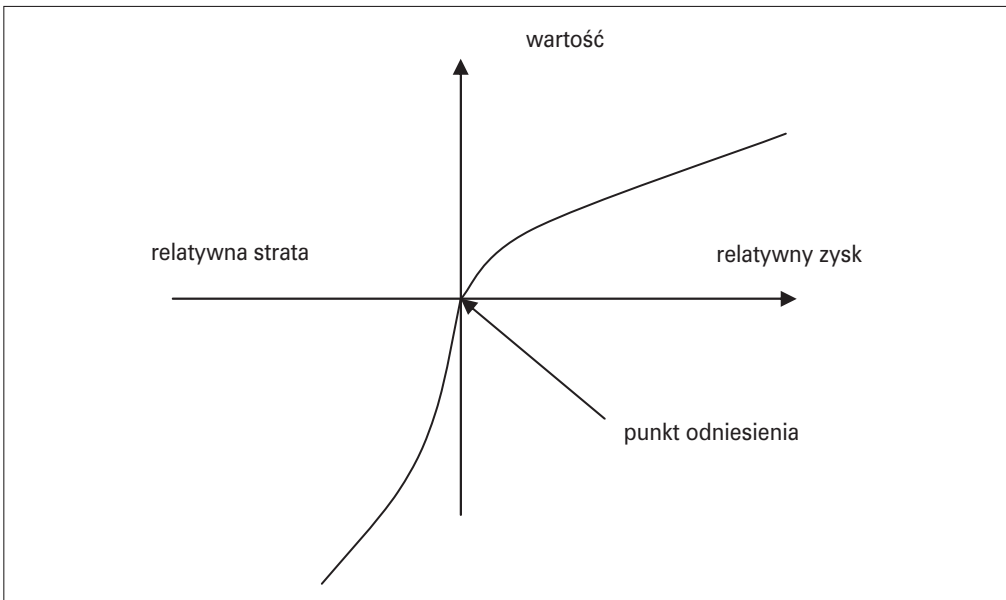
¹⁶ A. Shleifer, *Inefficient markets. An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford University Press, New York 2000, s. 47.

Powstałe w ten sposób ryzyka powodują, że inwestor nie tylko musi zwracać uwagę na to jak kształtują się ceny pożyczonego przez niego instrumentu finansowego, ale równocześnie, przedmiotem jego zainteresowań musi być zabezpieczenie przez niego ustanowione. Kolejne ograniczenie krótkiej sprzedaży wynika z charakteru tej transakcji. Istnieje jeden bardzo ważny element, który odróżnia zajęcie przez inwestora pozycji długiej bądź krótkiej.

W przypadku zakupu papierów wartościowych maksymalna strata inwestora ogranicza się do wysokości zainwestowanych środków. W przypadku krótkiej sprzedaży rzecz ma się zgoła odmiennie. Strata pożyczkobiorcy jest w tym momencie nielimitowana. Inwestor ma zawsze możliwość zamknięcia krótkiej pozycji, jednak, jak przewiduje teoria finansów behawioralnych, nie jest to takie proste.

Zaproponowana w *prospect theory* Kahnemana i Tversky'ego funkcja wartości prezentuje, w jaki sposób jednostki doświadczają zdarzeń i oceniają ich wyniki – zyski lub straty.

Rysunek 2. Hipotetyczna funkcja wartości



Źródło: D. Kahneman, Maps of bounded rationality: A perspective on intuitive judgment and choice, Prize Lecture, Princeton University, Department of Psychology, Princeton, NJ 08544, USA., December 2002, s. 462.

Przedstawiona na rysunku 2 funkcja wartości zawiera trzy podstawowe własności:

- 1) relatywna ocena – funkcja wartości jest zdefiniowana w dziedzinie strat oraz w dziedzinie zysków, które są względne wobec punktu odniesienia;
- 2) malejąca wrażliwość – kształt funkcji wskazuje na malejącą wrażliwość na dodatkowe zyski i straty;
- 3) awersja do strat – funkcja jest bardziej nachylona w dziedzinie strat, co oznacza, że straty odczuwalne są silniej niż zyski o tych samych wartościach bezwzględnych¹⁷.

Inwestorzy są skłonni do zbyt wczesnej realizacji zysków i do odwlekania realizacji strat. Zachowanie to nazwane zostało efektem dyspozycji i wpływa bezpośrednio z awersji do start oraz malejącej wrażliwości, które to odpowiedzialne są za zmianę postawy wobec ryzyka. Inwestorzy wykazują ostrożność w sytuacji zysków i zachowują się ryzykownie w przypadku strat¹⁸. Odnosząc to do krótkiej sprzedaży, inwestorzy, którzy zajęli pozycję krótką i cena papierów wartościowych wzrosła, nie likwidują swojej pozycji, ale ulegają presji odrobienia strat. Nie są w stanie zamknąć swojej pozycji, co jest przyczyną obniżania rentowności inwestycji.

6. Podsumowanie

Krótką sprzedaż daje inwestorom możliwość zarabiania pieniędzy nawet w czasach bessy. Instrument ten ma wiele wspólnego z psychologią, a szczególnie z zachowaniami inwestorów. Samo istnienie sposobności do zarabiania na krótkiej sprzedaży uwarunkowane jest postawami uczestników rynku. Ich działanie wpływa bezpośrednio na wycenę aktywów i poprzez to kreowana przez nich cena rynkowa odbiega od wewnętrznej ceny akcji. Dzięki tej rozbieżności inwestorzy mają możliwość zarabiania na krótkiej sprzedaży.

Pomimo tego, że na polskim rynku krótka sprzedaż obecna jest już od blisko siedmiu lat, to cały czas instrument ten znajduje się w fazie rozwoju. Wynika to głównie z faktu, że sam rynek kapitałowy ze względu na swoją krótką historię również cały czas rozwija się, a sama krótka sprzedaż jest transakcją wysoce ryzykowną i wymaga od inwestorów ogromnego doświadczenia. Dodatkowo rozwojowi krótkiej sprzedaży nie sprzyja obecna sytuacja na polskim rynku akcji. Obserwowany trend wzrostowy i brak przesłanek do nadejścia korekty cen nie zachęcają do ryzykowania nielimitowanej straty. Kolejnym problemem, na który warto zwrócić uwagę, jest bardzo płytki rynek papierów wartościowych, które

¹⁷ A. Cieślak, *Behawioralna ekonomia...*, *op. cit.*, s. 83.

¹⁸ H. Shefrin, M. Statman, *The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losses Too Long*, „*Journal of Finance*”, 40, 1985, s. 777–790.

domy maklerskie mogłyby dalej odpożyczyć. Związane jest to znowu z niewielkim doświadczeniem inwestorów na rynku kapitałowym i brakiem odpowiednich procedur, a także zapisów w statutach największych posiadaczy papierów wartościowych, które zezwalałyby na pożyczanie papierów wartościowych.

Oprócz powyższych ograniczeń, wynikających z niedorozwoju rynku, istnieją również ograniczenia natury psychologicznej. Krótka sprzedaż jest inwestycją bardzo ryzykowną. W każdym momencie transakcji pożyczkobiorca musi liczyć się z tym, że zostanie wezwany przez dom maklerski do zwrotu papierów wartościowych. Wpływ na to ma zarówno pozbywanie się papierów przez największych ich posiadaczy na rynku, jak i zachowanie nieracjonalnych inwestorów. Z jednej więc strony nieracjonalne zachowania wpływają na istnienie i możliwość zarabiania na krótkiej sprzedaży, a z drugiej strony te same postawy zwiększają ryzyko samej transakcji. Dodatkowo inwestor narażony jest na działanie inwestorów uprawiających strategię *short-squeeze*. Osoby takie zajmują długą pozycję w papierach, które są najchętniej sprzedawane krótko i w momencie, gdy na rynku pojawiają się wezwania do zwrotu pożyczonych papierów to stają się beneficjentami tej sytuacji.

Inwestor dokonujący transakcji krótkiej musi się też liczyć z niebezpieczeństwem zmiany katalogu instrumentów mogących stanowić zabezpieczenie transakcji, a także z wyceną tych instrumentów oraz wagami ryzyka używanymi do kalkulacji zabezpieczenia. Może to spowodować dodatkowy, i równocześnie ciężki do przewidzenia, koszt przedmiotowej transakcji i tym samym wpłynąć na rentowność krótkiej sprzedaży.

Kolejnym ograniczeniem, które wpływa na popularność krótkiej sprzedaży, jest charakter tej transakcji. W odróżnieniu do pozycji długiej strata inwestora jest nielimitowana, a dodatkowo uczestnicy rynku zachowują się ryzykownie w przypadku, gdy inwestycja przynosi starty. Ich zachowanie objawia się tym, że nie zamykają pozycji, a oczekują momentu aż cena pożyczanego papieru spadnie do poziomu, który pozwoli na osiągnięcie rentowności z tej inwestycji. Niestety, najczęściej generowane straty są coraz większe i rentowność inwestycji obniża się.

Istnieje szansa, że rynek krótkiej sprzedaży w Polsce rozwinie się i będzie alternatywą dla zarabiania na pozycji długiej. Jednak, aby do tego doszło musi zostać spełnionych kilka warunków. Przede wszystkim inwestorzy muszą być doświadczeni, obcy z instrumentem. Im więcej transakcji będzie zawieranych, im więcej podmiotów będzie uczestnikami tego rynku, tym większe szanse na to, że wytworzy się zaufanie do transakcji krótkiej sprzedaży oraz inwestorzy nabiorą do siebie nawzajem zaufania, co jest istotne w aspekcie ryzyka wcześniejszego zwrotu papierów wartościowych.

Kolejnym warunkiem koniecznym jest baza papierów wartościowych. Biorąc pod uwagę rozwój polskiego rynku kapitałowego, spełnienie tego kryterium nie

powinno być trudne. Struktura oszczędności Polaków nieustannie ewoluje. Coraz więcej pieniędzy zgromadzonych jest w funduszach inwestycyjnych. Fundusze emerytalne również dysponują coraz większymi środkami. Taki stan rzeczy przekłada się bezpośrednio na udział tych podmiotów w kapitalizacji Giełdy Papierów Wartościowych. Można przypuszczać, że w pewnym momencie instytucje te staną wobec konieczności pożyczania papierów wartościowych na zewnątrz, tak aby uzyskać możliwość osiągnięcia wyższej stopy zwrotu aniżeli konkurenci.

Następny warunek dotyczy przepisów prawa. Regulacje prawne powinny być na tyle stabilne, aby nie wymagały od klientów instytucjonalnych nieustannych zmian procedur inwestycyjnych, czy też zmiany statutów w przypadku funduszy inwestycyjnych. Powyższe przesłanki dotyczą głównie sfery formalno-prawnej. Przechodząc do kolejnych założeń rozwoju krótkiej sprzedaży, autor chciałby powrócić do inwestora oraz jego doświadczeń. Inwestorzy nabiorą niezbędnej wiedzy pod warunkiem, że będą świadomi wszelkich ryzyk związanych z transakcjami krótkiej sprzedaży. Powinni zdawać sobie sprawę, jak zachowania innych inwestorów wpływają na wycenę papierów wartościowych oraz, w jaki sposób postawy uczestników rynku łączą się osiąganą rentownością inwestycji.

Jeśli chociaż część z powyższych postulatów zostanie spełniona, to możemy mieć pewność, że krótka sprzedaż na polskim rynku będzie się rozwijać, a coraz to większa liczba zawieranych transakcji pozwoli nabrać niezbędnych doświadczeń, które zaowocują w przyszłości i dzięki temu ten rodzaj transakcji stanie się nieodłącznym elementem polskiego rynku kapitałowego.

7. Bibliografia

1. Cieślak A., Behawioralna ekonomia finansowa. Modyfikacja paradygmatów funkcjonujących w nowoczesnej teorii finansów, Narodowy Bank Polski, Materiały i Studia, Nr 165, Warszawa, październik 2003 r.
2. Cohen J., Haushalter D., Reed A.V., *Mechanics of the Equity Lending Markets; Short selling: strategies, risks and rewards*, pod red. F. J. Fabozzi, John Wiley & Sons, New Jersey 2004.
3. D'Avolio G., *The Market for Borrowing Stock*, „Journal of Financial Economics”, November 2002.
4. DeLong J. Bradford, Shleifer A., Summers L. H., Waldmann R., *Noise Trader Risk in Financial Markets*, „Journal of Political Economy”, 1990.
5. French K. R., Poterba J. M., *Investor Diversification and International Equity Markets*, „American Economic Review”, 81(2), 1991.
6. Kahneman D., *Maps of bounded rationality: A perspective on intuitive judgment and choice*, Prize Lecture, Princeton University, Department of Psychology, Princeton, NJ 08544, USA., December 2002.

7. Shefrin H., Statman M., The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losses Too Long, „Journal of Finance”, 40, 1985.
8. Shleifer A., Inefficient markets. An Introduction to Behavioral Finance, Oxford University Press, New York 2000.
9. Socha J., Rynek papierów wartościowych w Polsce, Olympus Centrum Edukacji i Rozwoju Biznesu S.A., Warszawa 2003.
10. Staley K. F., Krótka sprzedaż: jak czerpać zyski z niepowodzeń spółki, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2001.
11. Statut Opera I Funduszu Inwestycyjnego Zamkniętego (tekst jednolity z uwzględnieniem zmian z dnia 25 października 2005 r.).
12. Stephan E., Kiel G., Decision Processes in Professional Investors: Does Expertise Moderate Judgmental Biases? Paper presented at IAREP/SABE Conference in Baden, Wiedeń, lipiec 2000 r.
13. www.gpw.com.pl z 12 stycznia 2006 r.

Justyna Ostaszewska
Szkoła Główna Handlowa

Zasady i zakres udzielania pomocy publicznej dla przedsiębiorstw w Polsce

1. Wprowadzenie

W gospodarce rynkowej przedsiębiorstwa ponoszą pełną ekonomiczną odpowiedzialność za swoje decyzje, od nich zatem zależy, czy ich działalność zakończy się sukcesem, czy też okaże się porażką. Istnieją jednak sytuacje, w których interwencja państwa jest niezbędna – wówczas pojawia się w centrum zainteresowania pojęcie pomocy publicznej.

Wsparcie prywatnych przedsiębiorstw z publicznych funduszy jest w pewnym stopniu kontrowersyjne, powoduje bowiem, że firmy działające na danym rynku nie mają równych szans. Beneficjent pomocy zawsze znajdzie się w uprzywilejowanej sytuacji. Taka ingerencja zatem musi zawsze zostać dogłębnie przemyślana i przeprowadzona tylko wtedy, gdy jest to absolutnie uzasadnione interesem ekonomicznym bądź korzystne ze względów społecznych.

W Polsce pomoc publiczna funkcjonuje od dosyć dawna, jednakże gwałtowny wzrost zainteresowania tą kwestią wywołały negocjacje akcesyjne, a następnie przystąpienie Polski do Unii Europejskiej. Okazało się bowiem, że to właśnie zasady udzielania i monitorowania pomocy publicznej są jednym z najbardziej newralgicznych obszarów, a negocjacje w tym zakresie – jednymi z najtrudniejszych. Wtedy również pojawiły się pierwsze pytania o efektywność udzielanej pomocy publicznej.

Niniejsze opracowanie przedstawia sposób zorganizowania pomocy publicznej w Polsce, stawia pytanie o jej efektywność, wskazuje obszary, w których można wprowadzić pewne zmiany, jak również formułuje propozycje, w jaki sposób tego dokonać.

2. Definicja i prawne uwarunkowania pomocy publicznej w Polsce i UE

Przesłanki, które muszą być spełnione, aby dane wsparcie finansowe zostało uznane za pomoc publiczną, wymienione są w Traktacie ustanawiającym Wspólnotę Europejską. Akt ten wymienia cztery kryteria:

- 1) pomoc udzielona przez państwo członkowskie lub ze źródeł państwowych, bez względu na formę;

- 2) pomoc zakłócająca konkurencję;
- 3) pomoc selektywna, skierowana do określonych regionów, sektorów, branż, przedsiębiorstw;
- 4) pomoc wywierająca wpływ na wymianę handlową pomiędzy państwami członkowskimi.

Reasumując, pod pojęciem pomocy publicznej należy rozumieć wydawanie środków publicznych w celu przysporzenia korzyści wybranemu przedsiębiorstwu lub grupie przedsiębiorstw, przez co zostaje zakłócona konkurencja, dlatego też wsparcie powinno mieć charakter celowy, ograniczony w czasie i maleć w miarę realizacji założonego celu.

Pomoc publiczna dla przedsiębiorstw to bardzo ważny instrument polityki gospodarczej. Jednakże ze względu na to, że jest to forma ingerencji państwa w gospodarkę, próba wsparcia czy ochrony pewnych branż prowadzić może do uprzywilejowania niektórych podmiotów, do zapewnienia im lepszych warunków prowadzenia działalności w porównaniu z konkurentami, a zatem zaburzać może równowagę na rynku. Dlatego też przepisy prawne wyraźnie zakreślają granice dopuszczalnej pomocy. Obecnie obowiązujące w Polsce zasady udzielania pomocy publicznej wynikają ze zobowiązań przyjętych w związku z akcesją do UE. Z punktu widzenia polskich przedsiębiorców najistotniejsze w tej kwestii są trzy akty prawne:

- 1) ustawa z dnia 30 kwietnia 2004 r. o postępowaniu w sprawach dotyczących pomocy publicznej (Dz.U. Nr 123 poz. 1291);
- 2) ustawa z dnia 30 sierpnia 2002 r. o restrukturyzacji niektórych należności publicznoprawnych od przedsiębiorców (Dz.U. Nr 155 poz. 1287 z późn. zm.);
- 3) ustawa z dnia 20 marca 2002 r. o finansowym wspieraniu inwestycji (Dz.U. Nr 41 poz. 363 z późn. zm.).

W polskim prawodawstwie wyjątki od generalnej zasady niedopuszczalności pomocy publicznej mają charakter wartościowy, podmiotowy i przedmiotowy¹, i zostały zapisane w wyżej przywołanej ustawie o postępowaniu w sprawach dotyczących pomocy publicznej. Jest tam mowa o:

- pomocy udzielanej w ramach wyłączeń grupowych (która nie wymaga notyfikacji),
- pomocy *de minimis*,
- pomocy indywidualnej,
- pomocy indywidualnej na restrukturyzację,
- pomocy udzielonej w ramach programu pomocowego.

¹ A. Tokaj-Krzewska, A. Żolnierski, *Pomoc publiczna. Poradnik przedsiębiorcy*, PARP, Warszawa 2003, s. 7.

Ostatnie trzy wymienione formy pomocy publicznej podlegają notyfikacji, tj. przekazaniu Komisji Europejskiej w celu oceny zgodności pomocy publicznej ze Wspólnym Rynkiem.

W procesie nadzoru nad przyznawaniem pomocy publicznej przedsiębiorcom ważną rolę pełni Prezes Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów (UOKiK), gdyż projekty dotyczące pomocy publicznej wymagają uzyskania jego opinii.

Dokonanie notyfikacji projektu programu pomocowego wymaga zgody Rady Ministrów. Rada Ministrów podejmuje uchwałę w sprawie dokonania notyfikacji po zapoznaniu się z opinią Prezesa UOKiK. Prezes UOKiK jest również organem właściwym do prowadzenia postępowania notyfikacyjnego przed Komisją Europejską. Konsultuje on z podmiotami, które opracowały projekty programów pomocowych, treść odpowiedzi, wyjaśnień, uwag lub stanowisk opracowanych przez niego na podstawie przekazanych informacji i niezwłocznie przekazuje je Komisji.

Wymagania stawiane przedsiębiorcom ubiegającym się o przyznanie pomocy publicznej sprowadzają się głównie do sporządzania i przekazywania Prezesowi UOKiK sprawozdań o udzielonej pomocy publicznej, zawierających przede wszystkim informacje o beneficjencie pomocy oraz o rodzajach, formach, wysokości i przeznaczeniu otrzymanych środków. Gromadzenie, przetwarzanie i przekazywanie informacji o pomocy publicznej w formie sprawozdania oraz ocena skutków udzielonej pomocy w sferze konkurencji składają się na proces monitorowania pomocy, znajdujący się także w gestii Prezesa UOKiK.

Prawo UE bardzo kategorycznie traktuje kwestię pomocy publicznej. Stanowi ono, że: *z zastrzeżeniem innych postanowień przewidzianych w niniejszym Traktacie, wszelka pomoc przyznawana przez Państwo Członkowskie lub przy użyciu zasobów państwowych w jakiegokolwiek formie, która zakłóca lub grozi zakłóceniem konkurencji poprzez sprzyjanie niektórym przedsiębiorstwom lub produkcji niektórych towarów, jest niezgodna ze wspólnym rynkiem w zakresie, w jakim wpływa na wymianę handlową między Państwami Członkowskimi*. Według artykułu 87 Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską za zgodną ze Wspólnym Rynkiem może zostać uznana:

- pomoc przeznaczona na sprzyjanie rozwojowi gospodarczemu regionów, w których poziom życia jest nienormalnie niski, lub regionów, w których istnieje poważny stan niedostatecznego zatrudnienia,
- pomoc przeznaczona na wspieranie realizacji ważnych projektów stanowiących przedmiot wspólnego europejskiego zainteresowania lub mająca na celu zaradzenie poważnym zaburzeniom w gospodarce Państwa Członkowskiego,
- pomoc przeznaczona na ułatwianie rozwoju niektórych działań gospodarczych lub niektórych regionów gospodarczych, o ile nie zmienia warunków wymiany handlowej w zakresie sprzecznym ze wspólnym interesem,

- pomoc przeznaczona na wspieranie kultury i zachowanie dziedzictwa kulturowego, o ile nie zmienia warunków wymiany handlowej i konkurencji we Wspólnocie w zakresie sprzecznym ze wspólnym interesem,
- inne kategorie pomocy, jakie Rada może określić decyzją, stanowiąc większością kwalifikowaną, na wniosek Komisji.

Katalog dopuszczalnej pomocy publicznej został określony w przepisach wspólnotowych bardzo wąsko. Zapisy te odnoszą się także do przedsiębiorców w Polsce, gdyż – zgodnie z ogólnymi zasadami – prawo UE stosuje się w państwie członkowskim bezpośrednio, przepisy krajowe zaś muszą być z nim zgodne i stanowią jego doprecyzowanie oraz regulują raczej kwestie organizacyjne.

3. Pomoc publiczna przed przystąpieniem Polski do Wspólnoty

Początki funkcjonowania systemu pomocy publicznej nie były wolne od licznych zniekształceń i błędów. Znamienne jest, że mówiono wówczas, iż w polskiej gospodarce pokutuje, charakterystyczny dla okresu centralnego planowania, mechanizm „miękkich ograniczeń”, których skala była większa niż oficjalna pomoc publiczna dla przedsiębiorców. O ile ta ostatnia przyznawana była w drodze decyzji administracyjnej na podstawie przygotowanych programów, podlegała ocenie efektywności, a jej wykorzystanie było monitorowane, o tyle pierwszą przedsiębiorcy przyznawali sami sobie, np. nie płacąc zobowiązań podatkowych i paropodatkowych. Znajomość wielkości zaległości podatkowych i paropodatkowych pozwalała na stwierdzenie, jaka część z nich jest przedmiotem pomocy publicznej (tj. odroczenia, umorzenia, rozłożenia na raty). Okazuje się, że wsparcie udzielane i monitorowane przez państwo stanowiło jedynie 20% tych zaległości. Brak radykalnej reakcji państwa na tę patologiczną w gruncie rzeczy sytuację sprawił, że wśród przedsiębiorców zrodziła się pokusa wykorzystania słabości władz, została zakłócona konkurencja, premiiowane były podmioty nieuczciwe, a zatem psuto ogólny klimat wokół przedsiębiorców i przedsiębiorczości².

Pomoc publiczna w Polsce przez długi czas charakteryzowała się tym, że jej wielkość w poszczególnych latach nie była związana z podstawowymi wskaźnikami makroekonomicznymi, lecz odzwierciedlała aktualną politykę rządu, często była to reakcja na bieżące trudności przeżywane przez przedsiębiorstwo (restrukturyzacja, zwolnienia podatkowe dla zadłużonych firm). Brakowało natomiast programów skoncentrowanych na działaniach, które doprowadziłyby do poprawy konkurencyjności gospodarki w długim okresie (wsparcie dla podmiotów w specjalnych strefach ekonomicznych, dostosowanie przedsiębiorstw do wymagań unijnych w zakresie

² J. Neneman, M. Sowa, „Miękki” budżet, „Rzeczpospolita” z 24–25 listopada 2001 r.

ochrony środowiska i standardów technicznych, nakłady na prace badawczo-rozwojowe). Podstawowymi formami wsparcia były natomiast ulgi podatkowe, poręczenia czy tzw. miękkie kredytowanie.

Wejście w życie z dniem 1 stycznia 2001 roku ustawy o dopuszczalności i nadzorowaniu pomocy publicznej dla przedsiębiorców było reakcją na liczne głosy ekspertów, nawołujące do uporządkowania przepływu publicznych pieniędzy w ramach pomocy publicznej. Ten akt prawny miał do spełnienia cztery podstawowe cele:

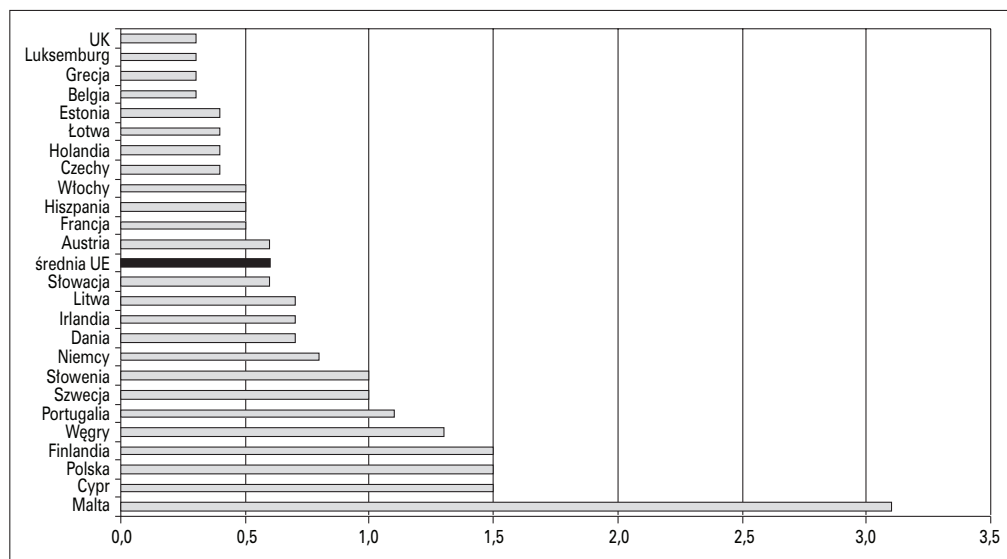
- 1) zagwarantowanie przejrzystości przepływu środków publicznych;
- 2) określenie dopuszczalnego udziału środków publicznych w finansowaniu przedsięwzięć realizowanych przez przedsiębiorców;
- 3) ocenę efektywności wykorzystania środków;
- 4) określenie wpływu pomocy na zakłócanie konkurencji.

Postulat przejrzystości sprowadza się do tego, by podatnicy, którzy *de facto* z własnych dochodów wspierają przedsiębiorstwa, wiedzieli, kto otrzymuje pomoc, w jakiej wysokości i w jaki sposób ją wykorzystuje. Dzięki wejściu w życie ustawy wzrosła także świadomość przedsiębiorców co do zakresu, jaki obejmuje tego rodzaju wsparcie. W powszechnym rozumieniu bowiem było oczywiste, że dotacje i dopłaty do kredytów preferencyjnych stanowią pomoc publiczną, lecz już zaliczanie do tej kategorii operacji na zobowiązaniach podatkowych i parapodatkowych (umorzenie, odroczenie, rozłożenie na raty) nie było zbyt rozpowszechnione. Wśród innych istotnych form pomocy wymienić należy poręczenia i gwarancje udzielane przez Skarb Państwa, a także operacje kapitałowe, polegające na wnoszeniu przez Skarb Państwa aportu do spółek, które bądź to mają kłopoty finansowe, bądź to wymagają zwiększenia ich atrakcyjności przed planowaną prywatyzacją (w Unii Europejskiej przyjęto w tej mierze ciekawe rozwiązanie, określane mianem kryterium prywatnego inwestora i polegające na tym, że niezależni audytorzy oceniają, czy inwestycja poczyniona z pieniędzy podatników jest na tyle atrakcyjna, że prywatny inwestor przeznaczyłby na ten cel własne środki). Ustawa o pomocy publicznej służyć miała zatem przede wszystkim uporządkowaniu sposobu korzystania z publicznych pieniędzy. Wprowadziła wymóg przygotowania programów pomocowych oraz monitorowania ich realizacji. Środki wykorzystane niezgodnie z przeznaczeniem podlegać mają zwrotowi wraz z należnymi odsetkami. Być może ustawa nie wpłynęła na natychmiastowe uzdrowienie kwestii zasad i form przyznawania pomocy, jednak jej konsekwentne stosowanie przyczyniło się w pewnym stopniu do poprawy stanu finansów publicznych, poprzez zmniejszenie uszczupleń budżetu państwa i funduszy celowych, oraz spełniło ważną funkcję edukacyjną, uświadamiając beneficjentom, że korzystanie z publicznych pieniędzy jest odstęp-

stwem od zasad gospodarki rynkowej i dlatego może być stosowane tylko czasowo i w coraz mniejszym zakresie³.

Między Polską a UE występują istotne różnice co do wielkości i struktury udzielanej pomocy. W ostatnich latach wsparcie dla przedsiębiorstw we Wspólnocie systematycznie spada, natomiast w Polsce tendencja spadkowa została zahamowana w 2003 roku, kiedy to udzielona pomoc publiczna zwiększyła się 2,6 raza w związku z dążeniem do poprawy konkurencyjności przedsiębiorstw w przededniu przystąpienia do Wspólnoty oraz z uchwaleniem kilku istotnych dla kształtowania zasad pomocy ustaw – o restrukturyzacji górnictwa węgla kamiennego oraz o restrukturyzacji niektórych należności publicznoprawnych od przedsiębiorców. W okresie 2000–2002 przeciętna wartość wsparcia w UE wynosiła średnio od 55 do 303 euro na mieszkańca. O ile Polska w 2002 roku z pomocą na mieszkańca w wysokości 56 euro porównywać się mogła do najbardziej oszczędnych państw UE, o tyle w 2003 roku, w którym wsparcie osiągnęło poziom około 170 euro, należała już do grupy najhojniej rozdzielającej środki pomocowe. Wielkość pomocy publicznej wyrażonej jako udział w PKB prezentuje rysunek 1.

Rysunek 1. Wielkość pomocy publicznej w 2004 roku wyrażonej jako udział w PKB



Źródło: http://ec.europa.eu/comm/competition/state_aid/scoreboard/indicators/k1.html#data, 27 września 2006 r.

³ A. Fornalczyk, Wydatki pod specjalnym nadzorem, „Rzeczpospolita” z 6–7 października 2001 r.

Przy ocenie skuteczności pomocy publicznej państwa bierze się jednak nie tyle jej wysokość, co formę, w jakiej jest udzielana. I tu widać zasadniczą różnicę pomiędzy Wspólnotą a Polską, gdyż w UE najczęściej wykorzystuje się dotacje i subwencje (około 83% pomocy w analizowanym okresie), a w Polsce dominują ulgi i umorzenia podatkowe. Rozbieżności zaznaczają się również w trakcie analizowania kierunków wsparcia. Kraje Wspólnoty koncentrują się na pomocy horyzontalnej i regionalnej, w Polsce dominuje zaś pomoc sektorowa (wystarczy nadmienić, że udział pomocy regionalnej w Polsce wynosił jedynie 6%, w UE zaś – 21%). Zauważyć przy tym należy, że nie można bezrefleksyjnie przyjmować zaleceń UE i zmniejszać rozmiary pomocy publicznej. Chodzi bowiem o to, że nadal trwająca restrukturyzacja gospodarki wymaga istotnego poziomu pomocy ze strony państwa. O ile w długim okresie następować będą zmiany co do kierunków i adresatów wsparcia, o tyle nadal wiele polskich przedsiębiorstw, średnio rozwiniętych pod względem technicznym, potrzebuje w dalszym ciągu stosunkowo wysokiego wsparcia. Stopniowe przechodzenie od pomocy sektorowej w kierunku wsparcia horyzontalnego i regionalnego jest nieuniknione. Towarzyszyć mu jednak musi poprawa efektywności wykorzystania pomocy oraz stosowanie form najbardziej sprzyjających poprawie konkurencyjności gospodarki, jak również uwzględnienie w większym stopniu potrzeb MSP i skierowanie większych środków na badania i rozwój oraz szkolenia⁴.

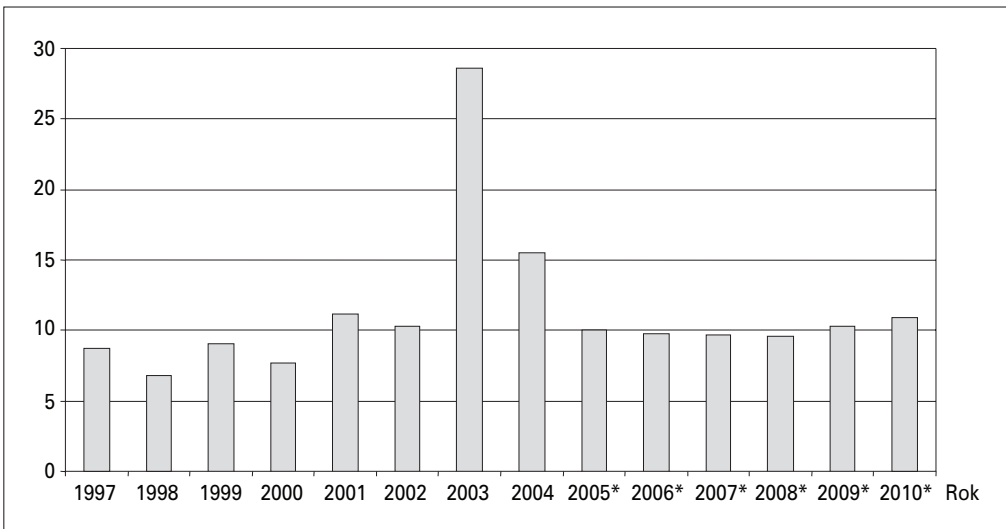
4. Wpływ akcesji na wielkość i kierunki pomocy publicznej

Jak już wspomniano, pomoc publiczna, jako element polityki konkurencji, pozostaje w gestii Komisji Europejskiej. W związku z tym, że wspieranie przedsiębiorców ze źródeł państwowych jest zabronione, a od zakazu tego istnieje tylko kilka nielicznych wyjątków, każdy zamiar udzielenia pomocy musi zostać uzgodniony i zaakceptowany przez Komisję. Dlatego też preferowane jest wspieranie przedsiębiorców w sposób planowy, natomiast działania jednorazowe są źle widziane. Lepiej postrzega się również realizowanie programów, w których uczestniczyć może ogół przedsiębiorców niż wspieranie konkretnych branż. Założenia pomocy publicznej w Polsce, uwzględniające zmiany wynikające z przystąpienia do Wspólnoty, przedstawiono w „Programie polityki w zakresie pomocy publicznej na lata 2005–2010”. Według rządowych założeń Polska powinna skoncentrować się na wspieraniu rozwoju nowoczesnych technologii oraz poprawie efektywności udzielanej pomocy, co ma nastąpić poprzez zmniejszenie wydatków na restrukturyzację kopalń i hut, i przeznaczenie w ten sposób wygoszodarowanych środków na zmniejszenie deficytu budżetowego, a w następnej kolejności na wsparcie małych i średnich przed-

⁴ W. Karpińska-Mizielińska, T. Smuga, Komu i jak pomagać, „Rzeczpospolita” z 26–28 marca 2005 r.

siębiorców – szczególnie w zakresie inwestycji oraz prowadzenia prac badawczo-rozwojowych. Przewiduje się, że w tym okresie wartość pomocy publicznej sięgnie 15 mld euro, z czego połowa zostanie przeznaczona na dofinansowanie projektów realizowanych przy udziale funduszy strukturalnych. Zakłada się także, że do 2010 roku wartość pomocy publicznej w Polsce spadnie do poziomu poniżej 1% PKB, co jednak niektórzy eksperci uznają za nierealne i niepotrzebne, przede wszystkim ze względu na fakt, iż Polska nadal jest krajem przechodzącym transformację⁵. Wielkość pomocy publicznej udzielonej w poszczególnych latach (począwszy od 1997 roku) oraz nakłady planowane na przyszłość prezentuje rysunek 2.

Rysunek 2. Pomoc publiczna w Polsce



* szacunki.

Źródło: A. Krakowiak, Małe firmy dostaną więcej, „Rzeczpospolita” z 24 marca 2005 r. oraz I. Augustyński, Kogo wesprze..., *op. cit.*

Polski dokument jest odpowiedzią na przedstawioną przez Komisję Europejską „Mapę drogową reformy pomocy publicznej na lata 2005–2009”, w której szczególną uwagę poświęca się⁶:

- zmniejszeniu pomocy publicznej i jej lepszemu wykorzystaniu,
- poprawie kontroli pomocy publicznej,
- skuteczniejszym procedurom, większej przewidywalności i zwiększonej przejrzystości udzielania pomocy publicznej.

⁵ K. Niklewicz, Pomoc publiczna. Mniej, ale lepiej, „Gazeta Wyborcza” z 24 marca 2005 r., <http://gospodarka.gazeta.pl/gospodarka/1,52981,2620009.html>, 26 listopada 2006 r.

⁶ I. Augustyński, Kogo wesprze Bruksela, „Rzeczpospolita” z 23 września 2005 r.

Wśród priorytetów, które wymieniła Komisja w Mapie drogowej..., znalazły się:

- wsparcie innowacji,
- tworzenie sprzyjających warunków dla rozwoju przedsiębiorczości,
- wsparcie inwestycji w kapitał ludzki,
- działania mające na celu ochronę środowiska,
- tworzenie nowoczesnej infrastruktury transportowej, energetycznej,
- tworzenie technologii informacji i komunikacji.

Ogólna wartość pomocy udzielonej przedsiębiorcom w 2004 roku wyniosła 16 400,6 mln zł, co stanowi 1,9% PKB (wobec 3,5% w 2003 roku). Podobnie jak rok wcześniej, w 2004 roku najczęściej stosowanymi instrumentami pomocy były dotacje i ulgi podatkowe. Jeśli chodzi o taką formę pomocy, jak wniesienie kapitału do spółki, to zanotowano wzrost wartości udzielanej pomocy w stosunku do 2003 roku o 731,6% (udzielenie pomocy Kompanii Węglowej S.A. w wysokości 900 mln zł). Największy spadek wartości udzielanej pomocy dotyczył takich form, jak odroczenie lub rozłożenie na raty płatności podatku (opłaty). Wartość pomocy publicznej udzielonej w poszczególnych formach przedstawia tabela 1.

Tabela 1. Pomoc publiczna w Polsce w latach 2000–2004 według form jej udzielenia

Forma pomocy publicznej	Wartość pomocy (mld zł)					
	2000	2001	2002	2003	2004*	Łącznie 2000–2004
Dotacje i ulgi podatkowe	3,55	2,86	3,89	2,62	2,19	15,11
Zwolnienie z podatku	2,97	3,47	2,77	18,72	4,41	32,34
Wniesienie kapitału do spółki	0,10	0,02	0,03	0,14	1,12	1,41
Konwersja wierzytelności na akcje lub udziały	0,02	0,00	0,00	1,25	0,27	1,54
Pożyczki preferencyjne	0,74	1,68	0,45	1,00	0,26	4,13
Odroczenie lub rozłożenie na raty płatności podatku	0,14	0,59	0,73	2,20	0,05	3,71
Poręczenia i gwarancje kredytowe	0,20	1,80	2,24	1,54	0,51	6,30
Inne	0,00	0,77	0,16	0,89	0,00	1,82
Ogółem	7,71	11,19	10,28	28,36	8,81	66,35

* z wyłączeniem pomocy w transporcie.

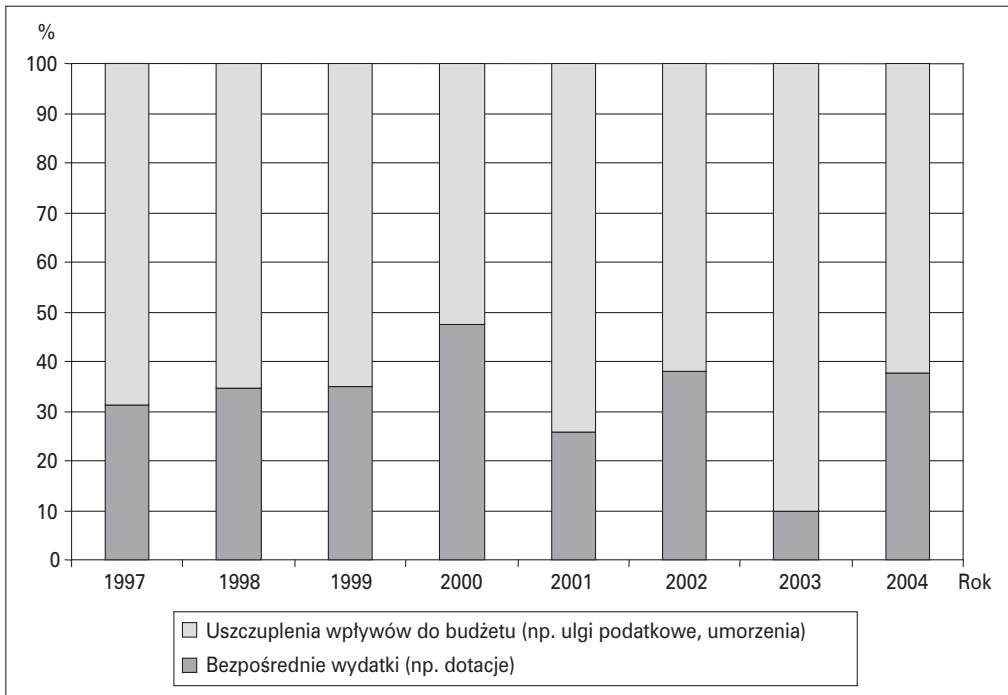
Źródło: Raport o pomocy publicznej w Polsce udzielonej przedsiębiorcom w 2004 roku, UOKiK, Warszawa 2005.

Prawie dwukrotnie wyższa niż rok wcześniej była wartość udzielonej pomocy horyzontalnej, do której zaliczono pomoc na restrukturyzację. W 2004 roku wyniosła ona 4 453,1 mln zł, a w 2003 roku – 2 840,8 mln zł. W 2004 roku pomoc sekto-

rowa wyniosła 2 819 mln zł, plus pomoc w transporcie w wysokości 7 591,3 mln zł. Obok transportu pomoc otrzymał sektor górnictwa (2 289,1 mln zł) oraz budownictwo okrętowe (529,9 mln zł). Prawie 1/3 ogólnej wartości pomocy w 2004 roku udzielono przedsiębiorcom prowadzącym działalność gospodarczą w województwie śląskim – 32,9%. Na drugim miejscu znajdują się przedsiębiorcy z województwa mazowieckiego – 9,6%, a na trzecim z małopolskiego – 9,3%. Niezmiennie od kilku lat przedsiębiorcy prowadzący działalność gospodarczą na terenie tych trzech województw są największymi beneficjentami pomocy publicznej, co ma związek ze stosunkowo dużą liczbą firm zarejestrowanych w tych właśnie regionach⁷.

Zwolnienia z podatków lub umorzenia należności budżetowych – czyli najpopularniejsze formy pomocy publicznej – są również najmniej bolesne dla budżetu, jednakże nie dają firmom realnych szans rozwojowych. Bezpośrednie wypłaty środków natomiast, czyli najlepsza z punktu widzenia przedsiębiorców i najbardziej przejrzysta forma wsparcia, wyniosły jedynie nieco ponad 2 mld zł. Podział środków w kolejnych latach między te dwie formy pomocy został zaprezentowany na rysunku 3.

Rysunek 3. Dotacje (bezpośrednie wypłaty) a ulgi podatkowe w Polsce w latach 1997–2004



Źródło: Raport o pomocy publicznej..., *op. cit.*

⁷ Raport o pomocy publicznej..., *op. cit.*

Przytłaczająca większość z 16,4 mld zł pomocy przekazana została na restrukturyzującą przeżywających kłopoty zakładów i branż. Największe wsparcie trafiło do PKP (7,1 mld zł wsparcia, głównie w postaci poręczeń i umorzonych zaległych składek na ZUS), dużym beneficjentem pozostały kopalnie i spółki węglowe (2,3 mld zł wsparcia, w tym w formie dokapitalizowania). Wydaje się, że polskie władze nie do końca zastanawiają się nad tym, czy aby na pewno w ten sposób zainwestowane pieniądze przyczynią się do poprawy konkurencyjności polskiej gospodarki. Na badania i rozwój, czyli najbardziej perspektywiczną formę pomocy, udało się w 2004 roku przeznaczyć jedynie 114 mln zł (niespełna 0,7% łącznej kwoty pomocy publicznej). Średnia dla krajów „starej” UE wynosi 14%, przy czym np. Holandia przeznaczana na ten cel 45% pomocy państwowej, Austria 37%, a Finlandia 32%⁸. W porównaniu z innymi krajami europejskimi w Polsce odmiennie ustala się proporcje pomocy horyzontalnej i sektorowej. O ile w UE pomoc horyzontalna wynosi 73%, to w Polsce jest to zaledwie 24%.

5. Ocena efektywności pomocy publicznej w Polsce

Okazuje się, że publiczna pomoc nie rozwiązuje problemów restrukturyzowanych firm. W latach 2001–2004 gros wsparcia trafiło do dwudziestu firm, w większości pochodzących z nierentownych bądź nierozwojowych branż (górnictwo, hutnictwo, przemysł stoczniowy, transport kolejowy), wyjątek stanowią jedynie PKO BP, Kopalnia Soli „Wieliczka” oraz Polpharma. Tak silna koncentracja pomocy w największych przedsiębiorstwach spowodowana jest głównie obawami przed protestami licznych załóg tych firm. Okazuje się, że nierzadkie były przypadki udzielania pomocy firmom nawet w sytuacji, gdy szansa ich uratowania od początku była oceniana na minimalną. Kolejną patologią polskiego systemu udzielania pomocy przez państwo jest nie tylko to, że większość wsparcia ma postać subsydiów podatkowych, a nie dotacji i subwencji na konkretne cele, lecz również fakt, że z miliardowych kwot praktycznie ani złotówki nie przeznaczają się na inwestycje, niezbędne, aby zapewnić przedsiębiorstwu szansę przetrwania na konkurencyjnym rynku i stworzenia podstaw trwałego rozwoju, a środki kierowane są na obsługę starych kredytów czy odprawy dla odchodzących pracowników⁹.

Analiza przedstawionych w niniejszej pracy danych liczbowych oraz kierunków i form udzielania pomocy publicznej pozwala na sformułowanie następujących wniosków:

⁸ R. Zasuń, 16 mld zł wydaliśmy na pomoc publiczną dla przedsiębiorców, „Gazeta Wyborcza” z 13 grudnia 2005 r., <http://gospodarka.gazeta.pl/gospodarka/1,33208,3066118.html>, 26 listopada 2006 r.

⁹ A. Krakowiak, Państwo wspiera głównie molochy, „Rzeczpospolita” z 1 marca 2005 r.

1. Wielkość oficjalnej pomocy publicznej jest stosunkowo duża; porównanie kwot wsparcia do innych krajów UE, zarówno w stosunku do PKB, jak i w przeliczeniu na jednego mieszkańca wskazuje, że Polska znajduje się w ścisłej europejskiej czołówce. Innym aspektem jest to, że według długofalowego programu Wspólnoty pomoc publiczna ulegać ma systematycznemu zmniejszaniu się. Otwarta pozostaje kwestia, czy również Polska powinna bezkrytycznie przyjąć te zalecenia i postępować w taki sam sposób, jak dużo bogatsze i dużo lepiej przygotowane do konkurencji na Wspólnym Rynku przedsiębiorstwa z krajów „starej” UE. Wydaje się, że powinien to być pewien wyznacznik długookresowej polityki, lecz jeszcze przez jakiś okres należy utrzymać dość wysoki poziom pomocy, aby pozwolić polskim przedsiębiorcom trochę okrzepnąć w nowej dla nich sytuacji, która zaistniała po akcesji, oraz wesprzeć ich w ciągle toczącym się procesie restrukturyzacji i nadrabiania technologicznych opóźnień.
2. Głównym kierunkiem wsparcia ze strony państwa jest pomoc sektorowa, skierowana do konkretnych branż, mało natomiast środków przeznaczają się na pomoc horyzontalną oraz regionalną. W interesie Polski leży, aby inaczej rozłożyć akcenty: zakres pomocy sektorowej musi maleć, rosnąć natomiast powinien udział pomocy horyzontalnej i regionalnej. Istotne jest także to, jakie dziedziny zostaną uznane za priorytetowe i tym samym będą absorbować największą część środków. Stanowisko decydentów, prezentowane w oficjalnych dokumentach rządowych traktujących o kierunkach rozwoju pomocy publicznej, napawa optymizmem. Zapisano tam bowiem, że szczególnym wsparciem zostaną objęte projekty skierowane do małych i średnich przedsiębiorców, związane z badaniami i rozwojem oraz inwestycjami. Realizacja tych postulatów doprowadziłaby do rzeczywistej poprawy zdolności konkurencyjnej polskich przedsiębiorców. Dzięki zwiększeniu zdolności produkcyjnych, modernizacji i zakupom nowego sprzętu, komercjalizacji wyników prac badawczo-rozwojowych, prowadzących m.in. do powstawania nowych bądź ulepszonych produktów, optymalizacji procesu produkcyjnego, zmian organizacyjnych, jak również dzięki umożliwieniu sektorowi MSP, z którego rekrutuje się gros podmiotów gospodarczych w Polsce i który odgrywa istotną rolę w procesie rozwoju gospodarczego oraz tworzeniu nowych miejsc pracy, udałoby się zapewne stworzyć fundamenty pod budowę trwałej przewagi konkurencyjnej.
3. Formy udzielanej pomocy publicznej pozostawiają jeszcze sporo do życzenia. Nadal największy udział mają ulgi podatkowe. Taka forma wsparcia jest najmniej efektywna i nie daje przedsiębiorstwu realnych szans na zmianę jego trudnej sytuacji. Często zatem wielomilionowe kwoty

z publicznej kasy są tak naprawdę marnotrawione, gdyż dany podmiot nie będzie nigdy w stanie – mimo udzielonego wsparcia – funkcjonować w normalnych warunkach rynkowych. Często również sami przedstawiciele największych beneficjentów pomocy przyznają, że nie przeznaczyli na inwestycje nawet najmniejszej części otrzymanej pomocy finansowej. Wniosek jest tylko jeden: taka forma pomocy pomaga jedynie przetrwać przedsiębiorstwu, nigdy jednak rozwijać się. Najdogodniejszą z punktu widzenia firmy-beneficjenta formą wsparcia jest bezpośrednia wypłata środków (dotacja, subwencja). Powinna ona zostać oczywiście wykorzystana zgodnie ze swoim przeznaczeniem, jednakże pozwala przedsiębiorstwu na pewną elastyczność działania, przede wszystkim zaś na zwiększenie nakładów na niezbędne inwestycje.

4. Zakres zdolności państwa do udzielania pomocy publicznej nieodłącznie wiąże się z kondycją budżetu oraz budżetów funduszy celowych. Przekazywanie wsparcia w formie rezygnacji z egzekwowania należności podatkowych i paropodatkowych jest z jednej strony najwygodniejsze, gdyż nie generuje wpływów środków finansowych, z drugiej jednak – negatywnie wpływa na stan budżetów. Na to nakłada się problem samodzielnego „udzielania” sobie pomocy przez przedsiębiorców, którzy unikają płacenia podatków. Skala tego zjawiska jest na tyle duża, że powoduje znaczące zachwianie równowagi budżetowej. Z tego względu ograniczone zostaje udzielanie dotacji w formie przekazania przedsiębiorstwom konkretnych kwot na wypełnienie określonych zadań. W ten sposób „błędne koło” zamyka się. Przedsiębiorstwa nierentowne, wspierane poprzez ulgi podatkowe, nie płacą podatków, zaś przedsiębiorstwa, które miałyby szansę na rozwój, gdyby otrzymały pomoc i których zobowiązania publicznoprawne byłyby wyższe, wsparcia takiego nie otrzymują, zatem również nie wspomagają budżetu. W efekcie brak jest środków na kolejne dotacje. A wystarczyłoby jedynie zmienić filozofię udzielania pomocy publicznej – należy wspierać te podmioty, które roszą nadzieję na to, że przekazane im środki finansowe przyczynią się do znacznego ich rozwoju i osiągania lepszych wyników ekonomicznych, a co za tym idzie – dostarczania budżetowi wyższych wpływów z tytułu zobowiązań podatkowych i paropodatkowych.
5. Pomoc publiczna – jako instrument zniekształcający konkurencję – podlega rygorystycznym uregulowaniom prawnym, zarówno na szczeblu Wspólnoty, jak i – dostosowanym do niego – poziomie krajowym. Wydaje się, że prawodawstwo polskie w tym zakresie jest odpowiednie, ustalając pewne, sztywne skądinąd zasady, nie paraliżując jednak jednocześnie

działalności podmiotów związanych z procesem udzielania i monitorowania pomocy publicznej. Pojawiają się wprawdzie głosy mówiące, że brakuje ustawy o finansowym wspieraniu dużych inwestycji, jednakże wydaje się, iż kwestię tę równie dobrze można rozwiązać opierając się na obecnie obowiązującym prawodawstwie.

6. Podsumowanie

Kwestia pomocy publicznej nabrała szczególnego znaczenia po przystąpieniu Polski do Unii Europejskiej. Jednym ze zobowiązań przyjętych w trakcie negocjacji akcesyjnych było dostosowanie reguł wspierania przedsiębiorców z publicznych środków do rozwiązań Wspólnoty. Było to na tyle istotne, że co do zasady jakiegokolwiek działania państwa, zniekształcające konkurencję i powodujące uprzywilejowanie wybranych podmiotów gospodarczych, są zakazane przez odpowiednie zapisy w Traktacie ustanawiającym Wspólnotę Europejską. Strona polska – z uwzględnieniem wynegocjowanych okresów przejściowych – rozwiązania wspólnotowe zaimplementowała. Co innego jednak oznacza formalne dostosowanie się do unijnych reguł pomocy, a co innego – codzienna praktyka gospodarza.

Praktyka ta pokazuje natomiast, że nadal daleko Polsce do standardów Wspólnoty. Nie negując znacznych zmian, jakie dokonały się w ciągu kilku ostatnich lat, zauważyć jednak należy, że nadal zbyt wiele środków przeznaczanych jest na pomoc sektorową, w ramach której dotowane są głównie nierentowne firmy, a tylko niewielka część wsparcia kierowana jest na programy pomocy horyzontalnej i regionalnej, których zadaniem jest rozwiązywanie określonych problemów, istotnych z punktu widzenia gospodarki jako całości. Ciągłe również najczęściej stosowaną formą pomocy są ulgi podatkowe w formie zwolnień, odroczeń i rozłożenia płatności podatku lub zobowiązania paropodatkowego na raty, co nie sprzyja rozwojowi przedsiębiorstwa, gdyż nie dostarcza mu środków na inwestycje. Jest to rozwiązanie niekorzystne również z punktu widzenia budżetu państwa. Wprawdzie w krótkim okresie łatwiej jest zrezygnować z części wpływów, długookresowo jednak taka polityka nie pozwala na poszerzenie bazy podatkowej, którą tworzyliby przedsiębiorcy rozwijający swoją działalność dzięki absorbowaniu pomocy publicznej. Kolejną bolączką polskiego systemu wspierania przedsiębiorców z funduszy publicznych jest zbyt mały udział pomocy przeznaczanej dla małych i średnich przedsiębiorców, na projekty badawczo-rozwojowe oraz inwestycje.

Nie wydaje się jednak słuszne, aby za wszelką cenę dążyć do osiągnięcia modelu obowiązującego w krajach „starej” UE. Polska nadal jest krajem „na dorobku” i jako taki powinna – przejściowo przynajmniej – godzić się na większy

pułap pomocy publicznej niż ten obowiązujący we Wspólnocie. Wytyczne unijnej Mapy drogowej... powinny być traktowane jako pewne wskazówki co do kształtowania długofalowej strategii, nigdy zaś jako bezwzględne nakazy, do których trzeba się jak najszybciej dostosować, nie oglądając się na reperkusje, jakie wywoła to w polskiej gospodarce, i nie uwzględniając specyficznej sytuacji rodzimych przedsiębiorców, którzy dopiero od niedawna funkcjonują w charakterze pełnoprawnych uczestników Jednolitego Rynku.

Najistotniejszym zadaniem związanym z udzielaniem pomocy publicznej pozostaje więc wypracowanie długofalowej strategii uwzględniającej zalecenia Komisji Europejskiej, zmierzającej do ukierunkowania wsparcia na newralgiczne obszary typu: badania i rozwój, inwestycje, transport, ochrona środowiska, szkolenia, a jednocześnie postulującej zmniejszanie z biegiem czasu zakresu pomocy, ale również uwzględniającej potrzeby polskiej gospodarki oraz jej dotychczasowe doświadczenia z zakresu wspierania przedsiębiorstw ze środków publicznych.

7. Bibliografia

Akty prawne:

1. Ustawa z dnia 20 marca 2002 r. o finansowym wspieraniu inwestycji (Dz.U. Nr 41 poz. 363 z późn. zm.).
2. Ustawa z dnia 30 sierpnia 2002 r. o restrukturyzacji niektórych należności publicznoprawnych od przedsiębiorców (Dz.U. Nr 155 poz. 1287 z późn. zm.).
3. Ustawa z dnia 30 kwietnia 2004 r. o postępowaniu w sprawach dotyczących pomocy publicznej (Dz.U. Nr 123 poz. 1291).

Wydawnictwa zwarte:

1. Grabowski M., Hardt Ł., Nowicki M., Rozwój przedsiębiorczości a pomoc publiczna – perspektywa polska i europejska, IBnGR, Gdańsk 2004.
2. Jankowska A., Pomoc publiczna dla przedsiębiorstw w świetle uregulowań wspólnotowych. Zasady i ograniczenia udzielania, PARP, Warszawa 2005.
3. Raport o pomocy publicznej w Polsce udzielonej przedsiębiorcom w 2004 roku, dokument przyjęty przez Radę Ministrów na posiedzeniu w dniu 13 grudnia 2005 r., UOKiK, Warszawa 2005.
4. Tokaj-Krzewska A., Żołnierski A., Pomoc publiczna. Poradnik przedsiębiorcy, PARP, Warszawa 2003.

Artykuły prasowe:

1. Augustyński I., Kogo wesprze Bruksela, „Rzeczpospolita” z 23 września 2005 r.

2. Fornalczyk A., Wydatki pod specjalnym nadzorem, „Rzeczpospolita” z 6–7 października 2001 r.
3. Karpińska-Mizielińska W., Smuga T., Komu i jak pomagać, „Rzeczpospolita” z 26–28 marca 2005 r.
4. Krakowiak A., Państwo wspiera głównie molochy, „Rzeczpospolita” z 1 marca 2005 r.
5. Krakowiak A., Małe firmy dostaną więcej, „Rzeczpospolita” z 24 marca 2005 r.
6. Neneman J., Sowa M., „Miękki” budżet, „Rzeczpospolita” z 24–25 listopada 2001 r.
7. Nie ma się czym chwalić, „Rzeczpospolita” z 29 października 2002 r.
8. Niklewicz K., Pomoc publiczna. Mniej, ale lepiej, „Gazeta Wyborcza” z 24 marca 2005 r., <http://gospodarka.gazeta.pl/gospodarka/1,52981,2620009.html>, 26 listopada 2006 r.
9. Słojewska A., Niemcy dotują najwięcej, „Rzeczpospolita” z 21 kwietnia 2005 r.
10. Zasuń R., 16 mld zł wydaliśmy na pomoc publiczną dla przedsiębiorców, „Gazeta Wyborcza” z 13 grudnia 2005 r., <http://gospodarka.gazeta.pl/gospodarka/1,33208,3066118.html>, 26 listopada 2006 r.

Asymetria informacji na rynku usług zdrowotnych

1. Wprowadzenie

Wielkość dostępnych zasobów rzeczowych i finansowych, które poszczególne społeczeństwa mogą przeznaczać na osiągnięcie założonych celów, w tym na ochronę zdrowia, jest z reguły ograniczona. Kluczowym zagadnieniem jest dokonanie ich efektywnej ekonomicznie alokacji i, w efekcie, osiągnięcie jak najwyższego poziomu dobrobytu społecznego.

W literaturze przedmiotu wyodrębnić można dwie zasadnicze tezy dotyczące charakteru świadczeń zdrowotnych:

- 1) świadczenia zdrowotne nie różnią się od innych rodzajów usług;
- 2) świadczenia zdrowotne powinny być dostępne według kryterium potrzeb, gdyż: (...) *w przypadku zdrowia trudno jest zastosować tradycyjne i szeroko akceptowane mierniki wartości: dobro i usługa są warte tyle, ile skłonny jest za nie zapłacić konsument*¹.

Pierwsza teza może skłaniać do podniesieniu efektywności wykorzystywanych zasobów poprzez zastosowanie rozwiązań obowiązujących na rynku konkurencyjnym. Wzajemne oddziaływanie popytu i podaży doprowadza do ustalenia się punktu równowagi na rynku, w którym krańcowe korzyści zrównują się z krańcowymi kosztami. Niezbędne jest jednak spełnienie kilku warunków, a mianowicie:

- 1) doskonały przepływ informacji oznaczający, że każda ze stron transakcji rynkowej powinna dysponować analogicznymi danymi dotyczącymi: jakości, rodzaju produktu, jego ceny;
- 2) doskonała konkurencja pomiędzy dostawcami dóbr i usług oznaczająca, że producenci są podmiotami przyjmującymi ceny z rynku. Mogą oni swobodnie wchodzić i opuszczać branżę, a ich siła jest równa, co oznacza, iż żaden z nich nie jest dyskryminowany np. ze względu na rodzaj własności;
- 3) wyraźne określenie preferencji konsumentów, którzy dążą do maksymalizacji użyteczności przy danym poziomie dochodów;

¹ J. Kornai, K. Eggleston, Solidarność w procesie transformacji. Reforma służby zdrowia w Europie Wschodniej, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 2002, s. 51.

- 4) dążenie producentów do maksymalizacji zysków;
- 5) Nie występują wady rynku.

Niespełnienie powyższych warunków powoduje, że mechanizm rynkowy nie zapewnia efektywnej alokacji zasobów między produkcją i konsumpcją².

Narzędziem służącym ocenie efektywności wykorzystywanych zasobów i, w konsekwencji, umożliwiającym podjęcie działań mających na celu jej poprawę jest analiza interakcji zachodzących pomiędzy trzema grupami czynników oddziałujących na wielkość ogólnych wydatków w ochronie zdrowia, tj.:

- specyficznymi cechami świadczeń zdrowotnych,
- zjawiskami zachodzącymi po stronie świadczeniobiorców, takimi jak np.: zmiany demograficzne, epidemiologiczne, dochodów itp.,
- zjawiskami zachodzącymi po stronie świadczeniodawców, takimi jak np.: postęp technologiczny, wzrost standardów świadczeń zdrowotnych itp.

W literaturze przedmiotu wskazuje się na występowanie wielu różnic w funkcjonowaniu rynku usług zdrowotnych w porównaniu z innymi rynkami, które powodują, że założenia teoretyczne dotyczące wolnej konkurencji nie są spełnione. Do najważniejszych różnic, należy zaliczyć:

- występowanie asymetrii informacji,
- inwestycyjno-konsumpcyjny charakter świadczeń zdrowotnych,
- niepewność potrzeby i produktu,
- monopolistyczną pozycję lekarzy,
- występowanie efektów zewnętrznych,
- brak bodźców do podnoszenia efektywności,
- brak nastawienia świadczeniodawców (co do zasady) na osiągnięcie zysków,
- brak usług substytucyjnych w stosunku do świadczeń zdrowotnych,
- postrzeganie zdrowia jako produktu łącznego,
- występowanie korzyści skali.

2. Skutki asymetrii informacji w opiece zdrowotnej

Zjawisko asymetrii informacji dotyczy zróżnicowanego dostępu stron transakcji rynkowych do informacji w zakresie: przedmiotu wymiany, jego jakości, skuteczności i przydatności w przyszłości³.

² N. Barr, *Ekonomika polityki społecznej*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 1994, s. 99–103.

³ T. E. Getzen, *Ekonomika zdrowia*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 147 i nast.

Nierównowaga w dostępie do informacji na komercyjnym rynku usług zdrowotnych dotyczy relacji zachodzących pomiędzy:

- lekarzem a pacjentem,
- pacjentem a ubezpieczycielem oraz
- lekarzem, z jednej strony, a ubezpieczycielem i pacjentem, z drugiej.

W pierwszym z wymienionych przypadków jest ona konsekwencją przygotowania lekarza do wykonywania zawodu. Jej skutkami są:

- nadprodukcja lub zbyt niska produkcja świadczeń zdrowotnych w zależności od decyzji podejmowanych przez lekarzy,
- obniżenie jakości usług zdrowotnych.

Pacjent, jako osoba nie dysponująca fachową wiedzą i przygotowaniem z zakresu medycyny, nie jest w stanie, w większości przypadków, prawidłowo zdiagnozować swojego stanu zdrowia i stwierdzić, czy cierpi na jakąś chorobę, a jeśli tak, to na jaką. Negatywne konsekwencje podjęcia błędnych decyzji w procesie leczniczym są zwykle znacznie poważniejsze, niż w innych przypadkach, gdyż ryzyko powstania uszczerbku odnosi się do zdrowia i życia człowieka, i ma często charakter nieodwracalny. Pacjent nie jest także w stanie sprawdzić oferowanego mu produktu – usługi zdrowotnej przed jego konsumpcją. W efekcie jest on zdany na lekarza w zakresie diagnozy oraz dokonania wyboru procedur medycznych przywracających zdrowie, co z kolei wiąże się z określeniem ich jakości i standardu. Oznacza to, że strona popytowa „przekazuje” swoje uprawnienia do podejmowania decyzji w zakresie przedmiotu transakcji, jego jakości stronie podaźowej. W konsekwencji dochodzi do znacznego ograniczenia suwerenności usługobiorcy, którego cechuje: brak jasno określonych preferencji, brak możliwości oceny użyteczności poszczególnych procedur zdrowotnych i, w efekcie, nieumiejętność dokonania wyceny otrzymywanego świadczenia⁴. Pomiędzy chorym i lekarzem wytwarza się zatem stosunek quasi pełnomocnictwa oparty na zaufaniu, na mocy którego lekarz jest uprawniony i zarazem zobowiązany do podejmowania działań leżących w interesie pacjenta, które rodzą zwykle określone skutki finansowe.

Pacjent, który jedynie inicjuje proces leczniczy, generuje popyt „pierwotny”. Lekarz jest natomiast odpowiedzialny za tworzenie popytu „wtórnego”. W ten sposób dostawcy świadczeń zdrowotnych uzyskują wpływ na kreowanie łącznej wielkości wydatków na ochronę zdrowia, a także na strukturę rodzajową, przestrzenną i czasową udzielanych świadczeń. Potwierdzają to wyniki badań empirycznych. Obserwacje wykazały, że wzrost podaży łóżek szpitalnych o 42% spowodował zwiększenie się osobodni hospitalizacji o 28% w ciągu trzech lat, pomimo braku

⁴ N. Barr, *Ekonomika polityki...*, *op. cit.*, s. 320–328.

zmian epidemiologicznych⁵. Wskaźnik korelacji między liczbą dni hospitalizacji na osobę a liczbą łóżek szpitalnych wyniósł 0,82 w przypadku, gdy pacjent nie ponosił kosztów hospitalizacji, i zmniejszał się do 0,62, przy częściowym ponoszeniu przez niego kosztów leczenia i pobytu w szpitalu⁶. W innych badaniach stwierdzono, że wzrost o 10% liczby lekarzy powoduje wzrost konsumpcji usług od 4,5% do 5,1% w przypadku lekarzy ogólnych oraz o 7,9% – 11,9% w przypadku lekarzy specjalistów⁷. Ponadto, przeprowadzone obserwacje wykazały, że przyrost liczby lekarzy jedynie w niewielkim stopniu przekłada się na lepszą dostępność pacjentów do usług medycznych. W większym stopniu nastąpiło natomiast wydłużenie czasu trwania przeciętnej wizyty (wzrost liczby lekarzy o 14% spowodował wydłużenie czasu wizyty o 12%)⁸. Na podstawie wyników powyższych badań stwierdzono, że o ile na „klasycznym” rynku usług wzrost podaży powoduje – przy nie zmienionych pozostałych warunkach – spadek ceny, o tyle w przypadku rynku usług medycznych następuje przesunięcie krzywej popytu w prawo. Zwiększenie konsumpcji nie wymaga zatem zmniejszenia ceny usług⁹.

Zjawisko asymetrii informacji dotyczy także przyszłych okresów. Doświadczenia pacjentów nabyte podczas wcześniejszych kuracji często nie są przydatne do wykorzystania w przyszłości. Te same objawy mogą bowiem towarzyszyć różnym stanom chorobowym.

Ważnym skutkiem asymetrii informacji w relacji lekarz–pacjent jest powstanie efektów zewnętrznych pomiędzy podmiotami oferującymi świadczenia zdrowotne o wysokiej jakości a pozostałymi, udzielającymi świadczeń o niskim standardzie. Z uwagi na fakt, że pacjenci nie są często w stanie ocenić jakości udzielanego im świadczenia, „przenoszą” swoje dotychczasowe doświadczenia związane z korzystaniem z usług medycznych „na przyszłość”. Dochodzi zatem do oddziaływania poszczególnych świadczeniodawców na percepcję usługobiorcy, co do jakości usług oferowanych na całym rynku. Efektem może być np. tendencja do obniżania standardu udzielanych świadczeń w dłuższym okresie przez wszystkie jednostki ochrony zdrowia w przypadku, gdy pewna część jednostek udzielała ich na niskim poziomie jakości. W konsekwencji cena, jaką skłonni są zapłacić korzystający z usług medycznych, ulega obniżeniu. Podmioty oferujące usługi

⁵ J. A. Indulski, M. Matulewicz, M. Bryła, *Ekonomika zdrowia a problem efektywności ochrony zdrowia*, Instytut Medycyny Pracy, Łódź 1994, s. 88.

⁶ R. Feldman, B. Dowd, What does the demand curve for medical care measure?, „Journal of Health Economics”, 12 (2), 1993.

⁷ J. A. Indulski, M. Matulewicz, M. Bryła, *Ekonomika zdrowia...*, *op. cit.*, s. 91.

⁸ F. A. Sloan, J. Lorant, The allocation of physicians services: Evidences on lengths of visit, „Quarterly Review of Economics and Business”, 1976 (16).

⁹ V. R. Fuchs, The supply of surgeons and the demand for operation, „Journal of Human Resources”, 1978, 12 – Supplement.

o wyższej jakości będą miały trudności z ich zbytem, gdyż niewielu pacjentów będzie chciało zapłacić żądane przez nich wyższe ceny. W efekcie spowoduje to wyparcie z rynku świadczeń o wyższym standardzie¹⁰.

Również w sytuacji, w której cena usług jest ustalana administracyjnie, w sposób sztywny, tj. nie uwzględniający ich jakości, może dojść do eliminacji usług o wysokiej jakości, gdyż koszty takich usług będą zwykle wyższe, niż koszty świadczeń o niskim standardzie. Zapobieganie temu zjawisku, poprzez np. nadawanie certyfikatów jakości, nie zawsze jest korzystne ze społecznego punktu widzenia. Motywem, dla którego świadczeniodawcy starają się uzyskać potwierdzenie jakości świadczonych usług, jest chęć odróżnienia się od innych podmiotów funkcjonujących na rynku. Korzyść z certyfikatu odnosi jedynie świadczeniodawca, który taki certyfikat uzyskał, a nie społeczeństwo. Mamy zatem do czynienia z korzyścią prywatną, a nie społeczną.

Asymetria informacji występuje także w relacjach zachodzących pomiędzy ubezpieczycielem (komercyjnym) a ubezpieczonym. Do najważniejszych jej skutków należy zaliczyć:

- wzrost ogólnego poziomu cen polis lub pojawienie się selekcji negatywnej,
- ograniczenie zakresu przedmiotowego oferowanych świadczeń zdrowotnych,
- ograniczenie suwerenności pacjenta.

U podstaw wzrostu cen oferowanych polis leżą problemy ubezpieczycieli w rozpoznaniu rzeczywistego stanu zdrowia, chcących wykupić ubezpieczenie. Osoby o większym prawdopodobieństwie wystąpienia choroby będą w większym stopniu skłonne wykupić ubezpieczenie, niż pozostałe jednostki. Ustalenie ceny ubezpieczenia dla obu grup osób na średnim poziomie doprowadzi do tego, że ubezpieczą się jedynie osoby „o słabym zdrowiu”, co oznacza dla ubezpieczyciela konieczność ponoszenia wysokich kosztów. Osoby zdrowe będą unikały takiego ubezpieczenia, gdyż cena polisy będzie dla nich zbyt wysoka. W konsekwencji firma ubezpieczeniowa, aby uniknąć bankructwa będzie zmuszona albo do zaprzestania oferowania polis osobom o wysokim prawdopodobieństwie zachorowania (selekcja negatywna), co oznacza, że część z nich zostanie pozbawiona zabezpieczenia na wypadek choroby, albo do kalkulowania cen oferowanych polis według prawdopodobieństwa wystąpienia choroby dla populacji charakteryzującej się największym ryzykiem. Prawdopodobieństwo negatywnej selekcji jest tym bardziej prawdopodobne, im większe są różnice w spodziewanych kosztach leczenia wymienionych dwóch grup ludności i im więcej wiedzą o swoim stanie zdrowia kandydaci do ubezpieczenia¹¹. Selekcja negatywna narusza także suwerenność pacjenta, gdyż

¹⁰ H. R. Varian, *Mikroekonomia. Kurs średni – ujęcie nowoczesne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 668–671.

¹¹ T. E. Getzen, *Ekonomika...*, *op. cit.*, s. 93.

ogranicza jego wybór w zakresie możliwości zabezpieczenia się od następstw wystąpienia choroby.

Innym następstwem asymetrii jest ograniczenie zakresu świadczeń zdrowotnych oferowanych w ramach ubezpieczenia. Firmy ubezpieczeniowe będą dążyły do eliminacji tych świadczeń, z którymi wiązać się będą wysokie koszty.

Kolejnym skutkiem jest umocnienie monopolistycznej pozycji lekarzy w stosunku do świadczeniobiorców, a w następstwie tego ich dyskryminacja cenowa¹². Silna pozycja lekarzy wynika m.in. ze specyfiki posiadanej wiedzy i nabytych umiejętności. Istotną rolę odgrywają także regulacje prawne i korporacyjne, które ograniczają dostęp do wykonywania zawodu poprzez nakaz uzyskania odpowiedniego przygotowania teoretycznego i praktycznego. W konsekwencji brak jest innych podmiotów, które mogłyby konkurować z lekarzami o pacjentów, co powoduje, że działają oni jak „zbiorowy monopolista”. To z kolei umożliwia stosowanie dyskryminacji cenowej. Badania empiryczne potwierdzają fakt pobierania od pacjentów opłat w różnej wysokości, w zależności od ich dochodów, za analogiczne świadczenia zdrowotne. Ludzie o wysokich dochodach lub mający polisy ubezpieczeniowe opiewające na duże kwoty płacą za te same świadczenia zdrowotne więcej, niż osoby dysponujące niższymi dochodami lub nie posiadające ubezpieczenia. Zjawisko to jest efektem różnicowania cen świadczeń zdrowotnych przez lekarzy, w zależności od wrażliwości poszczególnych grup pacjentów na zmiany cen¹³.

Czynnikiem, który powoduje spadek wrażliwości popytu na zmiany cen świadczeń zdrowotnych, jest m.in. niedostateczny poziom wiedzy medycznej pacjentów. Ponadto część świadczeń cechuje bardzo niska wrażliwość na zmiany cen. Dotyczy to głównie tych usług medycznych, które są niezbędne dla ratowania życia pacjenta.

Dyskryminacja cenowa jest narzędziem monopolisty umożliwiającym maksymalizację zysku, co jednak powoduje powstanie straty dobrobytu społecznego. W odniesieniu do rynku usług medycznych występuje pewna odmienność. Punkt pozwalający na maksymalizację zysku monopolu charakteryzuje się elastycznością cenową popytu równą jedności. Tymczasem w przypadku usług zdrowotnych elastyczność cenowa popytu jest zwykle mniejsza niż 1¹⁴. Skala straty dobrobytu społecznego, spowodowana dyskryminacją cenową, zależy od elastyczności popytu na poszczególne usługi zdrowotne w różnych grupach dochodowych. Im niższa

¹² Wpływ na umocnienie monopolistycznej pozycji lekarzy na rynku usług zdrowotnych mają także inne czynniki, jak: niepodzielność świadczeń zdrowotnych, efekty skali, minimalna skala efektywna, brak substytutów świadczenia zdrowotnego.

¹³ T. E. Getzen, *Ekonomika...*, *op. cit.*, s. 179.

¹⁴ K. J. Arrow, *Eseje z teorii ryzyka*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1979, s. 200.

jest elastyczność cenowa popytu, tym niższe będą korzyści społeczne wynikające ze zniesienia zróżnicowania cenowego usług zdrowotnych¹⁵.

Dalszymi efektami asymetrii informacji jest brak zainteresowania dostawcy usług, świadczeniobiorcy oraz płatnika (ubezpieczyciela prywatnego) zwiększaniem efektywności wykorzystywanych środków. Dla pacjenta kluczowym zagadnieniem jest otrzymanie jak największej liczby usług, przy możliwie wysokiej ich jakości. Nie jest on zainteresowany kosztami świadczeń zdrowotnych, jeśli kto inny będzie za nie płacił (ubezpieczyciel). Dostawca otrzymuje środki w zależności od liczby wykonanych usług. Zainteresowany jest zatem ekspansją działalności i zwiększeniem popytu na swoje usługi. Z kolei płatnik zobowiązany do ponoszenia kosztów choroby często nie ma możliwości skutecznej kontroli jakości świadczonych usług i badania, kontroli kosztów ich wytwarzania. Budowa sprawnego systemu monitorowania jakości udzielonych usług oraz ich kosztów jest rozwiązaniem wymagającym dużych nakładów. Znacznie prostsze jest podniesienie składki ubezpieczeniowej.

3. Podsumowanie

Uwzględniając wyżej opisane skutki zjawiska asymetrii informacji, istotne znaczenie w procesie ich ograniczania, a tym samym w poprawie efektywności wykorzystywanych zasobów systemu opieki zdrowotnej, może mieć edukacja pacjentów. Wiedza na temat przyczyn powstawania zjawisk chorobowych oraz umiejętność rozpoznawania oznak pojawienia się choroby pozwalają na wczesne wykrycie procesu chorobowego, co zwiększa szanse szybkiego wyleczenia i pełnego powrotu do zdrowia.

Proces edukacji dotyczy takich zagadnień, jak np.: dostarczania wiedzy, kształtowania zachowań prozdrowotnych oraz rozwijania umiejętności dokonywania wyborów¹⁶. Dopiero podjęcie skoordynowanych działań w tych obszarach prowadzi do powstania trwałej dyspozycji do realizacji zachowań prozdrowotnych. Zasadniczymi celami edukacji zdrowotnej powinny być zatem: zmiana sposobu myślenia w zakresie indywidualnej odpowiedzialności za jego stan oraz zwiększenie skuteczności oddziaływania na swoje zdrowie.

Skuteczność działań edukacyjnych potwierdzają wyniki badań przeprowadzonych w krajach Europy Zachodniej oraz Stanach Zjednoczonych, zgodnie z którymi przyniosły one pozytywne efekty w postaci skokowych zmian wskaźników zdrowotnych w tych społeczeństwach. Badania L. Goldmana oraz E. F. Cooka wyka-

¹⁵ *Ibidem*, s. 201.

¹⁶ W literaturze przedmiotu można się spotkać z definicją edukacji zdrowotnej, rozumianej jako suma wszystkich wpływów, które determinują wiedzę, przekonania i zachowania odnoszące się do propagowania, utrzymania i odbudowy zdrowia poszczególnych ludzi oraz społeczeństwa. R. S. Downie, C. Fyfe, A. Tannahil, *Health Promotion Models and Values*, Oxford Medical Publ. Oxford–New York–Tokyo 1993.

zały, że spadek umieralności z powodu choroby niedokrwiennej serca w Stanach Zjednoczonych w latach 1968–1975 w 60% spowodowała zmiana stylu życia oraz zwiększenie kontroli czynników ryzyka tej choroby. Poprawa jakości świadczonych usług medycznych odpowiadała jedynie w 1/3 za redukcję umieralności. Z kolei realizowany w Finlandii (początkowo jedynie w Karelii) od 1972 roku program prewencji choroby niedokrwiennej serca skutkowało zmniejszeniem umieralności mężczyzn w wieku 35–64 lata na tę chorobę o 65% w skali kraju i o 73% dla Karelii¹⁷.

Wyniki opisanych działań edukacyjnych i promocji zdrowia wskazują, że mogą one w istotnym stopniu przyczynić się do ograniczenia kosztów systemu opieki zdrowotnej poprzez redukcję liczby przypadków związanych z leczeniem zaawansowanych i niejednokrotnie kosztownych stadiów poszczególnych chorób.

4. Bibliografia

Wydawnictwa zwarte:

1. Arrow K. J., *Eseje z teorii ryzyka*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1979.
2. Barr N., *Ekonomika polityki społecznej*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 1994.
3. Downie R. S., Fyfe C., Tannahil A., *Health Promotion Models and Values*, Oxford Medical Publ. Oxford–New York–Tokio 1993.
4. Getzen T. E., *Ekonomika zdrowia*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
5. Indulski J. A., Matulewicz M., Bryła M., *Ekonomika zdrowia a problem efektywności ochrony zdrowia*, Instytut Medycyny Pracy, Łódź 1994.
6. Indulski J. A., Jethon Z., Dawydzik L. T., *Zdrowie Publiczne. Wybrane zagadnienia*, Instytut Medycyny Pracy im. prof. J. Nofera, Łódź 2000.
7. Kornai J., Eggleston K., *Solidarność w procesie transformacji. Reforma służby zdrowia w Europie Wschodniej*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 2002.
8. Nesko J. (red.), *Ekonomika i zarządzanie w opiece zdrowotnej*, Instytut Medycyny Pracy im. prof. J. Nofera, Łódź 2001.
9. Phelps Ch. E., *Health economics*, Addison-Wesley Longan, London 1997.
10. Varian H. R., *Mikroekonomia. Kurs średni – ujęcie nowoczesne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.

¹⁷ J. A. Indulski, Z. Jethon, L. T. Dawydzik, *Zdrowie Publiczne. Wybrane zagadnienia*, Instytut Medycyny Pracy im. prof. J. Nofera, Łódź 2000, s. 321, 339.

Artykuły w czasopismach ciągłych:

1. Feldman R., Dowd B., What does the demand curve for medical care measure?, „Journal of Health Economics”, 12 (2), 1993.
2. Fuchs V. R., The supply of surgeons and the demand for operation, „Journal of Human Resources”, 1978, 12 – Supplement.
3. Sloan F. A., Lorant J., The allocation of physicians services: Evidences on lengths of visit, Quarterly Review of Economics and Business, 1976 (16).

Eliza Sułkiewicz
Szkoła Główna Handlowa

Wpływ narzędzi marketingowych na konsumenta „trzeciego wieku” w Polsce w świetle badań empirycznych

1. Wprowadzenie

Proces starzenia się społeczeństwa to zjawisko globalne, które wymusza na podmiotach obecnych na rynku dóbr i usług weryfikację dotychczas stosowanych narzędzi marketingowych wobec potencjalnych nabywców. Osoby w podeszłym wieku są specyficzną grupą odbiorców pod względem potrzeb, oczekiwań, sposobu percepcji, możliwości zakupowych (finansowych, logistycznych) oraz stopnia podatności na działania reklamowe, dlatego istotne jest, aby przekazy marketingowe, mające dotrzeć do seniorów, uwzględniały tę specyfikę.

W niniejszym artykule poddano analizie zachowania konsumentów „trzeciego wieku” na rynku dóbr i usług konsumpcyjnych w Polsce oraz wyodrębniono charakterystyczne cechy, jakie powinny być brane pod uwagę przy opracowywaniu i wdrażaniu strategii sprzedażowych skierowanych do konsumentów-seniorów. Wykorzystano dane zawarte w publikacjach statystycznych i raportach firm badawczych, jak również wyniki uzyskane przez autorkę w trakcie badań własnych wśród respondentów powyżej 59 roku życia (badania przeprowadzono na grupie 298 osób, zróżnicowanych ze względu na płeć, wiek, miejsce zamieszkania, w proporcjach zbliżonych do ogółu populacji w tym segmencie wiekowym w Polsce), realizowanych na przełomie lat 2005 i 2006 w województwie mazowieckim.

2. Charakterystyka konsumentów „trzeciego wieku”

Stereotyp osoby w podeszłym wieku, funkcjonujący obecnie w polskim społeczeństwie, opiera się na założeniu, że nie nadąża ona za postępem technicznym i rozwojem gospodarczym, co przejawia się m.in. brakiem umiejętności sprawnej obsługi urządzeń będących w dzisiejszych czasach niemalże standardem – komputera, bankomatu czy choćby telefonu komórkowego. Z badań i raportów publikowanych w ostatnich latach wynika, że w dużej mierze stereotyp ten odzwierciedla zachowania seniorów. Analizy przeprowadzone przez Akademię Rozwoju Filantropii w Polsce w ramach projektu „STOP dyskryminacji osób starszych”, realizowanego w 2005 roku, pokazują wiele barier, jakie napotykają osoby w podeszłym wieku

w swoim otoczeniu, zarówno o charakterze technicznym, architektonicznym, jak i społecznym¹. Czynnikiem ten powinien być brany pod uwagę przez menedżerów ds. marketingu w przedsiębiorstwach przy opracowywaniu m.in. programów lojalnościowych, w ramach których bardzo często rozdawane są karty elektroniczne do zbierania punktów, wymagana jest rejestracja poprzez stronę internetową, a zamawianie nagród odbywa się jedynie drogą e-mailową lub poprzez SMS-y. Dużą przeszkodą dla seniorów mogą się także okazać oferty nowoczesnych banków, które coraz częściej wykorzystują bankomaty jako podstawową formę wpłaty lub wypłaty gotówki. Jeszcze trudniejsze może być korzystanie z banków internetowych, istniejących wyłącznie w sieci, nie posiadających placówek tradycyjnych (bądź ich lokalizacje są jedynie w największych miastach).

Kolejnym stereotypowym wyobrażeniem dotyczącym seniorów jest postrzeganie ich jako osób niedołączonych, o niskiej asertywności i małej zdolności percepcji, podatnych na sugestie i pozostających w cieniu społeczeństwa. Wynikiem takiego stereotypu jest traktowanie ludzi starszych z pobłażaniem, lekceważeniem, pogardą bądź z zupełną obojętnością i ignorancją, zwłaszcza przez młode pokolenie². Zaprezentowana charakterystyka osób w podeszłym wieku nie do końca jednak znajduje potwierdzenie w badaniach przedstawionych w niniejszym opracowaniu. Wynika z nich bowiem, że segment konsumenta „trzeciego wieku” nie jest jednorodny, i dlatego trudno jest formułować uogólnione opinie.

Kolejnym aspektem jest postrzeganie własnej osobowości, charakteru i zachowania przez samych przedstawicieli starszego pokolenia. Zgodnie z wynikami badań własnych autorki ponad 93% respondentów (osób powyżej 59 roku życia) samodzielnie bądź raczej samodzielnie podejmuje decyzje konsumenckie, a blisko 90% robi to rozważnie bądź raczej rozważnie.

Seniorzy oceniają wysoko własną asertywność i wierność przekonaniom, co czwarty respondent twierdzi, że twardo broni własnego zdania w dyskusji; prawie połowa deklaruje, iż jest raczej stała w swych przekonaniach, a 14% zalicza siebie do osób upartych. Jedynie 2% badanych przyznaje, że są ulegli w dyskusji, tyle samo badanych chętnie podporządkowuje się decyzjom innych. Seniorzy nie postrzegają siebie jako ludzi przesadnie wolno podejmujących decyzje w codziennym życiu – 41% z nich uważa, że szybko lub raczej szybko podejmują decyzje, a jedynie niecałe 18%, że zdecydowanie wolno. Jednocześnie należy podkreślić, że pomimo

¹ <http://www.senior.info.pl/?s=main00>, informacje na 22 marca 2006 roku.

² W świetle badań CBOS przeprowadzonych w 2000 roku wynika, że niemal co piąta osoba w podeszłym wieku dostrzega u młodzieży niechęć do seniorów; badania empiryczne przeprowadzone przez autorkę niniejszego opracowania na przełomie lat 2005 i 2006 wskazują, iż co trzecia osoba w podeszłym wieku ocenia sposób traktowania seniorów przez dzieci i młodzież jako bardzo zły lub raczej zły.

stosunkowo szybkiego procesu decyzyjnego seniorów, swoje codzienne wybory podejmują oni rozważnie (33,2% odpowiedzi) bądź raczej rozważnie (45,6%).

Oczywiście należy wziąć pod uwagę, że samoocena osoby w podeszłym wieku nie zawsze musi być obiektywna i mieć odzwierciedlenie w rzeczywistych zachowaniach konsumenckich. Bardziej wiarygodne wydają się być szeroko omówione poniżej wyniki badań przeprowadzonych przez autorkę, bowiem w wykorzystanych w ich trakcie ankietach zastosowano opisy konkretnych sytuacji zakupowych, a nie tylko bezpośrednie cechy charakteru i zachowania. Najczęściej trudno przyznać się wprost do cech charakteru uznawanych powszechnie za wady, jak np. podatność na wpływ innych osób, łatwowierność, uległość. Natomiast w trakcie odpowiadania na pytania opisujące zachowanie w danej sytuacji respondent najczęściej nie podejmuje próby interpretacji cech będących powodem zadeklarowanych przez niego zachowań.

Należy wziąć również pod uwagę fakt, że odpowiedzi udzielane w pytaniach ankietowych nie zawsze muszą być zgodne z rzeczywistymi zachowaniami respondentów na rynku dóbr i usług. Wynika to w głównej mierze nie z chęci celowego wprowadzenia w błąd ankietera, ale raczej z subiektywnej oceny własnego zachowania przez respondenta, gdyż bardzo często człowiek inaczej postrzega własne działania, a inaczej są one postrzegane przez postronnych obserwatorów.

3. Wpływ narzędzi marketingowych na konsumenta „trzeciego wieku”

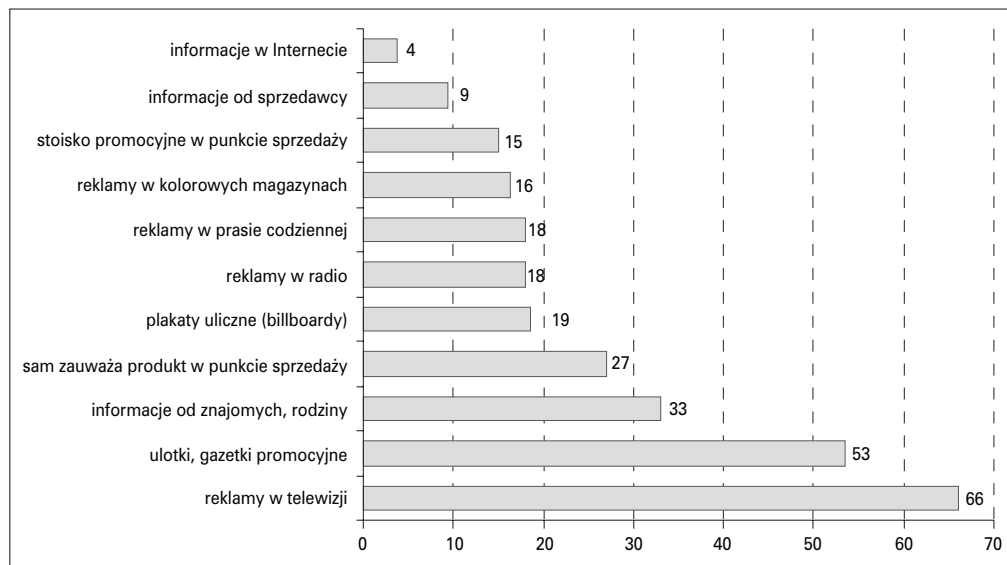
Informacje promocyjne są dostępne dla odbiorcy poprzez różnorodne kanały przekazu – radio, telewizję, prasę, plakaty uliczne, ulotki, opakowania produktów bądź, w coraz powszechniejszym w ostatnich latach, Internecie. Spośród wielu źródeł informacji o nowych produktach na rynku dóbr konsumpcyjnych osoby w podeszłym wieku najczęściej czerpią informacje z telewizji (66% wskazań), ulotek i gazetek promocyjnych (53,5% wskazań) oraz od znajomych lub rodziny (33% wskazań). Na rysunku 1 graficznie zaprezentowano najistotniejsze dla seniorów źródła informacji o nowych produktach.

Telewizja okazuje się być ważnym źródłem wiedzy o produktach dla 2/3 ankietowanych osób w podeszłym wieku. Świadczy to o ogromnych możliwościach reklamodawców, wybierających właśnie to medium jako kanał informacyjny dla swojej oferty. Należy jednak pamiętać, że sposób percepcji seniorów różni się od przeciętnego widza. Według J. Warda, skuteczny spot telewizyjny skierowany do konsumenta „trzeciego wieku” powinien rządzić się następującymi regułami³:

³ A. Jachnis, J. F. Terelak, Psychologia konsumenta i reklamy, Oficyna Wydawnicza Branta, Bydgoszcz 1998, s. 363.

- używany w przekazie język powinien być prosty i jasny,
- prezentowane obrazy powinny być zrozumiałe i jednoznaczne, bez stosowania bodźców mogących niepotrzebnie rozproszyć uwagę widza,
- fabuła spotu powinna przechodzić stopniowo od pojedynczych informacji do uogólnionej oceny danego produktu,
- niezbędna jest akcja mająca na celu przyciągnięcie uwagi starszego odbiorcy.

Rysunek 1. Popularność wybranych źródeł informacji o nowych produktach wśród osób w wieku powyżej 59 roku życia (w % wskazań)



Źródło: badania własne na grupie 298 respondentów powyżej 59 roku życia, przeprowadzone na przełomie lat 2005 i 2006 w województwie mazowieckim.

Skuteczną metodą, oddziałującą na podświadome spostrzeżenie produktu w pozytywnym kontekście przez konsumenta w podeszłym wieku, jest tworzenie w spocie reklamowym sielankowego, rodzinnego klimatu, np. poprzez pokazywanie szczęśliwych dziadków w otoczeniu kochających i troskliwych wnuków, na łonie natury w słoneczny, letni dzień. Emanująca z tak wyreżyserowanego przekazu telewizyjnego miła dla seniora aura, będąca niejednokrotnie jedynie w sferze jego pragnień, a nie rzeczywistości, nieświadomie kojarzona jest w pewnym stopniu z promowanym produktem. Zwiększa to znacznie szanse producenta, że senior, stając przed wyborem zakupu jednego spośród kilku podobnych towarów, sięgnie po ten produkt, który kojarzy mu się pozytywnie właśnie dzięki poczuciu szczęścia, które podświadomie łączy z oglądanym wcześniej spotem telewizyjnym.

Jak wynika z przedstawionych badań, najmniej popularną formą dotarcia z informacją o produkcie do konsumenta w podeszłym wieku jest Internet. Wynika to przede wszystkim z faktu, że mimo popularyzacji Internetu w ostatnich latach, bardzo mały odsetek osób starszych ma do niego dostęp. Według raportu „Diagnoza Społeczna 2005” jedynie 7,6% osób w wieku pomiędzy 60 a 64 rokiem życia deklarowało w 2005 roku korzystanie z Internetu, natomiast wśród osób powyżej 64 roku życia – zaledwie 2,8% badanych⁴.

Drugim istotnym czynnikiem, decydującym o małej powszechności Internetu jako źródła pozyskiwania informacji o produkcie przez seniorów, jest fakt, że duża część z nich nie opanowała umiejętności obsługi komputera, co uniemożliwia naukę korzystania z zasobów sieci. Zauważyć jednak należy, że coraz więcej osób wkraczających w „trzeci wiek” miało potrzebę i możliwość obsługi komputera, a niekiedy i Internetu w pracy zawodowej, w związku z czym nabywając status seniora mają już niezbędną wiedzę na ten temat. Dlatego prawdopodobny jest w najbliższych latach dynamiczny wzrost liczby osób starszych samodzielnie korzystających z Internetu.

Ulotki i gazetki promocyjne spełniają istotną funkcję przekazu marketingowego. Ponad połowa respondentów wskazuje je jako źródło swojej wiedzy o produktach, a ponad 93% spośród nich przyznaje, że oferta zawarta w tych materiałach wpływa na podejmowane przez nich decyzje zakupowe, przy czym dzieje się tak bardzo często u co piątego ankietowanego, czasami u co drugiego, a bardzo rzadko – u co trzeciego czytającego ulotki lub gazetki promocyjne.

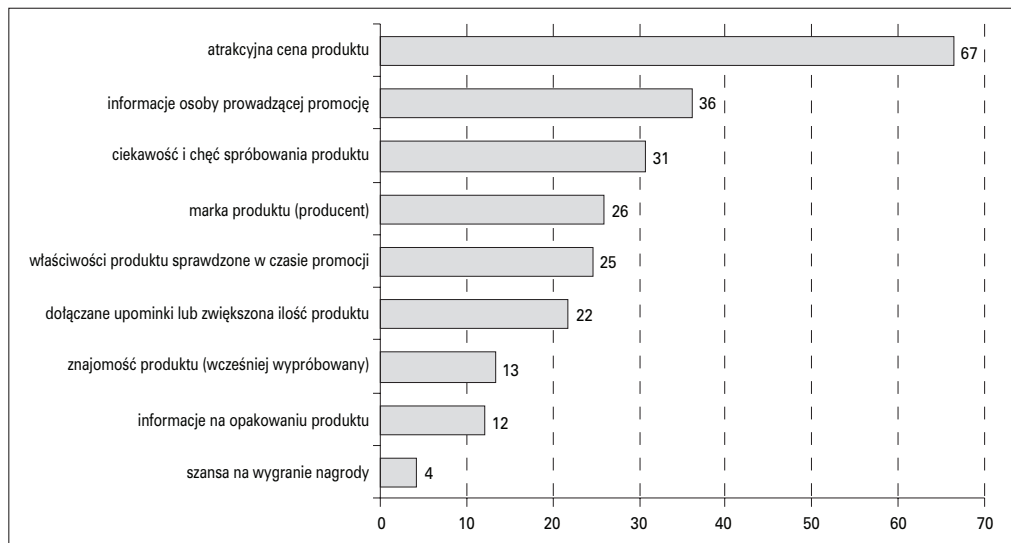
Duża popularność wyżej wymienionych nośników informacji wynika również z tego, że są one dostarczane bezpośrednio do klienta, przeważnie pod drzwi lub do skrzynki pocztowej. Seniorzy mogą więc zapoznać się z ofertą w nich zamieszczoną w dogodnym dla siebie czasie, bez pośpiechu, mogą oglądać ją wielokrotnie, konsultować się z rodziną bądź znajomymi. Biorąc pod uwagę częste ograniczenia w poruszaniu się osób w podeszłym wieku (przeważnie mniejsza niż u innych konsumentów możliwość udania się do punktu sprzedaży w celu zapoznania się z ofertą), rzadszy dostęp do zasobów Internetu i koszty związane z ewentualnym uzyskaniem informacji o produktach poprzez rozmowy telefoniczne, gazetki i ulotki są bardzo wygodną i skuteczną formą zapoznania się seniorów z ofertą danego sprzedawcy.

Jedynie 15% respondentów wskazało, że informacje o nowych produktach czerpie ze stoisk promocyjnych w punkcie sprzedaży. Pytania bardziej szczegółowe wykazały, że ponad 88% badanych spotyka takie stoiska w sklepach, a co piąty spośród nich stwierdził, że nigdy nie interesuje się takim promowaniem produktu,

⁴ Diagnoza Społeczna 2005. Warunki i jakość życia Polaków, praca zbior. pod red. J. Czapińskiego i T. Panka, Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania, Warszawa 2005, s. 221.

aż 66,3% ankietowanych przyznało, że czasem się interesują, ponad 18% – że bardzo często, natomiast 8% – że zawsze interesują się taką formą promowania. Jako główny powód zwrócenia uwagi wskazywano najczęściej rodzaj promowanego produktu (prawie 60%), zachowanie osoby prowadzącej promocję (41%) oraz to, czy w danej chwili dysponują czasem na zapoznanie się z produktem (35,5%). Co dziesiąty respondent oświadczył, że nigdy nie zdarzyło mu się kupić produktu w czasie promocji bądź degustacji, 40% czyni to bardzo rzadko, również 40% – czasami, a 7% – bardzo często.

Rysunek 2. Czynniki mające wpływ na zakup produktu w czasie promocji lub degustacji przez konsumentów powyżej 59 roku życia (w % wskazań)



Źródło: jak w rysunku 1.

Widzimy, że najistotniejszym czynnikiem dla seniorów, wpływającym na decyzję o zakupie produktu w trakcie promocji lub degustacji, jest jego cena – wskazała ją aż 67% respondentów. Bardzo ważną funkcję spełnia również animator promocji (hostessa), który przekazywanymi informacjami o produkcie wpływa na co trzecią osobę w podeszłym wieku. Jest to wysoki wskaźnik, świadczący o podatności starszego konsumenta na perswazję i skłonności do robienia zakupów impulsowych. Opinię autorki potwierdza także to, że jedynie 14,5% respondentów deklarowało w czasie badania, iż zawsze dokładnie wie, co ma kupić, i nie robi niezaplanowanych zakupów.

Wśród czynników powodujących niezaplanowane zakupy (niekoniecznie promocyjne) największy wpływ mają: niska cena produktu (67% odpowiedzi),

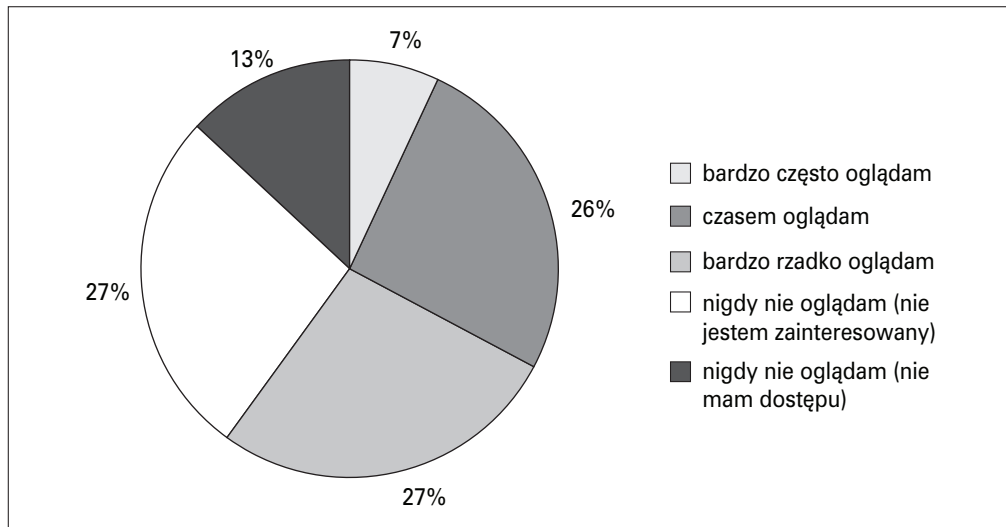
zauważenie produktu na półce i stwierdzenie, że jest on potrzebny (58% wskazań), zwiększona ilość produktu w opakowaniu (32% wskazań), namowa sprzedawcy lub osoby prowadzącej promocję (22% wskazań), prezent dodawany przy zakupie produktu (18% wskazań) oraz nowa, ulepszona wersja produktu lub nowe opakowanie (15% wskazań).

Impulsywne dokonanie niezaplanowanego wcześniej, niewystarczająco przemyślanego zakupu powoduje niekiedy, że nabywca żałuje swojej pochopnie podjętej decyzji – przyznaje się do tego aż 86% respondentów. Ponad połowę z nich niezadowala jakość produktu, a 45% żałujących decyzji przyznaje, że zakupiony produkt w ogóle nie był im potrzebny. Odpowiedzi te świadczą o ogromnej podatności osób starszych na takie narzędzia promocji sprzedaży, jak: atrakcyjna cena (jak wynika z późniejszych opinii, spowodowana często niską jakością towaru), gratisy (zwiększone opakowanie, upominki, gadżety reklamowe) czy nowa wersja dotychczasowego produktu bądź jego opakowania.

Rozpatrując preferencje konsumenta „trzeciego wieku”, dotyczące miejsca dokonywanych zakupów, należy zwrócić uwagę na popularność tradycyjnych sklepów ze sprzedawcą, szczególnie w przypadku artykułów żywnościowych. W takich punktach sprzedaży seniorzy kupują głównie wędliny i mięso (aż 85,6% ankietowanych) oraz pieczywo (82,2% ankietowanych), w następnej kolejności nabiał (58,1%) oraz owoce i warzywa (33,6%), które najchętniej jednak nabywają na targu (67,4%). Dużą popularnością cieszą się również małe sklepy samoobsługowe (np. Społem), w których respondenci kupują przeważnie nabiał (36,9% wskazań) oraz pieczywo (30,9% wskazań). Z dużych kompleksów handlowych – super- i hipermarketów korzysta około 1/4 badanych osób w podeszłym wieku, gdzie dokonują kompleksowych zakupów artykułów żywnościowych, bez wyraźnego faworyzowania jakiegokolwiek z asortymentów.

Pomimo dużej dostępności ofert sklepów wysyłkowych, reklamujących się w telewizji, prawie połowa respondentów w podeszłym wieku nigdy nie ogląda tego rodzaju bloków programowych. Co trzeci badany ogląda bardzo rzadko, 22% czasem, a jedynie 1,6% bardzo często śledzi oferty sklepów wysyłkowych, prezentowane w specjalnych programach telewizyjnych. Skuteczność takiego przekazu wydaje się być dosyć mała – zaledwie 5,8% ankietowanych oświadczyło, że w ciągu ostatnich dwóch lat nabyło produkt w ramach tzw. telezakupów.

Nieco większą popularnością cieszą się katalogi firm wysyłkowych, 40% respondentów nigdy nie zapoznało się z nimi, w jednym na trzy przypadki spowodowane było to brakiem dostępu do takich publikacji, a w pozostałych przypadkach brakiem zainteresowania.

Rysunek 3. Częstotliwość oglądania katalogów firm wysyłkowych przez konsumentów „trzeciego wieku” (w % odpowiedzi)

Źródło: jak w rysunku 1.

Katalogi firm wysyłkowych wydają się być skuteczną i wygodną dla seniorów formą dokonywania zakupów – świadczy o tym fakt, że ponad 2/3 osób, oglądających takie katalogi, zdecydowało się w ciągu ostatnich dwóch lat na zakup przynajmniej jednego prezentowanego w nich produktu.

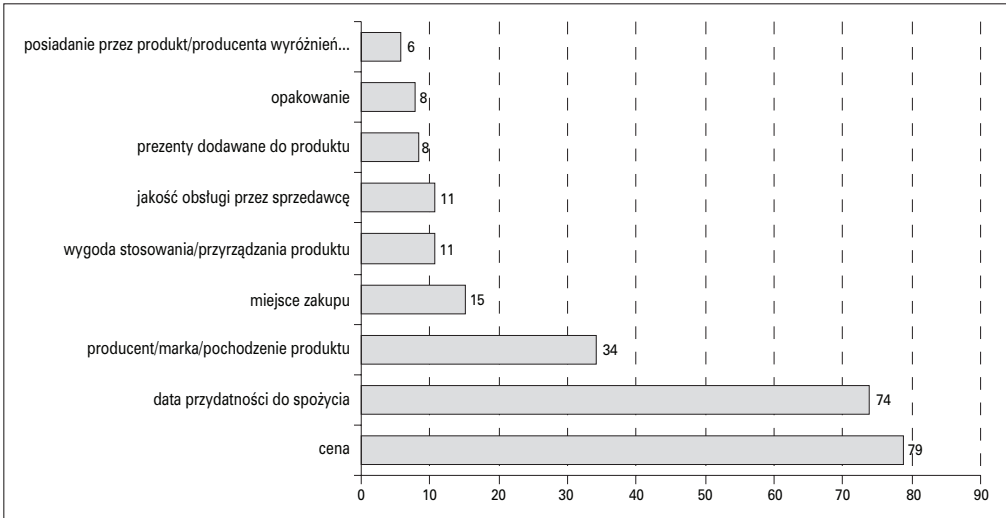
Dużo mniejszą skutecznością charakteryzują się działania akwizytorów, z których ofertą blisko 75% osób w podeszłym wieku nigdy się nie zapoznaje. Główną przyczyną jest brak zainteresowania sprzedażą bezpośrednią, bowiem jedynie jeden ankietowany na siedmiu w tej grupie odpowiedzi stwierdził, że nie spotyka akwizytorów, pozostali badani zgodnie deklarują, iż nigdy nie są zainteresowani poznaniem oferty. Spośród osób zapoznających się z produktami oferowanymi przez akwizytorów, jedynie 27,6% zakupiło w ten sposób przynajmniej jeden produkt w ostatnich dwóch latach.

W świetle badań przeprowadzonych przez autorkę, bardziej popularną formą nabywania towarów wydaje się być Internet. Większość respondentów korzystających z Internetu ogląda strony wirtualnych sklepów, przy czym połowa z nich robi to bardzo rzadko, 45,6% – czasem, a jedynie 4,4% deklaruje, że bardzo często zapoznaje się z ofertami sklepów w sieci. Co trzeci respondent, odwiedzający strony ze sprzedażą internetową, kupił tą drogą przynajmniej jeden produkt w ostatnich dwóch latach.

Przy zakupie artykułów spożywczych osoby w podeszłym wieku zwracają szczególną uwagę na cenę oraz datę przydatności do spożycia, natomiast marginalne zna-

czenie wydają się mieć takie aspekty, jak: możliwość reklamacji produktu czy posiadanie przez producenta (towar) wyróżnień, znaków jakości bądź wdrożonych norm.

Rysunek 4. Czynniki, na które osoby po 59 roku życia zwracają największą uwagę przy zakupie artykułów żywnościowych (w % wskazań)



Źródło: jak w rysunku 1.

O ile w przypadku zakupu produktów wcześniej nie zaplanowanych, czy objętych promocją, stosunkowo duże znaczenie mają takie czynniki, jak zwiększone lub nowe opakowanie albo dodawany prezent, o tyle w odniesieniu do artykułów żywnościowych wskazania respondentów świadczą o wysokim stopniu racjonalności w wyborze. Charakterystyczne jest również to, że bez względu na sytuację, najistotniejszym czynnikiem dla konsumenta w podeszłym wieku pozostaje cena produktu, a jej wygórowany poziom jest jedną z najczęściej wskazywanych barier, jakie napotykają seniorzy przy zakupie artykułów spożywczych (35,6% wskazań). Rozpatrując pozostałe trudności w trakcie dokonywania zakupu żywności, z jakimi zmagają się konsumenci w podeszłym wieku, uwagę zwracają następujące czynniki: kłopoty w odszukaniu lub odczytaniu daty przydatności do spożycia – najwyższy odsetek wskazań – 44%, niska jakość produktu (niezadowalająca świeżość, wygląd) – 32,2% wskazań, a także niewyraźnie zaznaczona cena lub jej brak – 25,8%.

Część konsumentów „trzeciego wieku” ma wyraźne potrzeby zapoznania się z informacjami o produkcie przed jego nabyciem. Ponad 15% z nich uważa, że na opakowaniach są niewystarczające informacje o zastosowaniu produktu, natomiast 14,4% respondentów ma problemy z odczytaniem informacji o producencie

(pochodzeniu produktu). Blisko 16% badanych zwróciło uwagę na niekompetencję sprzedawcy, który nie potrafi udzielić dostatecznych informacji o sprzedawanym przez siebie towarze.

Dla osób starszych dużym problemem w sklepach samoobsługowych jest odnalezienie poszukiwanego artykułu (ponad 13% wskazań), co może być jedną z głównych przyczyn małego udziału super- i hipermarketów wśród deklarowanych miejsc dokonywania zakupów przez seniorów (dodatkowo biorąc pod uwagę bardzo ograniczoną pomoc sprzedawcy w tych sklepach).

Cenną informację dla producentów i sprzedawców w branży spożywczej mogą stanowić upodobania konsumentów „trzeciego wieku” na temat rodzaju asortymentu żywnościowego. Aż 43% respondentów deklaruje, że preferuje artykuły o obniżonej zawartości cholesterolu, co wynika zapewne ze specyfiki podeszłego wieku oraz szczególnej troski o własne zdrowie. Popularnością cieszą się również wyroby niskokaloryczne (27,5% wskazań), bezcukrowe (23,5% wskazań), beztłuszczowe (22,1% wskazań) oraz ekologiczne (20,5% wskazań). Seniorzy nie przykładają większego znaczenia do żywności wegetariańskiej (jedynie 2,7% wskazań), a co piąty respondent nie ma wyraźnych upodobań jeśli chodzi o artykuły spożywcze.

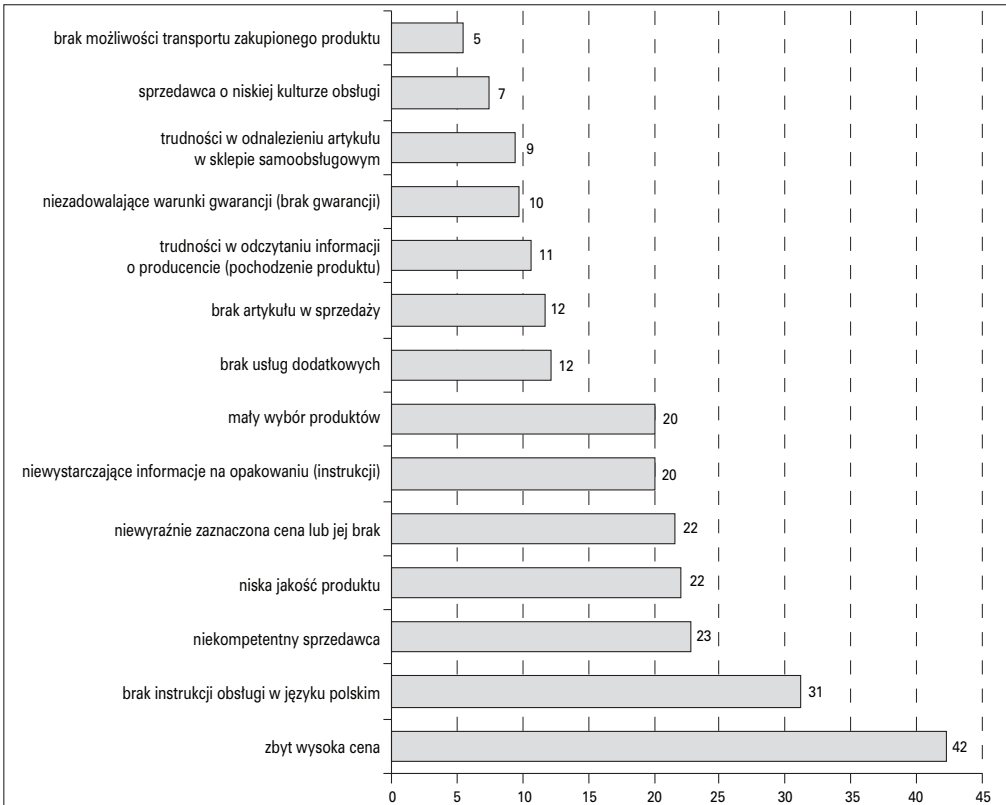
W przypadku produktów nieżywnościowych seniorzy przeważnie preferują jako miejsce zakupów tradycyjne sklepy ze sprzedawcą – odsetek wskazań na tego typu punkty sprzedażowe jest zdecydowanie wyższy niż w przypadku żywności. Najczęściej odwiedzają je w poszukiwaniu książek i prasy (81,2% wskazań), odzieży (77,5% wskazań), mebli (69,1% wskazań) oraz sprzętu RTV i AGD (66,4% wskazań), a najrzadziej – chemii gospodarczej i artykułów higienicznych, które zdecydowanie wolą kupować w super- i hipermarketach (67,1% wskazań). Nieco mniej popularne w przypadku asortymentu nieżywnościowego są małe sklepy samoobsługowe, gdzie konsument w podeszłym wieku nabywa przeważnie artykuły chemiczne i higieniczne (37,6% wskazań), natomiast pozostałe grupy asortymentowe kupuje przeciętnie co czwarty ankietowany.

Sklepy wielkopowierzchniowe są preferowane przez seniorów zwłaszcza przy zakupie sprzętu RTV i AGD – blisko połowa ankietowanych wybiera właśnie te miejsca, aby nabyć potrzebny sprzęt. Przypuszczać należy, że największy wpływ na takie zachowanie mają szerokie oferty marketów oraz stosunkowo niskie ceny w porównaniu z tradycyjnymi małymi sklepami ze sprzedawcą.

Jedną z podstawowych barier, dla konsumentów w podeszłym wieku przy zakupie artykułów nieżywnościowych, jest cena zbyt wysoka jak na ich możliwości finansowe, problem ten wskazało aż 42,3% badanych (w przypadku artykułów spożywczych problem taki podało jedynie 35,6% ankietowanych). Co trzeci senior zwrócił również uwagę na brak instrukcji obsługi w języku polskim kupowanego dobra, a co czwarty – na niską jakość towaru, niewyraźnie zaznaczoną cenę, nie-

wystarczające informacje o produkcie na jego opakowaniu, mały wybór produktów oraz niekompetentnego sprzedawcę.

Rysunek 5. Trudności, jakie napotykają konsumenci „trzeciego wieku” w czasie zakupów artykułów nieżywnościowych (w % wskazań)



Źródło: jak w rysunku 1.

4. Podsumowanie

Zrozumienie specyfiki konsumenta „trzeciego wieku” przez menedżerów opracowujących strategie marketingowe to inwestycja w przyszłość, biorąc pod uwagę zjawisko starzenia się społeczeństwa i wynikające z niego zwiększenie liczebności populacji konsumentów seniorów zarówno w Polsce, jak i na świecie. Dlatego istotne jest analizowanie zachowań osób starszych na rynku dóbr i usług konsumpcyjnych po to, aby skonstruować optymalne przekazy marketingowe, które skutecznie dotrą do takich klientów i zaowocują wzrostem sprzedaży oferowanych produktów. W niniejszym opracowaniu została oceniona skuteczność poszczególnych

narzędzi marketingowych, zwłaszcza elementów promocji i reklamy, w dotarciu do osób starszych. Udowodniono, że seniorzy, mimo deklarowania konserwatyizmu i wysokiej asertywności, są w wysokim stopniu podatni na sugestie promocyjne i działania reklamowe, zwłaszcza o podłożu ekonomicznym, jak: obniżona cena, udzielony rabat, większa ilość produktu w opakowaniu czy też prezenty dodawane do zakupionych towarów.

Dostosowanie odpowiedniego przekazu informacyjnego przez sprzedawcę lub producenta do potrzeb i możliwości konsumenta „trzeciego wieku” jest bardzo istotne i ma znaczny wpływ na skuteczność sprzedaży asortymentu skierowanego do seniorów. Niemniej jednak kluczowym problemem na polskim rynku dóbr i usług konsumpcyjnych jest niedostatecznie rozbudowana oferta produktów zaspokajających oczekiwania osób w podeszłym wieku. W krajach wysoko rozwiniętych konsument „trzeciego wieku” to liczący się rynek odbiorców w wielu branżach – turystyce, gastronomii, kulturze, rekreacji⁵. W Polsce osoby powyżej 60 roku życia z pewnością dysponują mniej zasobnym portfelem niż np. w USA czy Wielkiej Brytanii. Jednak fakt, że w 2005 roku zanotowano ponad 17% udział tej grupy wiekowej w ogóle populacji w Polsce, jest znamienny. Daje to bowiem rynek potencjalnych nabywców, liczący ponad 6,5 mln konsumentów⁶, co z kolei stwarza ogromne możliwości dla producentów i usługodawców. Zagadnienie budowania ofert z myślą przede wszystkim o konsumentach „trzeciego wieku” to temat na tyle interesujący i rozległy, że zasługuje na odrębne opracowanie.

5. Bibliografia

Wydawnictwa zwarte:

1. Diagnoza Społeczna 2005. Warunki i jakość życia Polaków, praca zbior. pod red. J. Czapińskiego i T. Panka, Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania, Warszawa 2005.
2. Jachnis A., Terelak J. F., Psychologia konsumenta i reklamy, Oficyna Wydawnicza Branta, Bydgoszcz 1998.
3. Ludność. Stan i struktura w przekroju terytorialnym (stan w dniu 30.06.2005 r.), Główny Urząd Statystyczny, Warszawa 2005.
4. Warunki życia ludzi starszych i ich zachowania na rynku, praca zbior. pod kierunkiem A. Kusińskiej, Instytut Rynku Wewnętrznego i Konsumpcji, Warszawa 2002.
5. Wiśniewska-Roszkowska K., Nowe życie po sześćdziesiątce, Polskie Wydawnictwa Encyklopedyczne, Radom 2003.

⁵ M. Cieślak, A. Bogusz, Siła siwych, „Wprost” z 19 września 2004 r.

⁶ Ludność. Stan i struktura w przekroju terytorialnym (stan w dniu 30.06.2005 r.), Główny Urząd Statystyczny, Warszawa 2005.

Artykuły prasowe:

1. Cieślik M., Bogusz A., Siła siwych, „Wprost”, z 19 września 2004 r.
2. Marczuk B., W statystyce lepiej niż w portfelach emerytów, „Gazeta Prawna” z 18 maja 2005 r.
3. Tarkowska E., Stary człowiek w Polsce, „Więź”, 2005, Nr 10 (564).

Źródła internetowe:

1. www.stat.gov.pl
2. www.senior.info.pl

Summary

Małgorzata Zaleska

Methodology of evaluation of banks by the Polish banking supervision

The paper presents the criteria and principles of the point system of bank evaluation implemented by the Polish banking supervision since 2007. The Author evaluates the presented methodology, indicating its main limitations in the context of the New Capital Accord and the conditions of bank operation in Poland.

Krzysztof Borowski

New trends in investment banking – The art market

The paper characterises the conditions and directions for development of investment in the art market. The Author analyses the main trends in the market in question, as well as the main benefits and limitations connected with this new form of investment banking services.

Ewa Miętkiewska

Application and evaluation of chosen barrier options

The paper analyses diverse aspects of evaluation of barrier options and the forms of their application. The Author presents the construction of the four basic types of barrier options, and indicates their main advantages over classic vanilla options.

Michał Wrzesiński

Reasons for occurrence of equity gap in small and medium enterprises and in companies in early stages of development – The Polish context

The Author presents the reasons for occurrence of equity gap in small and medium enterprises and in companies in early stages of development in Poland. The paper presents propositions of adequate amendments to the tax and legal regulations.

Ludmiła Słobodzian, Monika Stepińska

Polish foreign trade during the period of transformation

The Authors present main stages of evolution of the Polish foreign trade. They conclude that the development of trade exchange with the countries of Western Europe ought to be accompanied by maintaining and developing contacts with our former trade partners in the East.

N.W. Łukianowicz

Russia and the European Union – Issues of co-operation in the energy sector

The paper presents an analysis of a broad spectrum of conditions for development of commercial and economic relations between Russia and countries of the European Union, indicating the chief barriers in mutual contacts.

Radosław Matys

Potential forms of investment in hedge funds by insurance companies and open pension funds

The Author analyses the possible forms of investment in hedge funds by insurance companies and open pension funds operating in Poland. The paper presents main characteristics of hedge funds, and evaluates the level of risk accompanying individual forms of investment.

Sławomir Bembenik

Significance of inflation indexed bonds in creation of an effective equity portfolio

The paper analyses differences between nominal bonds and inflation indexed bonds, and presents a review of primary and secondary developmental factors for the market of inflation indexed bonds.

Marcin Piech

Characteristics of short sale transactions and their psychological costs

The Author indicates limitations for application of short sale in the aspect of psychological costs of transactions of this type. The paper presents investor behaviour responsible for wrong evaluation of assets, which facilitates the existence of short sale in financial markets.

Justyna Ostaszewska

Principles and extent of state aid for businesses in Poland

The paper defines a framework for effectiveness of the principles regulating state aid for businesses in Poland, indicating the areas in need of modification. The Author proves, that inappropriate distribution of public assistance manifests itself by directing too much resources to sector assistance, while horizontal and regional aid is neglected (including investment and research and development).

Paweł Korzeniowski

Information asymmetry in the healthcare market

The Author conducts an analysis of adverse effects of the phenomenon of information asymmetry and its influence upon the efficiency of healthcare resources in Poland. The paper presents tools for preventing the mechanisms of deformation of information flow within the researched area.

Eliza Sułkiewicz

The effect of marketing tools upon elderly customers in the context of empirical research

The Author analyses consumer behaviour of elderly customers in the market of consumer goods and services in Poland. On the basis of empirical data, the publication identifies key characteristics which ought to be considered while designing and implementing sales strategies targeted at senior consumers.