

INDYWIDUALNI INWESTORZY NA RYNKU FINANSOWYM

pod redakcją
DANUTY DZIAWGO



Wydawnictwo
Uniwersytetu Mikołaja Kopernika

Toruń
2004

**INDYWIDUALNI INWESTORZY
NA RYNKU FINANSOWYM**

UNIwersYTET MIKOŁAJA KOPERNIKA
W TORUNIU

WYDZIAŁ NAUK EKONOMICZNYCH I ZARZĄDZANIA

INDYWIDUALNI INWESTORZY NA RYNKU FINANSOWYM

pod redakcją
Danuty Dziawgo



WYDAWNICTWO
UNIwersYTETU MIKOŁAJA KOPERNIKA
Toruń 2004

Projekt okładki
Margita Grabowska

Redaktor
Magdalena Szczepańska
Mirosława Szprenglewska

Publikacja niniejsza powstała dzięki wsparciu Komitetu Badań Naukowych w ramach realizacji projektu badawczego nt. „Stowarzyszenia indywidualnych inwestorów i kluby inwestycyjne – możliwości wykorzystania w procesie integracji Polski z międzynarodowym rynkiem finansowym” (nr 5 H02C 055 20).

Poglądy i opinie wyrażane w artykułach są poglądami i opiniami autorów i niekoniecznie muszą być zbieżne ze stanowiskiem instytucji, w których pracują.

© Copyright by Wydawnictwo Uniwersytetu Mikołaja Kopernika
Toruń 2004

ISBN 83-231-1698-9

Wydawnictwo Uniwersytetu Mikołaja Kopernika
ul. Gagarina 39, 87-100 Toruń
Redakcja: tel. (056) 611 42 95
fax (056) 611 47 05
e-mail: dwyd@uni.torun.pl
www.wydawnictwo.uni.torun.pl
Dystrybucja: tel./fax (0-prefix-56) 611 42 38
e-mail: books@umk.pl
Wydanie I. Nakład 350 egz.

Łamanie: Studio KROPKA dtp – Piotr Kabaciński
tel. (056) 66 01 737; (0602) 303 814
e-mail: studiokropka@inetia.pl

Druk: Zakład Poligraficzno-Wydawniczy POZKAL
88-100 Inowrocław; ul. Cegielna 10/12, tel./fax (052) 354 27 00

SPIS TREŚCI

| | |
|---|-----|
| Danuta Dziawgo | |
| Wstęp | 9 |
| Waldemar Tarczyński | |
| Recenzja książki <i>Indywidualni inwestorzy na rynku kapitałowym</i> pod redakcją Danuty Dziawgo | 13 |
| SYLWETKI AUTORÓW | 15 |
| MEMENTO | 51 |
| Mirosław Bochenek | |
| O oszczędzaniu jako trudnej sztuce życiowej na przykładzie Wolfganga Amadeusza Mozarta | 53 |
| Część I | |
| GOSPODARSTWA DOMOWE A OSZCZĘDZANIE I INWESTOWANIE | 63 |
| Grażyna Rytelewska | |
| Oszczędności gospodarstw domowych | 65 |
| Stanisław Flejterski | |
| Lokowanie nadwyżek finansowych przez gospodarstwa domowe – <i>Homo oeconomicus</i> czy „racjonalność selektywna”? | 79 |
| Małgorzata Iwanicz-Drozdowska | |
| Bezpieczeństwo inwestorów indywidualnych na rynku finansowym | 95 |
| Mirosław Kachniewski | |
| Nowe Dyrektywy Unii Europejskiej a ochrona drobnych inwestorów | 123 |

| | |
|--|------------|
| Małgorzata Zaleska | |
| Ocena sytuacji ekonomiczno-finansowej banku przez inwestorów indywidualnych | 141 |
| Dariusz J. Błaszczuk, Marek Łukaszewski | |
| Oszczędności gospodarstw domowych w bankach oraz w funduszach zbiorowego inwestowania jako źródło finansowania rozwoju gospodarki polskiej | 169 |
| Krystyna Piotrowska-Marczak | |
| Społeczne i ekonomiczne uwarunkowania aktywizacji inwestycyjnej ludności | 197 |
| Zofia Zawadzka | |
| Oszczędzanie w ramach planów emerytalnych w Stanach Zjednoczonych | 211 |
| Geraldine M. Walsh | |
| "Get the Facts" – Investor Education in the United States | 221 |
| Danuta Dziawgo | |
| Zorganizowane wsparcie aktywności inwestycyjnej indywidualnych inwestorów | 235 |
| Część II | |
| INDYWIDUALNI INWESTORZY A POŚREDNICY FINANSOWI | 265 |
| Wiesław Dębski | |
| Inwestowanie za pośrednictwem inwestorów instytucjonalnych | 267 |
| Elżbieta Ostrowska | |
| Działalność inwestycyjna banków na rynkach kapitałowych | 297 |
| Leszek Dziawgo | |
| Indywidualni inwestorzy a bankowość prywatna w Polsce | 313 |
| Adam Drozdowski | |
| Portfele lokat finansowych i ocena ich efektywności z perspektywy inwestora indywidualnego | 323 |
| Wiesława Przybylska-Kapuścińska, Katarzyna Gabryelczyk | |
| Czynniki determinujące decyzje inwestorów indywidualnych o wyborze funduszy inwestycyjnych jako formy alokacji kapitału w Polsce | 341 |
| Wiesław Przybylska-Kapuścińska, Grzegorz Borowski | |
| Opodatkowanie inwestycji jako czynnik determinujący rozwój polskiego rynku instytucji wspólnego inwestowania | 369 |
| Jerzy Węćławski | |
| Indywidualni inwestorzy na rynku <i>venture capital</i> | 393 |

| | |
|---|-----|
| Krzysztof Łabowski | |
| Fundusze hedgingowe jako alternatywna forma inwestowania na podstawie doświadczeń z rozwiniętych rynków finansowych | 425 |
| Część III | |
| INDYWIDUALNI INWESTORZY A FUNKCJONOWANIE PRZEDSIĘBIORSTW | 449 |
| Dariusz Zarzecki | |
| Wykorzystanie wskaźników finansowych w ocenie przedsiębiorstw | 451 |
| Joanna Pioch | |
| Polityka dywidend w teoriach i praktyce | 473 |
| Jerzy Boehlke | |
| Nadzór korporacyjny w świetle konwergencyjnej teorii interesariuszy a problem koncentracji w gospodarce rynkowej | 491 |
| Ludwik Sobolewski | |
| Zasady <i>corporate governance</i> a rozwój rynku kapitałowego | 511 |
| Anna Miernicka-Szulc | |
| Uczciwość w biznesie opłaca się wszystkim | 533 |
| Przemysław Hewelt | |
| Wpływanie akcjonariuszy na społeczne zachowania korporacji – przykłady Wielkiej Brytanii oraz Stanów Zjednoczonych | 539 |
| Iwona Pawlina | |
| Giełda Warszawska wobec procesu integracji europejskiej i tendencji występujących na rynkach europejskich | 551 |
| Część IV | |
| INDYWIDUALNI INWESTORZY W WYBRANYCH PAŃSTWACH | 557 |
| Danuta Dziawgo | |
| Indywidualni inwestorzy w Stanach Zjednoczonych | 559 |
| Kenneth S. Janke | |
| National Association of Investors Corporation (United States) | 577 |
| Danuta Dziawgo | |
| Indywidualni inwestorzy w Wielkiej Brytanii | 597 |
| Ewelina Wiśniewska | |
| Indywidualni inwestorzy w Niemczech | 609 |
| Paweł Modrzyński | |
| Indywidualni inwestorzy we Francji | 623 |

| | |
|--|-----|
| Paweł Modrzyński Indywidualni inwestorzy w Belgii | 633 |
| Joanna Modrzyńska, Paweł Modrzyński Indywidualni inwestorzy w Danii | 645 |
| Joanna Modrzyńska, Paweł Modrzyński Indywidualni inwestorzy w Islandii..... | 659 |
| Ewelina Wiśniewska Indywidualni inwestorzy w Szwecji | 667 |
| Dr Ewelina Wiśniewska Indywidualni inwestorzy w Austrii | 677 |
| Ewelina Wiśniewska Indywidualni inwestorzy na meksykańskim rynku kapitałowym | 689 |
| Danuta Dziawgo Indywidualni inwestorzy w Japonii | 697 |
| Danuta Dziawgo Indywidualni inwestorzy w Australii | 703 |
| Danuta Dziawgo Indywidualni inwestorzy w Polsce | 709 |
| Joanna Modrzyńska, Paweł Modrzyński Międzynarodowe organizacje stowarzyszeń indywidualnych inwestorów i klubów inwestycyjnych | 723 |

WSTĘP

Niniejsza publikacja, poświęcona indywidualnym inwestorom, jest oryginalną i unikalną pozycją na polskim rynku wydawniczym. Celem opracowania jest zwrócenie uwagi na znaczenie indywidualnych inwestorów na współczesnym, międzynarodowym rynku finansowym. Inwestycje indywidualnych inwestorów mają bowiem znaczenie nie tylko ekonomiczne, zarówno w wymiarze makroekonomicznym, jak i mikroekonomicznym, ale także i społeczne. Dla każdej gospodarki ważne jest szerokie zaangażowanie społeczeństwa, kapitałowe i własnościowe, w procesy gospodarowania.

Indywidualni inwestorzy stanowią ważny i integralny element współczesnego, międzynarodowego rynku finansowego, a w nim rynku papierów wartościowych. Poważne kapitały zainwestowane przez indywidualnych inwestorów oraz możliwości ich wpływu na funkcjonowanie poszczególnych firm, a także całej gospodarki, budzą zrozumiałe zainteresowanie pozostałych grup inwestorów, menedżerów, finansistów, a także naukowców.

Globalizacja i współpraca międzynarodowa stwarzają dodatkową szansę na wypracowanie koncepcji wykorzystania oszczędności i inwestycji osób fizycznych dla wzrostu gospodarczego. Postępuje proces wymiany idei, refleksji i doświadczeń w zakresie szerszego uczestnictwa indywidualnych inwestorów w urzeczywistnianiu koncepcji społeczeństwa inwestorów. Zwraca się uwagę na rosnące znaczenie zagadnienia, jakim jest zaangażowanie indywidualnych inwestorów w procesy gospodarcze na naszym globie.

Inwestycje indywidualnych inwestorów należy postrzegać nie tylko w aspekcie ilościowym, ale także w aspekcie jakościowym. W ujęciu ilościowym na znaczenie inwestycji indywidualnych inwestorów na mię-

dzynarodowym rynku papierów wartościowych wskazują jednoznacznie dane statystyczne. Szacuje się, że na międzynarodowym rynku papierów wartościowych zaangażowane są setki miliardów USD przez miliony indywidualnych inwestorów, którzy na poszczególnych rynkach giełdowych posiadają od kilku do kilkudziesięciu procent akcji będących w publicznym obrocie. Natomiast w ujęciu jakościowym należy docenić obecność indywidualnych inwestorów, wskazując na ich wpływ na funkcjonowanie i rozwój nowoczesnego przedsiębiorstwa, nowoczesnej gospodarki oraz nowoczesnego społeczeństwa. Obecność indywidualnych inwestorów ma wpływ m.in. na realokację zasobów finansowych w skali całej gospodarki, na strukturę własności instrumentów rynku kapitałowego, prawidłowe funkcjonowanie spółek, a także na kreowanie społeczeństwa zaangażowanego w procesy gospodarcze.

Obecnie można zaobserwować tendencję, że maleje w kapitalizacji giełd udział inwestorów indywidualnych inwestujących w sposób bezpośredni. Jednak w ujęciu bezwzględnym wartość dokonanych przez nich inwestycji rośnie. Rośnie również udział bezpośrednich inwestycji kapitałowych w strukturze aktywów finansowych gospodarstw domowych.

Równocześnie można zauważyć, że na wielu rozwiniętych krajowych rynkach papierów wartościowych podejmowane są starania o utrzymanie i napływ kapitałów indywidualnych inwestorów przy wykorzystaniu specjalnych programów edukacyjnych, zachęt podatkowych i finansowych oraz organizacji zrzeszających indywidualnych inwestorów, w tym w szczególności stowarzyszeń indywidualnych inwestorów oraz klubów inwestycyjnych. Działania te stały się bardzo intensywne od końca lat 80. XX wieku. Rynki amerykański, europejski czy też azjatycki dostarczają wielu inspirujących tego przykładów.

Konieczność wykorzystania oszczędności osób fizycznych w kreowaniu nowoczesnego, kompleksowego, spójnego i efektywnego systemu finansowego jest zagadnieniem istotnym także dla Polski, szczególnie w kontekście integracji z Unią Europejską. Można mieć nadzieję, że niniejsza publikacja będzie służyła popularyzacji prezentowanych rozwiązań oraz inspiracji w kreowaniu nowych narzędzi i metod. Na współczesnym, międzynarodowym rynku finansowym inwestorom indywidualnym stawiane są bowiem wysokie wymagania. Liczne instytucje pośrednictwa finansowego, a w tym inwestorzy instytucjonalni, ułatwiają inwestowanie, jednak ich oferta nie zawsze odpowiada zwiększonej aktywności inwestycyjnej inwestorów indywidualnych. W okresie dominacji inwestorów instytucjonalnych, mając na uwadze znaczenie bezpośrednich inwestycji inwestorów indywidualnych, tym bardziej należy rozważać możliwości utrzymania i dalszego pozyskiwania kapitałów inwestorów indywidualnych, inwestujących w sposób bezpośredni.

Wykreowanie polskiego rynku kapitałowego, jako rynku konkurencyjnego, wymaga wielu przemyślanych i skoordynowanych działań, rywalizacja o kapitał na rynku globalnym rozpoczyna się bowiem już na krajowym rynku kapitałowym. Jest dla nas konieczne, aby w nowoczesnej Europie, w nowoczesnej gospodarce międzynarodowej zająć odpowiednie miejsce. Rynek kapitałowy powinien być istotnym elementem konkurencyjności polskiej gospodarki. Powinniśmy mieć świadomość, że jako część zjednoczonej Europy, Polska rywalizować będzie o kapitał nie tylko w skali globalnej z rynkiem azjatyckim i amerykańskim w ramach Unii Europejskiej, ale także i z pozostałymi państwami europejskimi. Przystąpienie do Unii Europejskiej nasili jeszcze konkurencję o kapitał. W procesie budowy własnego, sprawnego rynku kapitałowego konieczne jest, aby wykorzystać także potencjał indywidualnych inwestorów, tak jak czynią to inne państwa.

Poruszony w niniejszej książce problem niewątpliwie jest skomplikowany, a zaprezentowane opracowania są inspirujące i skłaniają do refleksji. W pracy tej wskazano na wybrane aspekty związane z oszczędnościami i inwestycjami indywidualnych inwestorów.

Należy zwrócić uwagę na doskonały zespół Autorów niniejszej publikacji. Tworzą go znakomici teoretycy z czołowych polskich wyższych uczelni oraz praktycy z kluczowych instytucji rynku finansowego: Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Szkoła Główna Handlowa, Uniwersytet Gdański, Uniwersytet Łódzki, Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie, Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu, Uniwersytet Szczeciński, Wyższa Szkoła Ubezpieczeń i Bankowości, Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Stowarzyszenie Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych w Polsce, Citigroup, Allied Irish Banks. Do wspólnego przedsięwzięcia przystąpili ponadto autorzy amerykańscy z U.S. Securities and Exchange Commission oraz National Association of Investors Corporation.

Praca składa się z 41 artykułów, które ujęto w czterech częściach. Poprzedza je memento – przykład życia słynnego kompozytora Wolfganga Amadeusza Mozarta, który pomimo wysokich zarobków umarł w nędzy i pochowany został w zbiorowym grobie. Ani on, ani jego żona nie potrafili bowiem oszczędzać i inwestować.

Część pierwsza pt. *Gospodarstwa domowe a oszczędzanie i inwestowanie* zawiera rozdziały poświęcone rozważaniom na temat oszczędzania i inwestowania przez gospodarstwa domowe. W tej części publikacji można niejednokrotnie odnaleźć wątki bardzo filozoficzne oraz zmuszające do głębszej refleksji, jak na przykład: znaczenie oszczędności inwestycji dla gospodarki oraz gospodarstw domowych, możliwości

aktywizacji kapitałów osób fizycznych, zagadnienie bezpieczeństwa za-inwestowanych środków, problem możliwości przewidzenia upadłości danego banku czy też zagadnienie bezpieczeństwa systemu bankowego funkcjonującego w Polsce. Zwrócono także uwagę na stowarzyszenia indywidualnych inwestorów i kluby inwestycyjne, poprzez które promowane jest indywidualne inwestowanie.

W części drugiej pt. *Indywidualni inwestorzy a pośrednicy finansowi* przedstawiono pośredników finansowych i ich ofertę w zakresie pozyskania oszczędności gospodarstw domowych. Omówiono tu między innymi inwestowanie za pośrednictwem inwestorów instytucjonalnych poprzez: banki, fundusze inwestycyjne, firmy ubezpieczeniowe, firmy *asset management*, a także stosunkowo nowe możliwości lokowania kapitału dla osób fizycznych w postaci funduszy *venture capital*, funduszy hedgingowych czy w ramach *private banking*.

Część trzecia pt. *Indywidualni inwestorzy a funkcjonowanie przedsiębiorstw* poświęcona jest uwzględnianiu w funkcjonowaniu przedsiębiorstw inwestorów indywidualnych. Zwrócono tu uwagę na politykę dywidendową, zasady ładu korporacyjnego, a także bardzo istotne zagadnienie – możliwości trafnej oceny działalności przedsiębiorstwa przy wykorzystaniu wskaźników finansowych.

Z kolei w części czwartej zatytułowanej *Indywidualni inwestorzy w wybranych państwach* zaprezentowano indywidualnych inwestorów na wybranych krajowych rynkach finansowych. Omówiono tu między innymi rynek amerykański, brytyjski, niemiecki, francuski i polski, z uwzględnieniem organizacji zrzeszających indywidualnych inwestorów. Zaprezentowane dane dotyczące przede wszystkim rynku Stanów Zjednoczonych oraz Unii Europejskiej nie pozostawiają wątpliwości w zakresie współczesnego znaczenia indywidualnych inwestorów na międzynarodowym rynku papierów wartościowych.

Publikacja niniejsza powstała dzięki wsparciu Komitetu Badań Naukowych w ramach realizacji projektu badawczego nt. „Stowarzyszenia indywidualnych inwestorów i kluby inwestycyjne – możliwości wykorzystania w procesie integracji Polski z międzynarodowym rynkiem finansowym” (nr 5 H02C 055 20).

Danuta Dziawgo

RECENZJA KSIĄŻKI
INDYWIDUALNI INWESTORZY NA RYNKU KAPITAŁOWYM
POD REDAKCJĄ DANUTY DZIAWGO

[...] Recenzowana książka jest bardzo wartościową pozycją poświęconą indywidualnym inwestorom. Bardzo mało, żeby nie rzec wcale, pisze się w polskiej literaturze o roli i znaczeniu indywidualnych inwestorów na rynku kapitałowym. Wiele miejsca poświęca się inwestorom instytucjonalnym uważając, że rola inwestorów indywidualnych jest marginalna. Historia rozwoju rynków kapitałowych w krajach o długiej tradycji gospodarki rynkowej wskazuje jednoznacznie, że jest to podejście błędne. Badania prowadzone na rozwiniętych rynkach finansowych potwierdzają, że indywidualni inwestorzy stanowią bardzo ważny element współczesnego międzynarodowego rynku finansowego, stanowiąc o rozwoju rynku kapitałowego, którego są immanentną cechą. Kapitały zainwestowane przez indywidualnych inwestorów są znaczne, a przez to ich wpływ na gospodarkę, firmy notowane na giełdach jest nie do przecenienia. Stąd duże zainteresowanie tą grupą inwestorów przez inne podmioty rynku finansowego oraz środowiska prowadzące badania naukowe w tym zakresie.

Należy też pamiętać, że w gospodarce rynkowej bardzo ważnym elementem jej rozwoju jest szerokie zaangażowanie się społeczeństwa w procesy zachodzące zarówno w sferze produkcji, jak i rynku finansowego. Nie ulega wątpliwości, że ma to wymiar makroekonomiczny i mikroekonomiczny. Żadna gospodarka nie może rozwijać się prawidłowo bez zaangażowania indywidualnych inwestorów. Prawidłowość tę potwierdzają badania w krajach, gdzie problematyka inwestorów indywidualnych jest ważnym elementem procesu decyzyjnego, tak w przedsiębiorstwach, jak na rynku finansowym. Procesy globalizacji gospodarczej, jakie można zaobserwować we współczesnym świecie sprawiają, że wypracowywane są nowe koncepcje wykorzystania inwestycji osób fizycznych dla wzrostu gospodarczego gospodarek krajowych. Wręcz mówi się o idei społeczeństwa inwestorów indywidualnych. Jak słusznie zauważa we wstępie redaktor książki, inwestycje indywidualnych inwestorów należy postrzegać zarówno w aspekcie ilościowym, jak i jakościowym.

Aspekt ilościowy to po prostu udział zaangażowanego przez indywidualnych inwestorów kapitału w kapitale w ogóle. Na podstawie danych statystycznych można ocenić zmiany i tendencje w tym zakresie. Warto pamiętać przy tym, że rosnący udział drobnych inwestorów w rynku to spadek ryzyka inwestycji i większe bezpieczeństwo inwestowania. Z kolei aspekt jakościowy to wpływ indywidualnych inwestorów na rozwój społeczno-gospodarczy. Mają oni między innymi wpływ na mobilność kapitału, strukturę własnościową spółek notowanych na giełdach papierów wartościowych, a także stają się aktywnym elementem wpływającym poprzez swoje decyzje bezpośrednio na wzrost gospodarczy.

Z tego względu niniejszą publikację, poświęconą indywidualnym inwestorom, należy uznać za pracę oryginalną i unikalną na polskim rynku wydawniczym. Pozycja tego typu wydana w Polsce na pewno zwróci uwagę na znaczenie i rolę indywidualnych inwestorów na współczesnym, międzynarodowym rynku finansowym.

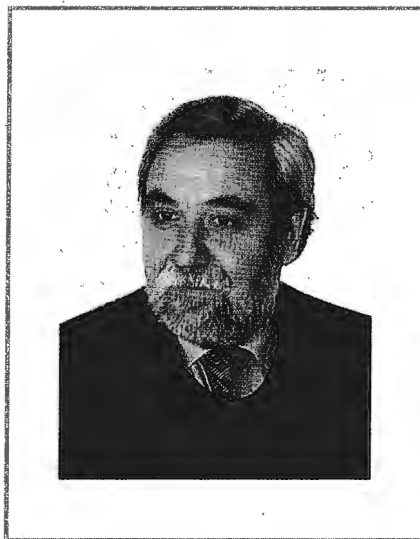
Zagadnienia poruszane w niniejszej książce są niewątpliwie skomplikowane, a zaprezentowane opracowania są inspirujące i skłaniające do refleksji. W pracy tej wielu wybitnych autorów wskazało na wybrane aspekty związane z oszczędnościami i inwestycjami indywidualnych inwestorów. [...]

Prof. dr hab. Waldemar Tarczyński

Uniwersytet Szczeciński
Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania
Katedra Ubezpieczeń i Rynków Kapitałowych

Szczecin, 2004.03.06

**SYLWETKI
AUTORÓW**

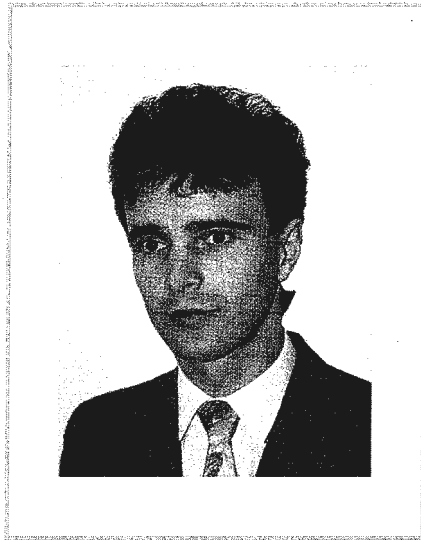


Prof. WSUiB dr hab. Dariusz J. Błaszczuk jest absolwentem Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, gdzie jako pracownik naukowy (w latach 1972–1999) uzyskiwał kolejne stopnie naukowe. Był także profesorem High Wycombe College of Technology and Art (Wielka Brytania), Addis Ababa University (Etiopia), Politechniki Lubelskiej. Od 1999 r. jest profesorem Wyższej Szkoły Ubezpieczeń i Bankowości w Warszawie i Dyrektorem Instytutu Zarządzania Ryzykiem tej Uczelni.

W latach dziewięćdziesiątych był m.in. Dyrektorem Departamentu Ubezpieczeń w Ministerstwie Finansów, prezesem zarządu Banku Ochrony Środowiska S.A., a także wiceprezesem zarządu Banku Depozytowo-Kredytowego w Lublinie S.A. Ponadto w tym okresie zasiadał w wielu Radach Nadzorczych, m.in. pełniąc funkcje przewodniczącego Rady Nadzorczej Banku Depozytowo-Kredytowego w Lublinie S.A., wiceprzewodniczącego Rady Nadzorczej PZU S.A., wiceprzewodniczącego Rady Nadzorczej Banku Depozytowo-Kredytowego (Ukraina) Ltd. w Łucku, wiceprzewodniczącego Rady Nadzorczej Wschodniego Towarzystwa Inwestycyjnego sp. z o.o. oraz członka Rady Fundacji Ubezpieczeń Społecznych.

W latach osiemdziesiątych współpracował z Instytutem Koniunktur i Cen Handlu Zagranicznego. Jego obecne zainteresowania naukowe obejmują zarządzanie, w tym zarządzanie ryzykiem w skali mikro- i makroekonomicznej, europejskiej oraz globalnej (światowej), zwłaszcza w bankowości i ubezpieczeniach.

e-mail: inst_zr@prac.wsub.waw.pl



Dr Mirosław Bochenek jest absolwentem Akademii Ekonomicznej w Krakowie, w której w 1998 r. obronił z wyróżnieniem pracę doktorską pt. „Problem racjonalności w polskiej myśli ekonomicznej”. W latach 1988–1999 był zatrudniony w Katedrze Ekonomii i Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych Akademii Rolniczej w Szczecinie. W 1999 r. rozpoczął pracę w Katedrze Teorii Ekonomii na Wydziale Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Mikołaja Kopernika w Toruniu.

Jego zainteresowania naukowe dotyczą teorii ekonomii (koncepcja racjonalności gospodarowania, model *homo oeconomicus*, systemy ekonomiczne), ekonomiki rolnictwa, historii myśli ekonomicznej, ekonomii nierynkowej (szara strefa, dyskryminacja kobiet w gospodarce, ekonomia sztuki) oraz transformacji systemowej (społeczne koszty przemian systemowych w Polsce). Znalazły one odzwierciedlenie w licznych publikacjach; m.in. jest autorem książki *Problem racjonalności w polskiej myśli ekonomicznej*.

Odbył staże i studia zagraniczne: Ökonomie und moderne Landmaschinen w Rendsburgu (1990), w Institut für Wirtschaftswissenschaften der Universität Wien (1994), na Universität Zürich – Institut für Empirische Wirtschaftsforschung (1995–1996).

Jest członkiem krajowych towarzystw naukowych: Towarzystwa Naukowego w Toruniu oraz Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego (od 2001 r. kieruje kołem PTE przy UMK oraz jest członkiem Zarządu Oddziału w Toruniu).

e-mail: bochenek@econ.uni.torun.pl



Dr Jerzy Boehlke jest absolwentem Uniwersytetu Mikołaja Kopernika w Toruniu i Akademii Ekonomicznej w Poznaniu. Jego zainteresowania naukowe koncentrują się na teorii mikroekonomicznej, historii myśli ekonomicznej oraz polityce konkurencji w krajach Unii Europejskiej, a w szczególności ekonomicznej teorii firmy, teorii rynków, teorii zatrudnienia i nowej instytucjonalnej ekonomii. Jego rozprawa doktorska dotyczyła problematyki pełnego, optymalnego i racjonalnego zatrudnienia w teoriach ekonomicznych. Rozprawę habilitacyjną pisze na temat ewolucji ekonomicznej teorii firmy i oceny jej możliwości eksplanacyjnych dla opisu i wyjaśnienia zachowań polskich przedsiębiorstw w okresie zmian systemowych.

Jest członkiem interdyscyplinarnego zespołu badawczego zajmującego się problematyką przejścia z feudalizmu do kapitalizmu, kierowanego przez prof. Andrzeja Zybortowicza.

Odbył wiele zagranicznych staży naukowych, między innymi w uczelniach w Belgii, Danii, Finlandii, Holandii, Irlandii, Szwecji, Wielkiej Brytanii.

Jest członkiem Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego i Polskiego Towarzystwa Socjologicznego.

e-mail: jurekb@uni.torun.pl



Mgr Grzegorz Borowski jest absolwentem Wydziału Prawa i Administracji Uniwersytetu im. Adama Mickiewicza w Poznaniu. Aplikant radcowski w Okręgowej Izbie Radców Prawnych w Poznaniu (od 2001 r.). Doktorant na Wydziale Ekonomii Akademii Ekonomicznej w Poznaniu. Głównym przedmiotem jego zainteresowań są prawne i ekonomiczne uwarunkowania funkcjonowania polskiego rynku instytucji wspólnego inwestowania.

Od 2001 roku związany z BZ WBK AIB Towarzystwem Funduszy Inwestycyjnych S.A. w Poznaniu.

e-mail: grzegorz.borowski@bzwbkaib.pl



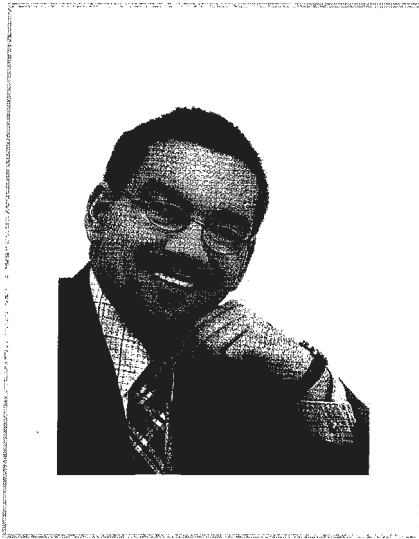
Prof. dr hab. Wiesław Dębski ukończył studia na Wydziale Ekonomiczno-Socjologicznym Uniwersytetu Łódzkiego oraz dwuletnie podyplomowe w zakresie ekonomii w Institute of Advanced Studies w Wiedniu. Był również stypendystą DAAD w Fernuniversitet w Hagen oraz wykładał w Hochschule w St. Gallen.

W latach 1972–1992 pracował w Instytucie Ekonometrii i Statystyki, zajmując się przede wszystkim modelem sektora finansowego. W roku 1992 przeszedł do Katedry Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych Uniwersytetu Łódzkiego, którą obecnie kieruje. W latach 1982–1985 pełnił funkcję sekretarza naukowego Komitetu Statystyki i Ekonometrii PAN.

Za swój dorobek naukowy otrzymał nagrodę Ministra Edukacji Narodowej. Najważniejsze pozycje w jego dorobku to książki: *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, *Zarządzanie finansami*, *Akcje, obligacje i ich wycena*, *Instytucje rynku kapitałowego*.

W latach 1991–1994 pełnił funkcję członka rady nadzorczej Próchnik S.A., w okresie 1997–1999 funkcję członka zarządu tej firmy, a następnie Grupy Kapitałowej Próchnik S.A. W latach 1999–2001 był członkiem zarządu Zwoltex S.A. Obecnie uczestniczy w pracach zespołu przygotowującego Regionalną Strategię Innowacji dla województwa łódzkiego.

e-mail: wdebski@uni.lodz.pl



Mgr Adam Jerzy Drozdowski jest absolwentem Szkoły Głównej Handlowej, którą ukończył z wyróżnieniem (1995). Posiada tytuł Certified International Investment Analyst (CIIA, 2003), licencję doradcy inwestycyjnego (1997) oraz licencję maklera papierów wartościowych (1994). Obecnie zatrudniony w Handlowy Zarządzanie Aktywami S.A. jako dyrektor inwestycyjny.

Jest praktykiem z dziesięcioletnim doświadczeniem na rynku kapitałowym. W swojej karierze zawodowej zajmował się strategiczną alokacją aktywów, zarządzaniem aktywami, analizą finansową przedsiębiorstw oraz wyceną firm. Ponadto jest członkiem Komisji Egzaminacyjnej dla Doradców Inwestycyjnych utworzonej przy Komisji Papierów Wartościowych i Giełd oraz członkiem polskiej Komisji Egzaminacyjnej dla Certyfikowanych Międzynarodowych Analityków Inwestycyjnych (Certified International Investment Analyst).

e-mail: adam_drozdowski@o2.pl



Dr Danuta Dziawgo jest absolwentką Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Mikołaja Kopernika w Toruniu. Jej zainteresowania naukowe związane są z międzynarodowym rynkiem papierów wartościowych.

W latach 1992–1993 studiowała w Wielkiej Brytanii w Bangor University of Wales, finansowana ze środków Know-How Fund. W 1997 r. uzyskała prestiżową nagrodę – stypendium Fundacji na Rzecz Nauki Polskiej, przyznawaną wybitnym naukowcom młodego pokolenia za osiągnięte wyniki.

Jej rozprawa doktorska dotyczyła credit-ratingu, natomiast rozprawa habilitacyjna stowarzyszeń indywidualnych inwestorów oraz klubów inwestycyjnych.

Odbyła staże naukowe na uniwersytetach w Wielkiej Brytanii, Finlandii oraz Danii. Zrealizowała cztery granty badawcze finansowane ze środków Komitetu Badań Naukowych. Prowadzi ponadto wykłady w Szkole Głównej Handlowej na Podyplomowym Studium Zarządzania Wartością Firmy.

Z książek, które opublikowała, przytoczyć należy: *Credit-rating. Ryzyko i obligacje na międzynarodowym rynku finansowym*, *Stowarzyszenia indywidualnych inwestorów i kluby inwestycyjne na rynku papierów wartościowych*, a także współredakcję książki *Finance & Natural Environment*.

e-mail: ddziawgo@uni.torun.pl



Prof. UMK dr hab. Leszek Dziawgo jest absolwentem Wydziału Nauk Ekonomicznych Uniwersytetu Mikołaja Kopernika w Toruniu, na którym uzyskał następnie kolejne stopnie i tytuły naukowe. Jego zainteresowania obejmują zarządzanie finansami, bankowość, ekologiczne aspekty w finansach, rozwój zrównoważony, *corporate governance*.

Równoległe z działalnością naukową zdobywał doświadczenia w sektorze bankowym, z którym związany jest od 1993 roku i w którym zajmował wysokie stanowiska: dyrektora oddziału i dyrektora regionalnego w BIG Banku Gdańskim S.A. (obecnie Bank Millennium S.A.) oraz dyrektora regionalnego w Raiffeisen Bank Polska S.A. Ponadto pełni funkcję członka rad nadzorczych.

Spośród staży zagranicznych, które odbył, wymienić należy pobyty w uznanych zagranicznych instytucjach finansowych: Baden-Wuerttembergische Bank, Dresdner Bank, Norddeutsche Landesbank Girozentrale, Landesbausparkasse (w latach 1988–1991) oraz staż przy Parlamencie Niemieckim – Deutscher Bundestag w Bonn (1992–1993).

Ukończył specjalistyczne kursy z zakresu zarządzania finansami na Uniwersytecie w Bazylei oraz z zakresu efektywności sprzedaży McKinsey & Co. w Brukseli. Pracował jako specjalista w Biurze Studiów i Ekspertyz Kancelarii Sejmu RP. Odbył staż naukowy w Nottingham Trent University (Wielka Brytania).

Wyróżniony nagrodą – stypendium Fundacji na Rzecz Nauki Polskiej dla wybitnych naukowców młodego pokolenia (1995), a także innymi nagrodami w nauce i biznesie. Zrealizował cztery granty badawcze finansowane ze środków Komitetu Badań Naukowych.

e-mail: ldziawgo@econ.uni.torun.pl



Prof. US dr hab. Stanisław Flejterski jest prodziekanem ds. nauki na Wydziale Zarządzania i Ekonomiki Usług Uniwersytetu Szczecińskiego, kierownikiem Katedry Ekonomii Porównawczej i Zakładu Bankowości i Finansów Porównawczych, a także kierownikiem Studium Doktoranckiego. Za swoją rozprawę habilitacyjną nt.: *Dywersyfikacja struktury sektora i przedsiębiorstwa bankowego. Geneza, efektywność, konsekwencje* otrzymał w 1999 roku nagrodę Banku Handlowego w Warszawie S.A. Jest również autorem m.in. następujących książek: *Różnicowanie struktur we współczesnej bankowości* (2002), *Ekonomia globalna. Synteza* (2003, współautor), *Niemiecki system bankowy* (2004, współautor).

Odbył staże naukowe na uniwersytetach w Zurychu, Amsterdamie i Berlinie, ponadto praktykę bankową w Banca Nazionale del Lavoro w Rzymie.

W latach 1991–1999 pełnił funkcje menedżerskie w Banku Pekao S.A., BIG S.A. i Banku Austria Creditanstalt S.A.

e-mail: stanf@wzieu.pl



Mgr Katarzyna Gabryelczyk jest absolwentką Wydziału Ekonomii Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, gdzie studiowała na specjalności bankowość. Od 2001 r. uczestniczy w studiach doktoranckich na Wydziale Ekonomii Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, gdzie przygotowuje rozprawę doktorską pod kierownictwem prof. Wiesławy Przybylskiej-Kapuścińskiej. Obszarem jej zainteresowań naukowych jest rynek funduszy inwestycyjnych w Polsce.

Wyróżniona nagrodą w ramach przyznawanych przez magazyn „Polityka” Stypendiów dla Młodych Naukowców – „Zostańcie z Nami” (2003). W 2004 roku decyzją Polsko-Amerykańskiej Komisji Fulbrighta otrzymała stypendium w kategorii „Junior” na Columbia University w Nowym Jorku.

e-mail: ktipp@ae.poznan.pl



Dr Przemysław Hewelt ukończył Wydział Nauk Ekonomicznych na Uniwersytecie Mikołaja Kopernika w Toruniu. W 1996 roku uzyskał tytuł Doctor of Philosophy na Nottingham Trent University w Wielkiej Brytanii za pracę na temat wpływu deregulacji rynków finansowych na występowanie zjawisk kryzysowych w gospodarkach rynkowych o różnym stopniu rozwoju.

Zainteresowania badawcze szły w parze z rozwojem zawodowym w bankowości: jego doświadczenia obejmują między innymi pracę w nadzorze bankowym NBP (1992–1996), agencji ratingowej Fitch Ratings w Londynie (1997–1999) oraz Banku Zachodnim WBK S.A. (1999–2003). Obecnie kieruje zespołem odpowiedzialnym za ocenę ryzyka międzybankowego krajów centralnej i wschodniej Europy w jednym z największych banków irlandzkich – Allied Irish Banks.

e-mail: przemyslaw.w.hewelt@aib.ie

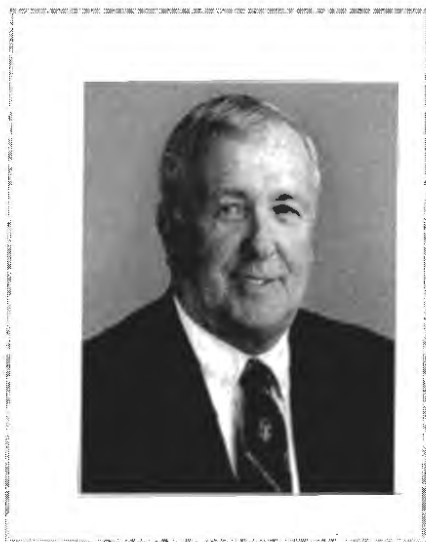


Prof. SGH dr hab. Małgorzata Iwanicz-Drozdowska jest absolwentką Szkoły Głównej Handlowej, którą ukończyła z wyróżnieniem (1995). Bezpośrednio po studiach rozpoczęła pracę w Katedrze Bankowości SGH. W 1997 roku uzyskała stopień doktora nauk ekonomicznych, w 2001 r. zaś stopień doktora habilitowanego nauk ekonomicznych. W czerwcu 2003 roku otrzymała stanowisko profesora nadzwyczajnego w Katedrze Bankowości. Zainteresowania badawcze koncentruje na ocenie działalności banków i stabilności systemu bankowego.

Od 1993 roku związana również z praktyką bankową – obecnie jako doradca prezesa Bankowego Funduszu Gwarancyjnego. Odebrała staże w bankach belgijskich i niemieckich oraz w Federalnej Korporacji ds. Ubezpieczenia Depozytów (FDIC) w Stanach Zjednoczonych w ramach stypendium organizowanego przez Georgetown University w Waszyngtonie.

Autorka licznych publikacji fachowych, m.in.: *Kryzysy bankowe. Przyczyny i rozwiązania* (red.), *Ryzyko bankowe* (współautorka), *Metody oceny działalności banku*.

e-mail: miwani@sgh.waw.pl



Kenneth S. Janke ukończył Michigan State University, School of Economics (1956). Związany jest z National Association of Investors Corporation (NAIC) od 1960 roku, kiedy został zatrudniony na stanowisku dyrektora. Od 1981 r. był prezesem NAIC. Obecnie, po przejściu na emeryturę, pełni funkcję przewodniczącego rady nadzorczej NAIC. Prowadzi kolumnę pod tytułem „Ask Mr. NAIC” w miesięczniku NAIC „Better Investing”. Autor książek *Ask Mr. NAIC* oraz *Golf is a funny game – but it wasn't meant to be*, a także współautor książek *Starting and running a profitable investment club* oraz *Wit & Wisdom of Golf*.

Spośród innych funkcji, które piastuje, wymienić należy następujące: prezes NAIC Growth Fund, Inc. (CSE), prezes Investment Education Institute, dyrektor World Federation of Investors, członek zarządu AFLAC Incorporated (spółki notowanej na NYSE), członek Individual Investor Advisory Committee przy giełdzie New York Stock Exchange. Jest także dyrektorem Michigan Golf Hall of Fame oraz dyrektorem Western Golf Association.

Ponadto był prezesem (AIMR) Financial Analysts Society of Detroit, Inc. oraz Detroit Chapter (NIRI) National Investor Relations Institute.

e-mail: suep@better-investing.org



Dr Mirosław Kachniewski jest pracownikiem Katedry Finansów Międzynarodowych Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, a także Dyrektorem Departamentu w Komisji Papierów Wartościowych i Giełd w Warszawie.

W latach 1989–1990 studiował w Moskwie, a następnie na Wydziale Handlu Zagranicznego SGH. W latach 1994–1996 był pracownikiem Ministerstwa Przekształceń Własnościowych. Od 1995 r. pracownik Katedry Finansów Międzynarodowych SGH. Od 1996 roku pracownik KPWiG: od 1999 jako dyrektor Sekretariatu, a ponadto w latach 1999–2002 jako rzecznik prasowy Komisji oraz w latach 2001–2003 jako sekretarz Grupy Konsultacyjnej zrzeszającej instytucje nadzorujące rynki kapitałowe w krajach dążących do osiągnięcia członkostwa w UE.

Od 1999 jest przewodniczącym Grupy Roboczej nr 4 IOSCO zajmującej się egzekwowaniem prawa i wymianą informacji. Od 2001 współprzewodniczący Screening Group, zajmującej się oceną możliwości przystąpienia instytucji nadzorczych w poszczególnych krajach do wielostronnego porozumienia o współpracy i wymianie informacji opracowanego w ramach IOSCO (Międzynarodowej Organizacji Komisji Papierów Wartościowych).

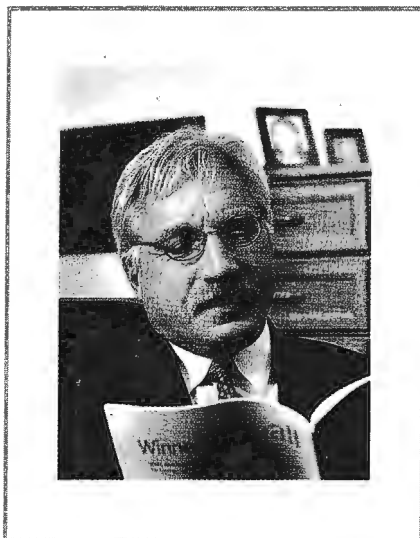
e-mail: MiroslawK@kpwig.gov.pl



Dr Krzysztof Łabowski jest absolwentem Wydziału Ekonomii Akademii Ekonomicznej w Poznaniu. W roku 2003 r. obronił pracę doktorską nt. możliwości rozwoju funduszy hedgingowych w Polsce.

Pracę zawodową rozpoczął w 1996 r. w Banku Handlowym S.A. w Warszawie. Pracował jako *relationship manager* i *senior relationship manager* w pionie bankowości korporacyjnej. W październiku 2002 r. podjął pracę w Raiffeisen Bank Polska S.A. na stanowisku kierownika zespołu ds. współpracy z klientami korporacyjnymi. Od kwietnia 2003 r. pełni funkcję dyrektora Regionalnego Biura Sprzedaży Citibank Handlowy w Regionie Poznań. Odpowiada za rozwój współpracy z klientami Pionu Bankowości Przedsiębiorstw.

e-mail: klabowski@o2.pl



Dr Marek Łukaszewski jest prezesem zarządu Stowarzyszenia Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych w Polsce (od 2002 roku). Absolwent Uniwersytetu Śląskiego, doktor fizyki. Posiada dyplom Canadian Executive MBA – Université du Québec w Montrealu i Szkoły Głównej Handlowej. Z rynkiem kapitałowym związany jest od 1991 roku.

Był wiceprezesem zarządu Międzynarodowej Szkoły Finansów i Bankowości w Katowicach. Następnie kolejno był wiceprezesem zarządu Funduszu Górnośląskiego, odpowiedzialnym za jego operacje na rynkach finansowych oraz prezesem zarządu Górnośląskiego Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych S.A.

Przewodniczący Zespołu ds. Standardów w Stowarzyszeniu Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych w Polsce. Członek zespołu przygotowującego Standardy Kwalifikacyjne dla Związku Banków Polskich.

e-mail: poczta@stfi.com.pl



Mgr Anna Miernicka-Szulc jest absolwentką Wydziału Prawa i Administracji Uniwersytetu Warszawskiego. Posiada uprawnienia radcy prawnego. Ponadto ukończyła Institute for Securities Market Development w Waszyngtonie.

Od 1993 r. pracuje w Dziale Prawnym Giełdy Papierów Wartościowych. Zaangażowana była w szereg projektów rozwojowych, w tym m.in. przygotowanie zasad notowania praw poboru, stworzenie rynku instrumentów pochodnych, wdrożenie systemu WARSET. Bierze aktywny udział w projektach edukacyjnych. Od maja 2002 r. pełni także funkcję wicedyrektora Fundacji Edukacji Rynku Kapitałowego.

Od początku brała udział w prowadzonych na Giełdzie pracach związanych z wypracowaniem standardów ładu korporacyjnego dla spółek publicznych. Aktualnie zajmuje się zagadnieniami związanymi z implementacją zasad ładu korporacyjnego zawartych w „Dobrych praktykach w spółkach publicznych w 2002”.

Jako delegat GPW uczestniczy w posiedzeniach Komitetu Prawno-Regulacyjnego Federacji Europejskich Giełd Papierów Wartościowych (FESE).

e-mail: anna.miernicka@gpw.com.pl



Mgr Joanna Modrzyńska jest absolwentką Wydziału Dziennikarstwa i Nauk Politycznych Uniwersytetu Warszawskiego (2002). Zatrudniona na stanowisku asystenta w Katedrze Stosunków Międzynarodowych Uniwersytetu Mikołaja Kopernika w Toruniu. Obecnie przygotowuje rozprawę doktorską związaną z zagadnieniami współpracy Unii Europejskiej z grupą krajów Afryki, Karaibów i Pacyfiku (AKP), pod kierunkiem naukowym prof. dr. hab. Janusza Symonidesa. Jej zainteresowania naukowe dotyczą szeroko pojętej problematyki Unii Europejskiej oraz prawa wspólnotowego. Autorka książki *Wspieranie innowacyjności przez UE* oraz współredaktor prac zbiorowych *Globalizacja. Integracja. Transformacja* oraz *Zrozumieć politykę*.

e-mail: joanna.modrzynska@interia.pl



Mgr Paweł Modrzyński jest absolwentem Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Mikołaja Kopernika (1999). Stypendysta programu TEMPUS. Pracownik Uniwersytetu Mikołaja Kopernika w Toruniu. Obecnie przygotowuje pracę doktorską poświęconą problematyce finansowania szkolnictwa wyższego w Polsce. Jego zainteresowania naukowe dotyczą szeroko pojętej problematyki finansów publicznych i szkolnictwa wyższego. Autor książki *Polskie prawo bankowe a standardy UE*.

e-mail: pmodrzym@uni.torun.pl



Prof. dr hab. Elżbieta Ostrowska jest pracownikiem Katedry Bankowości Uniwersytetu Gdańskiego. Studia wyższe ukończyła na Uniwersytecie Gdańskim, uzyskując stopień doktora nauk ekonomicznych w 1983 roku, doktora habilitowanego w 1993 roku, a tytuł profesora w 2002 roku.

Kierownik wielu tematów naukowo-badawczych związanych z gospodarką morską, często o charakterze interdyscyplinarnym i wdrożeniowym, realizowanych do 1994 roku we współpracy z różnymi ośrodkami naukowymi oraz przedsiębiorstwami zlokalizowanymi na całym polskim wybrzeżu. Od 1995 roku kierownik tematów naukowo-badawczych dotyczących rynków finansowych oraz zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwach i funduszach. Obecnie współpracuje z różnymi instytucjami finansowymi.

Najważniejsze książki w jej dorobku to: *Ryzyko inwestycyjne. Identyfikacja i metody oceny*, *Inwestowanie na rynku kapitałowym*, *Portfel papierów wartościowych. Zarządzanie i metody oceny*, *Ryzyko projektów inwestycyjnych*, *Inwestycje finansowe*.

e-mail: bankowosc@wzr.pl



Dr Iwona Pawlina jest absolwentką Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie (1994). Od 1999 roku jest adiunktem w Katedrze Zarządzania Przedsiębiorstwem, Kolegium Zarządzania i Finansów Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie. Opiekun Koła Naukowego E-Commerce przy SGH. Od 2000 roku wicedyrektor Działu Marketingu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Odpowiada za działalność promocyjną Giełdy i współpracę z zagranicą. Zasiada w radzie nadzorczej spółki zależnej od GPW – InfoGiełda.

Współautorka podręcznika akademickiego *Uwarunkowania europejskie w zarządzaniu przedsiębiorstwem* (red. M. Strużycki). Prowadzi badania naukowe w zakresie zarządzania małymi i średnimi przedsiębiorstwami w kontekście integracji z Unią Europejską oraz w gospodarce regionów. Pracuje nad rozprawą habilitacyjną z zakresu procesów integracyjnych na europejskich rynkach finansowych.

e-mail: Iwona.Pawlina@gpw.com.pl



Dr Joanna Pioch jest adiunktem w Katedrze Ekonomiki Przedsiębiorstw Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego, prodziekanem na tym Wydziale. W 1996 r. obroniła pracę doktorską z zakresu metod oceny rozwoju przedsiębiorstw. Jej zainteresowania badawcze dotyczą przede wszystkim zarządzania wartością przedsiębiorstw, wyceny przedsiębiorstw, polityki dywidend, zarządzania inwestycjami, a także *corporate governance* – władztwa korporacyjnego w warunkach polskich.

Posiada doświadczenie w proponowaniu i wdrażaniu nowoczesnych metod analizy ekonomiczno-finansowej i restrukturyzacji działalności przedsiębiorstw.

e-mail: pioch@zr.univ.gda.pl



Prof. zw. dr hab. Krystyna Piotrowska-Marczak, kierownik Katedry Finansów i Bankowości w Uniwersytecie Łódzkim, ekspert Sejmu Rzeczypospolitej Polskiej w zakresie finansów publicznych – trzecią kadencję, członek Państwowej Komisji Akredytacyjnej.

Jest członkiem międzynarodowych organizacji naukowych, m.in. European Finance Association, International Institute of Public Finance.

Bierze aktywny udział w międzynarodowych i krajowych konferencjach jako referent.

Była wykładowcą na Uniwersytetach w Hanoi, Giessen, Sofii i Bratysławie.

Odznaczona Krzyżem Kawalerskim Orderu Odrodzenia Polski, Medalem Komisji Edukacji Narodowej.

e-mail: kfib@krysia.uni.lodz.pl



Prof. dr hab. Wiesława Przybylska-Kapusińska jest pracownikiem Akademii Ekonomicznej w Poznaniu. Aktualnie kieruje Katedrą Teorii Pieniądza i Polityki Pieniężnej. Jej badania koncentrowały się na problematyce makroekonomicznej, ze szczególnym uwzględnieniem cyklu koniunkturalnego. Współautorka pionierskich badań koniunktury gospodarczej metodą testu koniunkturalnego i jej adaptacji do warunków polskiej gospodarki.

Obecnie jej zainteresowania badawcze obejmują zagadnienia bankowości, pieniądza, rynków finansowych i polityki pieniężnej w teorii i praktyce.

Występowała wielokrotnie na międzynarodowych konferencjach naukowych organizowanych przez uniwersytety w Saint-Etienne, Dijon, Lyonie we Francji, w Aalborgu (Dania) i Grazu (Austria) oraz Węgierską Akademię Nauk w Budapeszcie. Prezentowała wyniki badań naukowych na konferencjach w Asconie (Szwajcaria), Stellenbosch (RPA) i Singapurze.

Wśród jej osiągnięć naukowo-dydaktyczno-wychowawczych należy wskazać zainicjowanie i redakcję Zeszytów Naukowych serii „Debiuty ekonomiczne”, gdzie publikowane są najlepsze przyczynki młodych ekonomistów – studentów. Od 1999 r. ukazało się pięć zeszytów tej serii.

e-mail: w.kapuscinska@ae.poznan.pl



Prof. SGH dr hab. Grażyna Rytelewska pracuje w Katedrze Bankowości Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie oraz w Wyższej Szkole Finansów i Zarządzania w Warszawie. Wieloletni pracownik Narodowego Banku Polskiego, obecnie w Departamencie Analiz Makroekonomicznych i Strukturalnych.

Swoje zainteresowania badawcze koncentruje na funkcjonowaniu sektora gospodarstw domowych na rynkach finansowych, dostosowaniu przepisów polskiego prawa bankowego w zakresie bankowości detalicznej do prawodawstwa Unii Europejskiej, badaniu wpływu zarządzania marketingowego na stabilność systemu bankowego i wyniki ekonomiczno-finansowe banków, analizach procesów oszczędzania i kredytowania jako narzędzi kształtowania popytu konsumpcyjnego.

e-mail: grazyna.rytelewska@mail.sgh.waw.pl



Dr Ludwik Sobolewski jest absolwentem Uniwersytetu Jagiellońskiego i Université Panthéon-Assas w Paryżu. Jest doktorem nauk prawnych, radcą prawnym, ukończył aplikację sędziowską. W latach 1989–1995 pracownik Wydziału Prawa i Administracji Uniwersytetu Jagiellońskiego, 1992–1993 Dyrektor w Urzędzie Rady Ministrów, 1994 doradca Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Od 1994 r. wiceprezes Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A.

Sędzia Sądu Giełdowego, sędzia Sądu Polubownego przy KDPW S.A., członek Rady Nadzorczej Centrum Giełdowego S.A. Związany z kwartalnikiem „Rynek Terminowy” w charakterze członka Rady Programowej.

Od 1997 r. współpracownik Katedry Cywilnoprawnych Problemów Zarządzania Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, gdzie prowadził zajęcia dydaktyczne z zakresu prawa handlowego i prawa papierów wartościowych. W latach 1997–1998 był współpracownikiem Biura Pełnomocnika Rządu ds. Reformy Emerytalnej oraz ekspertem Komisji Senackiej ds. rozpatrzenia projektów ustaw emerytalnych. W 2000 r. był również ekspertem Komisji Senackiej ds. projektu ustawy o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych.

Jest autorem wielu artykułów i książek z dziedziny prawnych problemów rynku finansowego i kapitałowego, m.in. *System Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A. Zagadnienia prawne, Ustawa o obligacjach. Komentarz, Obligacje i inne papiery dłużne, Prawo o funduszach inwestycyjnych. Komentarz* (wspólnie z M. Michalskim), *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komentarz* (redaktor naukowy), *Prawo papierów wartościowych*, t. IV (pod red. S. Włodyki).

e-mail: Ludwik.Sobolewski@kdpw.com.pl



Prof. zw. dr. hab. Waldemar Tarczyński jest kierownikiem Katedry Ubezpieczeń i Rynków Kapitałowych na Wydziale Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Szczecińskiego. Od 1999 roku pełni funkcję prorektora ds. nauki na tym Uniwersytecie. Jest autorem i współautorem wielu prac naukowych, w tym 12 monografii. W ramach projektu TEMPUS w 1996 roku odbył staż naukowy na Uniwersytecie w Leicester.

W latach 1995–2000 współpracował z Narodowym Funduszem Inwestycyjnym im. E. Kwiatkowskiego, uczestnicząc m.in. w dwóch radach nadzorczych spółek parterowych Funduszu. W latach 1998–1999 był prezesem zarządu Pomorskiego Funduszu Kapitałowego. Od 1999 roku jest członkiem Rady Sekcji Klasyfikacji i Analizy Danych przy Polskim Towarzystwie Statystycznym oraz członkiem Komitetu Statystyki i Ekonometrii PAN (na lata 2003–2006). Jest Sekretarzem Generalnym Szczecińskiego Towarzystwa Naukowego, członkiem International Atlantic Economic Society. Był także członkiem Rady Nadzorczej Szczecińskiej Energetyki Ciepłej Sp. z o.o., przewodniczącym Rady Nadzorczej Szczecińskiego Parku Naukowo-Technologicznego Sp. z o.o. Od 1999 r. jest koordynatorem Szkoły Giełdowej w Szczecinie. Zajmuje się badaniami naukowymi związanymi z wykorzystaniem metod ilościowych na rynku kapitałowym.

e-mail: wtarc@uoo.univ.szczecin.pl



Dr Geraldine M. Walsh jest wice – dyrektorem Office of Investor Education and Assistance w amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych – U.S. Securities and Exchange Commission (SEC).

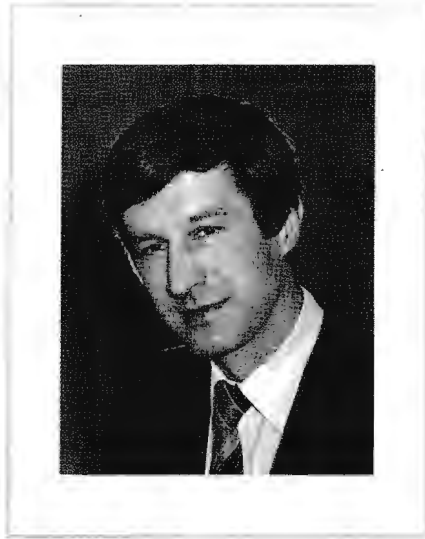
W SEC pracuje od 9 lat, od 2002 roku w Biurze Edukacji i Pomocy Inwestorom (Deputy Director of the SEC's Office of Investor Education and Assistance). Przed wszystkim zajmuje się inicjatywami edukacyjnymi inwestorów oraz doradza w zakresie zagadnień prawnych związanych z ochroną praw inwestorów. Z ramienia SEC uczestniczy w takich gremiach, jak: Certified Financial Planner Board of Standard's 2003–04 Consumer Advisory Council, Department of Justice's Consumer Protection Initiatives Committee, Alliance Against Fraud in Telemarketing and Electronic Commerce, American Savings Education Council's Government Interagency Group.

W 2001 roku otrzymała nagrodę: Chairman's Productivity Improvement Award za swoją pracę na rzecz modernizacji strony internetowej SEC. Natomiast w 2002 roku zespół, którego była członkiem, otrzymał Department of Agriculture's Honor Award of Excellence za przygotowanie programu edukacji finansowej.

W latach 1994–1997 pracowała w Division of Enforcement SEC, gdzie zajmowała się m.in. transakcjami dokonanymi z wykorzystaniem informacji poufnych (*insider trading*), defraudacją, a także ofertami niezarejestrowanych oraz nie istniejących papierów wartościowych.

Przed podjęciem pracy w SEC pracowała w firmie prawniczej Hogan & Hartson w Waszyngtonie. Ukończyła Amherst College (1985), a stopień doktora nauk prawnych uzyskała na N.Y.U. School of Law (1989).

e-mail: WalshG@sec.gov



Prof. zw. dr hab. Jerzy Węclawski jest kierownikiem Zakładu Bankowości w Uniwersytecie Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie, prodziekanem Wydziału Ekonomicznego ds. naukowych i współpracy zagranicznej. Kierownik i współautor kilkunastu projektów badawczych. Członek krajowych i zagranicznych towarzystw naukowych, fundacji wspierania nauki i gospodarki, rad naukowych wydawnictw uczelnianych. Zaangażowany w działalność instytucji zajmujących się jakością kształcenia w szkolnictwie wyższym.

Główny obszar jego działalności badawczej związany jest z systemem cen, bankowością i rynkiem finansowym, a w ostatnich latach z rynkiem *venture capital*. Jest autorem pierwszej w Polsce monografii z tej tematyki – *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstwa*, gdzie przedstawiał problematykę struktury rynku *venture capital*, nieformalnych inwestorów „kapitału podwyższonego ryzyka”, celów działalności inwestorów, ryzyka inwestycyjnego i sposobów jego ograniczania, procesów decyzyjnych funduszy *venture capital*, sposobów dezinvestycji.

e-mail: weclaw@ramzes.umcs.lublin.pl



Dr Ewelina Wiśniewska ukończyła studia na Wydziale Nauk Ekonomicznych i Zarządzania Uniwersytetu Mikołaja Kopernika w Toruniu. W roku 2000 uzyskała dyplom magisterski i tytuł Najlepszego Absolwenta Wydziału. Podczas ostatniego roku studiów otrzymywała stypendium Ministra Edukacji Narodowej za wybitne osiągnięcia w nauce. W trakcie ostatniego roku studiów pełniła funkcję asystentki-stażystki w Katedrze Zarządzania Finansami, gdzie następnie została zatrudniona. W 2003 roku obroniła pracę doktorską z zakresu zarządzania finansami.

W 1997 roku studiowała na Uniwersytecie w Leicester w Wielkiej Brytanii, a w 2001 roku odbyła staż naukowy na Nottingham Trent University w Wielkiej Brytanii.

e-mail: ewelw@uni.torun.pl

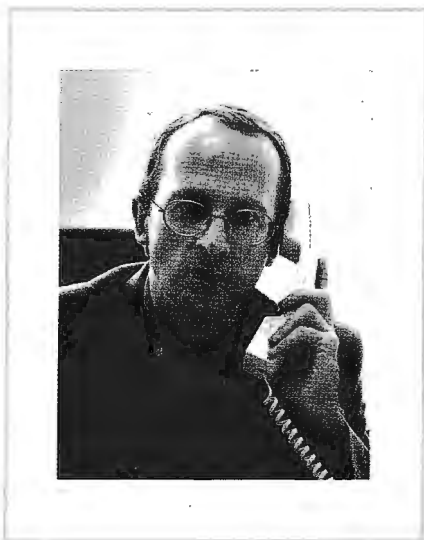


Prof. SGH dr hab. Małgorzata Zaleska jest zatrudniona w Katedrze Bankowości Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie. Pełni funkcje: kierownika Zakładu Regulacji Instytucjonalnych i Analiz Bankowych, kierownika Studium Doktoranckiego oraz kierownika Podyplomowego Studium dla Analityków Bankowych.

Jej zainteresowania badawcze koncentrują się na zewnętrznych i wewnętrznych regulacjach ostrożnościowych, ograniczających ryzyko bankowe, dostosowaniu przepisów polskiego prawa bankowego do prawodawstwa Unii Europejskiej, wpływie regulacji bankowych na stabilność systemu bankowego i wyniki ekonomiczno-finansowe banków, ocenie kondycji ekonomiczno-finansowej banków i przedsiębiorstw, w tym systemów wczesnego ostrzeżenia identyfikujących ryzyko upadłości.

Jest autorką licznych publikacji naukowych, m.in.: *Zarządzanie aktywami i pasywami banku spółdzielczego*, *Identyfikacja ryzyka upadłości przedsiębiorstwa i banku*, *Systemy wczesnego ostrzeżenia*, *Ocena ekonomiczno-finansowa przedsiębiorstwa przez analityka bankowego*, *Wpływ wybranych regulacji zewnętrznych na działalność polskich banków*.

e-mail: mzaleska@sgh.waw.pl



Prof. US dr hab. Dariusz Zarzecki jest kierownikiem Zakładu Inwestycji i Wyceny Przedsiębiorstw Uniwersytetu Szczecińskiego. W latach 1999–2002 prodyktem ds. nauki i współpracy z zagranicą na Wydziale Nauk Ekonomicznych i Zarządzania. Specjalista w zakresie analizy finansowej, wyceny przedsiębiorstw, oceny efektywności inwestycji i planowania.

W latach 1995–1997 dyrektor szczecińskiego biura firmy audytorskiej Deloitte & Touche i równocześnie menedżer Działu Doradztwa Gospodarczego w tej firmie. W latach 1997–1998 konsultant i prezes zarządu spółki Polsteam Consulting wchodzącej w skład Grupy PŻM.

Jego doktorat został wyróżniony I nagrodą Ministra w dziedzinie pracy, płac, spraw socjalnych i ubezpieczeń społecznych. Jego książka pt. *Metody wyceny przedsiębiorstw* została wyróżniona nagrodą Ministra Edukacji Narodowej (2000).

W latach 2001–2002 przewodniczący Rady Nadzorczej Banku PKO BP S.A. W latach 2002–2003 członek Rady Nadzorczej Skolwin S.A. Obecnie członek Rady Nadzorczej Dragmor S.A. Szef zespołu odpowiedzialnego za opracowanie strategii rozwoju Szczecina, a wcześniej szef zespołu opracowującego strategię rozwoju gospodarki województwa zachodniopomorskiego. Członek rady konsultacyjnej przy Prezydencie Miasta Szczecina.

Członek European Accounting Association oraz Towarzystwa Naukowego Organizacji i Kierowania. Członek Rady Programowej kwartalnika „International Quarterly Journal of Finance”, miesięczników „Bank”, „Controlling i Rachunkowość Zarządcza”, periodyku „Folia Oeconomica”, a także Zeszytu Naukowego Instytutu Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw Uniwersytetu Szczecińskiego.

e-mail: dariusz_zarzecki@uoo.univ.szczecin.pl



Prof. zw. dr hab. Zofia Zawadzka pracuje w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie oraz na Politechnice Warszawskiej. Jej zainteresowania naukowe koncentrują się wokół szeroko rozumianej problematyki bankowości i finansów, tendencji występujących na międzynarodowych rynkach finansowych, funkcjonowania systemów bankowych w Unii Europejskiej, zarządzania ryzykiem w działalności banków komercyjnych, a także problematyki transformacji systemowej w Polsce i dostosowania do wymagań Unii.

Spośród jej dotychczasowych publikacji wymienić należy: *Zarządzanie ryzykiem w banku komercyjnym*, *Systemy bankowe. Przykład Republiki Federalnej Niemiec*, *Bankowość. Zagadnienia podstawowe*, *Bankowość. Podręcznik akademicki*.

Jest członkiem International Institute of Public Finance, Global Association of Risk Professionals, a także International Bankers Forum.

e-mail: zofia.zawadzka@sgh.waw.pl

MEMENTO

MIROSLAW BOCHENEK

O OSZCZĘDZANIU JAKO TRUDNEJ SZTUCE ŻYCIOWEJ
NA PRZYKŁADZIE WOLFGANGA AMADEUSZA MOZARTA

Teoria oszczędzania jako część składowa teorii ekonomii i Wolfgang Amadeusz Mozart wydają się dziwnym zestawieniem. A jednak od kilkunastu lat twórczość i życie tego kompozytora są przedmiotem badań reprezentantów nowej szkoły ekonomicznej, nazywanej w Europie Zachodniej nową ekonomią polityczną lub ekonomiczną teorią polityki, natomiast w Stanach Zjednoczonych – *public choice*, będącej kierunkiem komplementarnym względem głównego nurtu ekonomii¹. Ważny segment tematów badawczych poruszanych przez tę szkołę stanowi „ekonomia nierynkowa” (*non-market economics*). Obejmuje ona m.in. następujące zagadnienia: ekonomię środowiska, gospodarkę nieformalną, ekonomię kobiet i rodziny, ekonomię historii, ekonomię kryminalistyki, ekonomiczną analizę prawa oraz ekonomię sztuki i kultury. W ramach ostatniego z wymienionych tematów badane są: rentowność inwestycji w dzieła sztuki, funkcjonowanie i finansowanie instytucji działających w sferze kultury i sztuki (teatrów, festiwali, koncertów, wystaw, muzeów) oraz dochody artystów. Z punktu widzenia niniejszej pracy interesujący wydaje się przypadek Mozarta, który mimo ogromnej pracowitości i sławy zmarł w ubóstwie.

Wolfgang Amadeusz Mozart, muzyk i kompozytor austriacki, obdarzony absolutnym słuchem, zaliczany do największych geniuszów ludzkości (iloraz inteligencji: 150), urodził się 27 stycznia 1756 r. w Salz-

¹ Najwybitniejszymi przedstawicielami tej szkoły są m.in.: Iris Bohnet, James M. Buchanan, Reiner Eichenberger, Bruno S. Frey, Gebhard Kirchgässner, Felix Oberholzer-Gee, Werner W. Pommerehne, Friedrich Schneider, Gordon Tullock oraz Hannelore Weck-Hannemann.

burgu w muzykalnej rodzinie; ojciec Leopold był muzykiem, nauczycielem i kompozytorem na dworze salzburskim, starsza siostra Nannerl – uzdolnioną pianistką. Powołaniem Wolfganga była również muzyka, był wirtuozem i twórcą ponadhistorycznych dzieł, które wciąż wywierają wpływ na następne pokolenia. Z ogromnej spuścizny kompozytorskiej (katalog jego dzieł zawiera 626 pozycji) niektóre msze, symfonie, koncerty i opery uznaje się za arcydzieła. Te ostatnie należą do stałego repertuaru największych scen operowych na świecie (La Scala w Mediolanie i Metropolitan Opera House w Nowym Jorku). Od ponad dwustu lat wzbudza nieustanne zainteresowanie melomanów, muzykologów i biografów. Niestety, niektóre jego biografie książkowe i filmowe upiększają (idealizują) barwne i burzliwe, ale bardzo krótkie – liczące zaledwie 35 lat – życie tego kompozytora. Chyba najbardziej sporne kwestie to szczęśliwe małżeństwo z Konstancją i permanentne ubóstwo.

Ubóstwo Mozarta jest pewnym paradoksem. Mozart koncertował w największych stolicach muzyki w Europie, był przyjmowany przez głowy panujące największych potęg starego kontynentu, podziwiany, uwielbiany i oklaskiwany przez tysiące wielbicieli, a mimo to przez większą część życia – jak podają biografowie – borykał się z problemem braku pieniędzy, którego nie potrafił skutecznie rozwiązać. Winy za kłopoty finansowe należy szukać w błędach wychowawczych ojca, pазernym i bezwzględnym społeczeństwie, a szczególnie w osobowości samego Wolfganga.

Będąc geniuszem – żyjącym wyłącznie w świecie muzyki – nie zdołał przystosować się do życia w społeczeństwie, do czego przyczynili się również nadopiekuńczy rodzice. W dzieciństwie i młodości był całkowicie uzależniony od ojca, który pełnił rolę jego opiekuna, nauczyciela, impresaria, a nawet służącego. Nie nauczony samodzielności i inicjatywy, po opuszczeniu domu rodzinnego nie potrafił pokierować własnymi sprawami materialnymi oraz podejmować trafnych decyzji w realnym świecie. Popełniał błędy, jeden za drugim. Jednocześnie był do tego stopnia hojny, że swoim znajomym mógłby oddać cały dobytek, a nawet swoją krew. Jego szczerość, wręcz naiwność wykorzystywało niemal całe otoczenie: pracodawcy, wrogowie i rodzina. Nie zdawał sobie sprawy, że w drodze do kariery potrzebna jest „mądrość życiowa”, przedsiębiorczość i przebiegłość, a nie naiwna szczerość. W staraniach o pracę wykazywał brak talentu dyplomatycznego i menedżerskiego.

Mozart ciężko pracował od dzieciństwa, bez wakacji i urlopu, komponował od piątego, a koncertował od szóstego roku życia. W 1762 r. Wolfgang z rodzicami opuścił po raz pierwszy Salzburg, aby w Monachium i Wiedniu zaprezentować swoje umiejętności. Natomiast w latach 1763–1766 odbyli oni czterdziestodwumiesięczne wielkie tournée po księstwach niemieckich (Monachium, Mannheim, Augsburg, Heidelberg

i Frankfurt), Francji (Paryż, Wersal), Anglii (Londyn i Chelsea), Holandii (Haga) i Szwajcarii (Genewa, Lozanna).

W Paryżu rozpoczęto wydawanie kompozycji Wolfganga, a występy przyniosły dużo pieniędzy i drogich prezentów (biżuteria, zegarki, szable, złote tabakierki itd.). Jednak największe dochody (za duże koncerty publiczne, na dworach i w tawernach) osiągnęli Mozartowie w najbogatszym wówczas mieście świata – Londynie. Ponadto za skomponowanie sześciu sonat na skrzypce oraz klawesyn i zadedykowanie ich królowej Anglii Charlocie otrzymał od monarchini 50 złotych gwinei (1 gwinea równała się 21 szylingom, szyling zaś – 12 pensom). Była to kwota równa ok. 45–50 miesięcznym płacom robotnika manufakturowego, który pracując 15 godzin dziennie zarabiał 9–10 pensów. W Londynie Wolfgang wystąpił również z pierwszym koncertem charytatywnym.

Niestety, długotrwałe podróże i intensywna praca miały negatywny wpływ na zdrowie wątłego Mozarta, wielokrotnie ulegał bowiem zakażeniom groźnymi chorobami, głównie szkarlatyną, dudem brzuszny i ospą, których efekty uboczne kumulowały się i doprowadziły do przedwczesnej śmierci. Choroby te pochłonęły również niemałe sumy pieniężne na lekarzy i lekarstwa.

W latach 1769–1771 Mozart, podróżując z ojcem, podbił ojczyznę opery – Włochy, występując w Weronie, Mantui, Bolonii (gdzie został honorowym członkiem Akademii Filharmonicznej), Florencji, Padwie, Rzymie (papież Klemens XIV przyznał mu Order Złotej Ostrogi oznaczający szlachectwo), Neapolu i Mediolanie (w tym mieście otrzymał zamówienie na napisanie opery „Mitridate, rè di Ponto” (Mitrydates, król Pontu), która przyniosła ogromny sukces, honorarium w wysokości 100 gigliatów, czyli około 100 dukatów i kolejne zamówienia). Mimo powodzenia koncerty te – w wielu przypadkach – nie przynosiły żadnego dochodu, dzięki bowiem różnym przywilejom obowiązywał na nie wstęp wolny. Austriacki namiestnik Lombardii podarował Wolfgangowi na pożegnanie złotą tabakierkę i 20 gigliatów.

Podobnie sensacyjnymi tryumfami okazały się opery „Ascanio in Alba” (Askanio w Albie), wystawiona w Mediolanie w październiku 1771 r. z okazji królewskiego ślubu syna cesarzowej Marii Teresy – Ferdynanda, za którą otrzymał honorarium oraz złoty zegarek wysadzany diamentami oraz „La finta giardiniera” (Rzekoma ogrodniczka), której premiera odbyła się w styczniu 1775 r. w Monachium.

Pierwszą stałą, ale źle płatną – za 150 guldenów rocznie (nazwa złotych florenów stosowana w krajach niemieckojęzycznych) – posadę koncertmistrza, czyli dworskiego kompozytora Mozart otrzymał w Salzburgu w 1773 r., mając 17 lat. Cztery lata później zdecydował się poszukać, w towarzystwie matki, bardziej lukratywnej pracy w Monachium,

Augsburgu, Mannheim i Paryżu. Na życie zarabiał dając publiczne koncerty albo lekcje muzyki (nawet za 1,5 guldenu za lekcję, względnie w zamian za czynsz lub kolację). Często zdarzało się, że za swoje koncerty na dworach arystokracji zamiast honorariów pieniężnych przyjmował bezużyteczne prezenty (głównie zegarki). O dziwo nie przyjął wówczas (choć znajdował się w tragicznej sytuacji materialnej) stanowiska organisty w Wersalu za 2000 liwów rocznie – równowartość 915 guldenu i 45 krajcarów. W 1778 r. w Paryżu z powodu biedy, częstych podróży, brudnej wody i złego żywienia zmarła jego matka. Biedny i zrozpaczony wrócił do Salzburga, aby jeszcze raz prosić o posadę koncertmistrza za 450 guldenu rocznie. Chciał również wspomóc ojca, który na jego tournée do Paryża zaciągnął pożyczkę.

Na kolejny sukces, który przyszedł po premierze opery „Idomeneo” w Monachium, musiał czekać do 1781 r. Kilka miesięcy później w Wiedniu rozstał się – w sposób niedyplomatyczny – ze swoim pracodawcą, arcybiskupem Salzburga i rozpoczął życie na własny rachunek. Dzięki popularności i talentowi szybko stanął na nogi. Stałym i liczny uczniom, w różnym wieku, głównie z wyższych warstw społecznych udzielał lekcji za 5 dukatów (złota moneta odpowiadająca wartości złotego florena i nazywana florenem lub guldenem) oraz sprzedawał popularne sonaty skrzypcowe po 5 guldenu. Opera „Die Entführung aus dem Serail” (Urowadzenie z seraju) wystawiona po raz pierwszy w Wiedniu w 1782 r. zdobyła miejscową publiczność. Popularne koncerty abonamentowe organizowane samodzielnie w pierwszej połowie lat 80. przynosiły po 500 guldenu każdy. Kompletów wielbicieli – do których należał również cesarz Austrii Józef II – na widowni świadczyły o ich ogromnym powodzeniu.

W 1784 r. pasmo powyższych sukcesów przerwała groźna choroba Schönleina-Henocha wywołana paciorkowcem oraz zapalenie nerek (podobny atak, który w jeszcze większym stopniu uszkodził nerki, wystąpił trzy lata później). Po kilku miesiącach kuracji Mozart na nowo organizował koncerty, przyjmował kolejnych uczniów oraz dużo komponował. Olśniewającym sukcesem zakończyła się premiera (1 maja 1786 r.) słynnej opery „Le nozze di Figaro” (Wesele Figara), którą grano jeszcze dziewięciokrotnie.

Jeszcze większy tryumf odniosły powyższe dwie opery i sam Mozart w Pradze, gdzie został sensacyjnie przyjęty (w styczniu 1787 r.) i doceniony. Koncert fortepianowy zgromadził nieprawdopodobnie liczną publiczność, która po brzegi wypełniła gmach opery. Również w Pradze dziewięć miesięcy później odbyła się premiera opery „Don Giovanni” i równie entuzjastycznie przyjęta.

Dnia 7 grudnia 1787 r. niemal trzydziestodwuletni Mozart otrzymał od cesarza Józefa II posadę cesarsko-królewskiego kompozytora

dworskiego, o której marzył szesnaście lat, z pensją 800 guldenów rocznie (na tym stanowisku jego poprzednik Ch. W. Gluck zarabiał 2000 guldenów).

Praski sukces opery „Don Giovanni” nie powtórzył się w Wiedniu. Kapryśni wiedeńscy przyjęli ją chłodno, dopiero kolejne przedstawienia polepszyły ich opinię.

Wiosną 1789 r. Mozart przyjął zaproszenie księcia Karola Lichnowskiego do wspólnego odbycia podróży do Berlina, którą zamienił na tournée koncertowe przez Pragę, Drezno i Lipsk. W Dreźnie za koncert na dworze elektora otrzymał 100 dukatów. W Poczdamie król pruski Fryderyk Wilhelm II wynagrodził kompozytora za trzy kwartety smyczkowe i jedną sonatę fortepianową stu złotymi fryderykdorami wartymi 900 guldenów, czyli kwotą przewyższającą roczną pensję uzyskiwaną na dworze austriackim.

Premiera kolejnej opery „Cosi fan tutte ossia La scuola degli amanti” (Tak czynią wszystkie, czyli szkoła kochanków) uwieńczona sukcesem w styczniu 1790 r. zapewniła Mozartowi honorarium w wysokości 200 dukatów. Niestety, miesiąc później zmarł jego chlebodawca cesarz Józef II. Jesienią Mozart wraz ze szwagrem Hoferem wyjechał, bez zaproszenia, na własny koszt, mimo nie najlepszego stanu zdrowia, do Frankfurtu na uroczystość koronacji cesarskiej Leopolda II. Podróż ta okazała się całkowitym fiaskiem.

W maju 1791 r. Mozart otrzymał od Wiedeńskiego Magistratu Miejskiego nominację na kapelmistrza katedry św. Stefana z poborami. Natomiast w lipcu tego roku podjął się napisać za 100 dukatów mszę żałobną – „Requiem”, zamówioną przez tajemniczego pościańca hrabiego Franciszka von Walsegg zu Stuppach. Niestety, śmierć kompozytora nie pozwoliła na ukończenie ostatniego dzieła.

Na zamówienie Stanów Czeskich Mozart skomponował operę „La clemenza di Tito” (Łaskawość Tytusa), której prawykonanie uświetniło uroczystość koronacji cesarza Leopolda II na króla Czech w Pradze, na początku września 1791 r. Czesi wynagrodzili twórcę utworu kwotą 200 dukatów w złocie.

Ostatnią operą Mozarta był „Die Zauberflöte” (Czarodziejski flet), wystawiony po raz pierwszy w Wiedniu 30 września 1791 r. Przyjęty dosyć chłodno, z czasem stał się wielkim wydarzeniem – w październiku grany dwadzieścia cztery razy, co zapewniło Mozartowi przyływ gotówki.

Zarabiając tyle pieniędzy i tworząc ponadczasowe arcydzieła Mozart zmarł w biedzie i osamotnieniu. Do konającego Mozarta, który skomponował kilkadziesiąt utworów religijnych, nie przyszedł nawet ksiądz z kościoła św. Piotra, wzywany na prośbę żony przez szwagierkę Zofię. Przy umierającym (zgon nastąpił 55 minut po północy 5 grudnia

1791 r. w Wiedniu) kompozytorze czuwali: Konstancja, Zofia oraz jego uczeń Franz X. Süssmayr. Następnego dnia odbyło się nabożeństwo żałobne w katedrze św. Szczepana, w którym uczestniczyli jedynie Süssmayr, kompozytor Salieri, mecenas sztuki van Swieten, kapelmistrz Rosner, wiolonczelista Orsler, służący piwiarni Deiner, być może szwagrowie Lange i Hofer. Niestety, na pogrzebie nie było Konstancji ani przedstawicieli cesarskiego dworu, teatru, opery oraz braci wolnomularzy. Ze względów oszczędnościowych zamówiono najtańszy pogrzeb, którego koszt (8 guldenów i 56 krajcarów plus 3 guldeny za karawan) pokrył zamożny van Swieten. Kondukt z nieliczną garstką dotarł – z powodu śnieżyicy – zaledwie do Stubentoru (obecnie Ringstrasse). Samotny wóz z opuszczonym geniuszem dotarł na cmentarz Sankt Marx, gdzie złożono trumnę w zbiorowym grobie dla najuboższych. Nie było przemówień, nie było krzyża, nie oznaczono nawet miejsca jego pochówku.

Analiza ekonomiczna przeprowadzona przez Bruno S. Freya z Uniwersytetu w Zurychu oraz Williama Baumola z uniwersytetów nowojorskiego i Princeton podważa pogląd o ubóstwie Mozarta. W okresie ostatnich dziesięciu lat życia w Wiedniu, w latach 1781–1791, Mozart zarabiał wystarczająco dużo pieniędzy, by uchronić się przed biedą. Jego dochody pozwalają zaliczyć go do wyższej warstwy mieszczaństwa. We wspomnianych latach honoraria Mozarta wynosiły przeciętnie 2500 florenów rocznie.

Gdyby uwzględnić fakt, że był on ciągle wyzyskiwany przez dyrektorów teatrów i oper, wydawców itp., dochód ten byłby jeszcze wyższy.

Próba przeliczania i szacowania ich równowartości we współczesnych jednostkach pieniężnych jest skazana na niepowodzenie. Dobra i usługi wytwarzane i konsumowane pod koniec XVIII wieku są nieporównywalne ze współczesnymi. Jako bardziej sensowne B. S. Frey zaproponował porównanie dochodu Mozarta z dochodem współczesnego mu nauczyciela szkoły średniej, który zarabiał wówczas maksymalnie 600 florenów rocznie. Wynika z tego, że Mozart dysponował ponad czterokrotnie większym dochodem niż taki nauczyciel. Współcześnie dochody Mozarta w podobnej proporcji okazują się bardzo wysokie. Przykładowo szwajcarski nauczyciel szkoły średniej zarabia obecnie około 150 000 franków szwajcarskich rocznie. Ponieważ Mozart osiągał czterokrotnie więcej, jego dochód roczny wynosiłby odpowiednio około 600 000 franków szwajcarskich.

Ale Mozart pozostawił rodzinie (żonie i dwóm synom) ok. 200 guldenów w gotówce i 3000 guldenów długu. Ten stan był efektem niedyscyplinowania, rozrzutności i nieumiejętności oszczędzania. Szampanem i tokajem świętował napływ gotówki, którą szybko trwonił na bale i zabawy (w domu i restauracjach), drogie stroje, meble, srebro, porcelanę (które przejęli komornicy). Wspomniane fryderykdory wydał w dro-

dze powrotnej do Wiednia. Sukces opery „Czarodziejski flet” uczcił kupnem wierzchowca, którego wkrótce sprzedał. Ważną pozycją po stronie wydatków była dwuletnia kuracja Konstancji w Baden pod Wiedniem, która najprawdopodobniej doprowadziła jego finanse do ruiny. Uważa się, że drugi rok pobytu w drogim i ekskluzywnym uzdrowisku nie był konieczny, o czym świadczy fakt, że wdowa po Mozarcie cieszyła się dobrym zdrowiem jeszcze przez 51 lat. W okresie pobytu Konstancji w Baden Mozart stołował się w restauracjach lub zamawiał posiłki do domu. Przejawiając całkowity brak zmysłu do rozsądnego gospodarowania pieniędzmi nie zdołał oszczędzić na mieszkanie lub dom, co gorsze zaległości w płaceniu czynszu były powodem niektórych przeprowadzek (w ciągu 10 lat małżeństwa w Wiedniu przeżyli 11 przeprowadzek). „Sztuka” zaoszczędzenia na kupno domu i uniezależnienia się od właścicieli mieszkań udało się jego dobremu przyjacielowi i wybitnemu kompozytorowi Józefowi Haydnowi (1732–1809), który spokojną starość spędził w swoim domku na przedmieściu Wiednia.

Na sfinansowanie nadmiernych wydatków zaciągał lichwiarskie pożyczki terminowe u miejscowych bankierów, ze spłatami których ciągle zalegał, względnie prosił o kredyt współbrata z Łoży „Dobroczynność” (należał do niej od 1784 r.), wiedeńskiego kupca Michaela Puchberga.

Będąc muzycznym geniuszem pozbawionym zmysłu zapobiegliwości Mozart potrzebował opiekuna i kierownika prowadzącego sprawy domowe i finansowe. Taką rolę powinna odgrywać jego żona. Niestety, Konstancja z domu Weber nie umiała oszczędzać i szanować pieniędzy, źle zarządzała gospodarstwem domowym w całym okresie ich małżeństwa.

Mozart poznał ubogą rodzinę Weberów w 1778 r. w Mannheimie. Już wówczas rodzina ta umiejętnie wykorzystywała finansowo zakochanego w pięknej Alojzie Wolfganga. Zamiast myśleć o karierze i posiadzie dla siebie, myślał wyłącznie o ukochanej, dla której zrezygnował z propozycji objęcia stanowiska organisty w Wersalu. Gdy sytuacja materialna Weberów poprawiła się po zatrudnieniu Alojzy jako primadonny, a ojca Frydolina Webera jako kopisty nut w Monachium, biedny Wolfgang był już niepotrzebny i został odsunięty. Trzy lata później Mozart zetknął się z tą rodziną ponownie. Zamieszkał wówczas u owdowiałej Marii Weber, która podnajmowała pokoje dla młodych mężczyzn celem złapania mężów dla pozostałych córek: Józefy, Konstancji i Zofii. Rozpieszczany i kokietowany Wolfgang wpadł w sidła (wbrew przestrogom i intencjom Leopolda Mozarta) średniej panny – Konstancji. Wolfgang sądził, że Konstancja posiada zalety dobrej żony, miała być osobą rozsądną, skromną, zręczną i oszczędną, potrafiącą prowadzić gospodarstwo domowe, chociaż – jak pisał do ojca – nie była piękna i wybitnie inteligentna. Szantażując i oczerniając zakochanego kompozytora We-

berowa zmusiła go do poślubienia Konstancji (4 sierpnia 1782 r.). Choć okazała się nieodpowiednią żoną, Wolfgang kochał ją do końca swoich dni i prawdopodobnie nie żałował tego małżeństwa.

Konstancja nie okazywała zainteresowania sztuką męża, nie zabiegała o ułatwienie jego życia i pracy, akceptowała bezmyślne przeprowadzki oraz żyła dniem bieżącym. Co więcej, wykorzystywała czułego i troskliwego Wolfganga; bez żadnych skrupułów przebywała dwa lata na kuracji w Baden, pozostawiając samotnego i tęskniącego męża w Wiedniu. W sanatorium jeszcze bardziej polubiła wygodne życie, z dala od obowiązków domowych i od coraz bardziej chorego i wymagającego opieki męża. Jednocześnie prowadziła bogate życie towarzyskie w kurorcie, była częstym gościem kasyna oraz uczestnikiem nocnych bali, które – podobnie jak podróż do Pragi we wrześniu 1791 r. – „nie przeszkadzały” w jej kuracji. Swobodnym zachowaniem i złym towarzystwem dawała Mozartowi powód do niepokoju i wstydu. Do Wiednia wróciła dopiero (choć była na wrześniowej premierze „Czarodziejskiego fletu” i widziała go ciężko chorego) dopiero w listopadzie 1791 r., gdy stan jego zdrowia był beznadziejny.

Po śmierci Wolfganga Konstancja przeszła metamorfozę, zaczęła doceniać wielkość i wartość jego sztuki oraz zarabiać na szybko rosnącej sławie kompozytora. Jej sytuacja finansowa stała się znakomita. Na początku następnego roku król pruski kupił za 800 dukatów osiem rękopisów. Jako wdowa po cesarsko-królewskim kompozytorze dworskim otrzymała od cesarza Leopolda II rentę w wysokości 266,5 guldena rocznie (jeszcze w 1832 r. otrzymała dodatkowo roczną rentę od bawarskiego króla Ludwika), organizowała koncerty na cześć Mozarta oraz podnajmowała pokoje w swoim mieszkaniu. Jednym z lokatorów był (od 1797 r.) radca poselstwa duńskiego Mikołaj Nissen, autor biografii Mozarta. W 1800 r. Konstancja sprzedała wydawcy André wszystkie posiadane rękopisy za 16 000 guldenów. Po powtórным wyjściu za mąż za radcę stała się wzorową gospodynią i dewotką. W celu oczyszczenia swojego wizerunku Konstancja zniszczyła kompromitujące ją i jej matkę listy Leopolda i Wolfganga oraz niewygodny dla siebie fragment nekrologu, którego cały nakład wykupiła. Za namową Nissena w 1808 r., czyli dopiero siedemnaście lat po śmierci Mozarta, odwiedziła cmentarz Sankt Marx z zamiarem odszukania jego grobu. Po dziesięciu latach (1810–1820) pobytu w Kopenhadze Konstancja z drugim mężem zamieszkała w Salzburgu, gdzie Nissen kompletował materiały biograficzne Mozarta. Po śmierci Nissena zadbała o godny pochówek w rodzinnym grobie Mozartów, zastępując nagrobek Leopolda Mozarta nagrobkiem Nissena, co świadczyło o braku miłości i szacunku dla Wolfganga i jego ojca. Dwa lata później, tj. w 1828 r. Konstancja opublikowała biografię Mozarta napisaną przez Nissena. W ostatnich latach życia,

wolna od doczesnych trosk, często przebywała – analogicznie jak przed laty w Baden – w pobliskim uzdrowisku Bad Gastein. Zmarła 6 marca 1842 r., czyli ponad pięćdziesiąt lat po Mozarcie.

Z powyższych rozważań wynika, że mówienie o biednym (i szczęśliwym) Mozarcie jest więc zwyczajną mistyfikacją.

Przykład Mozarta jest dobrą lekcją i pouczającą przestrogą dla ludzi żyjących współcześnie, że zawsze i wszędzie należy rozsądnie gospodarować pieniądzem, zarówno w sytuacji jego względnej obfitości, jak i pewnego niedoboru. Opanowanie sztuki oszczędzania jest jedną z najtrudniejszych, ale i najważniejszych umiejętności w życiu człowieka. Oszczędność jest cechą przynależną gatunkowi *homo sapiens*, chociaż nie wszyscy ludzie w jednakowym stopniu wykorzystują rozum w swej działalności. Oszczędzanie – jak uczy teoria ekonomii – jest niczym innym, jak tylko powstrzymaniem się od bieżącej konsumpcji na rzecz przyszłej większej. Oznacza to konieczność ponoszenia ofiar polegających na rezygnacji z pełniejszego używania bieżącego dóbr na rzecz bezpieczniejszej przyszłości. Przeciwnie jest z życiem na kredyt, który zmniejsza konsumpcję w przyszłości. **Oszczędności dają poczucie bezpieczeństwa, natomiast długi zwiększają poczucie niepewności i lęku. Społeczeństwa i jednostki chcące osiągnąć zamożność muszą zabiegać nie tylko o zaspokojenie potrzeb teraźniejszych, ale również potrzeb przyszłych.** Dzięki oszczędnościom możliwe było zgromadzenie obecnego majątku, w tym czynników wytwórczych, które pozwalają wielokrotnie produkcję oraz majątek ludzi. Każdy majątek stanowi więc zaoszczędzony dochód. Dlatego też **oszczędności obok pracy uważane są przez teoretyków ekonomii za podstawę dobrobytu materialnego.**

Należy jednak pamiętać, że zapobiegliwość – rozpatrywana z punktu widzenia mikroekonomicznego – jest uznawana za niewątpliwą cnotę, natomiast nadmierne oszczędności, jak wykazali Bernard Mandeville (1670–1733), Thomas Robert Malthus (1766–1834), John Maynard Keynes (1883–1946) oraz Michał Kalecki (1899–1970), mogą przerodzić się – z punktu widzenia makroekonomicznego – w zbiorowy grzech, zbyt duże oszczędności ograniczają bowiem produkcję i hamują rozwój całej gospodarki.

CZĘŚĆ I

GOSPODARSTWA DOMOWE

A

OSZCZĘDZANIE I INWESTOWANIE

GRAŻYNA RYTELEWSKA

OSZCZĘDNOŚCI GOSPODARSTW DOMOWYCH

I. WSTĘP

Konieczność mobilizowania oszczędności i wykorzystywania ich na cele wzrostu gospodarczego nabiera coraz większego znaczenia w strategii rozwojowej poszczególnych krajów. Pobudzenie oszczędności prywatnych i publicznych, redukcja deficytu budżetowego uznawane są za warunki wzrostu inwestycji i uzyskiwania trwałego wzrostu gospodarczego¹. Konieczność zwiększenia stopy oszczędności w wielu gospodarkach wynika ponadto ze zmian transferu kapitału netto w gospodarce światowej na przełomie lat 80-tych i 90-tych². Opracowanie zawiera podstawowy zarys problemów związanych z procesem oszczędzania gospodarstw domowych i alokacji wolnych funduszy nabywczych na rynkach finansowych.

2. GOSPODARSTWO DOMOWE JAKO PODMIOT GOSPODARUJĄCY

Współczesne systemy ekonomiczne mają charakter zmonetyzowany (pieniężny), co oznacza, że podmioty sfery realnej (w tym gospodarstwa domowe) prowadzą gospodarkę pieniężno-finansową, tzn. gromadzą i wydają środki pieniężne oraz lokują ich nadwyżki i zaciągają

¹ M. Camdessus, *Momentous changes in the Global Economy Raise Difficult Transitional Problems*, IMF Survey, March 16, 1992.

² *World Economic Survey 1992*, United Nations, New York 1992; G. Rytelewska, A. Szablewski, *Oszczędności w gospodarce rynkowej*, Bank i Kredyt 1993, nr 4.

pożyczki lub w inny sposób gromadzą niezbędne im fundusze. Natomiast podmioty sfery regulacyjnej (np. banki) świadczą usługi pozwalające na krążenie siły nabywczej, uczestnicząc w mechanizmie współtworzenia i przepływu strumieni pieniężnych w gospodarce.

W dużym uproszczeniu można stwierdzić, że podstawową funkcją gospodarstw domowych jest odtwarzanie zasobów siły roboczej, funkcją przedsiębiorstw jest zaś dostarczanie dóbr i usług do konsumpcji. Odtwarzanie zasobów siły roboczej polega na dokonywaniu w tym celu konsumpcji. Istotą gospodarstwa domowego, jako podstawowej jednostki gospodarującej, jest zaspokojenie wspólnych i osobistych potrzeb członków gospodarstwa domowego. Poziom zaspokojenia potrzeb jest determinowany wysokością przychodów, posiadanym majątkiem (pieniężnym i rzeczowym), możliwościami wykorzystania pracy członków gospodarstwa domowego.

Jednym z istotnych problemów, przed którymi stoją gospodarstwa domowe, jest dokonanie wyboru między zaspokojeniem potrzeb bieżących i przyszłych. Potrzeby gospodarstw domowych są nieograniczone. Ograniczone natomiast są środki niezbędne do ich zaspokojenia. Wybory, których dokonują gospodarstwa domowe, uwzględniają specyfikę przedmiotu wyboru, ograniczenia budżetowe oraz preferencje i gusty. Przedmiotem wyboru są dobra i usługi konsumpcyjne. W celu dokonania zakupów wybranych towarów konsumpcyjnych gospodarstwo domowe musi dysponować określonymi funduszami nabywczymi, które stanowią dla gospodarstwa domowego ograniczenia budżetowe wyboru.

Ograniczenia budżetowe wyznaczają zestaw kombinacji dóbr konsumpcyjnych, na które stać konsumenta przy danym dochodzie i cenach³. Zgodnie z preferencjami dobra i usługi nabywane przez gospodarstwa domowe różnią się między sobą wartościami użytkowymi, jedne możemy przyjąć, zgodnie z teorią wyboru, jako obojętne, inne charakteryzują się różnym stopniem komplementarności i substytucji.

Ograniczenia budżetowe powodują, że gospodarstwa domowe, dążąc do maksymalizowania użyteczności bieżącej konsumpcji, dokonują alokacji konsumpcji w czasie, a więc oszczędzają oraz korzystają z zewnętrznych źródeł finansowania swoich wydatków (pożyczki, kredyty). Tak więc istotny dla gospodarstwa domowego staje się rozwinięty rynek finansowy umożliwiający im realizację konsumpcji bieżącej oraz alokację środków, gwarantującą utrzymanie przyszłej konsumpcji na pożądanym poziomie.

Istnieje wiele teorii dążących do wyjaśnienia procesów oszczędzania. Najstarsza z nich wskazuje na dochód jako podstawowy czynnik

³ H. M. Varian, *Mikroekonomia*, PWN, Warszawa 1995, s. 37.

generujący oszczędności (Keynes)⁴. Zgodnie z tą teorią, po osiągnięciu pewnego poziomu dochodów potrzeby konsumpcyjne są zaspokojone i każdy dalszy wzrost dochodów realnych prowadzi do szybszego wzrostu oszczędności (wzrost krańcowej stopy oszczędności). Badania empiryczne w pewnym stopniu zakwestionowały prawdziwość tej teorii, okazuje się, że krańcowa skłonność do konsumpcji jest wielkością stałą, a więc przeciętna stopa oszczędzania rośnie w miarę wzrostu dochodów.

Badając zależności między wzrostem dochodu a konsumpcją J. S. Duesenberry znalazł dowód na potwierdzenie stawianej tezy dochodu względnego. Wykazał, że jeżeli dochód danej osoby wzrasta relatywnie w stosunku do przeciętnego dochodu w jej środowisku, to presja w kierunku zwiększania wydatków na konsumpcję maleje. Pozwala to zwiększyć oszczędności, które jednostka traktuje jako środek umożliwiający zwiększenie wydatków konsumpcyjnych w przyszłości i dalsze „demonstrowanie” poziomu spożycia. Oznacza to, konkluduje Duesenberry, że skłonność do oszczędzania jest rosnącą funkcją pozycji, jaką zajmuje dane gospodarstwo domowe w tabeli podziału dochodów w stosunku do innych gospodarstw⁵. Dzięki tej hipotezie chciano wyjaśnić (obserwowaną w wielu krajach) stałość stopy oszczędności w długich okresach. Zmiany w konsumpcji w krótkich okresach uznano za efekt zaobserwowanego zjawiska, które określono jako nieodwracalność konsumpcji.

W teorii cyklu życia⁶ i permanentnego dochodu⁷ zakłada się, że głównym motywem oszczędzania jest chęć wyrównywania konsumpcji w ciągu całego życia. Przy czym w teorii cyklu życia gospodarstwa domowe uwzględniają dochód życiowy, a więc decyzje o oszczędzaniu zależą od rozbieżności w poziomie dochodu życiowego w stosunku do dochodu bieżącego, powiększonego o posiadane zasoby i spodziewane stopy przychodu z kapitału. Gromadzenie oszczędności zależy od wieku jednostki. W teorii dochodu permanentnego oszczędności zależą od różnicy między dochodem bieżącym a permanentnym (życiowym). Dochód wyższy od permanentnego, traktowany jako dochód przejściowy, zostanie zaoszczędzony.

Unowocześnieniem teorii oszczędności uwzględniających majątek (bogactwo) jest teoria traktująca oszczędności jako rezerwę, zabezpie-

⁴ J. M. Keynes, *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, PWN, Warszawa 1985, s. 122.

⁵ Za M. Oleś, M. Sumliński, *Oszczędność a rozmiary i struktura majątku gospodarstw domowych*, Instytut Finansów, Warszawa 1987, s. 129 i n.

⁶ F. Modigliani, R. Brumberg, *Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-Section Data*, [w:] *Post-Keynesian Economics*, K. Kurihara ed., Rutgers University Press, New Brunswick 1954.

⁷ M. Friedman, *A Theory of the Consumption Function*, Princeton University Press, Princeton 1957, s. 93.

czającą przed szokami dochodowymi⁸ bądź niepewnością (co do przyszłych dochodów, wydatków na opiekę medyczną i długości życia)⁹. Poziom tej rezerwy jest stale monitorowany, a zwiększenie oszczędności wynika z obniżenia relacji majątku traktowanego jako rezerwa do dochodu permanentnego – jeśli majątek rośnie szybciej, gospodarstwa domowe zwiększają konsumpcję kosztem oszczędzania. To zjawisko określane jest jako niecierpliwość w wyznaczaniu poziomu konsumpcji i oszczędzania. Miarą niecierpliwości jest stopa preferencji czasu, gdy jest niższa od realnej stopy procentowej konsumpcja jest odroczone. O zmianach w oszczędnościach będą więc decydowały również zmiany w poziomie majątku traktowanego jako rezerwa na nieprzewidziane wydatki.

Dokonując tego skrótowego przeglądu kierunków badań procesów oszczędzania warto przytoczyć wyniki dotyczące oszczędności w teoriach wzrostu gospodarczego. Na podstawie danych przekrojowych dla lat 1950–1988 zaobserwowano następujące prawidłowości¹⁰:

- w poszczególnych krajach przyspieszenie wzrostu dochodu wyprzedzało wzrost stóp oszczędzania,
- oszczędności były pozytywnie skorelowane ze wzrostem dochodów gospodarstw domowych.

W Polsce, biorąc pod uwagę poziom uzyskiwanych dochodów, stopa oszczędzania jest relatywnie wysoka w porównaniu z innymi państwami (patrz tabela 1).

Tabela 1. Stopa oszczędzania w relacji do dochodów do dyspozycji (w %) w wybranych państwach OECD w latach 1995–2002

| WYSZCZEGÓLNIENIE | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 ^a |
|-------------------|------|------|------|------|------|------|------|-------------------|
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 |
| Stany Zjednoczone | 5,6 | 4,8 | 4,2 | 4,7 | 2,6 | 2,8 | 2,3 | 3,7 |
| Japonia | 11,9 | 10,9 | 10,2 | 11,6 | 10,6 | 10,3 | 10,7 | 9,9 |
| Niemcy | 11,2 | 10,8 | 10,4 | 10,3 | 9,8 | 9,8 | 10,1 | 10,4 |
| Francja | 11,2 | 10,0 | 11,3 | 10,8 | 10,4 | 10,8 | 11,4 | 11,9 |
| Włochy | 20,0 | 21,2 | 18,1 | 15,0 | 13,9 | 12,3 | 13,2 | 15,8 |
| Wielka Brytania | 10,0 | 9,1 | 9,5 | 6,0 | 5,1 | 4,2 | 6,1 | 5,1 |
| Kanada | 9,2 | 7,0 | 4,9 | 4,9 | 4,1 | 4,8 | 4,6 | 5,3 |
| Australia | 4,5 | 5,5 | 3,7 | 2,3 | 2,1 | 4,0 | 3,5 | 2,5 |

⁸ A. Deaton, *Understanding Consumption*, Clarendon, Oxford 1992.

⁹ G. R. Hubbard, J. Skinner, S. P. Zeldes, *Expanding the Life-cycle Model: Precautionary Saving and Public Policy*, *American Economic Review* 1994, vol. 84, No. 2, s. 174–179.

¹⁰ Ch. D. Carroll, D. N. Weil, *Saving and Growth. A Reinterpretation*, National Bureau of Economic Research Working Paper Series 1993, No. 4470.

Ciąg dalszy tabeli 1.

| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 |
|------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Austria | 11,5 | 9,6 | 7,1 | 8,0 | 7,7 | 6,7 | 5,5 | 6,2 |
| Belgia | 18,8 | 17,0 | 15,7 | 14,5 | 14,1 | 13,4 | 13,0 | 14,5 |
| Czechy | 15,7 | 16,6 | 15,5 | 14,7 | 14,5 | 9,2 | 8,7 | 11,6 |
| Dania | 6,9 | 5,6 | 3,6 | 5,0 | 1,7 | 4,0 | 5,3 | 4,8 |
| Finlandia | 6,0 | 2,0 | 4,4 | 3,1 | 3,8 | 0,3 | 2,4 | 2,8 |
| Korea Południowa | 18,0 | 16,9 | 16,5 | 23,1 | 17,5 | 11,8 | 10,0 | 9,5 |
| Holandia | 14,9 | 13,6 | 13,4 | 12,9 | 9,6 | 6,7 | 11,2 | 13,1 |
| Nowa Zelandia | 0,6 | 0,6 | -0,7 | -1,5 | -0,3 | -0,8 | 2,4 | 3,5 |
| Norwegia | 4,6 | 2,2 | 2,8 | 5,8 | 5,5 | 4,7 | 4,5 | 5,2 |
| Polska | 16,0 | 12,8 | 13,1 | 13,2 | 11,2 | 10,8 | 10,6 | 7,2 |
| Portugalia | 12,0 | 11,2 | 9,8 | 8,9 | 8,5 | 10,1 | 11,0 | 11,2 |
| Hiszpania | 14,4 | 14,2 | 13,4 | 12,2 | 10,8 | 10,0 | 10,3 | 10,6 |
| Szwecja | 8,6 | 7,1 | 4,5 | 3,2 | 3,4 | 2,3 | 4,9 | 8,0 |
| Szwajcaria | 9,4 | 8,7 | 10,1 | 8,6 | 8,9 | 8,3 | 8,7 | 8,9 |

^a Szacunki.

Źródło: opracowanie własne, dane NBP i OECD Economic Outlook nr 72, December 2002.

Tabela 2. Struktura oszczędności brutto gospodarstw domowych w Polsce w latach 1995–2002

| WYSZCZEGÓLNIENIE | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| | w % | | | | | | | |
| 1. Oszczędności brutto (poz. 2+3) | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |
| 2. Nakłady na środki trwałe i obrotowe | 35,54 | 41,47 | 35,08 | 42,46 | 49,64 | 61,01 | 57,89 | 81,08 |
| 3. Wierzytelności netto (poz. 4+5+6-7) | 64,46 | 58,53 | 64,92 | 57,54 | 50,36 | 38,99 | 42,11 | 18,92 |
| 4. Przyrost pieniądza gotówkowego | 20,54 | 11,38 | 8,26 | 5,65 | 15,89 | -7,34 | 7,19 | 10,26 |
| 5. Przyrost depozytów ogółem (poz. 5a.+5b.) | 46,37 | 67,57 | 57,55 | 62,50 | 43,49 | 59,23 | 42,95 | -19,78 |
| 5a. depozytów złotych | 49,75 | 64,94 | 46,54 | 64,07 | 31,35 | 54,62 | 34,65 | -16,20 |
| 5b. depozytów walutowych | -3,38 | 2,64 | 11,01 | -1,57 | 12,14 | 4,62 | 8,30 | -3,58 |
| 6. Inne lokaty | 4,00 | -3,05 | 13,92 | -0,12 | 16,64 | 8,52 | 4,40 | 48,63 |
| 7. Przyrost zadłużenia (-) | 6,44 | 17,37 | 14,81 | 10,48 | 25,67 | 21,43 | 12,43 | 20,19 |

Źródło: dane NBP, obliczenia własne.

Zgodnie z metodologią stosowaną w rachunkach narodowych, oszczędności sektora gospodarstw domowych w danym okresie obejmują aktywa finansowe, w tym pieniądź gotówkowy, oszczędności „netto” gospodarstw domowych w bankach, akcje, weksle itp. oraz aktywa nie-

finansowe: nakłady brutto na środki trwałe wraz z wartościami niematerialnymi i prawnymi, a także rzeczowe środki obrotowe. W ostatnich latach w Polsce obserwuje się wzrost udziału nakładów rzeczowych w oszczędnościach brutto gospodarstw domowych (tabela 2).

Oszczędności sektora gospodarstw domowych, traktowane jako zasoby, są formą gromadzenia majątku – stanowią one aktywa finansowe i rzeczowe gospodarstw domowych. Wąsko definiowane oznaczają zasób pieniężny ulokowany na rynku finansowym; szeroko definiowane obejmują wszelkie aktywa nie wykorzystywane w celu zaspokojenia bieżących potrzeb. W strumieniu przyrostu szeroko rozumianych oszczędności w dalszym ciągu utrzymuje się wysoki udział depozytów bankowych. Coraz większego znaczenia, analizując strukturę przyrostu oszczędności, nabierają inne aktywa finansowe, takie jak obligacje bądź akcje, lokaty w firmach ubezpieczeniowych, przy czym udział tych form oszczędności stanowi niewielki procent gromadzonych zasobów oszczędnościowych gospodarstw domowych.

3. INWESTYCJE GOSPODARSTW DOMOWYCH – MAJĄTEK RZECZOWY A FINANSOWY

Istnieją znaczne różnice poglądów na temat warunków i sposobów uzyskiwania poprawy sytuacji finansowej gospodarstw domowych oraz aktywizowania procesów oszczędnościowych. Różnice poglądów dotyczą zwłaszcza, z jednej strony, roli stymulowania oszczędności, a z drugiej, konieczności pobudzania efektywnego popytu konsumpcyjnego, postrzeganego jako szansa uruchomienia trwałych procesów rozwojowych.

Interesująco przedstawiają się zależności pomiędzy konsumpcją a oszczędnościami w poszczególnych fazach cyklu koniunkturalnego.

Tabela 3. Oszczędności i wydatki konsumentów w cyklu koniunkturalnym

| | DEPRESJA | OŻYWIENIE | ROZKWIAT | RECESJA |
|------------------------|-----------------------|---------------------|---------------------|---------------------------|
| Oszczędności | b. wysokie | obniżają się | b. niskie | zaczynają się odbudowywać |
| Zadłużenie konsumentów | b. niskie | zaczyna wzrastać | b. wysokie | zaczyna się zmniejszać |
| Wydatki konsumentów | b. niskie | zaczynają wzrastać | b. wysokie | zaczynają się zmniejszać |
| Zaufanie konsumentów | zaczyna się poprawiać | szybko zwiększa się | zaczyna się obniżyć | szybki, głęboki spadek |

W gospodarce polskiej, przeżywającej poważne zmiany strukturalne i instytucjonalne, budowa systemu oszczędzania jest problemem wielowymiarowym, wynikającym z tworzenia warunków dla efektywnego funkcjonowania mechanizmów właściwych gospodarce rynkowej.

Oszczędności, jako kategoria ekonomiczna, stanowią po pierwsze, podstawowe źródło akumulacji kapitału w każdej gospodarce: niska krańcowa skłonność do oszczędzania jest hamulcem tworzenia kapitału i jego wykorzystania w procesie wzrostu gospodarczego. Po drugie, wzrost oszczędności stanowi warunek poprawy relacji kapitał – praca, a tym samym wzrostu wydajności pracy. Po trzecie, wzrost oszczędności krajowych zwiększa suwerenność ekonomiczną wykorzystując krajowy kapitał w gospodarce. Po czwarte wreszcie, wzrost oszczędności tworzy warunki do utrzymania międzypokoleniowej sprawiedliwości, zapewniając w przyszłości wyższy poziom konsumpcji na każdym etapie życia.

Przyjmuje się, że potrzeby odnoszące się do usług finansowych, tak jak inne potrzeby ludzkie tworzą pewną hierarchię, u podstaw której znajdują się potrzeby podstawowe, na szczycie zaś potrzeby wyższego rzędu. W przypadku usług finansowych wraz z upływem czasu rozszerza się zakres zainteresowania konsumentów od produktów o wysokiej płynności i niskim poziomie ryzyka do produktów o niskiej płynności, wymagających poważnych zasobów pieniężnych. Jednocześnie, równoległe do stopnia złożoności nabywanych produktów finansowych, rośnie poziom dojrzałości inwestycyjnej klienta banku. Zgodnie z tą koncepcją umiejętność korzystania z produktów bazowych (takich jak rachunki oszczędnościowo-rozliczeniowe, rachunki depozytowe, pożyczki) jest niezbędna, zanim sięgnie się po produkty bardziej skomplikowane, obciążone wyższym ryzykiem, wymagające długookresowego zaangażowania znacznych środków finansowych. Zatem generalna zasada obowiązująca w sferze potrzeb związanych z usługami finansowymi jest analogiczna do prawidłowości funkcjonującej w całym systemie potrzeb człowieka i mówi, że zaspokojenie potrzeb podstawowych warunkuje pojawienie się i dążenie do zaspokojenia potrzeb wyższego rzędu. Trudno wyobrazić sobie, żeby aktualnie, w sytuacji gospodarki towarowo-pieniężnej jakieś gospodarstwo domowe mogło realizować swoje funkcje bez udziału w rynku finansowym, choćby tylko na poziomie korzystania z gotówkowej formy pieniądza jako środka płatniczego. Dlatego potrzeby związane z dostępem do gotówki można uznać za potrzeby pierwszoplanowe o stopniu pilności porównywalnym do pilności potrzeb egzystencjalnych. Wprawdzie posiadanie pieniądza w jakiegokolwiek formie nie jest celem ostatecznym, ale we współczesnej cywilizacji warunkuje osiągnięcie nawet najbardziej niezbędnych środków do życia.

Zgodnie ze stwierdzeniem, że nie ma aktywności ludzkiej, źródłem której nie byłaby potrzeba, wykazano, że to konkretne potrzeby skła-

niąją gospodarstwa domowe do korzystania z oferty instytucji finansowych. Wobec tego rozwój potrzeb gospodarstw domowych odnoszących się do usług finansowych jest głównym czynnikiem determinującym zwiększenie udziału gospodarstw domowych w korzystaniu z usług oferowanych na rynku finansowym.

Wysoki udział w strukturze majątku dóbr rzeczowych wynikający z bezpośredniego inwestowania w majątek trwałe gospodarstwa domowego wpływa korzystnie na rozwój gospodarki, gdyż stymuluje produkcję dóbr konsumpcyjnych¹¹. Wpływa także pobudzająco na popyt inwestycyjny. Wybór tej formy lokowania wolnych środków pieniężnych przez gospodarstwa domowe wynika z przesłanek:

- ekonomicznych – oczekiwanie przez nie wyższych korzyści z tytułu posiadania danego dobra obecnie niż w przyszłości (np. w wyniku oczekiwań inflacyjnych),
- psychologicznych, tzw. efektu pokazowego, znajdującego wyraz w możliwości zademonstrowania pozycji majątkowej.

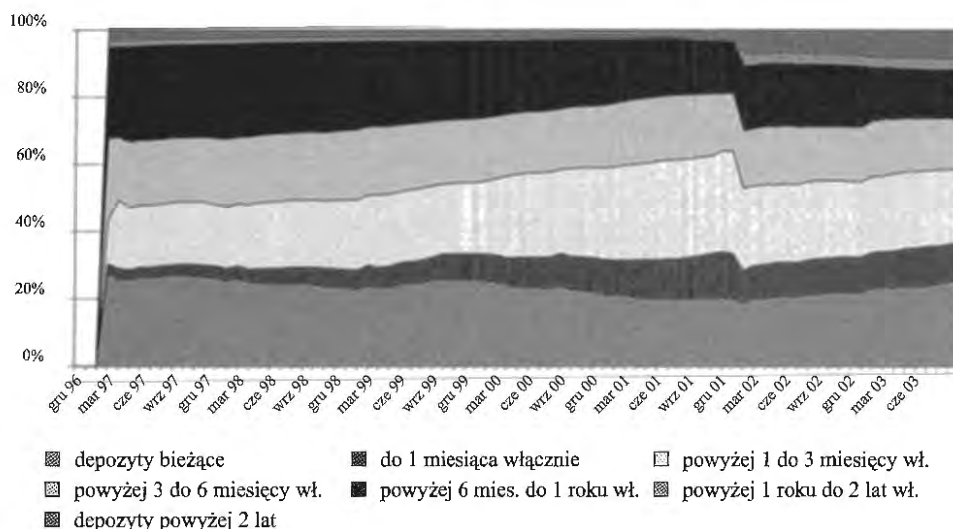
Skłonność do oszczędzania, wybór formy oszczędzania poza czynnikami ekonomicznymi wynika również z tradycji oraz kultury finansowej, wyrażającej się w umiejętności funkcjonowania na rynku finansowym. Najpowszechniej gospodarstwa domowe w Polsce korzystają z usług bankowych. Bank, jako instytucja zaufania publicznego, z zasady (gwarantowane depozyty) jest pewniejszym depozytariuszem niż pozostali uczestnicy rynku finansowego, co potwierdza analiza dotychczasowych tendencji w zakresie wzrostu i struktury depozytów sektora gospodarstw domowych. Istotna jest również sama struktura funkcjonowania rynku finansowego, rynek bankowy nadal jest dominującym w Polsce, podobnie jak w Niemczech i Japonii. Stąd w strukturze oszczędności gospodarstw domowych w tych krajach dominują depozyty bankowe. Natomiast w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii, gdzie udział rynku kapitałowego w rynku finansowym jest znacznie wyższy, oszczędności gospodarstw domowych są gromadzone w instrumentach rynku kapitałowego, głównie w funduszach emerytalnych.

Obserwowane w Polsce zmiany w bankowym rynku depozytowym (wykresy poniżej), wskazują na obniżenie się tempa wzrostu, a nawet spadku depozytów sektora gospodarstw domowych. Zmiany w strukturze depozytów polegały głównie na:

¹¹ „Wydatki na dobra konsumpcyjne (głównie samochody, sprzęt komputerowy i inne dobra trwałego użytku) są nadal – ze względu i na rozmiary, i na zmienność – aktywnym czynnikiem rozwoju. Jednocześnie 'konserwatyzm' konsumentów – wyrażający się w dążeniu do utrzymania w czasie recesji poziomu konsumpcji, do której przywykli w okresach prosperity – jest czynnikiem stabilizującym koniunkturę gospodarczą” – zob. E. Domańska, *Wokół interwencji państwa w gospodarkę*, Warszawa 1992, s. 109.

- dynamicznym wzroście depozytów zdeponowanych na okres powyżej roku,
- spadku depozytów krótko- i średnioterminowych.

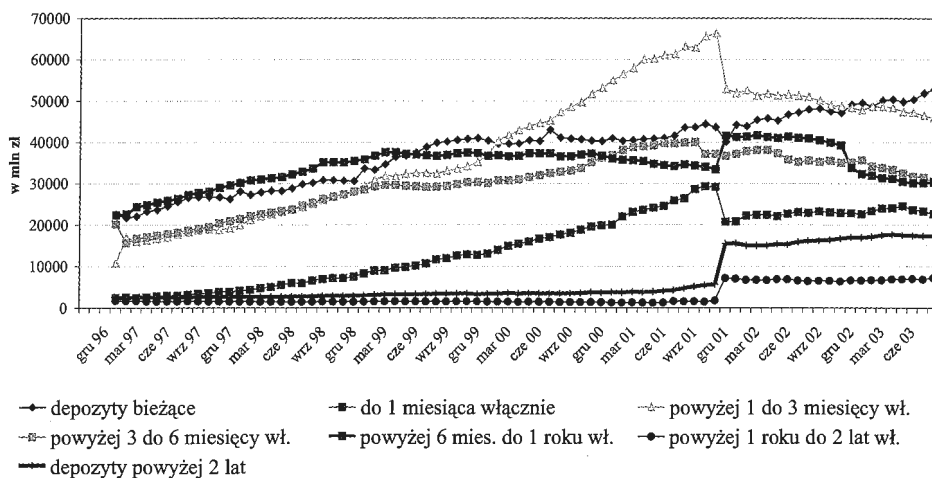
Zmiany te wynikały z wprowadzenia od 2002 roku opodatkowania dochodów kapitałowych gospodarstw domowych, w tym dochodów uzyskanych z tytułu odsetek bankowych zryczałtowanym podatkiem. Banki zareagowały na zmiany wprowadzając korzystne lokaty długoterminowe umożliwiające uniknięcie opodatkowania. Opodatkowanie dochodów kapitałowych może wpłynąć z jednej strony na skłonność do oszczędzania, z drugiej, na formy gromadzenia oszczędności. Opodatkowanie dochodów kapitałowych może spowodować zmiany w strukturze gromadzonych oszczędności sektora prywatnego. Analizując skłonność do oszczędzania gospodarstw domowych i przedsiębiorstw nie można pominąć zależności Modiglianiego-Millera, z której wynika, że oszczędności tych podmiotów sfery realnej należy analizować łącznie. Jeśli opodatkowanie dochodów z lokat bankowych gospodarstw domowych będzie wyższe niż z dywidendy, może wystąpić sytuacja, w której przedsiębiorstwa będą oszczędzały w imieniu swoich właścicieli.



Wykres 1. Struktura depozytów gospodarstw domowych

Dalsze obserwowane w ostatnich latach tendencje na rynku depozytowym mają charakter zmian strukturalnych i wynikają ze wzrostu udziału gospodarstw domowych w poszczególnych segmentach rynku depozytowego. Na przykład na rynku depozytowym złotowym zwiększa się udział gospodarstw domowych. Na koniec 1995 r. udział gospodarstw

domowych w rynku depozytowym (depozyty złotowe) wynosił około 60% i wzrósł na koniec 2002 r. do 70%, a w konsekwencji spadł udział przedsiębiorstw w tym rynku. Wynika to niewątpliwie z faktu, że dla gospodarstw domowych lokaty w złotych w bankach są dominującą formą gromadzenia oszczędności.



Wykres 2. Dynamika depozytów gospodarstw domowych w Polsce

4. KIERUNKI ZMIAN

W STRUKTURZE AKTYWÓW FINANSOWYCH GOSPODARSTW DOMOWYCH

Głębokie zmiany w strukturze wykorzystywania bieżących oszczędności ludności w Polsce w latach dziewięćdziesiątych przejawiały się możliwością pozabankowych form alokacji oszczędności, w tym szczególnie:

- istotnego wzrostu udziału oszczędności gospodarstw domowych w finansowaniu prywatnej działalności gospodarczej (stanowiło to główne źródło kapitału w większości powstałych nowych, małych firm prywatnych w naszym kraju),
- nabywania przez indywidualnych inwestorów papierów wartościowych¹².

Z przyjętego modelu funkcjonowania rynku finansowego wynikają określone możliwości wyboru aktywów finansowych, które różnią się

¹² Zob. *Aktywność ekonomiczna ludności Polski*, Warszawa 1993.

dochodowością i poziomem ponoszonego ryzyka. Niezmiernie ograniczona jest dostępność danych dotyczących lokat na rynku finansowym, poza rynkiem bankowym, szczególnie brak możliwości oceny udziałów kapitałowych w spółkach pozagiełdowych. Na podstawie analizy rynku finansowego można przyjąć, że najbardziej konkurencyjne wobec lokat bankowych są obligacje skarbowe, ryzyko jest nawet mniejsze niż lokaty w banku, z uwagi na ograniczoną kwotę objętą systemem gwarancyjnym. Ma on jedną wadę, możliwości zakupu są ograniczone i w niektórych okresach popyt znacznie przekroczył podaż obligacji. Przyczyn niewielkiej konkurencyjności pozostałych form gromadzenia majątku należy upatrywać w wieku ludzi posiadających majątek. W Polsce rynek finansowy dopiero powstaje, specyfiką tego rynku jest, że przedmiotem obrotu są obietnice. Istotne jest zaufanie do pośredników rynku finansowego. Przyjmuje się, że gospodarstwa domowe z reguły charakteryzują się niską skłonnością do ryzyka. Budowanie stabilnego, bezpiecznego rynku finansowego będzie niewątpliwie trwało jeszcze kilka lat. Przebudowa rynku finansowego, jak wskazują doświadczenia rozwiniętych gospodarek rynkowych, odbywa się bardzo powoli. Dokonywanie wyboru form lokowania wolnych środków pieniężnych przez sektor gospodarstw domowych wynika z:

- oczekiwania określonej dochodowości,
- zachowania pożądanej płynności,
- minimalizowania kosztów zamiany instrumentu finansowego na płynny pieniądz.

Coraz istotniejszym czynnikiem aktywizacji oszczędności i walki konkurencyjnej o fundusze nabywcze gospodarstw domowych jest segment rynku finansowego reprezentujący zwolenników ekorozwoju. Proekologiczne postawy społeczne są efektem świadomości konieczności ochrony środowiska naturalnego zarówno przez producentów, jak i konsumentów. Wysoki poziom wiedzy w zakresie ekologii prowadzi do zaniechania kupna i konsumpcji produktów szkodliwych dla środowiska. Wobec powszechnej złej opinii o roli rynków finansowych w degradowaniu środowiska, ważnym atutem konkurencyjnym dla poszczególnych instytucji finansowych staje się wykorzystanie w działalności depozytowej i kredytowej narzędzi sprzyjających ekorozwojowi.

Dążenie do osiągnięcia trwałego i zrównoważonego rozwoju (ekorozwój) staje się w rozwiniętych gospodarkach rynkowych podstawą funkcjonowania w poszczególnych państwach. Jednocześnie szczególnej krytyce poddawane są kierunki alokacji funduszy nadwyżkowych zgromadzonych w instytucjach finansowych, gdzie podstawowym kryterium pozostaje nadal poziom generowanego zysku, przy jednoczesnej niechęci do podejmowania nowych rodzajów ryzyka, między innymi ryzyka ekologicznego. Coraz powszechniej wskazuje się na niewłaściwe wykorzy-

stywanie zgromadzonych oszczędności. Oszczędzanie jako warunek zrównoważonego wzrostu gospodarczego interesuje ekonomistów z wielu powodów, ale głównie jako proces prowadzący do powstania majątku i tworzenia kapitału. Proces oszczędzania (traktowany zasobowo i strumieniowo) łączy w sobie przeszłość (nagromadzony majątek) z terażniejszością (oszczędności z dochodu) i przyszłością (odłożona konsumpcja).

Oszczędności prowadzą zawsze do przyrostu majątku, przyrost netto majątku odpowiada wielkości oszczędności brutto – po odjęciu amortyzacji przeznaczanej na odtworzenie zużytego majątku. W skali makroekonomicznej oszczędności netto stanowią około połowy oszczędności brutto. Interesującą nową kategorią oszczędności, istotną dla ekorozwoju jest przyjęta przez Bank Światowy nowa definicja oszczędności tzw. czystych. W tej nowej kategorii oszczędności proponuje się uwzględnienie przyrostu kapitału ludzkiego oraz zmniejszenie majątku z tytułu zużycia nieodnawialnych zasobów naturalnych oraz zanieczyszczenia środowiska. Tak zdefiniowane czyste oszczędności (ang. *genuine saving*) zostały po raz pierwszy obliczone przez Bank Światowy w roku 1999 dla danych za 1997 r.

Należy się liczyć z faktem, że lokaty na rynkach finansowych będą podlegały ocenie gospodarstw domowych z punktu widzenia wykorzystywania powierzonych funduszy, zgodnie z preferencjami oszczędzających.

Inwestycje w papiery wartościowe, mimo że wynikają z przesłanek wyboru lokaty mniej płynnej od lokat bankowych i gwarantującej zwykle uzyskanie wyższych korzyści z otrzymanych odsetek i dywidend niż w przypadku lokat bankowych, będą również podlegały weryfikacji. Gospodarstwa domowe w Polsce wykazały wysoką umiejętność w ocenie dochodowości obligacji skarbowych. I tak w roku 2001, w sierpniu, po obniżeniu oprocentowania lokat terminowych, wzrosła dochodowość obligacji skarbowych i gospodarstwa domowe kupiły dwa razy więcej obligacji niż w lipcu, a podobna sytuacja wystąpiła w listopadzie 2001 roku. Wzrost zakupów obligacji był ponaddwukrotnie wyższy w stosunku do października. Ten ostatni wzrost zakupu wynikał z chęci uniknięcia płacenia podatku od dochodów kapitałowych. Podobnie reagowały gospodarstwa domowe na wzrost dochodowości bonów skarbowych. Pomimo to wydaje się, że największą konkurencyjnością będą charakteryzowały się obligacje, przy czym ich dochodowość będzie rosła w miarę spadku stopy procentowej. Cechuje je najbardziej stabilny wzrost, ich wpływ na rynek depozytowy nie będzie jednak silny, ponieważ podaż papierów skarbowych jest ściśle ograniczona. Pozostałe obligacje nie odgrywają istotnej roli, z uwagi na ich niewielki udział w rynku finansowym.

Doświadczenia rozwiniętych gospodarek rynkowych wskazują na dużą konkurencję rynku ubezpieczeniowego w pozyskiwaniu oszczędności. Okazuje się, że przejście od systemu repartycyjnego do kapitało-

wego systemu ubezpieczeń emerytalnych przyczynia się do podniesienia stopy oszczędności prywatnych i ogólnej stopy oszczędności w gospodarce. Wprowadzona reforma systemu emerytalnego i ubezpieczeń wpłynie na zmianę struktury gromadzonych oszczędności przez gospodarstwa domowe z uwagi na fakt, że środki gromadzone w ramach I i II filaru mają charakter przymusowy. Nie będą one stanowiły jednak zagrożenia dla lokat bankowych wchodzących w skład majątku gospodarstw domowych w perspektywie średniookresowej, z uwagi na:

- ujemne stopy zwrotu otwartych funduszy emerytalnych w I i II filarze,
- niewielkie zainteresowanie pracowniczymi programami emerytalnymi (III filar reformy), przy obecnej sytuacji na rynku pracy przedsiębiorstwa nie widzą potrzeby podnoszenia kosztów pracy,
- niską dochodowość funduszy ubezpieczeniowych, oferujących atrakcyjne z założenia polisy z funduszem inwestycyjnym.

Podobnie należy ocenić konkurencyjność lokat w otwarte fundusze inwestycyjne, które były znacznie mniej dochodowe niż lokaty w bankach.

Poza konkurencją w ramach różnych form oszczędzania istotna dla bankowego rynku depozytowego jest konkurencja o depozyty z innymi instytucjami finansowymi, które są uprawnione do gromadzenia depozytów.

Konkurencja parabanków (instytucji finansowych, które świadczą usługi zbliżone do bankowych) w niewielkim stopniu zagraża rozwojowi systemu depozytów bankowych. Wynika to z faktu, że są to instytucje, które działają w ściśle określonym, dość ograniczonym środowisku:

- pracy bądź grup zawodowych (pracownicze kasy zapomogowo-pożyczkowe, spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe),
- terytorialnym (komunalne kasy kredytowe),
- przedmiotowym, gromadzone są depozyty jako wkład budowlany (kasy mieszkaniowe, budowlane kasy oszczędności).

Wyższość banków nad tymi instytucjami wynika z faktu, że depozyty bankowe objęte są systemem gwarancyjnym, banki świadczą wiele usług komplementarnych w ramach prowadzonych rachunków, zgromadzony w banku majątek chroniony jest tajemnicą bankową. Klienci strategiczni na pewno nie będą zainteresowani w ujawnianiu stanu posiadania, a w małych społecznościach zawodowych i regionalnych jest to nie do uniknięcia.

Istnieje możliwość rozwoju instytucji rynku mikrofinansowego. Znaczna część gospodarstw domowych (konsumenci i mali przedsiębiorcy) nie uczestniczy w transakcjach na rynku bankowym. Te fakty świadczą, że system finansowy nie jest w pełni dostosowany do warunków, w jakich funkcjonują podmioty gospodarujące. Interesującym roz-

wiązaniem, szeroko stosowanym w krajach rozwijających się jest tworzenie rynku mikrofinansowego, którego atrakcyjność wskazuje, że może być szerzej wykorzystany w krajach będących w okresie transformacji systemowej, w tym w Polsce.

Współcześnie mikrofinanse rozumiane są jako ogół zjawisk pieniężnych powstających w związku z działalnością społeczną i gospodarczą człowieka (ubogiego) nie posiadającego zasobów gwarantujących zaspokojenie potrzeb, a także obejmują działalność związaną z zarządzaniem jego pieniędzmi. Makroekonomiczny wymiar mikrofinansów polega na tym, że za ich pomocą dokonuje się uelastycznienie rynku pracy. Związek zjawisk i procesów finansowych ze sferą realną gospodarki stanowi ekonomiczną treść mikrofinansów. Różnice między mikrofinansami i makrofinansami należy rozpatrywać przynajmniej w dwóch aspektach podmiotowym i przedmiotowym. Aspekt podmiotowy związany jest z podmiotami, które wchodzi w stosunki finansowe. W ramach mikrofinansów jedną ze stron jest zawsze podmiot sfery realnej gospodarki sklasyfikowanej jako sfera ubóstwa. Stąd można określić, że zgodnie z kryterium podmiotowym mikrofinanse są to finanse ubogiej części społeczeństwa. Aspekt przedmiotowy mikrofinansów dotyczy rodzaju transakcji, które ograniczone są głównie do transakcji wierzycielsko-dłużniczych, w ramach których zaciągane są limitowane kwotowo kredyty i pożyczki.

Rozwojowi mikrofinansów towarzyszył wzrost zainteresowania usługami depozytowymi. Dla oszczędzających najważniejsze jest bezpieczeństwo, wygoda, tajność, dostęp do kredytu oraz dobra obsługa, a także wysokość oprocentowania – dobra lokata – dobry zysk. W wielu krajach obsługa kont oszczędnościowych dla biednych jest mało rozwinięta lub wręcz zapomniana. Dzieje się to nie tylko na obszarach wiejskich, ale też w ośrodkach miejskich, w środowiskach charakteryzujących się niskimi zarobkami. Nie w pełni wykorzystuje się doświadczenia, że mikrofinansowe instytucje mogą być dochodowe i prowadzić swoją działalność przy umiarkowanych kosztach daleko bardziej efektywnie niż jakiegokolwiek inne instytucje o szerokim zakresie usług. Ogromna liczba nieformalnych instytucji tworzy długofalowe programy makrofinansowe, wykorzystując niszę rynkową i liczba ich wzrasta systematycznie. Powstaje pytanie, dlaczego, skoro działalność jest dochodowa i występuje duże zapotrzebowanie na usługi tego segmentu rynku finansowego, potrzeby nie są zaspokajane? Głównym powodem ogromnego niedostoso-owania się do wymogów rynku przez instytucje mikrofinansowe jest brak wiarygodnych informacji, która nie dociera do sektora finansowego oraz propagowania samej idei wśród potencjalnych klientów. W latach 90-tych informacje ekonomiczne dotyczące mikrofinansów były zbyt ogólnikowe, nie uwzględniały specyfiki klientów tego rynku.

STANISŁAW FLEJTERSKI

LOKOWANIE NADWYŻEK FINANSOWYCH
PRZEZ GOSPODARSTWA DOMOWE
- *HOMO OECOMICUS* CZY „RACJONALNOŚĆ SELEKTYWNA”?

*Człowiek, który pieniądze zarówno wydaje,
jak i oszczędza, jest najszczęśliwszym człowiekiem,
gdyż korzysta z obu przyjemności.*

(Samuel Johnson)

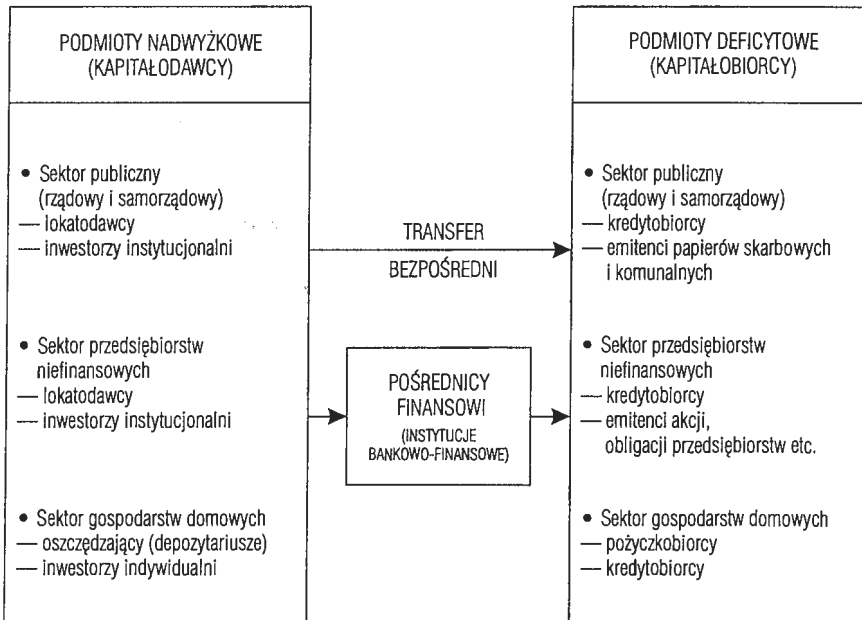
I. SFORMUŁOWANIE PROBLEMU

Fenomen „inwestowania” i „inwestycji” (zarówno rzeczowych, jak i finansowych), czy też – w innym ujęciu – „oszczędzania” i „oszczędności” należy bez wątpienia do fundamentalnych, zarówno na gruncie realnej gospodarki, jak i teorii ekonomii. Inwestowanie (i oszczędzanie) można rozpatrywać w wymiarze mega- (globalnym), w skali makro-, mezo-, mikro-, a nawet mikro-mikro. Problematyka inwestowania i oszczędzania bywa przedmiotem refleksji różnych dyscyplin naukowych, szczególnie ważna jest jednak z punktu widzenia ekonomicznego. Interesują się nią od dawna reprezentanci mikro- i makroekonomii, w pewnym stopniu mezoekonomii (autorzy analiz regionalnych oraz sektorowo-gałęziowo-branżowych), jak i przedstawiciele pozostałych dyscyplin ekonomicznych.

Wśród nich specjalną pozycję zajmują studia uprawiane na gruncie nauki finansów (nauki o finansach). Inwestowanie (i oszczędzanie) jest – w różnym stopniu i z różnych punktów widzenia – przedmiotem zainteresowań praktycznie wszystkich subdyscyplin wchodzących w skład

nauki finansów: finansów globalnych i międzynarodowych, finansów publicznych (z finansami samorządowymi, zarówno regionalnymi, jak i lokalnymi włącznie), finansów rynków, instytucji i instrumentów finansowych (finanse banków komercyjnych i inwestycyjnych, finanse towarzystw ubezpieczeniowych, funduszy emerytalnych i inwestycyjnych, tzw. inżynieria finansowa etc.), finansów przedsiębiorstw (zarówno korporacji, jak i małych i średnich przedsiębiorstw), ponadto – *last but not least* – finansów gospodarstw domowych. Do tej listy dodać można też takie specjalne nurty szeroko rozumianych finansów, jak e-finanse, ekofinanse, finanse gospodarki nieoficjalnej, ponadto – z innego punktu widzenia – finanse behawioralne¹ oraz finanse intertemporalne. Problematyka inwestowania i oszczędności znajduje się też w centrum uwagi szeroko rozumianej bankowości, z jej różnymi formami, przykładowo bankowości centralnej, komercyjnej, spółdzielczej, uniwersalnej, specjalistycznej, korporacyjnej, hipotecznej, komunalnej, ekologicznej, elektronicznej, w tym internetowej, samochodowej, detalicznej, *private banking* etc.

Schemat. Uproszczony model transferu środków na rynkach finansowych



Źródło: opracowanie własne.

¹ Szerzej patrz np. T. Zaleśkiewicz, *Psychologia inwestora giełdowego. Wprowadzenie do behawioralnych finansów*, Gdańsk 2003, s. 14 i n. Przy okazji warto przytoczyć sławne stwierdzenie, „że giełda, w okresie krótko- i średnioterminowym, składa się w 90-ciu procentach z psychologii” (zob. A. Kostolany, *Psychologia giełdy*, Wrocław 1999, s. 17).

W centrum poniższych rozważań znajduje się kwestia lokowania nadwyżek finansowych przez gospodarstwa domowe (również jednoosobowe). Gospodarstwo domowe, uznawane nieprzypadkowo za najstarszy podmiot gospodarczy, jest elementem szeroko rozumianego sektora gospodarstw domowych. Sektor ten, generalnie rzecz biorąc, zaliczany jest do tzw. podmiotów nadwyżkowych na rynku finansowym (schemat). Podmioty te zajmują się inwestowaniem, czyli jedną z podstawowych działalności człowieka w sferze gospodarki. Przed około czterdziestu laty J. Hirschleifer trafnie zdefiniował inwestycję jako „bieżące wyrzeczenie dla przyszłych korzyści”, a także jako „wyrzeczenie się pewnego dla niepewnej korzyści”². Inwestowanie odbywa się więc w czasie, a przy tym związane jest z ponoszeniem ryzyka, przyszłe korzyści mogą bowiem wystąpić, ale nie muszą.

2. KONCEPCJA *HOMO OECOMICUS*

Wielopłaszczyznowy spór o realność i użyteczność dla teorii ekonomii koncepcji *homo oeconomicus* toczy się praktycznie od zarania rozwoju nowoczesnej myśli ekonomicznej. Swój wkład do tej koncepcji wnieśli m.in. Adam Smith, Hermann Heinrich Gossen, William Stanley Jevons (wg którego ostatecznym przedmiotem ekonomii jest rachunek przyjemności i przykrości) i Jeremy Bentham, autor stwierdzenia: „nawet o szaleńcu nie powiedziałbym, że nie przeprowadza żadnej kalkulacji: kalkuluje każdy człowiek, nawet ogarnięty namiętnością”.

Istota tego sporu zawiera się w pytaniu o metodologiczną rolę *homo oeconomicus* w ekonomii. *Homo oeconomicus* to jednostka poddająca ścisłej ekonomicznej kalkulacji wszystkie swoje działania. Człowiek ekonomiczny czyni wszystko pod kątem osiągnięcia maksimum korzyści, inaczej mówiąc wszystkie rodzaje jego zachowań zależą od aktów maksymalizacji funkcji użyteczności. Założenia *homo oeconomicus* sprwadzić można do maksymalizującego charakteru zachowań ludzkich, występowania równowagi rynkowej, stałości preferencji. Bezwzględne posługiwanie się kombinacją tych założeń stanowi istotę podejścia ekonomicznego, mającego zastosowanie nie tylko do dóbr i potrzeb, ale do wszystkich zachowań ludzkich.

Do objaśniania fenomenu oszczędności czy też, w innym ujęciu, lokowania nadwyżek finansowych przez gospodarstwo domowe zaadaptować można znane od lat w literaturze ekonomicznej tzw. krzywe obojętności (krzywe preferencji lub też kombinacje jednakowego zadowole-

² K. i T. Jajuga, *Inwestycje*, PWN, Warszawa 2000, s. 7.

nia – wykres). Wykorzystanie instrumentarium szkoły neoklasycznej nie jest tożsame z bezkrytycznym podzieleniem wszystkich jej założeń i hipotez. Wyrafinowana aparatura pojęciowa tej szkoły jest atrakcyjna w dociekaniach teoretycznych, natomiast mało przydatna w rzeczywistym procesie podejmowania decyzji. W naszym przypadku użycie krzywych obojętności jest tylko dość wygodnym zabiegiem służącym celom heurystycznym czy też – z innego punktu widzenia – dydaktycznym.

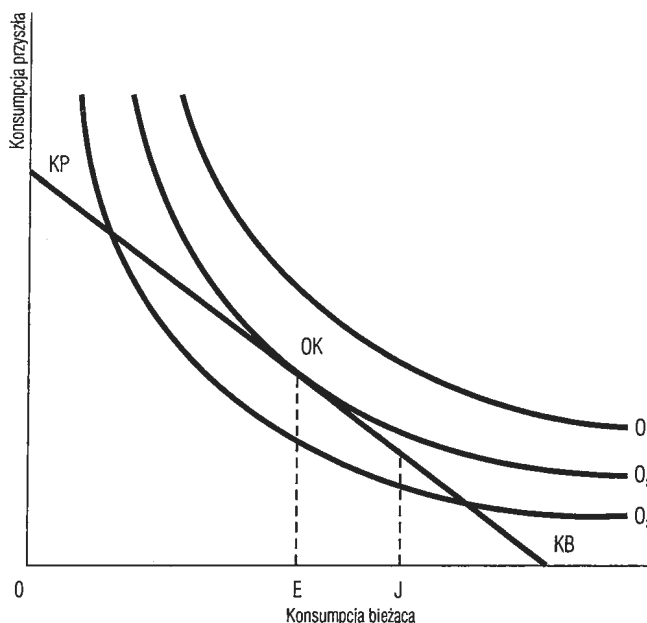
Podmiot gospodarczy, w tym wypadku gospodarstwo domowe funkcjonuje w warunkach ograniczonego zasobu informacji. Związany z tym znaczny stopień niepewności sprawia, że wybór ma w istocie charakter losowy, w skutek czego wątpliwe z punktu widzenia zgodności z realiami jest założenie o optymalizującym postępowaniu w gospodarce, jak i rozumowanie w kategoriach matematycznego maximum czy minimum. Kwestię tę akcentował m.in. J. Kornai, stwierdzając, że w rzeczywistości nie ma żadnych jednoznacznych, deterministycznych zasad wyboru, jednocześnie nie wszystkie możliwe alternatywne decyzje są rozpatrzone. Rzeczywista decyzja jest wybierana spośród decyzji alternatywnych, uznanych zarówno za wykonalne, jak i dopuszczalne³.

Gdyby świat był w pełni deterministyczny, a przy tym mało skomplikowany, wówczas człowiek (gospodarstwo domowe) mógłby rozporządzać pełną wiedzą o nim, m.in. o inwestowaniu czy też oszczędzaniu na rynkach finansowych. W rzeczywistości podmioty gospodarcze, w tym i gospodarstwa domowe podejmują decyzje na ogół w stanie niedoskonałej wiedzy. Teoretycznie, na podstawie ilości informacji, jaką dysponuje podejmujący decyzję, można wyróżnić pięć sytuacji decyzyjnych:

- podejmowanie decyzji w warunkach pewności (decydent dysponuje tu doskonałą wiedzą),
- podejmowanie decyzji w warunkach ryzyka (możliwe są różne stany otoczenia, ale decydent zna prawdopodobieństwo wystąpienia każdego z nich),
- podejmowanie decyzji w warunkach niepewności (decydentowi są znane wszystkie możliwe stany otoczenia, lecz nie są znane prawdopodobieństwa ich wystąpienia),
- podejmowanie decyzji w warunkach ignorancji (występujące najczęściej i najtrudniejsze do analizowania – decydent nie zna wszystkich możliwych stanów otoczenia oraz nie orientuje się w możliwościach własnego działania i/lub ich rezultatach przy danym stanie otoczenia),

³ J. Kornai, *Anti-Equilibrium. Teoria systemów gospodarczych. Kierunki badań*, Warszawa 1973, s. 144–153.

- podejmowanie decyzji w warunkach konfliktu (stan otoczenia jest tu wynikiem podjęcia decyzji przez jakiś inny podmiot, kierujący się dążeniem do osiągnięcia własnych celów)⁴.



Wykres. Optymalizacja struktury konsumpcji w czasie
gdzie:

- O_1, O_2, O_3 - krzywe obojętności (kombinacje jednakowej użyteczności całkowitej),
- KP-KB - linia możliwości rynkowych (ograniczenia wyboru: wysokość dochodu i stopy procentowej),
- OK - punkt równowagi (optimum) konsumpcji całkowitej gospodarstwa domowego,
- 0J - dochód bieżący gospodarstwa domowego,
- 0E - konsumpcja bieżąca,
- EJ - konsumpcja przyszła (oszczędności).

Źródło: opracowanie własne

3. RACJONALNOŚĆ SELEKTYWNA

Jednym z najbardziej reprezentatywnych przeciwników tradycyjnej koncepcji *homo oeconomicus* był Harvey Leibenstein, autor teorii racjo-

⁴ Szerzej patrz S. Forlicz, *Niedoskonała wiedza podmiotów rynkowych*, Warszawa 2001, s. 20 i dalsze. W tej kwestii zobacz również M. Kicia, *Psychologiczne aspekty podejmowania decyzji na rynku finansowym*, [w:] P. Kapuś, J. Węćławski (red.), *Rynek finansowy*, UMCS, Lublin 2002.

nalności selektywnej (teorii efektywności X)⁵. Zakwestionował on podstawowe założenie *homo oeconomicus* dotyczące maksymalizującego charakteru zachowań ludzkich. Interpretując racjonalność jako skłonność i zdolność do kalkulowania rozróżnił dwa jego stopnie: ścisłe (rygorystyczne) i luźne (przybliżone). W realnym świecie występować mogą oba przypadki. W sytuacjach, w których w grę wchodzi zachowania konsumentów oparte na luźnej kalkulacji, może się zawierać świadomy wybór. Takie „szaleństwa” nie są działaniami, które koniecznie należałoby uznać za nieracjonalne czy pozbawione wszelkiej użyteczności. W przekonaniu, że szaleństwa mogą być zabawne i przyjemne, dobrze mieści się przypuszczenie, że niektórym osobom dają one duży stopień zadowolenia i mogą przynosić dużą użyteczność. Z racjonalności wcale nie wynika konieczność nieustannego, ścisłego kalkulowania przy wszystkich zachowaniach związanych z podejmowaniem decyzji. Poza kręgami ekonomistów, księgowych i inżynierów ludzie zazwyczaj nie lubią kalkulować. Istnieją przy tym różne stopnie i poziomy kalkulacji, przy czym dla niektórych ludzi w pewnych okresach stopień kalkulacji nie jest szczególnie rygorystyczny.

U podstaw koncepcji racjonalności selektywnej H. Leibensteina, w przeciwieństwie do racjonalności kompletnej, znajduje się myśl, że jesteśmy w stanie znaleźć takie wymiary mieszczące się w interpretacji pojęcia racjonalności, w ramach których możemy wybierać taki lub inny stopień racjonalności. Jednym z takich wymiarów jest ścisłość lub luźność kalkulowania. Centralnym założeniem jest tu myśl, że ludzie zachowują się tak, jak im się podoba, albo tak, jak uważają, że muszą postępować, albo też wybierają jakieś kompromisowe rozwiązanie między tymi dwiema możliwościami. Zachowania nie maksymalizujące bynajmniej nie są irracjonalne. Zachowanie sensowne wymaga tylko racjonalności krańcowej, nie zaś racjonalności całkowitej w każdym momencie. Nie ma potrzeby zakładać, że ludzie muszą wysilać się maksymalnie w każdym wymiarze (kalkulowania, celowości, etc.) i w każdym momencie, aby w pełni wykorzystać każdą otwierającą się przed nimi możliwość. Postępowanie takie może być całkowicie sprzeczne z ich konstrukcją psychiczną.

Racjonalność (świadomość ograniczeń) – oprócz kalkulowania – ma też inne wymiary:

- *realizm w ocenie sytuacji* (oceny realistyczne, a na drugim biegunie tzw. *wishful thinking* – myślenie życzeniowe),
- *zachowania niezależne i zależne* (jednym ze sposobów podejmowania decyzji jest uzależnianie ich w jakiejś mierze od innych, co

⁵ H. Leibenstein, *Poza schematem homo oeconomicus*, Warszawa 1988, s. 121 i następn.

może polegać na naśladowaniu przykładu innych osób w analogicznych sytuacjach, na zasięgnięciu rady innych, którzy mogą nie dysponować bogatszą informacją niż my sami, wreszcie na postępowaniu w taki sposób, aby podobać się innym lub aby zyskać ich aprobatę),

- *oceny odruchowe i oceny nieodruchowe* (reakcja w obliczu możliwości wyboru może być całkowicie odruchowa lub może polegać na dokonywaniu ocen wyboru wyłącznie na podstawie chłodnego rozważania danych: doświadczenie uczy, że na ogół zachowania czysto odruchowe nie są racjonalne),
- *wrażliwość na skalę wielkości* (nie zawsze opłaca się zajmowanie się wielkościami małego rzędu: koszt przeprowadzenia kalkulacji czy zdobycia informacji może bowiem sprawiać, że reagowanie na bardzo małe wielkości okazuje się nie warte zachodu),
- *odroczenie w czasie* (racjonalność zachowania zależy częściowo od tego, jak reagujemy na czas: gdybyśmy przez cały czas byli rygorystycznie racjonalni, podejmowalibyśmy rygorystyczne, skrupulatne, wykalkulowane decyzje natychmiast po pojawieniu się problemu wyboru; w pewnych sytuacjach wraz z upływem czasu otrzymujemy większy zasób informacji i do pewnego momentu odroczenie decyzji może się opłacać, gdyż wtedy mamy możliwość wykorzystania tych dodatkowych informacji),
- *nieuczenie się i uczenie się z doświadczenia* (nieracjonalność oznaczałaby nieuczenie się z minionych doświadczeń, natomiast racjonalność uczenie się z nich możliwie jak najwięcej; inną kwestią jest czy uczymy się wyłącznie z pomyślnych doświadczeń, niepomysłne wymazując z pamięci, czy też uczymy się ze wszystkich doświadczeń),
- *stopnie świadomej irracjonalności wyboru* (istnieje możliwość, że czasami ludziom sprawia przyjemność dokonywanie wyboru irracjonalnego).

W tym miejscu należy odnotować, że praktycznie wszystkie wymienione przez H. Leibensteina spostrzeżenia odnieść można do analizowanego tu fenomenu lokowania nadwyżek finansowych przez gospodarstwa domowe, zarówno do klasycznego oszczędzania, jak i do inwestowania w szerokim tego słowa znaczeniu. Porzucenie założenia o rygorystycznie maksymalizujących zachowaniach i przyjęcie założenia o racjonalności selektywnej jest tu w pełni uprawnione. Bez specjalnych badań można stwierdzić, że wśród inwestorów spotkać można takich, którzy oceniają sytuację w sposób realistyczny, jak i takich, którzy opierają swoje oceny głównie na tzw. myśleniu życzeniowym, podejmujących decyzje na podstawie niezależnych ocen, jak i tych, którzy je uzależniają od innych, inwestorów podatnych na zachowania odruchowe,

jak i tych, którzy decyzje podejmują po starannym namyśle, inwestorów mniej lub bardziej wrażliwych na zmianę wielkości, inwestorów różnie reagujących na czas, w różnym stopniu uczących się na podstawie minionych doświadczeń, wreszcie mniej lub bardziej skłonnych do dokonywania od czasu do czasu irracjonalnych wyborów.

4. PODEJŚCIE BEHAVIORALNE

Zmiana charakteru zainteresowań teoretyków ekonomii nastąpiła pod koniec lat 60-tych. Do tego czasu teoria mikroekonomii zajmowała się głównie analizą doskonale konkurencyjnych modeli równowagi ogólnej opartych na założeniach maksymalizacji zysku przez firmę oraz maksymalizacji użyteczności przez konsumentów. Od tego czasu zarówno w ramach mikro-, jak i makroekonomii stworzono dużą liczbę modeli, których celem było włączenie do teorii mikroekonomii różnorodnych zachowań obserwowanych w rzeczywistości. Pierwszym krokiem w kierunku stworzenia makroekonomii behawioralnej było badanie asymetrii informacji. Istotny wkład do ekonomii behawioralnej wniósł J. M. Keynes w *Ogólnej teorii* (1936), który starał się objaśnić niesprawności rynku skłonnościami psychologicznymi lub nieracjonalnością. Był on prekursorem współczesnego podejścia finansów behawioralnych do rynków finansowych.

W ramach syntezy neoklasycznej, jak i makroekonomii nowoklasycznej, która stała się standardem w latach 70-tych, lekceważone było znaczenie takich czynników psychologicznych i socjologicznych, jak błędy poznawcze, wzajemna życzliwość, poczucie sprawiedliwości, tożsamość grupowa, iluzja pieniężna, konformizm, niechęć do ponoszenia strat, odwlekanie decyzji w czasie, zajmowana pozycja społeczna⁶. Makroekonomista behawioralny, uwzględniający bardziej realistyczne, osadzone w obserwacjach psychologicznych i socjologicznych założenia, jest w stanie stworzyć modele wyjaśniające w sposób spójny zjawiska ekonomiczne. Chodzi o takie podejście, zgodnie z którym budując modele przywiązuje się szczególną wagę do realizmu szczegółów mikroekonomicznych.

Tradycyjna teoria gospodarstwa domowego traktowała rodzinę jako podmiot maksymalizujący funkcję użyteczności, natomiast nowa ekonomia rodziny (*new home economics*) postrzega ją jako wieloosobową jednostkę produkcyjną, maksymalizującą funkcję produkcji, w przypadku

⁶ G. Akerlof, *Makroekonomia behawioralna a funkcjonowanie gospodarki*, Gospodarka Narodowa 2003, nr 10, s. 81 i n.

której nakładami są dobra rynkowe, a także czas, kwalifikacje i wiedza poszczególnych jej członków. Rezultatem jest nie tylko rozszerzenie pola zastosowania standardowych narzędzi mikroekonomii na problemy zwykle zaliczane do domeny socjologii, psychologii, antropologii społecznej, lecz również przebudowa tradycyjnego wyjaśnienia zachowania konsumenta⁷. Dzięki temu, według G. S. Beckera, gospodarstwo domowe zmieniło się w jeden z najbardziej ekscytujących i obiecujących obszarów badań ekonomicznych.

Różnice między nową ekonomią klasyczną a makroekonomią behawioralną przejawiają się również w interesującym nas obszarze oszczędności i oszczędzania⁸. Dla tej pierwszej zbyt duże lub zbyt małe oszczędności są rzeczą niemożliwą: ponieważ poziom oszczędności jest wynikiem maksymalizacji użyteczności przez osobę, musi on być zawsze optymalny. W przeciwieństwie do tego w makroekonomii behawioralnej stworzono narzędzia teoretyczne i empiryczne, umożliwiające zrozumienie niespójnych w czasie zachowań. Podstawową innowacją jest spostrzeżenie, że osoby mogą maksymalizować funkcje użyteczności różną od reprezentującej „rzeczywisty dobrobyt”. Aby wyjaśnić rzeczywiste zachowania w sferze oszczędności należy wziąć pod uwagę międzyokresowe stopy dyskontowe. W celu sformalizowania rozróżnienia między funkcją użyteczności opisującą rzeczywiste zachowania odnośnie do oszczędności a funkcją użyteczności mierzącą dobrobyt odpowiadający tym zachowaniom, może być użyta hiperboliczna funkcja dyskontująca. Funkcja ta – w przeciwieństwie do stałych stóp dyskontowych przyjmowanych zazwyczaj w teorii neoklasycznej – zakłada, że stopy dyskontowe, na podstawie których dokonywane są wybory międzyokresowe, zmniejszają się wraz ze wzrostem horyzontu czasowego okresu decyzyjnego. Ludzie stosują wysokie stopy dyskontowe do oceny możliwości wymagających natychmiastowej rezygnacji z czegoś w zamian za przyszłe korzyści oraz niższe stopy dyskontowe wówczas, gdy konieczność rezygnacji z czegoś odsunięta jest w przyszłość. Ponieważ obecna konsumpcja jest bardziej istotna niż przyszła, ludzie odwołują się do decyzji o oszczędzaniu. Funkcja hiperboliczna jest zgodna z wynikami eksperymentów: ludzie chętniej godzą się na odroczenie korzyści, jeśli ma ono nastąpić w przyszłości, niż wówczas, gdyby miało ono nastąpić natychmiast (jest to tzw. niespójność międzyokresowa – *intertemporal in consistency*). W wyniku dyskontowania hiperbolicznego uzyskuje się dwie formy odwołania decyzji w czasie: odwołanie naiwne, pojawiające się wówczas, gdy osoba przyjmuje błędnie, że jej funkcja użyteczności będzie w przyszłości inna niż

⁷ M. Błag, *Metodologia ekonomii*, Warszawa 1995, s. 322.

⁸ G. Akerlof, op. cit., s. 101-103.

obecnie, oraz odwlekanie przybierające formę tzw. pochopności. Osoba „pochopna” odznacza się w pełni racjonalnymi oczekiwaniami co do tego, kim będzie w przyszłości. Osoba taka twierdzi więc: nie warto oszczędzać dzisiaj, jeżeli dzień jutrzejszy będzie szczególnie ważny. Jeżeli jutro jest szczególnie ważne, to jutro i tak wydam wszystkie oszczędności, jakie zgromadziłem dzisiaj. A zatem nie ma sensu oszczędzać dzisiaj. Znajomość tych zachowań może być podstawą kształtowania polityki w sferze oszczędności, np. poprzez ograniczanie pochopnych zachowań konsumpcyjnych dzięki zmianie bodźców do oszczędzania (systemy ulg podatkowych), a także pobudzanie skłonności do oszczędzania czy też przeciwdziałanie skłonności pracowników do odraczania oszczędzania. W tym kontekście należy w pełni podzielić opinię G. Akerlofa, że współczesna makroekonomia musi zostać oparta na założeniach behawioralnych.

5. MOTYWY I FORMY LOKOWANIA NADWYŻEK FINANSOWYCH

Potwierdzeniem trafności wyżej sformułowanych sugestii teoretycznych może być zaprezentowanie fragmentu wyników interesujących badań empirycznych dotyczących oszczędności, przeprowadzonych pod koniec lat 90-tych⁹. Najsilniejszym motywem oszczędzania był motyw bezpieczeństwa materialnego (tab. 1). Ponad połowa spośród tych, którzy deklarowali, że są w stanie zaoszczędzić pieniądze z bieżących dochodów, uznawała gromadzenie rezerw dających poczucie bezpieczeństwa jako sens oszczędzania przez siebie pieniędzy. W przypadku tego motywu wystąpiła pozytywna korelacja z wiekiem badanych: osoby po 35-tym roku życia są silniej zorientowane na bezpieczeństwo materialne niż osoby młodsze; następny skok występuje wśród osób najstarszych. Naturalnym uzupełnieniem powyższego motywu było zabezpieczenie poziomu życia na starość. Ważnym motywem było zapewnienie startu życiowego dzieciom i możliwości kształcenia. Orientacja rentierska, osiągnięcie bezpiecznego dochodu z ulokowanych pieniędzy była dość rzadka, a orientacja spekulacyjna – na szybkie korzyści finansowe – marginalna.

⁹ J. Gómiak, *My i nasze pieniądze*, Kraków 2000. Podstawą badań do uzyskania materiałów empirycznych był sondaż przeprowadzony metodą wywiadu osobistego na losowej, ogólnopolskiej próbie 1009 osób, które ukończyły 18 lat. B. Schäfer do **czterech głównych powodów, dla których ludzie nie oszczędzają** zaliczył następujące:

- myślą, że później będą więcej zarabiać i dlatego nie muszą na razie oszczędzać,
- chcą po prostu wydawać pieniądze i wydaje im się, że oszczędzanie jest trudne i oznacza ograniczenie ich standardu życiowego,
- uważają, że oszczędzanie jest zbędne,
- sądzą, że nie opłaca się oszczędzać (niskie oprocentowanie, inflacja).

Patrz B. Schäfer, *Droga do finansowej wolności*, Łódź 2001, s. 193.

Tabela 1. Motywy oszczędzania według wieku

| WYSZCZEGÓLNIENIE | WIEK | | | | | | OGÓŁEM |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-----|--------|
| | 18-25 | 26-35 | 36-45 | 46-55 | 56-65 | 66+ | |
| Zapewnienie sobie bezpieczeństwa materialnego, rezerw | 32% | 49% | 61% | 56% | 59% | 74% | 56% |
| Kupienie wyposażenia do mieszkania | 50% | 49% | 31% | 24% | 13% | 3% | 30% |
| Zabezpieczenie poziomu życia na starość | 11% | 4% | 10% | 20% | 49% | 54% | 21% |
| Zapewnienie startu życiowego dzieciom | 4% | 15% | 16% | 37% | 26% | 20% | 20% |
| Zapewnienie możliwości kształcenia dzieciom | 4% | 4% | 31% | 28% | 13% | 6% | 17% |
| Kupienie nieruchomości, czyli domu, mieszkania, działki itp. | 36% | 25% | 12% | 4% | 5% | 3% | 14% |
| Uzyskanie umiarkowanych, ale pewnych dochodów z oszczędności | 14% | 10% | 9% | 7% | 10% | 6% | 9% |
| Coś innego | 7% | 12% | 8% | 6% | 8% | 9% | 8% |
| Finansowanie własnego wykształcenia, zdobywanie kwalifikacji | 29% | 6% | 1% | 2% | | | 5% |
| Szybkie uzyskanie dużych dochodów z zainwestowanych oszczędności | | 1% | 1% | 2% | | | 1% |
| Brak odpowiedzi | | | 1% | | | | 0% |
| Liczba respondentów | 28 | 68 | 77 | 54 | 39 | 35 | 301 |

Źródło: J. Górnjak, *My i nasze pieniądze*, Kraków 2000, s. 243.

Tabela 2. Średnie oceny form lokowania pieniędzy

| WYSZCZEGÓLNIENIE | BEZPIECZEŃSTWO OSZCZĘDNOŚCI | | WYSOKOŚĆ OCZEKIWANYCH DOCHODÓW | | OCHRONA OSZCZĘDNOŚCI PRZED INFLACJĄ | | MOŻLIWOŚĆ ŁATWEGO WYCOFANIA PIENIĘDZY Z TEJ LOKATY, PRZY NAJMNIEJSZYCH STRATACH | |
|---|-----------------------------|-----------------|--------------------------------|-----------------|-------------------------------------|-----------------|---|-----------------|
| | ŚREDNI A | LICZBA ODP. (N) | ŚREDNIA | LICZBA ODP. (N) | ŚREDNIA | LICZBA ODP. (N) | ŚREDNIA | LICZBA ODP. (N) |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 |
| Gotówka trzymana w domu w złotych | 1,9 | 933 | 1,4 | 891 | 1,3 | 907 | 3,9 | 878 |
| Gotówka trzymana w domu w walutach obcych | 2,3 | 926 | 1,9 | 892 | 2,1 | 908 | 4,0 | 881 |
| Obligacje Skarbu Państwa | 3,2 | 683 | 3,1 | 670 | 3,1 | 661 | 2,8 | 599 |
| Książeczka oszczędnościowa | 3,3 | 903 | 2,9 | 874 | 2,8 | 863 | 3,3 | 836 |
| Rachunek oszczędnościowo-rozliczeniowy | 3,4 | 758 | 2,9 | 740 | 2,9 | 731 | 3,4 | 710 |

| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 |
|--|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| Waluty obce ulokowane na rachunku bankowym a vista | 3,5 | 761 | 3,2 | 736 | 3,2 | 731 | 3,4 | 699 |
| Lokata terminowa w złotych | 3,5 | 828 | 3,3 | 813 | 3,2 | 807 | 2,8 | 781 |
| Lokata terminowa w walucie obcej | 3,6 | 808 | 3,6 | 793 | 3,5 | 791 | 2,9 | 759 |
| Akcje zakupione na giełdzie | 2,7 | 596 | 2,9 | 553 | 2,7 | 536 | 2,6 | 491 |
| Jednostki udziałowe funduszu Pioneer | 2,6 | 495 | 2,6 | 462 | 2,6 | 462 | 2,6 | 411 |
| Złoto | 3,0 | 816 | 3,0 | 787 | 3,1 | 796 | 3,3 | 768 |
| Nieruchomości (dom, działka, mieszkanie itp.) | 4,2 | 861 | 4,0 | 829 | 4,2 | 837 | 3,5 | 800 |

Skala ocen: od 1 do 5 punktów.

Źródło: J. Górniak, op. cit., s. 257.

Autor przytoczonych badań, J. Górniak, zadał respondentom pytanie o ocenę różnych typów lokat (w skali od 1 do 5 punktów) ze względu na cztery kryteria: bezpieczeństwo oszczędności, wysokość oczekiwanych dochodów, ochronę oszczędności przed inflacją oraz płynność, czyli możliwość łatwego wycofania pieniędzy z danej lokaty przy jak najmniejszych stratach (tab. 2). Choć ocen tych nie sposób traktować jako ponadczasowe, to przecież należy uznać ich znaczenie jako swego rodzaju „fotografii” stanu znajomości poszczególnych form lokowania nadwyżek finansowych. Ogólnie rzecz biorąc z obu – zaprezentowanych tu jedynie tytułem przykładu – tabel wynika, że fenomen oszczędzania niełatwo poddaje się analizie, jest bowiem zależny od wielu czynników, oddziałujących zarówno na zdolność do oszczędzania, jak i skłonność do oszczędzania. Nie ulega wątpliwości, że znaczącą rolę odgrywają tu postawy wobec oszczędzania pieniędzy.

6. REKOMENDACJE METODOLOGICZNE

Ortodoksyjna szkoła neoklasyczna, z jej względnie spójnym i zamkniętym systemem teoretycznym, nie tylko operuje założeniami przeciwnymi rzeczywistości gospodarczej, nie tylko ogranicza problematykę do postępowania i reakcji jednostek, ale także traktuje problematykę racjonalności pozaczasowo, pozaspółecznie, pozakulturowo oraz jednowymiarowo. Krytyka z pozycji indywidualistycznych i mikroekonomicznych (np. H. Leibenstein) nie wpłynęła na zmianę postawy neoklasyków.

W przypadku inwestowania czy też oszczędzania przez gospodarstwa domowe rzadko następuje podejmowanie decyzji w warunkach de-

terministycznych. Decyzje podejmowane są zazwyczaj w warunkach ryzyka, niepewności, a najczęściej w warunkach – mniejszej lub większej – ignorancji. W rzeczywistych warunkach gospodarczych podmiot podejmujący decyzję znajduje się w sytuacji ignorancji, w której nie zna ani wszystkich możliwych stanów otoczenia, ani wszystkich decyzji, jakie w tej sytuacji mógłby podjąć, ani też nie zna dokładnie końcowego rezultatu, który zaistnieje wskutek podjęcia danej decyzji i zajścia danego stanu otoczenia. Sytuacja, w której istnieje konieczność podjęcia decyzji w warunkach ignorancji, jest wynikiem niedostatecznej wiedzy posiadanej przez podmiot, w tym wypadku gospodarstwo domowe. Istnieje więc możliwość, że decyzja w danej sprawie mogłaby być lepsza, jeżeli podmiot dysponowałby większą wiedzą. Pozyskiwanie nowych informacji byłoby zawsze opłacalne, gdyby było możliwe bez dodatkowych kosztów. W praktyce jednak podmiot musi zdecydować, czy zaopatrywać się w dodatkowe informacje czy też podejmować decyzje od razu, inaczej mówiąc musi porównać korzyści możliwe do osiągnięcia z kosztami związanymi ze zdobyciem informacji¹⁰.

Oznacza to więc, że sukcesy w procesie inwestowania czy też oszczędzania zależne są od zasobów wiedzy gospodarstw domowych, a także od ich aktywności informacyjnej. Aktywność informacyjna związana jest z potencjalnymi korzyściami, towarzyszą jej oczywiście również koszty, zarówno po stronie dawców, jak i odbiorców informacji. W tym kontekście interesujące i pożyteczne byłoby – możliwe dzięki porównaniu krzywej korzyści i krzywej kosztów – ustalenie optymalnej ilości informacji, którą warto pozyskać¹¹. Kwestia „doskonalenia wiedzy” gospodarstw domowych odnośnie do lokowania nadwyżek, inwestowania czy też oszczędzania stanowi zresztą fundamentalną przesłankę promowania i tworzenia tzw. „społeczeństwa inwestującego” czy też „społeczeństwa oszczędzającego”. Roli tego postulatu z punktu widzenia znaczenia inwestycji i oszczędności dla wzrostu i rozwoju, a także wzrostu poziomu zamożności Polaków nie sposób przecenić.

W tym kontekście uprawniony jest również postulat zaktywizowania dociekań naukowych nad zjawiskami składającymi się na inwestowanie i oszczędzanie dokonywane przez gospodarstwa domowe. Wydaje się, że warto tu posłużyć się pojęciem tzw. paradygmatu, choć wiadomo, że zajmowanie się paradygmatami w naukach społecznych, w tym i ekonomicznych, jest przedsięwzięciem dość ryzykownym. Według T. S. Kuhna¹² składnikami matrycy interdyscyplinarnej są modele i symboliczne uogólnienia, czyli w szczególności te wyrażenia, z których korzy-

¹⁰ S. Forlicz, op. cit., s. 45–46.

¹¹ Ibidem, s. 59.

¹² T. S. Kuhn, *Struktura rewolucji naukowych*, PWN, Warszawa 1968.

sta się w sposób nieproblematiczny i które mogą być ujęte w jakąś formułę logiczną. Paradygmatami (zasadami organizującymi) są osiągnięcia nauki, mające dwie zasadnicze cechy: reprezentowany w nich dorobek jest dostatecznie oryginalny, aby na tej podstawie mogła powstać konkurencyjna szkoła; jednocześnie dorobek ten jest na tyle atrakcyjny, że pozostawia nowej szkole najrozmaitsze problemy do rozwiązania.

Za użyteczną w opisie i analizowaniu ekonomii, również problematyki inwestowania i oszczędzania uznać można „metaforę kolażu”¹³. Kolaż to technika, w której przedmioty i fragmenty przedmiotów układa się razem, tworząc coś nowego: samodzielny przedmiot. Posługując się kolażem jako metaforą dla teorii ekonomii globalnej, uznajemy wartość spoglądania z różnych punktów widzenia i korzystania z „kawałków” starych teorii w celu stworzenia nowego dzieła. Metafora kolażu przywraca zainteresowanie sprzecznościami, niejednoznacznością i paradoksem oraz redefiniuje kwestie władzy i zmiany. Należy zauważyć, że poznanie za pomocą metafor jest częściowe, pozostawiają one bowiem białe plamy w postrzeganiu i myśleniu. Ograniczenia metafor, również metafory kolażu, sugerują, że samodzielnie żadna z nich nie zapewnia zrozumienia wystarczającego do zbudowania na nim całej wiedzy. Nie oznacza to więc odmówienia prawa do istnienia żadnemu z dotychczasowych ujęć teoretycznych. Dotyczy to również, poddanego wcześniej krytyce, podejścia neoklasycznego, przykładowo z tzw. krzywymi obojętności łącznie.

Interesującą inspirację w tej kwestii stanowić mogą również spostrzeżenia autorstwa E. Geblewicza sprzed ponad 30 lat¹⁴. Jego zdaniem różne poglądy na te same sprawy są charakterystyczne dla nauk słabiej rozwiniętych, a stopień uzgodnienia poglądów jest miarą zaawansowania nauk. W naukach rozwiniętych występuje tendencja do uzupełniania aktualnych teorii wszelkimi elementami z innych teorii, które uważa się za odpowiadające obecnemu stanowi wiedzy. Normalnym zjawiskiem w naukach rozwiniętych jest więc eklektyzm, który w naukach słabiej rozwiniętych jest raczej piętnowany. W miarę rozwoju badań naukowych pojawia się więc tendencja do eklektyzmu. E. Geblewicz twierdził nawet, że współczesna teoria (a więc i teoria ekonomii), jeśli ma być naukowa, musi być eklektyczna.

Kuhn już wiele lat temu sformułował pytanie o to, dlaczego pewne dziedziny nauk skupiają się na paradygmacie, a inne pozostają w procesie nieustannego przepływu. Do nich należą nauki ekonomiczne, które nie przyjmują na dłużej jednego paradygmatu, lecz posługują się zbiorem paradygmatów (tab. 3).

¹³ M. J. Hatch, *Teoria organizacji*, Warszawa 2002, s. 69.

¹⁴ E. Geblewicz, *O naukach zaawansowanych i niezaawansowanych*, Zagadnienia Naukoznawstwa 1969, t. V, z. 4.

Tabela 3. Postulowane wzorce myślenia w naukach ekonomicznych w XXI wieku

| POŻĄDANE PODEJŚCIA METODOLOGICZNE |
|---|
| Interdyscyplinarne podejście systemowe w duchu holizmu (zastosowanie teorii chaosu) |
| Metoda porównawcza (ekonomia komparatywna, wielokryterialna (wielowymiarowa) analiza porównawcza) |
| Nacisk na analizy średnio- i długookresowe |
| Kult badań empirycznych (ekonomia opisowa, odwrót od aprioryzmu) |
| Priorytet badań ilościowych (kwantyfikacja) |
| Ekonomia eksperymentalna (behawioralna) – psychologia w ekonomii |
| Etyka w ekonomii (ekonomia normatywna) |
| Ekologia w ekonomii (eko-ekonomia) |
| E-ekonomia (gospodarka cyfrowa, nowa ekonomia, <i>knowledge-based economy</i>) |
| Heterodoksja (podejście „zarówno, jak i” zamiast „albo-albo”) |
| Renesans ekonomii politycznej (społecznej) |
| Podejście globalne w ekonomii (racjonalność globalna) |

Źródło: opracowanie własne.

Większość, jeśli nie wszystkie, spośród wymienionych dwunastu podejść należy uznać za wysoce pożyteczne również w badaniach i analizach sfery inwestycji i oszczędności. Inwestowanie i oszczędzanie, jako fenomen o wielu wymiarach, należałoby więc badać i analizować z punktu widzenia różnych dyscyplin, z zastosowaniem metody porównawczej, w okresach średnich i długich, z zastosowaniem danych empirycznych, z użyciem metod ilościowych, a także elementów psychologii, etyki, ekologii etc. Ostatnim podejściem godnym rozważenia byłoby analizowanie tej ważnej problematyki nie tylko z punktu widzenia mikro-, mezo- czy też makroekonomicznego, ale i z punktu widzenia globalnego. Uszczegółowienie tej kwestii musiałyby być jednak przedmiotem odrębnych rozważań.

MAŁGORZATA IWANICZ-DROZDOWSKA

BEZPIECZEŃSTWO INWESTORÓW INDYWIDUALNYCH NA RYNKU FINANSOWYM

I. WPROWADZENIE

W języku potocznym bezpieczeństwo to stan, w którym jednostka ma poczucie pewności bądź oparcia np. w drugiej osobie albo sprawnie działającym systemie. Rozpatrując bezpieczeństwo inwestorów indywidualnych¹ na rynku finansowym należy wziąć pod uwagę czy inwestor może być pewien, że środki powierzone pośrednikowi finansowemu zostaną mu zwrócone. Bezpieczeństwo należy w tym przypadku rozumieć jako dotrzymanie wszystkich zobowiązań umownych ze strony pośrednika finansowego. Jako najważniejsze aspekty bezpieczeństwa można wymienić:

- wiarygodność pośredników finansowych jako instytucji,
- kształt umów między pośrednikiem finansowym a inwestorem indywidualnym,
- ochronę inwestora w przypadku upadłości pośrednika finansowego.

Takie aspekty bezpieczeństwa jak zapewnienie wiarygodności pośredników finansowych oraz ochrona w przypadku ich upadłości leżą w sferze kompetencji tzw. sieci bezpieczeństwa (*safety net*), o której będzie mowa poniżej. Kształtowanie zaś umów wynika z ogółu obowiązujących przepisów prawnych, w tym z regulacji specyficznych dla poszczególnych segmentów rynku finansowego mieszczących się w sieci bezpieczeństwa. Dąży się przy tym do tego, aby zapisy umowne były przej-

¹ W opracowaniu niniejszym przyjęto, że inwestor indywidualny to każda osoba fizyczna korzystająca z usług pośredników finansowych, polegających na lokowaniu środków pieniężnych na rynkach podlegających regulacjom prawnym.

rzyste. Bezpieczeństwo inwestora indywidualnego jest wspierane także przez funkcjonowanie instytucji odpowiedzialnych za ochronę konkurencji i konsumentów² oraz rzeczników klientów pośredników finansowych³.

Jak widać z powyższych rozważań, nie uwzględniliśmy w aspekcie bezpieczeństwa osiągnięcia zamierzonego poziomu dochodu. Osiągnięcie bowiem przez inwestora założonego poziomu dochodu z poczynionej inwestycji jest w większości przypadków uzależnione od trafności wyboru inwestycji zarówno przez samego inwestora, jak i przez osoby/podmioty zarządzające powierzonymi przez niego środkami. W zasadzie tylko w przypadku lokat bankowych o stałym oprocentowaniu i inwestycji w dłużne skarbowe papiery wartościowe o stałym dochodzie można mówić o możliwości osiągnięcia założonego dochodu bez większego ryzyka⁴. W przypadku niektórych produktów finansowych inwestor indywidualny może mieć zagwarantowaną minimalną stopę zwrotu z inwestycji. Przykładem są fundusze emerytalne (II filar), gdzie klient ma zapewnioną minimalną stopę zwrotu, przy czym jej wysokość zależy od średniej stopy zwrotu wypracowanej przez ogół funduszy emerytalnych. Jeżeli dany fundusz emerytalny osiąga stopę zwrotu niższą niż określona część średniej, to zobowiązany jest dopłacić do rachunku klienta⁵. W przypadku większości produktów finansowych faktyczny poziom dochodu z inwestycji może różnić się od założonego zarówno *in plus*, jak i *in minus*, stosownie do stopnia ryzyka.

Można przyjąć, że inwestor indywidualny korzysta z następujących możliwości lokowania środków finansowych⁶:

- w postaci lokat w bankach (typ I),
- bezpośrednio na rynku papierów wartościowych podejmując samodzielne decyzje i składając zlecenia ich wykonania w biurze ma-

² W Polsce instytucją taką jest Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów (www.uokik.gov.pl). Urząd podejmuje działania w przypadku naruszenia zbiorowych interesów konsumentów.

³ W Polsce funkcjonuje instytucja arbitra bankowego przy Związku Banków Polskich (www.zbp.pl) oraz Rzecznik Ubezpieczonych (www.rzu.gov.pl).

⁴ Przy założeniu, że inwestor nie wycofa przed terminem złożonej lokaty bądź nie sprzeda przed terminem wykupu dłużnego papieru wartościowego. Specyficznym produktem są polisy ubezpieczeniowe na życie, gdzie określona jest z góry suma ubezpieczenia (skorygowana o wyniki inwestycyjne w przypadku polis z funduszem inwestycyjnym).

⁵ Rozporządzenie Rady Ministrów z 12 maja 1998 r. w sprawie szczególnych zasad ustalania stopy zwrotu i średniej ważonej stopy zwrotu.

⁶ Nie traktujemy jako odrębnej formy inwestycji indywidualnych kont emerytalnych (IKE), które mają być zwolnione z podatku dochodowego, osoba zakładająca takie konto może bowiem wybrać fundusz inwestycyjny, polisę ubezpieczeniową bądź bezpośrednią inwestycję na giełdzie poprzez konto w biurze maklerskim (druk sejmowy 1942), a także lokaty bankowe. Ponadto nie traktujemy jako inwestycji składek na II filar systemu emerytalnego.

klerskim bądź powierzając środki w zarządzanie (*asset management*), (typ II),

- pośrednio na rynku papierów wartościowych poprzez nabywanie jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych (typ III),
- nabywając polisy na życie bez lub z funduszem inwestycyjnym (typ IV).

Korzystać więc może z produktów finansowych oferowanych przez banki (typ I), na rynku papierów wartościowych (typ II i III) oraz przez zakłady ubezpieczeń (typ IV).

Inwestor indywidualny lokując posiadane środki na rynku finansowym ponosi określone ryzyko, tj. musi liczyć się z tym, iż może ich nie odzyskać w pożądanym przez siebie stopniu. Biorąc pod uwagę wcześniejsze rozważania, ryzyko ponoszone przez inwestora można podzielić na⁷:

- ryzyko płynności i wypłacalności pośrednika finansowego,
- ryzyko dochodu,
- ryzyko niedostatecznej przejrzystości produktu finansowego.

W dalszej części opracowania uwaga zostanie skoncentrowana na zarysowaniu najważniejszych aspektów dotyczących ograniczania w ramach sieci bezpieczeństwa, która zdefiniowana i scharakteryzowana zostanie poniżej, ryzyka płynności i wypłacalności pośrednika finansowego, ze szczególnym uwzględnieniem rozwiązań obowiązujących w Polsce.

2. SIEĆ BEZPIECZEŃSTWA

Można ogólnie stwierdzić, że instytucje działające na rynku finansowym powinny być instytucjami zaufania publicznego, nad których działaniem czuwa sieć bezpieczeństwa (*safety net*). Sieć bezpieczeństwa jest różnie definiowana i różnie postrzegana w literaturze – dla jednych jest niezbędnym składnikiem systemu finansowego, dla innych burzącym działaniem rynku mechanizmem. Sieć bezpieczeństwa można by zdefiniować jako ogół bezpośrednich i pośrednich gwarancji rządowych na rzecz prywatnych zobowiązań⁸. Taka definicja jest jednak zbyt wą-

⁷ Klasyfikacja ta istotnie odbiega od kanonów klasyfikacji ryzyka w sektorze bankowym, na rynku papierów wartościowych i w sektorze ubezpieczeń. Dla porównania patrz: W. L. Jaworski, Z. Zawadzka (red.), *Bankowość. Podręcznik akademicki*, Poltext 2001; M. Iwanicz-Drozdowska, A. Nowak, *Ryzyko bankowe*, Wyd. SGH, Warszawa 2002; M. Crouchy, D. Galai, R. Mark, *Risk management*, McGraw-Hill 2001; J. Monkiewicz (red.), *Podstawy ubezpieczeń*, Poltext, Warszawa 2002; E. J. Vaughan, T. Vaughan, *Fundamentals of risk and insurance*, John Wiley & Sons, Inc. 2003.

⁸ J. R. Walter, J. A. Weinberg, *How large is the federal financial safety net?*, CATO Journal vol. 21, No. 3/2001, s. 371.

ska, część bezpośrednich bądź pośrednich gwarancji dostarczają sobie bowiem sami pośrednicy finansowi, wykorzystując regulacje prawne, jakie w danym kraju wprowadzono, nie obciążając tym samym budżetu państwa. Dla celów niniejszego opracowania można przyjąć, że sieć bezpieczeństwa to ogół regulacji prawnych mających na celu ochronę interesów uczestników rynku korzystających z usług pośredników finansowych oraz ogół instytucji odpowiadających za kontrolę przestrzegania tych regulacji. Ważnym elementem sieci bezpieczeństwa, o którym nie będzie tutaj mowy, jest bank centralny będący pożyczkodawcą ostatniej instancji dla banków.

Ochrona interesów inwestorów indywidualnych odbywa się w dwójki sposób:

- bezpośrednio – w przypadku upadłości pośrednika finansowego uczestnik rynku otrzymuje część bądź całość środków powierzonych pośrednikowi od odpowiedzialnej instytucji działającej w sieci bezpieczeństwa;
- pośrednio – poprzez określanie wymogów dopuszczenia pośredników finansowych na rynek, sprawowanie nadzoru nad ich działalnością oraz poprzez wspieranie procesów ich restrukturyzacji.

Ostatnia z wymienionych form pośredniej ochrony inwestorów indywidualnych, tj. wspieranie procesów restrukturyzacji, jest często krytykowana jako zakłócająca funkcjonowanie rynku i wzmagająca *moral hazard* ze strony banków. *Moral hazard* może być minimalizowany poprzez uświadomienie bankom, iż jakakolwiek pomoc zewnętrzna mająca na celu uzdrowienie banku będzie związana z podjęciem wobec niego określonych sankcji, np. zmniejszeniem udziałów dotychczasowych właścicieli, zmianą organów zarządzających i kontrolnych oraz podjęciem radykalnych działań naprawczych. Rząd i inne organa zaangażowane w proces sanowania banków powinny zapewnić przejrzystość informacji tego dotyczących.

Istnienie powyższego wzmacnia możliwość koncentracji ryzyka w tych sferach, które korzystają w największym stopniu z ochrony (gwarancji). Dodatkowo środki finansowe mogą odpływać z tych sfer działalności, które nie posiadają takich gwarancji, do tych, które z nich korzystają⁹. Pogląd ten znajduje swoje potwierdzenie w wypowiedziach szefa Rezerwy Federalnej A. Greenspana, który wskazał, że istnienie sieci bezpieczeństwa może zwiększać ryzyko i dlatego wskazane jest, aby podmioty objęte siecią bezpieczeństwa płaciły za jej funkcjonowanie w zależności od skali ponoszonego ryzyka, co miałyby je zniechęcać do podejmowania zbyt ryzykownych działań¹⁰. Aby ograniczyć ryzyko podej-

⁹ J. R. Walter, J. A. Weinberg, op. cit., s. 370.

¹⁰ *Executive Update*, Chicago FED, June 2001.

mowane przez banki i innych pośredników finansowych, konstrukcję sieci bezpieczeństwa należy oprzeć na dwóch filarach: dyscyplinie rynkowej, którą mogą wykonywać uczestnicy rynku, oraz regulacjach ostrożnościowych¹¹. Jakkolwiek regulacje ostrożnościowe funkcjonują praktycznie we wszystkich segmentach rynku finansowego, to dyscyplina rynkowa nie jest szeroko wykorzystywana i być może dopiero po wprowadzeniu nowych rozwiązań w zakresie adekwatności kapitałowej dla banków, firm inwestycyjnych i instytucji ubezpieczeniowych zyska ona na znaczeniu¹².

Istnienie sieci bezpieczeństwa niesie więc ze sobą nie tylko korzyści, których beneficjentami są najczęściej inwestorzy indywidualni, ale także zagrożenia w postaci nadmiernej koncentracji ryzyka czy też zakłócania mechanizmów rynkowych. Należy jednak przyjąć, że jej istnienie jest niezbędne, inaczej nie można bowiem dążyć do zapewnienia tego, iż pośrednicy finansowi są instytucjami zaufania publicznego. Należy jednak wskazać, że spod ochrony powinni być wyłączeni klienci instytucjonalni, oni bowiem – w przeciwieństwie do inwestorów indywidualnych – są w stanie ocenić wiarygodność danego pośrednika finansowego. Jednocześnie to właśnie oni mają możliwość sprawowania dyscypliny rynkowej¹³. Istnienie sieci bezpieczeństwa może wprowadzić wzmacniać *moral hazard* ze strony klientów, ale nie dotyczy to wszystkich klientów. Na przykład przeciętni deponenci najczęściej nie są w stanie ocenić kondycji banku i z ich punktu widzenia każdy działający bank to instytucja zaufania publicznego. Można zatem przyjąć, iż ta grupa, nawet jeżeli lokuje środki w bankach, które tracą bezpieczeństwo, nie czyni tego świadomie. Świadomie natomiast mogą lokować środki w takich bankach zarówno klienci instytucjonalni, jak i klienci indywidualni o wysokim poziomie dochodów. Oni zatem stanowią grupę, która podejmuje *moral hazard*, jeżeli ich depozyty są objęte gwarancjami. Czynnikiem osłabiającym skłonność do takiego zachowania jest kwoto-

¹¹ A. Demircuc-Kunt, H. Huizunga, *Market discipline and financial safety net design*, World Bank Working Paper, No. 2183, Washington, D.C., 2000, s. 3.

¹² Trwają prace nad Nową Bazylejską Umową Kapitałową (The new Basel Capital Accord), prowadzone przez Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego od 1999 r. Komitet Bazylejski założył, iż nadzór nad adekwatnością kapitałową powinien być oparty na trzech wzajemnie się uzupełniających filarach: minimalnych wymogach kapitałowych (filar I), nadzorczym badaniu adekwatności kapitałowej (filar II) oraz dyscyplinie rynkowej (filar III). Równoległe do prac Komitetu Bazylejskiego prowadzone są przygotowania do wprowadzenia NUK do regulacji Unii Europejskiej, przy czym oprócz banków objęłaby ona także firmy inwestycyjne. Ponadto na szczeblu UE prowadzone są od 2000 r. prace nad zbliżonymi koncepcyjnie rozwiązaniami dla sektora ubezpieczeń (projekt Solwency II).

¹³ Szersze rozważania na ten temat: M. Iwanicz-Drozdowska, *Determinanty bezpieczeństwa banków w świetle analizy wybranych kryzysów bankowych*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2000.

we graniczenie wysokości gwarancji i wprowadzanie współodpowiedzialności deponenta, polegającej na gwarantowaniu np. 90% kwoty depozytu.

Zakłócenia bezpieczeństwa na rynkach finansowych są tak stare, jak i te rynki. Już nawet w czasach starożytnych niektórzy autorzy dopatrują się kryzysów bankowych¹⁴. Od starożytności do współczesności rynki finansowe doznały wielu szoków i wielu inwestorów utraciło ulokowane środki. Przez długi czas przyczyną kryzysów był brak uporządkowania zasad emisji pieniądza, potem brak zasad dopuszczania pośredników finansowych na rynek. Spośród podmiotów wchodzących w skład sieci bezpieczeństwa najwcześniej zaczęły funkcjonować banki centralne. Nadzór nad rynkiem finansowym i systemy gwarantowania depozytów upowszechniły się zaś w zasadzie po wielkim kryzysie lat 30. XX wieku. Celem tworzenia tych instytucji było zwiększenie bezpieczeństwa systemu finansowego i przywrócenie zaufania klientów oraz – w przypadku systemów gwarancyjnych – zmniejszenie prawdopodobieństwa wystąpienia runu na banki. Pierwszy powszechny system gwarantowania depozytów powstał po doświadczeniach Wielkiego Kryzysu w Stanach Zjednoczonych – FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) w 1933 roku. Nie można jednoznacznie podać informacji, kiedy powstał pierwszy zinstytucjonalizowany nadzór nad bankami. Na przykład w Niemczech do 1934 roku istniał nadzór nad wybranymi typami banków (np. bankami hipotecznymi), dopiero po doświadczeniach Wielkiego Kryzysu wprowadzono tam zinstytucjonalizowany nadzór bankowy. Nadzór nad ubezpieczycielami zaś istniał w Niemczech od 1902 roku¹⁵. Także po Wielkim Kryzysie utworzono pierwszą komisję papierów wartościowych (1934 r. USA). Mimo istnienia instytucji nadzorujących rynek finansowy dochodziło jednak do kryzysów bankowych (czy też finansowych) oraz indywidualnych przypadków kłopotów finansowych¹⁶. Czy zatem sieć bezpieczeństwa nie spełniła swojej funkcji?¹⁷ Utrzymanie bezpieczeństwa banków i innych pośredników finansowych zależy nie tylko od istnienia sieci bezpieczeństwa, ale także od działań (polityki) prowadzonej przez samych pośredników finansowych, głównie dotyczącej skali podejmowanego ryzyka. Regulacje ostrożnościowe¹⁸, które

¹⁴ G. Caprio Jr, D. Klingebiel, *Bank insolvency: bad luck, bad policy or bad banking*, World Bank Annual Conference on Development Economics, Washington D.C., 1996.

¹⁵ Na podstawie www.bafin.de

¹⁶ Szerzej na temat kryzysów bankowych i finansowych patrz: M. Iwanicz-Drozdowska (red.), *Kryzysy bankowe. Przyczyny i rozwiązania*, PWE, Warszawa 2002.

¹⁷ Patrz: Kam Hon Chu, *Is free banking more prone to bank failures and regulated banking?*, CATO Journal, vol. 16, No. 1/1996.

¹⁸ Regulacja mająca na celu ograniczenie ryzyka podejmowanego i wynikającej stąd możliwości wystąpienia kryzysu, opracowana przez władze nadzorcze, która odnosi się do pomiaru i ograniczania ryzyka w ujęciu sparymetryzowanym (regulacja ilościowa) bądź niesparametryzowanym (regulacja jakościowa).

obowiązują pośredników finansowych, są wymogami minimalnymi, a oprócz tego oni sami – stosownie do zakresu i skali prowadzonej działalności – powinni posiadać wewnętrzne procedury zarządzania ryzykiem i limity dotyczące skali podejmowanego ryzyka (wewnętrzne regulacje ostrożnościowe). Należy też dodać, że – obok zbyt ryzykownej polityki prowadzonej przez banki – przyczyną kryzysów często był brak odpowiednich regulacji nadzorczych i niewłaściwy sposób sprawowania nadzoru, objawiający się zbyt liberalnym podejściem do przestrzegania przez banki regulacji nadzorczych i zawężoną oceną skali ryzyka banku, nieadekwatną do realiów rynku. Te niedoskonałości ujawniały się najczęściej w sytuacji osłabienia koniunktury gospodarczej.

Skuteczność działania sieci bezpieczeństwa może być wsparta poprzez przestrzeganie zasad ładu korporacyjnego (*corporate governance*)¹⁹, który jest definiowany jako związki między osobami zarządzającymi korporacją, radą nadzorczą, akcjonariuszami oraz innymi zainteresowanymi stronami (*stakeholders*). Ład korporacyjny zapewnia wyznaczenie celów działania banku, określa środki do ich urzeczywistnienia oraz zasady monitorowania uzyskanych efektów. Właściwie prowadzony powinien dawać bodźce zarówno osobom zarządzającym, jak i radzie nadzorczej, aby dążyć do osiągnięcia tych celów, ponieważ są one zgodne z interesem firmy i jej akcjonariuszy. Powinny one również ułatwiać proces monitorowania mający na celu bardziej efektywne wykorzystywanie posiadanych zasobów²⁰.

Biorąc pod uwagę sektor bankowy, ład korporacyjny odnosi się do polityki zarządzania prowadzonej przez radę nadzorczą i zarząd banku, która pozwala na:

- określenie celów działalności, w tym zapewnienie odpowiedniego zwrotu dla akcjonariuszy;
- odpowiednie zarządzanie operacyjne;
- uwzględnienie interesów zainteresowanych stron;
- uwzględnienie w swojej działalności wymagań odnośnie do bezpiecznego działania oraz przestrzeganie stosownych regulacji;
- zabezpieczenie interesów deponentów.

Są to bardzo ogólne stwierdzenia, jednak ujmują istotę tego, co banki powinny koniecznie uwzględniać w prowadzonej przez siebie polityce. Sztuką będzie znalezienie złotego środka dla pogodzenia tych dosyć różnorodnych oczekiwań, ale od tego będą zależały dalsze losy banku, nie tylko w aspekcie jego bezpieczeństwa, ale również w odniesieniu do przywiązania akcjonariuszy i możliwości rozwoju działalności.

¹⁹ Ustosunkował się do tej kwestii Komitet Bazylejski: *Enhancing corporate governance for banking organisations*, Basle Committee on Banking Supervision, Basle, September 1999.

²⁰ Jest to definicja podana przez OECD, cytowana za ibidem, s. 1.

Zgodnie z wprowadzoną definicją sieci bezpieczeństwa, istotne jest przedstawienie instytucji w niej funkcjonujących i regulacji ostrożnościowych. Dla każdego z wyróżnionych wcześniej typów inwestycji syntetycznie przedstawiono w tabeli 1 informacje na temat instytucji sieci bezpieczeństwa dla rynku polskiego, w tabelach 2 i 3 przedstawiono zaś podstawowe formy ochrony inwestorów dla rynku polskiego.

Tabela 1. Instytucje sieci bezpieczeństwa

| POŚREDNIK FINANSOWY I TYP INWESTYCJI | INSTYTUCJA ODPOWIEDZIALNA ZA POŚREDNIĄ OCHRONĘ INTERESÓW | INSTYTUCJA ODPOWIEDZIALNA ZA BEZPOŚREDNIĄ OCHRONĘ INTERESÓW |
|---|--|---|
| Banki (I) | Komisja Nadzoru Bankowego, Bankowy Fundusz Gwarancyjny | Bankowy Fundusz Gwarancyjny |
| Domy maklerskie i spółki <i>asset management</i> (II) | Komisja Papierów Wartościowych i Giełd | Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych |
| Towarzystwa funduszy inwestycyjnych (III) | Komisja Papierów Wartościowych i Giełd | W przypadku upadłości TFI zarząd nad funduszami inwestycyjnymi obejmuje bank-depozytariusz. Majątek funduszy inwestycyjnych jest oddzielony od majątku TFI jako przedsiębiorcy. |
| Zakłady ubezpieczeń (IV) | Komisja Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych; Ubezpieczeniowy Fundusz Gwarancyjny | Ubezpieczeniowy Fundusz Gwarancyjny |

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 2. Formy pośredniej ochrony interesów inwestorów indywidualnych

| INSTYTUCJA | FORMA DZIAŁAŃ |
|---|--|
| Komisja Nadzoru Bankowego | licencjonowanie banków i nadzór nad ich działalnością |
| Bankowy Fundusz Gwarancyjny | wspieranie finansowe banków w przypadku niebezpieczeństwa niewypłacalności przy zachowaniu zasady niższego kosztu* |
| Komisja Papierów Wartościowych i Giełd | licencjonowanie podmiotów maklerskich, TFI, <i>asset management</i> i nadzór nad ich działalnością. |
| Komisja Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych | licencjonowanie zakładów ubezpieczeń i PTE oraz nadzór nad ich działalnością |
| Ubezpieczeniowy Fundusz Gwarancyjny | wspieranie finansowe zakładów ubezpieczeń przy zachowaniu zasady niższego kosztu |

Źródło: opracowanie własne.

* Jeżeli z ekonomicznego punktu widzenia bardziej opłacalne jest finansowanie restrukturyzacji danego podmiotu niż wypłata roszczeń jego klientom, wtedy finansuje się restrukturyzację.

Od chwili przystąpienia Polski do Unii Europejskiej zakres kompetencji polskich organów nadzorczych ulegnie zmianie. Podmioty licencjonowane w krajach UE, działające w sektorze bankowym, na rynku papierów wartościowych i ubezpieczeniowym, będą mogły otwierać w Polsce oddziały i poprzez nie oferować usługi²¹. Do rozpoczęcia działalności wystarczy powiadomienie odpowiedniego organu nadzoru z przewidzianym przepisami wyprzedzeniem. Nadzór nad działalnością oddziału sprawuje organ nadzoru z kraju macierzystego, jednak polski nadzór będzie posiadał prawo interwencji w określonych przypadkach.

Tabela 3. Formy bezpośredniej ochrony interesów inwestorów indywidualnych

| INSTYTUCJA (GWARANT) | FORMA DZIAŁAŃ |
|--|--|
| Bankowy Fundusz Gwarancyjny | wypłata depozytów klientom upadłych banków |
| Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych | wypłata rekompensat klientom upadłych domów maklerskich i spółek <i>asset management</i> |
| Ubezpieczeniowy Fundusz Gwarancyjny | wypłata roszczeń klientom upadłych zakładów ubezpieczeń (ubezpieczenia obowiązkowe i na życie) |

Źródło: opracowanie własne.

Instytucjami pełniącymi funkcje nadzorcze są w Polsce Komisja Nadzoru Bankowego (KNB), Komisja Papierów Wartościowych i Giełd (KPWiG) oraz Komisja Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych (KNUiFE). Działalność pozostałych trzech instytucji nakierowana jest na zapewnienie klientom korzystającym z usług pośredników finansowych wypłaty środków w przypadku ich bankructwa²². W określonych przypadkach może dojść do ratowania pośrednika finansowego (banku), przy zastosowaniu przywoływanej już zasady niższego kosztu. Każdy segment rynku finansowego ma więc swojego nadzorcę i gwaranta. W wielu krajach zamiast oddzielnych nadzorców dla poszczególnych segmentów rynku finansowego funkcjonuje nadzór zintegrowany, który polega na tym, iż jedna instytucja odpowiada za nadzór nad całym rynkiem i instytucjami finansowymi. Spośród krajów Unii Europejskiej (po rozszerzeniu) nadzór zintegrowany działa w 11 krajach (Austria, Belgia, Dania, Estonia, Irlandia, Łotwa, Malta, Niemcy, Szwecja, Węgry, Wielka Brytania). Funkcjonuje on także m.in. w Australii, Kanadzie, Norwegii,

²¹ Abstrahujemy od oferowania usług na odległość. Patrz: dyrektywa 2002/65/EC w sprawie oferowania detalicznych usług finansowych na odległość.

²² Odmienna jest działalność KDPW, który pełni funkcję izby rozliczeniowej dla Giełdy Papierów Wartościowych, a dodatkowo przydzielono mu zadanie polegające na prowadzeniu systemu rekompensat dla inwestorów.

Korei, Japonii. W Australii funkcjonuje także zintegrowany system ochrony klientów instytucji finansowych, który jest prowadzony przez Australijską Komisję Papierów Wartościowych i Inwestycji (ASIC – Australian Securities and Investment Commission)²³. Integracja różnych segmentów rynku finansowego i istnienie powiązań kapitałowych pomiędzy pośrednikami finansowymi²⁴ uzasadnia wprowadzanie instytucji nadzoru zintegrowanego. Wskazuje to również na konieczność nadzorowania konglomeratów finansowych. W Unii Europejskiej uchwalono dyrektywę 2002/87/EC w sprawie dodatkowego nadzoru nad instytucjami kredytowymi, ubezpieczonymi i firmami inwestycyjnymi działającymi w konglomeracie finansowym, która nie ingeruje w kształt instytucjonalny sieci bezpieczeństwa, wskazując jedynie na rozwiązania dodatkowe, umożliwiające sprawowanie nadzoru nad konglomeratami.

Jeśli chodzi zaś o regulacje ostrożnościowe, to dotyczą one zasadniczo licencjonowania pośredników finansowych, w tym określania wymogów odnoszących się do wysokości kapitałów oraz ograniczania zakresu i skali ryzyka podejmowanego przez pośredników finansowych. Za wiodące regulacje należy uznać te odnoszące się do:

- poziomu wypłacalności (współczynnik wypłacalności dla banków i domów maklerskich oraz margines wypłacalności dla ubezpieczycieli),
- dywersyfikacji ryzyka (limity koncentracji wierzycelności w bankach, określanie struktury aktywów w funduszach inwestycyjnych i aktywów przeznaczonych na pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych),
- kompensacji ryzyka (rezerwy celowe i ogólne w bankach, rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe i aktywa stanowiące ich pokrycie).

Nadzorcy poszczególnych segmentów rynku finansowego przeprowadzają w nadzorowanych podmiotach kontrole na miejscu (inspekcje) oraz „zza biurka” (nadzór analityczny). Na określonych zasadach pośrednicy finansowi przekazują nadzorcom sprawozdania finansowe i informacje o przestrzeganiu regulacji ostrożnościowych, co umożliwia wykonywanie nadzoru „zza biurka”. W przypadku stwierdzenia przez nadzorcę naruszenia zasad bezpiecznego działania może on podjąć określone działania interwencyjne, mające na celu przywrócenie bezpieczeństwa.

W dalszej części opracowania przedstawione zostaną instytucje oraz regulacje kształtujące bezpieczeństwo pośredników finansowych, a tak-

²³ Ponadto ważną rolą ASIC jest zapewnienie odpowiedniego dopływu informacji na rynek (www.asic.gov.au).

²⁴ Najczęściej przywoływanym przykładem są związki bankowo-ubezpieczeniowe (*bancassurance* i *assurbanking*). Szerzej na ten temat: M. Śliperski, *Bancassurance w Unii Europejskiej i w Polsce*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 2001.

że zakres bezpośredniej ochrony inwestorów indywidualnych w podziale na rynek bankowy, papierów wartościowych i ubezpieczeniowy. Prezentacja będzie miała charakter syntetyczny, szerokie i szczegółowe omówienie powyższych zagadnień wykraczałoby bowiem poza ramy niniejszego opracowania. Ponieważ najwięcej oszczędności jest ulokowanych w sektorze bankowym, omówieniu tego sektora poświęcono nieco więcej uwagi.

3. BEZPIECZEŃSTWO NA RYNKU BANKOWYM

Jak wspomniano, bezpieczeństwo na rynku bankowym kształtują dwie instytucje: Komisja Nadzoru Bankowego i Bankowy Fundusz Gwarancyjny. Dodatkowym – bardzo ważnym, ale nie omawianym tu – elementem sieci bezpieczeństwa jest Narodowy Bank Polski (bank centralny), pełniący funkcję tzw. pożyczkodawcy ostatniej instancji. W dobie coraz szerszego wykorzystania technologii internetowej może pojawić się pytanie czy bezpieczeństwo tradycyjnych banków jest takie samo jak banków internetowych. W Polsce nie funkcjonuje „czysty” bank internetowy, taki jak brytyjski „Egg” (new.egg.com), lecz pionier bankowości internetowej głównie w bankach komercyjnych, które często otrzymują nową markę handlową, np. m-Bank, Inteligo, VW-Direkt. Podlegają więc one nadzorowi i regulacjom w takim samym zakresie, jak ogół banków. W ich przypadku dochodzi jeszcze jeden aspekt bezpieczeństwa, a mianowicie bezpieczeństwo systemu informatycznego, który nie będzie tutaj omawiany. Z dniem przystąpienia Polski do Unii Europejskiej działalność na polskim rynku będą mogły prowadzić oddziały instytucji kredytowych²⁵ krajów UE, nad którymi nadzór będzie sprawowała instytucja nadzorcza z kraju macierzystego (kraju pochodzenia).

Wprawdzie zinstytucjonalizowanie nadzoru bankowego nastąpiło po Wielkim Kryzysie, ale zasady licencjonowania banków i pewne regulacje ostrożnościowe istniały w Europie już wcześniej. Przykładem może być Polska²⁶. Do momentu odzyskania przez Polskę niepodległości po ponadstuletnim okresie zaborów regulowanie sektora bankowego na ziemiach polskich nie miało jednolitego kształtu. W każdym z trzech zabo-

²⁵ Pojęcie to występuje w regulacjach unijnych. W polskim prawie bankowym występuje dualne nazewnictwo – określenie „banki” odnosi się do banków w formie spółki akcyjnej, banków państwowych i spółdzielczych zarejestrowanych w Polsce, natomiast banki z krajów UE określa się jako instytucje kredytowe.

²⁶ Zagadnienia nadzoru nad bankami w okresie zaborów i w okresie międzywojennym na podstawie: W. Morawski, *Nadzór bankowy w II Rzeczypospolitej*, NBP, Zakład Naukowo-Badawczy Bankowości i Pieniądza. Materiały i Studia, z. 28, Warszawa, styczeń 1992, s. 1–11.

rów obowiązywały zróżnicowane formy regulacyjne. Na ziemiach znajdujących się pod zaborem rosyjskim władze niechętnie odnosiły się do idei bankowości prywatnej, jednak dopuściły do jej funkcjonowania, bazując na systemie koncesji. Nadzór nad działalnością banków sprawowało Ministerstwo Finansów. W tym czasie obowiązywały banki pewne regulacje ostrożnościowe. W zaborze austriackim był rozwinięty system koncesjonowania banków. Koncesji udzielało Ministerstwo Skarbu. W Galicji wykształcił się model banku mieszanego zaangażowanego zarówno w kredyty długo-, jak i krótkoterminowe. Banki galicyjskie były słabe kapitałowo. W zaborze pruskim natomiast ustawodawstwo nie wymagało posiadania koncesji na prowadzenie działalności bankowej (wymagano jedynie rejestracji). Banki były zobowiązane do przestrzegania prawa handlowego i własnych statutów. Z przedstawionych powyżej charakterystyk można wywnioskować, że najbardziej restrykcyjny nadzór nad bankami istniał w zaborze rosyjskim. Po odzyskaniu niepodległości konieczne stało się scalenie trzech różniących się od siebie części sektora bankowego i wprowadzenie jednolitego systemu nadzorowania. W latach 1918–1924 rozszerzano stopniowo na cały kraj rozwiązania zbliżone do obowiązujących w zaborze rosyjskim. Banki działające w formie spółek akcyjnych działały na podstawie aktów prawnych regulujących funkcjonowanie spółek akcyjnych, nie podlegały zaś odrębnym przepisom prawa bankowego, które obejmowało domy bankowe i kantory wymiany. W 1924 roku podporządkowano jednak banki-spółki akcyjne nadzorowi, który sprawowało wtedy Ministerstwo Skarbu. Na okres przejściowy zachowano zasadę rejestracji, a nie koncesjonowania dla banków działających na terenach dawnego zaboru pruskiego. W przypadku gdy bank działający na tym terenie chciał rozszerzyć swoją działalność na inne obszary II Rzeczypospolitej, był zobowiązany starać się o koncesję. Zgodnie z ustawą o nadzorze nad przedsiębiorstwami bankowymi i kantorami wymiany z 1920 roku Minister Skarbu udzielał koncesji na działalność bankową, ustalał minimalne wymogi kapitałowe, sprawował nadzór nad wykonywaniem czynności bankowych (ustalał również koszty tego nadzoru i obciążał nimi banki). Rok 1924 był rokiem przełomowym dla ujednoczenia regulacji prawnych sektora bankowego. Uchwalono prawo bankowe, w którym utrzymano system koncesjonowania banków i wprowadzono dwa rozwiązania, które można uznać za dosyć nietypowe. Po pierwsze zróżnicowano wymogi kapitałowe w zależności od miejsca jego tworzenia, np. w Warszawie wymagano 2,5 mln zł, a we Lwowie 1,5 mln zł. Wprowadzono również samorządową koncepcję nadzoru bankowego. Banki miały utworzyć Związek Rewizyjny i samodzielnie sprawować nadzór. Przynależność do związku miała być dobrowolna, banki nie zrzeszone miały zaś podlegać nadzorowi Ministerstwa Skarbu. Do końca pierwszego półrocza 1925 roku nie utworzono jednak

Związku Rewizyjnego. W lipcu 1925 roku nastąpiło załamanie złotego i zdolności płatniczej rolnictwa, co postawiło banki w krytycznym położeniu (gwałtowny odpływ depozytów krajowych i stopniowe wycofywanie depozytów zagranicznych). Bank centralny (Bank Polski) mimo żądań ze strony banków nie uruchomił pomocy. We wrześniu 1925 roku rząd podjął decyzję o udzieleniu pomocy instytucjom kredytowym. Kryzys ten ujawnił słabość polskiej bankowości i wskazał na jej uzależnienie od pomocy państwa, a także na niemożliwość samorządowego kształtowania nadzoru bankowego. W 1928 roku wprowadzono nowe prawo bankowe, które było bardziej rygorystyczne od wprowadzonego w 1924 roku i zbliżało się przyjętymi rozwiązaniami do ustawodawstwa rosyjskiego. Stopniowo scalano system regulacyjny, jednak dalsze procesy zmian zostały przerwane przez działania wojenne.

Od początku okresu transformacji do 1998 roku nadzór był sprawowany przez Narodowy Bank Polski. Zadania nadzorcze realizował Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego, który podlegał bezpośrednio prezesowi NBP. Obecnie nadzór bankowy jest sprawowany przez Komisję Nadzoru Bankowego, która działa od 1998 roku na podstawie ustawy o Narodowym Banku Polskim i ustawy – Prawo bankowe z 29 sierpnia 1997 roku. KNB jest ciałem kolegialnym (złożonym z 10 osób, przewodniczącym Komisji jest Prezes NBP). Jej organem wykonawczym jest Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego, znajdujący się strukturach NBP.

Cele nadzoru nad bankami należy określić następująco:

- zapewnienie bezpieczeństwa środków pieniężnych zgromadzonych przez klientów w bankach,
- zapewnienie zgodności działalności banków z przepisami ustawowymi, statutem oraz decyzją o wydaniu zezwolenia na utworzenie banku.

Komisja Nadzoru Bankowego wydaje zezwolenie na utworzenie banku oraz na rozpoczęcie przezeń działalności, realizując tym samym wcześniej wspomnianą zasadę dopuszczania banków na rynek. Proces licencyjny jest dwuetapowy. Utworzenie banku może nastąpić, jeżeli zostało zapewnione odpowiednie wyposażenie w fundusze własne (minimalna wysokość kapitału założycielskiego wynosi równowartość 5 mln EUR i w maksymalnie 15% może być wniesione, jako wkład niepieniężny – wyposażenie i nieruchomości – o ile będą one wykorzystywane w działalności banku; nie może on pochodzić z kredytów, pożyczek bądź z nieudokumentowanych źródeł) i pomieszczenia posiadające stosowne zabezpieczenia techniczne, które pozwalają na zabezpieczenie wartości przechowywanych w banku. Założyciele banku muszą dawać rękojmię dla prowadzenia interesów banku w sposób zabezpieczający interesy jego klientów. Także osoby, które mają bankiem zarządzać, powinny legitymować się odpowiednim wykształceniem i do-

świadczeniem zawodowym. Niezbędne jest także przedstawienie planu działań na okres co najmniej 3 lat. Po otrzymaniu zezwolenia na utworzenie banku (zakończenie I etapu) rozpoczynają się prace polegające na przygotowaniu do rozpoczęcia działalności (II etap). Zarząd banku występuje do KNB z wnioskiem o wydanie zezwolenia na rozpoczęcie działalności, jeżeli bank jest już organizacyjnie i finansowo do niej przygotowany. Po otrzymaniu takiego zezwolenia bank może rozpocząć działalność i powinno to nastąpić w terminie 1 roku od wydania zezwolenia na utworzenie banku. Po tym terminie zezwolenia wygasają.

Po rozpoczęciu przez bank działalności władze nadzorcze sprawują nad nim kontrolę zarówno poprzez inspekcje na miejscu, jak i ocenę „zza biurka”. Ważnym elementem dla sprawowania nadzoru są regulacje ostrożnościowe, których zakres syntetycznie przedstawiono w tabeli 4.

Tabela 4. Podstawowe ilościowe regulacje ostrożnościowe w sektorze bankowym

| TYP REGULACJI | AKT PRAWNY | CEL REGULACJI |
|------------------------------------|---|---|
| Limity koncentracji wierzytelności | art. 71 prawa bankowego | zapewnienie dywersyfikacji portfela kredytowego; ograniczenie uzależnienia kondycji banku od kondycji pojedynczych kredytobiorców |
| Współczynnik wypłacalności | art. 128 prawa bankowego i uchwała KNB nr 5/2001 | zapewnienie odpowiedniego pokrycia ryzyka funduszami własnymi |
| Rezerwy (celowe i ogólne) | art. 130 prawa bankowego (ogólne) i rozporządzenie Ministra Finansów w sprawie zasad tworzenia rezerw na ryzyko związane z działalnością banków (celowe, grudzień 2003) | kompensacja (zrównoważenie) strat wynikających z posiadanych aktywów |

Źródło: opracowanie własne.

Wskazane w tabeli 4 regulacje ostrożnościowe ograniczają z perspektywy inwestora indywidualnego ryzyko wypłacalności, a limity koncentracji także ryzyko płynności. Ponadto banki na podstawie przepisów ustawowych (art. 8 prawa bankowego) są zobowiązane do utrzymywania płynności płatniczej.

Bardzo ważnym parametrem wykorzystywanym m.in. w powyższych regulacjach ostrożnościowych są fundusze własne, które składają się z funduszy podstawowych (kapitał zakładowy, zapasowy rezerwy, fundusz ogólnego ryzyka bankowego, niepodzielony zysk bądź niepokryta strata z lat ubiegłych, strata w trakcie zatwierdzania i strata bieżąca) i z funduszy uzupełniających (głównie pożyczki podporządkowane – do 50% funduszy podstawowych) oraz z pozycji pomniejszających (m.in. zaangażowanie kapitałowe w instytucje finansowe). Fundusze uzupełniające nie mogą przekraczać wartości funduszy podstawowych.

Regulacje ostrożnościowe obowiązujące w Polsce są wzorowane na dyrektywach UE²⁷, a głównie na:

- dyrektywie 93/6/EEC w sprawie adekwatności kapitału firm inwestycyjnych i instytucji kredytowych (tzw. CAD I, 98/31/EC – ważna nowelizacja – CAD II),
- dyrektywie 2000/12/EC w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe – dyrektywa „mega”.

Obecnie trwają w UE prace nad zmianą zasad szacowania wypłacalności, które są prowadzone równoległe z pracami Bazylejskiego Komitetu Nadzoru Bankowego²⁸. Efektem tych prac ma być Nowa Umowa Kapitałowa, która zmieni podejście do oceny adekwatności kapitałowej banków (także firm inwestycyjnych w krajach UE).

Jeżeli działalność banku budzi zastrzeżenia, wtedy podejmowane są działania interwencyjne, które można sklasyfikować następująco:

- wydawanie zaleceń i udzielanie upomnień oraz nakładanie kar pieniężnych, a w sytuacji, gdy jest to nieskuteczne, m.in. ograniczenie działalności banku bądź uchylenie zezwolenia na utworzenie banku i podjęcie decyzji o jego likwidacji;
- obligowanie banku do przygotowania programu postępowania naprawczego (m.in. w przypadku powstania straty) i akceptacja dla określonych w nim działań naprawczych;
- wprowadzenie zarządu komisarycznego przejmującego kompetencje organów banku, w przypadku gdy nie są one w stanie skutecznie przeprowadzić procesu naprawczego;
- podjęcie decyzji o przejściu banku przez inny bank bądź jego likwidacji, jeżeli straty przekraczają połowę funduszy własnych, a bank nie podjął w określonym terminie działań mających na celu ich pokrycie.

Jeżeli aktywa banku nie wystarczają na zaspokojenie jego zobowiązań, stanowi to podstawę do zawieszenia przez KNB działalności banku (od tego momentu bank nie może zawierać nowych umów, nie reguluje swoich zobowiązań z pewnymi zastrzeżeniami)²⁹. Decyzji o za-

²⁷ Ważna jest także dyrektywa 2002/87/EC w sprawie dodatkowego nadzoru nad instytucjami kredytowymi, ubezpieczoniami i firmami inwestycyjnymi działającymi w konglomeracie finansowym, ale nie weszła ona jeszcze do polskich regulacji.

²⁸ Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego powstał w 1974 roku (niedługo po upadku niemieckiego Banku Herstatt) przy Banku Rozrachunków Międzynarodowych (BIS – Bank for International Settlements). W skład Komitetu wchodzi przedstawiciele następujących państw: Belgii, Francji, Holandii, Japonii, Kanady, Luksemburga, Niemiec, Szwajcarii, Szwecji, Wielkiej Brytanii oraz USA.

²⁹ Przepisy dotyczące procedury upadłościowej są zawarte w ustawie – Prawo upadłościowe i naprawcze z 28 lutego 2003 roku. W ustawie tej odrębnie potraktowano banki i zakłady ubezpieczeń.

wieszeniu działalności banku towarzyszy albo decyzja o przejęciu banku przez inny bank, za jego zgodą, albo wniosek o ogłoszenie upadłości skierowany do właściwego sądu wojewódzkiego. Od momentu ogłoszenia upadłości kończy się pośrednia ochrona inwestora indywidualnego, a rozpoczyna się ochrona bezpośrednia zapewniana przez Bankowy Fundusz Gwarancyjny.

W przypadku oddziałów instytucji kredytowych Komisja Nadzoru Bankowego także może zastosować określone sankcje, jeżeli oddział instytucji kredytowej nie przestrzega przepisów prawa polskiego. Zakres sankcji jest dosyć szeroki: od wezwania do przestrzegania przepisów, poprzez nałożenie kar pieniężnych, po ograniczenie zakresu działalności.

Bankowy Fundusz Gwarancyjny chroni interesy deponenta zarówno w sposób bezpośredni (działalność gwarancyjna), jak i pośredni poprzez udzielanie wsparcia finansowego bankom, które znalazły się w sytuacji niebezpieczeństwa niewypłacalności, ale ich sanacja jest jeszcze możliwa i ekonomicznie zasadna (działalność pomocowa). Działalność funduszu jest finansowana ze składek banków (występują dwa rodzaje składek w zależności od rodzaju działalności), przy czym w składce na działalność pomocową partycypuje Narodowy Bank Polski (50%). BFG działa od 1995 roku na podstawie ustawy o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym z 14 grudnia 1994 roku. Ustawa ta weszła w życie w lutym 1995 roku. Od początku okresu transformacji do 1995 roku nie było w Polsce jednolitego systemu gwarantowania depozytów:

- od 1989 roku do 1994 roku istniał system dualny – Skarb Państwa wziął na siebie odpowiedzialność za wkłady oszczędnościowe złożone w bankach państwowych i tych, które powstały przed 1989 rokiem (odpowiednie zapisy w prawie bankowym z 1989 roku), pozostałe banki nie były zaś objęte gwarancjami, co było postrzegane jako naruszenie warunków równej konkurencji;
- w 1994 roku zaczął istnieć system prowizoryczny – Sejm upoważnił NBP do gwarantowania oszczędności ludności w 100% do równowartości złotowej 1000 ECU i 90% od 1001 do 3000 ECU.

Podobnie jak regulacje ostrożnościowe, rozwiązania w zakresie systemu gwarantowania depozytów są zbieżne z dyrektywami UE. W dyrektywie 94/19/EEC w sprawie gwarantowania depozytów przyjęto, że:

- gwarancjami są objęte depozyty imienne; określona grupa deponentów może być wyłączona z gwarancji (m.in. instytucje finansowe, rząd, dyrektorzy i menedżerowie, właściciele co najmniej 5% akcji);
- minimalny poziom gwarancji wynosi 20 000 EUR z przynajmniej 90% pokryciem w odniesieniu do deponenta;

- każda instytucja kredytowa powinna być członkiem systemu gwarantowania depozytów działającego w danym kraju. W określonych przypadkach instytucja kredytowa może zostać wykluczona z systemu;
- system gwarantowania depozytów powinien być w stanie uregulować swoje zobowiązania wobec deponentów w okresie 3 miesięcy od stwierdzenia niedostępności wkładu, z możliwością dwukrotnego przedłużenia o kolejne 3 miesiące w sytuacjach szczególnych;
- banki powinny udostępniać obecnym i przyszłym deponentom informacje na temat systemu gwarantowania depozytów, którego są członkami.

Polski system gwarantowania depozytów jest systemem obowiązkowym, tj. każdy bank działający w Polsce musi być jego członkiem, i solidarnościowym, tj. banki opłacają składki, a w przypadku wystąpienia kłopotów środki te są odpowiednio wykorzystywane. Środki pozyskane przez BFG są inwestowane w bezpieczne aktywa.

Po przystąpieniu Polski do UE oddziały instytucji kredytowych, o których wspomniano wcześniej, nie będą zobligowane do uczestnictwa w systemie, chyba że wysokość gwarancji depozytów w kraju pochodzenia jest mniejsza niż w Polsce (22 500 EUR). Wtedy oddział instytucji kredytowej musiałby dodatkowo „ubezpieczać” depozyty. Interesy deponentów będą chronione przez instytucję gwarantującą depozyty z kraju pochodzenia oddziału instytucji kredytowej.

Zgodnie z rozwiązaniami przyjętymi w ustawie o BFG deponentem, czyli podmiotem, którego interesy chroni system gwarantowania depozytów, jest osoba fizyczna, osoba prawna, jednostka organizacyjna nie mająca osobowości prawnej, o ile posiada zdolność prawną, oraz szkolne kasy oszczędnościowe i pracownicze kasy zapomogowo-pożyczkowe, z wyłączeniem: Skarbu Państwa, banków, biur i domów maklerskich, ubezpieczycieli, NIF, funduszy inwestycyjnych i emerytalnych, jednostek organizacyjnych, które nie są uprawnione do sporządzania uproszczonego bilansu oraz rachunku zysków i strat, akcjonariuszy (co najmniej 5%) oraz ich podmiotów dominujących bądź zależnych, członków zarządu i rady nadzorczej, osób pełniących w danym banku funkcje zarządcze.

Gwarancjami są objęte środki pieniężne zgromadzone na rachunku w banku przez deponenta na rachunkach imiennych oraz jego należności wynikające z innych czynności bankowych, w walucie polskiej lub walutach obcych na dzień zawieszenia działalności banku, potwierdzone wystawionymi przez ten bank dokumentami imiennymi, powiększone o odsetki należne do dnia upadłości banku. Kwota gwarancji jest limitowana: środki do równowartości 1000 EUR są gwarantowane w 100%, w kwocie zaś od 1000 do 22 500 EUR w 90%.

4. BEZPIECZEŃSTWO NA RYNKU PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

W przeciwieństwie do rynku bankowego, rynek papierów wartościowych odrodził się po długiej przerwie na początku okresu transformacji. Na rynku papierów wartościowych, podobnie jak bankowym, funkcjonują dwie instytucje sieci bezpieczeństwa: Komisja Papierów Wartościowych i Giełd (licencjodawca i nadzorca) oraz Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych prowadzący system rekompensat dla inwestorów. KPWiG powstała w 1991 roku, KDPW zaś stał się samodzielną instytucją w 1994 roku (do tego czasu był działem Giełdy Papierów Wartościowych). System rekompensat dla inwestorów został utworzony jednak później i zaczął funkcjonować od 2001 roku. Funkcjonowanie tych instytucji i systemu rekompensat jest regulowane w ustawie o publicznym obrocie papierami wartościowymi z 21 sierpnia 1997 roku.

Jako zasadnicze zadania KPWiG należy wskazać:

- sprawowanie nadzoru nad przestrzeganiem reguł uczciwego obrotu i konkurencji w zakresie publicznego obrotu oraz nad zapewnieniem powszechnego dostępu do rzetelnych informacji na rynku papierów wartościowych,
- inspirowanie, organizowanie i podejmowanie działań zapewniających sprawne funkcjonowanie rynku papierów wartościowych oraz ochronę inwestorów.

Z perspektywy bezpieczeństwa inwestora indywidualnego samodzielnie dokonującego inwestycji – obok redukcji ryzyka wypłacalności i płynności pośrednika finansowego – ważna jest przejrzystość informacji, która redukuje asymetrię informacyjną, ograniczenie możliwości nielegalnego wykorzystywania informacji poufnych (*insider trading*) oraz wiarygodność emitentów papierów wartościowych. Dwa pierwsze czynniki wpływają na cenę papierów wartościowych, *insider trading* zaś zaburza równość w dostępie do informacji. Wiarygodność emitenta jest z kolei weryfikowana przy dopuszczaniu papierów wartościowych do publicznego obrotu, co leży w zakresie kompetencji KPWiG.

Oprócz dopuszczania papierów wartościowych do publicznego obrotu KPWiG licencjonuje podmioty (domy) maklerskie, które prowadzą działalność polegającą m.in. na pośredniczeniu w obrocie papierami wartościowymi, oferowaniu papierów wartościowych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej (IPO – *initial public offering*), prowadzeniu rachunków papierów wartościowych oraz rachunków pieniężnych służących do ich obsługi, zarządzaniu cudzym pakietem papierów wartościowych na zlecenie (także *asset management*), prowadzeniu doradztwa inwestycyjnego, a także prowadzeniu obsługi towarzystw

funduszy inwestycyjnych, funduszy inwestycyjnych, towarzystw emerytalnych i funduszy emerytalnych. Pośrednictwo w obrocie papierami wartościowymi, zarządzanie i doradztwo mogą dotyczyć również papierów wartościowych będących w obrocie regulowanym (dla dwóch ostatnich czynności tylko w krajach OECD).

W procesie licencyjnym podmiot chcący prowadzić działalność maklerską składa do Komisji wniosek, o ustawowo określonym zakresie, w którym prezentuje m.in. informacje na temat składu organów spółki oraz akcjonariuszy³⁰, planowanego zakresu i planu działalności na 3 lata, informacje o wysokości kapitału własnego wraz ze wskazaniem źródeł jego pochodzenia, a także informacje o wysokości środków własnych przeznaczonych na prowadzenie działalności maklerskiej³¹. Do wniosku załączany jest m.in. regulamin ochrony przepływu informacji poufnych (tzw. chińskie mury). Zebranie i analiza powyższych informacji pozwala na ocenę wiarygodności przyszłego pośrednika finansowego i sprawdzenie, czy będzie on w stanie prowadzić interesy klientów w sposób należyty. Jeżeli ocena dokonana przez KPWiG jest pozytywna, wtedy podmiot otrzymuje licencję i powinien rozpocząć działalność w terminie określonym w zezwoleniu. W ustawie o publicznym obrocie określono także zakres czynności, które może wykonywać podmiot maklerski bez posiadania zezwolenia KPWiG.

Należy dodać, że podmioty maklerskie mają obowiązek zatrudniania określonej liczby licencjonowanych maklerów i doradców, stosownie do zakresu prowadzonej działalności. Maklerów i doradców także licencjonuje KPWiG.

Podobnie jak w bankach, ważną rolę odgrywają kapitały własne. Minimalna wysokość środków własnych jest zróżnicowana stosownie do zakresu działalności biura maklerskiego. Zasadniczo nie powinna być niższa niż 2 mln PLN, przy czym w przypadku prowadzenia aktywnej działalności dilerskiej na własny rachunek minimalna wysokość środków własnych wynosi 4 mln PLN. Z kolei jest ona znacznie niższa w przypadku prowadzenia tylko działalności doradczej i wynosi 250 000 PLN. Funkcjonuje również pojęcie nadzorowanych kapitałów, które można porównać z pojęciem fundusze własne w przypadku banków. Informacje o podstawowych regulacjach ostrożnościowych na rynku papierów wartościowych zamieszczono w tabeli 5.

³⁰ W trakcie prowadzenia już działalności maklerskiej, Komisja może zakazać – na okres nie dłuższy niż 2 lata – wykonywania prawa głosu akcjonariuszowi lub akcjonariuszom posiadającym co najmniej 5% głosów, jeżeli ich wpływ spowodowałby, że działalność maklerska byłaby prowadzona w sposób nienależyty.

³¹ W przypadku domu maklerskiego (spółka akcyjna) środki własne to w pełni opłacony kapitał zakładowy, w przypadku banku prowadzącego działalność maklerską są to zaś środki wydzielone z funduszy własnych banku.

Analiza zakresu tych regulacji skłania w przypadku domów maklerskich do podobnych wniosków jak w przypadku banków. Regulator dąży w nich do ograniczenia ryzyka wypłacalności i płynności domu maklerskiego, co wpływa na bezpieczeństwo inwestora indywidualnego. Warto dodać, że od 1 stycznia 2004 roku domy maklerskie także wyliczają współczynnik wypłacalności w sposób zbliżony do stosowanego przez banki.

Tabela 5. Podstawowe ilościowe regulacje ostrożnościowe na rynku papierów wartościowych*

| TYP REGULACJI | ZAKRES ZASTOSOWANIA | AKT PRAWNY | CEL REGULACJI |
|---|----------------------|---|---|
| Wskaźniki ostrożnościowe (współczynnik wypłacalności, stopa zabezpieczenia, bieżący poziom zaangażowania) | dom maklerski | rozporządzenie Rady Ministrów (maj 2003)* | ograniczenie ryzyka utraty wypłacalności i płynności domu maklerskiego |
| Limit koncentracji zaangażowania | dom maklerski | rozporządzenie Rady Ministrów (maj 2003) | zapewnienie dywersyfikacji portfela obciążonego ryzykiem podmiotu lub podmiotów powiązanych |
| Struktura aktywów i zobowiązań | TFI | art. 46 ustawy o funduszach inwestycyjnych | ograniczenie zakresu inwestycji i wysokości pozyskiwanych środków w formie pożyczki bądź emisji obligacji, co implikuje jego wypłacalność |
| Zakres i koncentracja inwestycji | fundusz inwestycyjny | art. 70-73, 77, 81 (otwarty); art. 98-98a, 102 (zamknięty) ustawy o funduszach inwestycyjnych | dywersyfikacja ryzyka inwestycyjnego |
| Limit na wykonywanie prawa głosu | fundusz inwestycyjny | art. 75 (otwarty) ustawy o funduszach inwestycyjnych | redukcja konfliktu interesów |
| Struktura zobowiązań | fundusz inwestycyjny | art. 78 (otwarty), art. 99 (zamknięty) ustawy o funduszach inwestycyjnych | ograniczenie ryzyka utraty wypłacalności |

Źródło: opracowanie własne.

KPWiG sprawuje nadzór nad domami maklerskimi, TFI i funduszami inwestycyjnymi w formie inspekcji na miejscu i zza biurka.

Jeżeli dom maklerski narusza przepisy prawa, nie przestrzega zasad uczciwego obrotu, narusza interesy zleceniodawcy, przez okres co najmniej 6 miesięcy nie prowadził działalności objętej zezwoleniem lub też otrzymał zezwolenie na podstawie fałszywych oświadczeń lub dokumentów zaświadczających nieprawdę, KPWiG może zastosować wzglę-

* Rozporządzenie weszło w życie z dniem 1 stycznia 2004 roku. Jego rozwiązania są zbieżne z dyrektywą CAD.

dem niego określone sankcje, łącznie z cofnięciem zezwolenia na prowadzenie działalności.

Od chwili wejścia do UE działalność maklerską na polskim rynku będzie mógł także prowadzić podmiot, który posiada licencję wydaną w państwie członkowskim UE w zakresie zgodnym z zezwoleniem, jakie uzyskał w kraju pochodzenia. W tym celu konieczne jest powiadomienie KPWiG na co najmniej 3 miesiące przed rozpoczęciem działalności oraz dostosowanie technicznych i organizacyjnych warunków prowadzenia tej działalności stosownie do wymogów prawa polskiego. Podmiot ten podlega nadzorowi kraju pochodzenia, jednak w przypadku stwierdzenia, że narusza on przepisy prawa, interesy zleceniodawców lub zasady uczciwego obrotu obowiązujące w Polsce, Komisja nakazuje zaprzestanie tych naruszeń, wyznaczając termin ich usunięcia. Jeżeli to nie nastąpi, Komisja może, po upływie miesiąca od poinformowania organu nadzoru z kraju macierzystego, zastosować określone sankcje, łącznie z zakazem wykonywania działalności maklerskiej na terytorium RP.

Korzystając z usług domu maklerskiego inwestor indywidualny samodzielnie podejmuje decyzje inwestycyjne. Inną formą dokonywania inwestycji może być zakup jednostek uczestnictwa (fundusze otwarte) bądź certyfikatów inwestycyjnych (fundusze zamknięte i mieszane). Zasady tworzenia towarzystw funduszy inwestycyjnych (TFI) oraz funduszy inwestycyjnych zostały określone w ustawie o funduszach inwestycyjnych z 28 sierpnia 1997 roku. KPWiG pełni funkcję organu licencyjnego i nadzorującego działalność TFI. Etapy procesu licencyjnego dla towarzystw funduszy inwestycyjnych (tylko w formie spółki akcyjnej) są zbliżone do tych opisanych dla podmiotów maklerskich, przy czym dodatkowo konieczne jest uzyskiwanie zgody na utworzenie funduszu inwestycyjnego danego typu. Towarzystwo funduszy inwestycyjnych może prowadzić różne rodzaje funduszy (otwarte, zamknięte, mieszane, specjalistyczne otwarte i specjalistyczne zamknięte) o zróżnicowanym profilu ryzyka (np. rynku pieniężnego, zrównoważone, agresywne).

Zarówno dla funduszy inwestycyjnych, jak i prowadzących je towarzystw funduszy inwestycyjnych określono minimalne wymagania kapitałowe. Kapitał zakładowy TFI nie może być niższy niż 3 mln PLN, przy czym do kwoty tej dolicza się po 1 mln PLN za każdy zarządzany fundusz. TFI ma obowiązek utrzymywania kapitałów własnych na poziomie nie niższym niż 50% minimalnej wielkości kapitału zakładowego. W przypadku obniżenia kapitałów własnych TFI niezwłocznie zawiadamia o tym KPWiG i ma 3 miesiące na podniesienie ich wartości. W przypadku niespełnienia tych wymogów Komisja może wycofać zezwolenie.

Poza wysokością kapitałów własnych, TFI i zarządzane przez nie fundusze inwestycyjne, obowiązują regulacje dotyczące dywersyfikacji

ryzyka i kształtowania struktury zobowiązań, co wpływa na wypłacalność i w określonych przypadkach na płynność. Konstrukcja tych regulacji różni się od regulacji dla rynku bankowego, ze względu na inną specyfikę obu tych segmentów, lecz cel przyświecający ich wprowadzaniu i egzekwowaniu ich przestrzegania jest taki sam – ograniczenie ryzyka wypłacalności i płynności pośredników finansowych.

Przy wprowadzaniu funduszu na rynek istnieje obowiązek przygotowania i opublikowania prospektu informacyjnego, który stanowi dla inwestora podstawę do oceny potencjalnej inwestycji. Informacje o funduszu inwestycyjnym publikowane przez towarzystwo, w tym informacje reklamowe, powinny rzetelnie przedstawiać sytuację finansową funduszu oraz ryzyko związane z uczestnictwem w nim.

Po wejściu do Unii Europejskiej zagraniczne fundusze będą mogły sprzedawać jednostki uczestnictwa po upływie dwu miesięcy od poinformowania KPWiG o takim zamiarze. Nadzór nad tym funduszem będzie sprawował organ kraju macierzystego. W przypadku naruszenia przepisów prawa lub zasad uczciwego obrotu przy zbywaniu tytułów uczestnictwa emitowanych przez fundusz zagraniczny na terytorium RP Komisja może m.in. zakazać dalszego ich zbywania.

W Unii Europejskiej trwają prace nad zmianą dyrektywy 93/22/EEC dotyczącej usług inwestycyjnych na rynku papierów wartościowych³². M.in. w związku z tym w Polsce także przygotowywane są nowe regulacje dla rynku papierów wartościowych.

Bezpośrednią ochronę interesów inwestora na rynku papierów wartościowych zapewnia system rekompensat, który zaczął funkcjonować po blisko 10 latach od powstania giełdy papierów wartościowych w Warszawie. System ten zapewnia wypłatę środków w przypadku upadłości domu maklerskiego lub banku prowadzącego wydzieloną działalność maklerską, przy czym w przypadku banków rekompensata obejmuje tylko papiery wartościowe. Zakres inwestorów objętych systemem rekompensat jest podobny do listy deponentów banków objętych gwarancjami. System ten jest obowiązkowy i opłacany ze składek podmiotów prowadzących działalność maklerską, a pozyskane środki są inwestowane w bezpieczne aktywa. Wysokość rekompensat jest limitowana. Zabezpieczenie wypłaty środków inwestorom obejmuje 100% kwoty do wysokości 3000 EUR oraz 90% kwoty nadwyżki ponad 3000 EUR. Górna granica gwarancji – obecnie 7000 EUR – ulegać będzie stopniowemu podwyższaniu, według następującego harmonogramu:

- do równowartości w złotych 11 000 EUR – od dnia 1 stycznia 2005 r.,
- do równowartości w złotych 15 000 EUR – od dnia 1 stycznia 2006 r.,

³² Ponadto obowiązuje dyrektywa 85/611/EEC w sprawie podmiotów zbiorowego inwestowania (UCITS).

- do równowartości w złotych 19 000 EUR – od dnia 1 stycznia 2007 r.,
- do równowartości w złotych 22 000 EUR – od dnia 1 stycznia 2008 r.

Rozwiązania obowiązujące w Polsce są z większości zgodne z dyrektywą 97/9/EC w sprawie systemu rekompensat dla inwestorów, przy czym w polskich regulacjach brakuje zapisu o obowiązku informowania inwestorów o zasadach działania systemu. Dodatkowo do 2008 roku niższa niż wymagana jest wysokość gwarancji (20 000 EUR).

5. BEZPIECZEŃSTWO NA RYNKU UBEZPIECZENIOWYM

W zakresie bezpieczeństwa na rynku ubezpieczeniowym omówione zostaną jedynie wybrane aspekty, z uwzględnieniem ubezpieczeń na życie (dział I). Od 1 stycznia 2004 roku wszedł w życie pakiet ustaw ubezpieczeniowych³³, które są zbieżne z rozwiązaniami zapisanymi w dyrektywach UE³⁴.

Nadzór nad działalnością ubezpieczycieli sprawuje Komisja Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych (KNUiFE), która została powołana do życia z dniem 1 kwietnia 2002 roku, przejmując kompetencje Państwowego Urzędu Nadzoru Ubezpieczeń (PUNU) i Urzędu Nadzoru nad Funduszami Emerytalnymi (UNFE).

Krajowe zakłady ubezpieczeń są licencjonowane przez KNUiFE i nie mogą łączyć działalności związanej z ubezpieczeniami na życie (dział I) z pozostałymi ubezpieczeniami osobowymi i majątkowymi (dział II). Wniosek o wydanie zezwolenia na prowadzenie działalności ubezpieczeniowej oraz towarzyszące mu dokumenty zawierają m.in. informacje o wysokości kapitału, założycielach, składzie organów zakładu ubezpieczeń, aktuariuszu oraz plan działań na najbliższe 3 lata. W odniesieniu do bazy kapitałowej określono, że kapitał zakładowy nie może być niższy niż najwyższa wysokość minimalnego kapitału gwarancyjnego i musi być pokryty wkładem pieniężnym nie pochodzącym z kredytu lub pożyczki. Po otrzymaniu zezwolenia zakład ubezpieczeń ma 12 miesięcy na rozpoczęcie działalności.

Podobnie jak poprzednio opisywane organa nadzorcze KNUiFE, sprawuje nadzór poprzez inspekcje na miejscu i nadzór analityczny. W tabeli 6 zamieszczono informacje o podstawowych regulacjach ostrożnościowych, którym podlegają zakłady ubezpieczeń.

³³ Ustawy z 22 maja 2003 roku o: działalności ubezpieczeniowej; ubezpieczeniach obowiązkowych, Ubezpieczeniowym Funduszu Gwarancyjnym i Polskim Biurze Ubezpieczycieli Komunikacyjnych; pośrednictwie ubezpieczeniowym.

³⁴ Dla ubezpieczeń życiowych dyrektywa 2002/82/EC z 5 listopada 2002 roku w sprawie ubezpieczeń życiowych.

Tabela 6. Podstawowe ilościowe regulacje ostrożnościowe w sektorze ubezpieczeniowym

| TYP REGULACJI | AKT PRAWNY | CEL REGULACJI |
|---|--|---|
| Margines wypłacalności i kapitał gwarancyjny | rozporządzenie Ministra Finansów (listopad 2003) | zapewnienie odpowiedniego pokrycia ryzyka kapitałem (wypłacalność) |
| Rezerwy techniczno-ubezpieczeniowe i aktywa stanowiące ich pokrycie | art. 151 i 154 ustawy o działalności ubezpieczeniowej (maj 2003) | zabezpieczenie pokrycia bieżących i przyszłych zobowiązań, jakie mogą wyniknąć z zawartych umów ubezpieczenia |
| Struktura aktywów stanowiących pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych | art. 155 ustawy o działalności ubezpieczeniowej (maj 2003) | dywersyfikacja ryzyka inwestycyjnego i zapewnienie płynności portfela |

Źródło: opracowanie własne.

Regulacje ostrożnościowe dla sektora ubezpieczeń, przedstawione w powyższej tabeli, mają na celu zminimalizowanie ryzyka wypłacalności i płynności pośrednika finansowego. Ważnym parametrem dla oceny zakładów ubezpieczeń są środki własne, które oprócz w pełni opłaconego kapitału zakładowego obejmują kapitał zapasowy i rezerwowy, zyski/straty z lat ubiegłych i bieżące oraz za zgodą KNUiFE m.in. ukryte rezerwy i pożyczki podporządkowane. Jak widać, pojęcie „środki własne” jest zbliżone do wyznaczanych w przypadku banków funduszy własnych. Zakład ubezpieczeń powinien posiadać środki własne w wysokości nie niższej niż margines wypłacalności i nie niższej niż minimalna wysokość kapitału gwarancyjnego, którą dla zakładów ubezpieczeń na życie ustalono na poziomie 3 mln EUR (75% kwoty dla podmiotów działających jako towarzystwo ubezpieczeń wzajemnych)³⁵.

W ramach sprawowania nadzoru KNUiFE może wydawać zalecenia w stosunku do zakładu ubezpieczeń w celu:

- zapewnienia zgodności działalności zakładu ubezpieczeń z przepisami prawa, statutu lub planem działalności;
- zapewnienia trwałej zdolności zakładu ubezpieczeń do wykonywania zobowiązań;
- zapobieżenia naruszaniu interesów ubezpieczających, ubezpieczonych, uposażonych lub uprawnionych z umów ubezpieczenia.

W sytuacji gdy zakład ubezpieczeń nie zastosuje się do zaleceń Komisji, może ona w drodze decyzji zobowiązać zakład do wykonania zaleceń. Jeżeli jednak ubezpieczyciel nie wykona w wyznaczonym terminie powyższej decyzji, Komisja może nałożyć kary finansowe bądź

³⁵ Kwoty takie określono w rozporządzeniu Ministra Finansów z listopada 2003 roku, jednak zakłady ubezpieczeń, które otrzymały zezwolenie na prowadzenie działalności przed 1 stycznia 2004 roku, mogą obliczać do końca 2006 roku margines wypłacalności oraz kapitał gwarancyjny według „starych” zasad.

zawieszać i występować o odwołanie członków zarządu. Podobne sankcje mogą być zastosowane w przypadku, gdy zakład ubezpieczeń wykonuje działalność z naruszeniem przepisów prawa, statutu, zawartych umów ubezpieczenia lub planu działalności bądź nie udziela informacji lub wyjaśnień. Ostateczną formą sankcji jest cofnięcie zezwolenia na prowadzenie działalności, co następuje, gdy ubezpieczyciel nadal wykonuje działalność z naruszeniem prawa, statutu, planu działalności lub nie zapewnia zdolności zakładu ubezpieczeń do wykonywania zobowiązań. W przypadku cofnięcia zezwolenia na wykonywanie działalności ubezpieczeniowej w zakresie jednej lub więcej grup ubezpieczeń, organ nadzoru może ograniczyć lub zakazać krajowemu zakładowi ubezpieczeń swobodnego rozporządzania jego aktywami oraz zaciągania zobowiązań lub przekazać zarząd majątkiem zakładu ubezpieczeń wyznaczonej osobie, która przejmuje kompetencje organów zakładu ubezpieczeń. W przypadku cofnięcia zezwolenia na wykonywanie działalności ubezpieczeniowej ubezpieczyciel nie może zawierać nowych umów, przedłużać już istniejących i podwyższać sumy ubezpieczeń w umowach już zawartych.

Od chwili przystąpienia Polski do UE, podobnie jak w przypadku banków i instytucji działających na rynku papierów wartościowych, bez konieczności uzyskiwania zezwolenia, działalność ubezpieczeniową może prowadzić zagraniczny zakład ubezpieczeń z kraju członkowskiego UE, jeżeli uzyskał odpowiednie zezwolenie na wykonywanie tej działalności w państwie, w którym ma swoją siedzibę. Niezbędna jest przy tym wymiana informacji pomiędzy nadzorcami. W przypadku stwierdzenia, że w trakcie swojej działalności oddział ubezpieczyciela z kraju UE narusza przepisy, KNUiFE podejmuje działania interwencyjne, które w przypadku braku skuteczności, mogą zakończyć się zakazem wykonywania działalności ubezpieczeniowej na terytorium RP.

Ostatnią instytucją sieci bezpieczeństwa jest Ubezpieczeniowy Fundusz Gwarancyjny, który powstał w 1990 roku na podstawie ustawy o działalności ubezpieczeniowej. Od 1996 roku zakres jego działalności została rozszerzona o kompetencje wcześniej przypisane Funduszowi Ochrony Ubezpieczonych. Obecnie UFG zaspokaja roszczenia wynikające z ubezpieczeń obowiązkowych, jeżeli strona winna powstania szkody nie posiadała takiego ubezpieczenia bądź nie ustalono jej tożsamości (zabezpieczenie dla strony poszkodowanej), a także zaspokaja roszczenia w przypadku upadłości zakładu ubezpieczeń na określonych zasadach z tytułu ubezpieczeń obowiązkowych oraz ubezpieczeń na życie w wysokości 50% wierzytelności, do kwoty nie większej niż równoważność w złotych 30 tys. EUR. Fundusz może także chronić interesy ubezpieczonych w sposób pośredni udzielając zwrotnej pomocy finansowej

zakładowi przejmującemu portfel ubezpieczeń obowiązkowych z zastosowaniem zasady niższego kosztu³⁶.

6. PODSUMOWANIE

W niniejszym opracowaniu przedstawiono najważniejsze kwestie związane z kształtowaniem bezpieczeństwa na rynku finansowym, ze szczególnym uwzględnieniem bezpieczeństwa inwestorów indywidualnych. Jest ono ważne nie tylko z perspektywy każdej osoby inwestującej środki na rynku finansowym, ale także ze względów systemowych. Zaufanie inwestorów indywidualnych do rynku umożliwia mobilizację oszczędności i finansowanie dzięki nim inwestycji. Ochrona inwestora indywidualnego ma charakter pośredni – licencjonowanie pośredników finansowych, nadzór nad ich działalnością, podejmowanie działań interwencyjnych i bezpośredni – wypłata środków w przypadku upadłości pośrednika finansowego. Trudno wyobrazić sobie funkcjonowanie rynku finansowego bez sieci bezpieczeństwa i, mimo głosów polemicznych odnoszących się do potrzeby jej istnienia, należy stwierdzić, że jest ona i będzie niezbędnym elementem systemu finansowego.

Rada, by nie wkładać wszystkich jajek do jednego koszyka, jest także ważna z perspektywy bezpieczeństwa inwestorów indywidualnych na rynku finansowym. Jak widać z prowadzonych rozważań, w ramach sieci bezpieczeństwa stworzono mechanizmy chroniące interesy klientów, ale należy pamiętać o tym, że w przypadku upadłości pośrednika finansowego wysokość gwarancji jest limitowana. Inwestor powinien mieć tego świadomość przy podejmowaniu decyzji o kształtowaniu swoich inwestycji. Na szczęście upadłości w sektorze finansowym w Polsce są od dłuższego czasu nieliczne. Władze nadzorcze w wielu krajach oraz międzynarodowe instytucje finansowe prowadziły prace nad opracowaniem systemów wczesnego ostrzegania³⁷, mających na celu przewidywanie upadłości banków bądź możliwości wystąpienia kryzysu bankowego lub finansowego, co powinno umożliwiać wczesną interwencję i po-

³⁶ Wysokość pomocy nie może być wyższa niż wysokości rezerw techniczno-ubezpieczeniowych, wynikających z przejmowanego portfela ubezpieczeń, i która może być przeznaczona przez zakład ubezpieczeń tylko na zaspokojenie interesów uprawnionych z umów ubezpieczeń przejmowanego portfela.

³⁷ Jedne z pierwszych publikacji na ten temat w polskiej literaturze przedstawili: R. Bartkowiak, M. Iwanicz-Drozdowska, W. Królak, I. Sowińska, *Kryteria i metody oceny zagrożenia wypłacalności banku. Wnioski z doświadczeń Bankowego Funduszu Gwarancyjnego dla budowy systemu wczesnego ostrzegania* oraz R. Szewczyk, *Kryteria i metody analizy zagrożenia wypłacalności banku – wnioski dla budowy systemu wczesnego ostrzegania*, Bezpieczny Bank 1997, nr 1.

zwalać na uniknięcie problemów na większą skalę. Nie wszystko jednak da się przewidzieć. Należy także pamiętać, że „...kapitalizm bez bankructwa jest jak chrześcijaństwo bez piekła” (F. Borman). Wiele w tym przypadku zależy od koniunktury gospodarczej, jednakże osłabienie w kilku ostatnich latach tempa wzrostu gospodarczego nie nasiliło upadłości w tym sektorze, co świadczy o stabilności sytuacji pośredników finansowych w Polsce³⁸.

³⁸ Szerzej na temat koniunktury patrz: K. Piech, S. Pangsy-Kania (red.), *Diagnozowanie koniunktury gospodarczej w Polsce*, Dom Wydawniczy Elipsa, Warszawa 2003; cyt. za: ibidem.

MIROSLAW KACHNIEWSKI

NOWE DYREKTYWY UNII EUROPEJSKIEJ
A OCHRONA DROBNYCH INWESTORÓW

I. WPROWADZENIE

Niniejsze opracowanie przedstawia prace nad regulacjami UE dotyczącymi rynku kapitałowego w kontekście ochrony drobnych inwestorów. Poniżej ukazana została nowa formuła opracowywania regulacji odnoszących się do rynku papierów wartościowych, a także najnowsze regulacje oraz plany regulacji w tej dziedzinie. Ponadto przedstawione zostały najważniejsze z punktu widzenia ochrony inwestorów przepisy dyrektywy o przeciwdziałaniu nadużyciom rynkowym (2003/6/EC), dyrektywy o prospekcie (2003/71/EC), projektu dyrektywy o obowiązkach informacyjnych oraz dyrektywy regulującej kwestie przejść.

2. FINANCIAL SERVICES ACTION PLAN
A OCHRONA INWESTORÓW

Zmiany zachodzące na rynkach finansowych i związana z tym konieczność zmiany regulacji były przyczynami, dla których w połowie 1998 roku Rada Europejska „zachęciła” Komisję Europejską (KE) do podjęcia działań mających na celu „ulepszenie wspólnego rynku usług finansowych”¹. W odpowiedzi KE opublikowała Komunikat wskazujący potrzebę pilnych działań koniecznych dla realizacji tego celu, a mianowicie:

¹ *Presidency Conclusions from Cardiff European Council (15/16 June 1998)*, <http://ue.eu.int/newsroom/LoadDoc.asp?BID=76&DID=54315&from=&LANG=1>, s. 9.

- 1) wyposażenia UE w aparat legislacyjny zdolny do zmierzenia się z nowymi wyzwaniem regulacyjnymi,
- 2) zlikwidowania fragmentacji rynków kapitałowych w celu redukcji kosztów pozyskiwania kapitału,
- 3) ułatwienia dostępu do możliwości oferowanych przez wspólny rynek finansowy przy zachowaniu ochrony konsumenta,
- 4) zwiększenia koordynacji działań instytucji nadzorczych,
- 5) zbudowania zintegrowanej infrastruktury UE, umożliwiającej swobodne zawieranie transakcji finansowych,
- 6) zredukowania barier rozwoju wspólnego rynku wynikających z różnic w opodatkowaniu².

Następnie Komisja Europejska przygotowała Plan Działań dla Usług Finansowych (Financial Services Action Plan – FSAP), który przewidywał realizację trzech podstawowych celów strategicznych:

- 1) utworzenie wspólnego rynku hurtowego,
- 2) utworzenie otwartych i bezpiecznych rynków detalicznych,
- 3) utworzenie wysokiej jakości regulacji odnośnie do przezorności i nadzoru.

Ze względu na tematykę niniejszego opracowania poniżej omówione zostaną szerzej jedynie dwa ostatnie cele.

Dla zapewnienia bezpieczeństwa na rynku konieczne, zdaniem KE, było m.in. wyposażenie konsumentów (inwestorów) w odpowiednie instrumenty (czyli zapewnienie odpowiednich informacji o oferowanych usługach i produktach), zapewnienie efektywnych mechanizmów rozstrzygania sporów, rozwiązanie problemów dotyczących niewywiązywania się drugiej strony z przyjętych zobowiązań (dotyczy to głównie rozliczania zawartych transakcji), umożliwienie wykorzystania nowych technologii do świadczenia usług i udziału w paneuropejskim rynku³.

Regulacje odnośnie do przezorności i nadzoru powinny przede wszystkim wyeliminować luki w unijnych regulacjach wynikające z powstawania nowych form świadczenia usług i globalizacji rynków finansowych, ustalić wymagane standardy, przyczynić się do rozwijania struktur nadzorczych w ramach UE, tak aby utrzymać stabilność i zaufanie do rynków w epoce globalizacji, rozwinąć odpowiednie podejście do kwestii nadzoru i regulacji w warunkach rozszerzania UE, i wreszcie umożliwić przyjęcie przez UE wiodącej roli w ustalaniu globalnych wysokich standardów dotyczących regulacji i nadzoru⁴.

² *Financial Services: Building a Framework for Action*, COM (1998)625, Bruksela, 28.10.98, http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/general/fsen.pdf, s. 5.

³ *Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan*, COM (1999)232, Bruksela, 11.05.99, http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/general/actionen.pdf, s. 26–27.

⁴ *Ibidem*, s. 28–30.

Przedstawione powyżej założenia były bardzo ogólne i w niewielkim tylko stopniu doprecyzowane w wykazie niezbędnych zmian regulacyjnych lub nowych regulacji – zawarte tam zostały jedynie nazwy dyrektyw oraz przewidywane terminy ich zmiany lub uchwalenia (terminy te były bardzo optymistyczne i przewidywały przyjęcie większości nowych regulacji przed rokiem 2002). Te ogólne deklaracje zawierają wiele haseł interesujących z punktu widzenia ochrony drobnych inwestorów, jednakże bardziej konkretne propozycje działań pojawiły się później. Dopiero po przyjęciu FSAP przez Radę Europejską na szczycie w Lizbonie rozpoczęte zostały bardziej zaawansowane prace mające na celu zaproponowanie rozwiązań, których efektem byłoby stworzenie wspólnego rynku kapitałowego od końca 2005 r. (w tym zakończenie działań regulacyjnych do końca 2003 r.).

3. ZMIANA PROCEDURY TWORZENIA REGULACJI UE DOTYCZĄCYCH RYNKU KAPITAŁOWEGO

Realizacja postanowień Financial Services Action Plan wymagała znaczących zmian regulacyjnych. Jednakże proces regulacyjny w ramach UE był bardzo złożony i długotrwały. Konieczność wypracowania kompromisu pomiędzy 15 krajami członkowskimi powodowała uchwalanie regulacji na dość dużym poziomie ogólności, a co więcej – z dużym opóźnieniem za zmianami zachodzącymi na rynku kapitałowym⁵. Dokonanie zatem znaczących zmian regulacyjnych w krótkim okresie wymagało zmiany trybu prac nad nowymi regulacjami, a w zasadzie zmiany filozofii tworzenia i implementacji regulacji.

Zadania opracowania założeń niezbędnych zmian w procedurze prac legislacyjnych podjęła się tzw. „Grupa Mędrców” pod kierownictwem Alexandre Lamfalussy’ego. Rezultatem jej prac był „Raport Komitetu Mędrców dotyczący europejskich rynków papierów wartościowych”⁶ przyjęty przez Radę Europejską podczas jej posiedzenia w Sztokholmie w dniach 23–24 marca 2001 r. Raport Lamfalussy’ego (pod taką bowiem nazwą przeszedł do historii) przewidywał rewolucyjne zmiany zarówno w procesie przygotowywania i uchwalania regulacji, jak i późniejszej weryfikacji ich implementacji.

⁵ Najbardziej drastycznym przykładem długotrwałych prac legislacyjnych była kilkunastoletnia historia prac nad uregulowaniem kwestii przejęć.

⁶ *Raport Komitetu Mędrców dotyczący europejskich rynków papierów wartościowych, Bruksela, 15.02.01*, http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/lamfalussy_en.htm

Zawarta w Raporcie diagnoza ówczesnego systemu tworzenia regulacji była druzgocąca: „bieżące ramy regulacyjne są zbyt wolne, zbyt sztywne, złożone i niewłaściwie dostosowane do tempa zmian na globalnych rynkach finansowych. [...] Obowiązujące regulacje są implementowane w różny sposób, w związku z czym zdarza się różne podejście do regulowania tego samego rodzaju działalności, co może pogwałcić wymóg neutralności nadzoru”⁷. Konieczne było zatem zaproponowanie rozwiązań, które usprawniłyby proces regulacyjny, a więc spowodowałyby szybsze tworzenie bardziej szczegółowych regulacji oraz zapewniłyby jednolitą ich implementację w poszczególnych państwach członkowskich.

Rozwiązaniem tej łamigłówki było zaproponowane w Raporcie 4-poziomowe podejście do regulacji. Pierwszy poziom to dyrektywy Parlamentu i Rady, w których powinny zostać zawarte jedynie podstawowe reguły, kluczowe decyzje polityczne (nie zaś, jak poprzednio, wszystkie regulacje, włączając nawet szczegółowe techniczne rozwiązania) oraz jasne określenie, jakiego rodzaju akty wykonawcze powinny zostać wydane.

Poziom drugi regulacji to właśnie akty wykonawcze. Dla właściwego funkcjonowania tego poziomu konieczne było powołanie dwóch nowych komitetów: Europejskiego Komitetu Papierów Wartościowych (European Securities Committee – ESC), który pełni funkcję regulacyjną, oraz Komitetu Europejskich Regulatorów Rynku Kapitałowego (Committee of European Securities Regulators – CESR⁸), który pełni funkcję doradczą. Na tym poziomie regulacji powinny zostać doprecyzowane wszelkie szczegółowe kwestie, niezbędne dla właściwego uregulowania obrotu papierami wartościowymi. Wprowadzenie drugiego poziomu regulacji wymagało opracowania nowej procedury przygotowywania regulacji. Procedura ta przewiduje następującą sekwencję zdarzeń: Komisja Europejska (jako jedyna instytucja dysponująca inicjatywą legislacyjną) zwraca się do CESR z prośbą o przygotowanie „porady” w ściśle określonym terminie. CESR opracowuje swą „poradę” szeroko konsultując propozycje regulacyjne z uczestnikami rynku⁹. Na jej podstawie Komisja przygotowuje projekt regulacji i przekazuje go do ESC. Jeśli ESC przyjmie propozycję regulacji, Komisja formalnie wydaje akt wykonawczy drugiego poziomu regulacji¹⁰. Regulacje mogą być wydawa-

⁷ Ibidem, s. 7.

⁸ W Raporcie komitet ten nazwany jest „EU Securities Regulators Committee”, nazwa CESR pojawiła się kilka miesięcy później.

⁹ Autorzy Raportu podkreślali znaczenie pełnej przejrzystości w procesie regulacyjnym, w tym otwartego procesu konsultacyjnego z uczestnikami rynku na etapie tworzenia projektów regulacji.

¹⁰ W niniejszym opracowaniu procedura legislacyjna przedstawiona jest w uproszczeniu, stąd opisana jest jedynie sytuacja zgodnego podejścia zainteresowanych instytucji. Oczy-

ne przez Komisję Europejską w formie dyrektyw, które wymagają implementacji w poszczególnych krajach członkowskich lub w formie rozporządzeń, które obowiązują bezpośrednio i nie ma obowiązku (a wręcz jest zakaz) transpozycji do krajowego porządku prawnego. Zwolennicy wydawania rozporządzeń twierdzą, że pozwalają one na znacznie bardziej jednolitą implementację w krajach członkowskich, ponieważ na terenie całej UE obowiązywałyby wówczas te same regulacje. Wskazują również, iż jest to łatwiejsza forma dla krajów członkowskich, gdyż nie ma potrzeby implementacji, w związku z czym nowe regulacje mogą znacznie szybciej obowiązywać. Przeciwnicy wydawania regulacji w formie rozporządzeń wskazują, iż wysiłek i czas związany z implementacją rozporządzeń i dyrektyw jest porównywalny, gdyż w przypadku rozporządzeń wprawdzie nie ma konieczności transpozycji, ale często powstaje potrzeba eliminacji z krajowego porządku prawnego przepisów dotyczących kwestii unormowanych rozporządzeniem. Co ważniejsze, twierdzą oni, iż wydawanie rozporządzeń nie doprowadza wcale do bardziej spójnej implementacji przepisów. Ich zdaniem właśnie dla osiągnięcia jednolitej implementacji konieczna jest „inteligentna” transpozycja dyrektyw, tak aby lepiej dopasować nowe regulacje do istniejącego porządku prawnego i osiągnąć ten sam cel regulacyjny w poszczególnych krajach.

Poziom trzeci regulacji to zwiększenie współpracy pomiędzy regulatorami i poprawa implementacji regulacji. Powinien on znacząco wpłynąć na poprawę spójności implementacji regulacji pierwszego i drugiego poziomu. Zgodnie z założeniami Raportu główną rolę na trzecim poziomie odgrywa CESR, który powinien wydawać spójne wytyczne dla implementacji, interpretacje oraz wspólne standardy dotyczące zagadnień nie uwzględnionych w regulacjach UE. Ponadto CESR powinien dokonywać okresowych ocen wdrożenia regulacji w państwach członkowskich i informować Komisję i ESC o rezultatach tych ocen.

Poziom czwarty regulacji to egzekwowanie implementacji wydanych regulacji. Podstawową instytucją odpowiedzialną za realizację czwartego poziomu jest Komisja, która powinna dokonywać oceny transpozycji prawa, choć dla osiągnięcia właściwego rezultatu konieczne jest także współdziałanie innych instytucji, w tym regulatorów z krajów członkowskich oraz uczestników rynku. Strukturę 4-poziomowego procesu regulacyjnego najlepiej odzwierciedla załączony schemat.

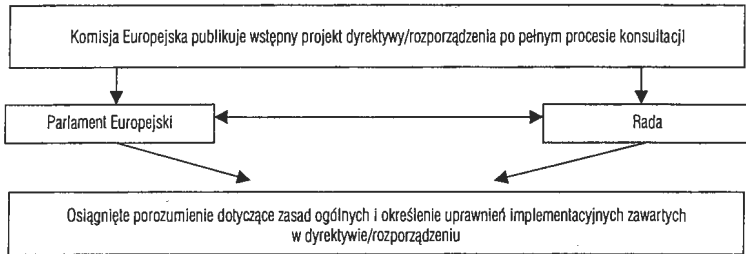
Podsumowując, utworzenie pierwszego i drugiego poziomu regulacji pozwoli na przyspieszenie i uszczegółowienie regulacji, natomiast poziomy trzeci i czwarty powinny zapewnić jednolitą implementację tych

wiście jest także precyzyjnie opisany sposób dalszego postępowania w przypadku rozbieżnych zdań tychże podmiotów – pełniejsza informacja zawarta jest w Raporcie Lamfalussy'ego, *Raport Komitetu*, s. 29–30.

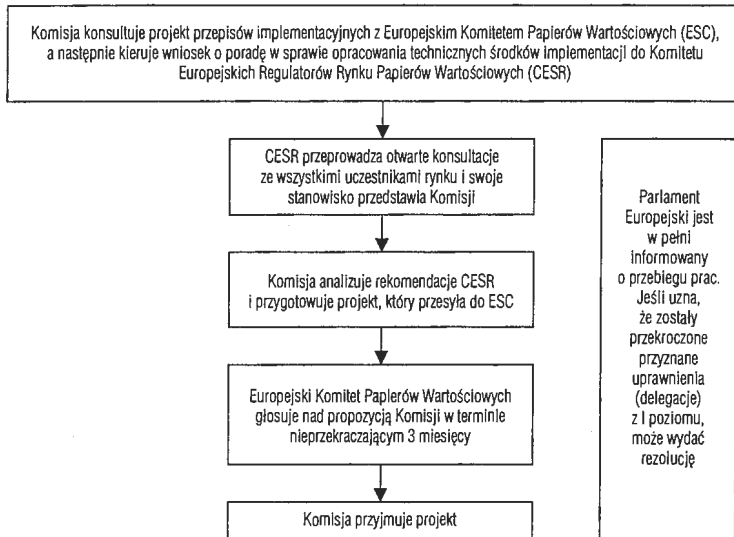
Schemat. Czteropoziomowy proces regulacyjny

CZTEROPOZIOMOWY PROCES REGULACYJNY

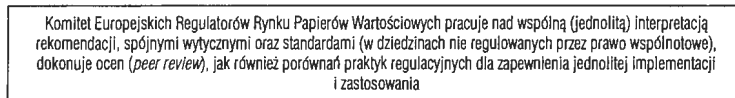
Poziom 1



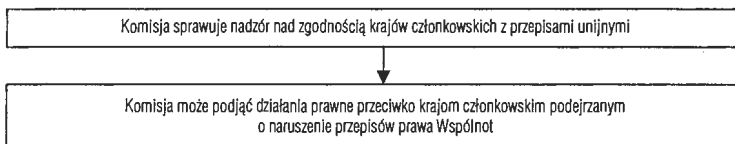
Poziom 2



Poziom 3



Poziom 4



regulacji we wszystkich krajach członkowskich, o ile same zalecenia Raportu zostaną właściwie zaimplementowane. Realizacja zaleceń Raportu Lamfalussy'ego oraz efektywności tego podejścia badana jest przez specjalnie powołaną Grupę Monitorującą. Dotychczasowe oceny wskazywały wprawdzie na pewne mankamenty (np. wciąż zbyt szczegółowe przepisy na pierwszym poziomie regulacji, zbyt mało regulacji w formie rozporządzeń), były jednak na tyle obiecujące, że 4-poziomowy proces regulacyjny rozszerzony został na pozostałe sektory rynku finansowego – ubezpieczenia i bankowość. Pełna ocena funkcjonowania nowego podejścia do tworzenia regulacji dokonana zostanie w 2004 roku.

4. PRZEPISY W ZAKRESIE OCHRONY INWESTORÓW W DYREKTYWIE O PRZECIWDZIAŁANIU NADUŻYCIOM RYNKOWYM

Już sama nazwa dyrektywy o przeciwdziałaniu nadużyciom rynkowym 2003/6/EC (Market Abuse Directive)¹¹ wskazuje, że ma ona na celu ograniczanie nadużyć, a tym samym ochronę drobnych inwestorów, którzy najczęściej stają się ofiarami takich nadużyć. Cel ten dyrektywa realizuje poprzez dokładne zdefiniowanie wykorzystania informacji poufnej i manipulacji rynkowej, wprowadzenie zakazu takich zachowań, ograniczenie potencjału występowania takich nadużyć, zwiększenie możliwości wykrycia nadużyć oraz uproszczenie procesu nakładania sankcji. Ponadto, dyrektywa przewiduje wydanie wielu aktów wykonawczych na poziomie drugim regulacji, mających na celu doprecyzowanie pojęć zawartych w dyrektywie. Kwestie te bardziej szczegółowo omówione zostały poniżej.

Dyrektywa definiuje informację poufną jako informację, która jest precyzyjna, nie jest podana do publicznej wiadomości, dotyczy (pośrednio lub bezpośrednio) emitenta instrumentu finansowego lub samego instrumentu i która po ujawnieniu mogłaby znacząco wpłynąć na cenę tego instrumentu lub instrumentu pochodnego na nim opartego. Dyrektywa obejmuje definicją informacji poufnej także informację o zleceniu klienta, które mogłoby mieć istotny wpływ na cenę instrumentu finansowego. Ponadto, w odniesieniu do giełd towarowych informacją poufną jest informacja, którą uczestnik rynku oczekiwałby otrzymać zgodnie z przyjętymi praktykami rynkowymi. Definicja ta jest doprecyzowana na poziomie drugim regulacji w dyrektywie Komisji Europejskiej 2003/124/EC¹². Zgodnie z nią informacja poufna powinna być

¹¹ Official Journal of the European Union, L 96, 12.04.2003, s. 16.

¹² Official Journal of the European Union, L 339, 24.12.2003, s. 70.

o „ściśle określonym charakterze”, odnosić się do okoliczności lub zdarzenia, które wystąpiły lub ich wystąpienia „można zasadnie oczekiwać”, i musi być wystarczająco precyzyjna, aby na jej podstawie można było wyciągnąć wnioski odnośnie do możliwego wpływu tych okoliczności lub zdarzeń na ceny instrumentów finansowych lub instrumentów pochodnych na nich opartych.

Tak zdefiniowanej informacji poufnej nie można ujawnić nieupoważnionym osobom, nie można też na jej podstawie rekomendować lub zachęcać innej osoby do dokonania transakcji instrumentem finansowym, którego informacja ta dotyczy. Zakaz ten odnosi się do trzech kategorii osób: bezpośrednio związanych ze spółką (członkowie organów spółki, znaczący akcjonariusze, pracownicy), przestępców (wydarzenia z 11 września 2001 r. uwiaryściły możliwość wykorzystania dość specyficznej informacji poufnej – np. dotyczącej ataku terrorystycznego) i innych osób. W przypadku „innych” ograniczenia wynikające z dyrektywy dotyczą wyłącznie osób, które wiedziały, lub powinny były wiedzieć, iż wykorzystują informację poufną.

Aby ograniczyć potencjał możliwego wykorzystania informacji poufnych, dyrektywa przewiduje publikowanie informacji o transakcjach „insiderów”, czyli osób związanych ze spółką oraz (o ile to tylko możliwe) informacji cenotwórczych. Oczywiście opublikowanie informacji cenotwórczej nie zawsze jest wskazane – w interesie spółki, a niekiedy całego rynku może leżeć opóźnienie publikacji informacji (np. jeśli informacje nie zostały jeszcze potwierdzone). W takiej sytuacji dyrektywa przewiduje, że emitent ma prawo opóźnić publikację informacji. Przywołana powyżej regulacja drugiego poziomu wskazuje na okoliczności (nie podając wyczerpującej ich listy), w jakich może dojść do opóźnienia publikacji informacji i wymaga stosowania odpowiednich procedur mających na celu udostępnienie informacji poufnych jedynie osobom, które potrzebują tych informacji dla właściwego wykonywania obowiązków. Dla zapewnienia kontroli nad obiegiem informacji poufnych stworzone zostaną szczegółowe wymogi sporządzania list osób mających dostęp do takich informacji.

W dyrektywie i w przywołanym powyżej akcie wykonawczym stosunkowo dokładnie zdefiniowana została manipulacja rynkowa. Poprzednio termin ten nie występował w regulacjach UE, a państwa członkowskie definiowały go w różny sposób, najczęściej dość ogólny, iż jest to działanie polegające na sztucznej zmianie kursu papieru wartościowego. Regulacja drugiego poziomu zawiera otwartą listę czynników, jakie należy brać pod uwagę przy określaniu, czy wystąpiła manipulacja rynkowa¹³,

¹³ Ponadto akt wykonawczy do dyrektywy – rozporządzenie Komisji Europejskiej 2273/2003 (Official Journal of the European Union, L 336, 23.12.2003, s. 33) wskazuje także co

m.in. relację wielkości zlecenia do dziennego obrotu danym instrumentem finansowym, wpływ danego zlecenia na kurs, czy zaszła zmiana rzeczywistego właściciela (beneficjenta), czy zlecenie składane było w określonych godzinach, np. godzinach wyliczania cen referencyjnych (najczęściej na końcu sesji). Czynnikiem, jakie należy brać pod uwagę przy ocenie manipulacji poprzez rozpowszechnianie informacji są: rozpowszechnianie fałszywych informacji i nieobiektywnych rekomendacji.

Szczególnie interesującą kwestią w kontekście ochrony inwestorów jest właśnie problem rzetelności rekomendacji i analiz przekazywanych uczestnikom rynku. Jak zostało wskazane powyżej, niewłaściwie przygotowana rekomendacja może być uznana za manipulację – jeśli ktoś wydaje rekomendację „kupuj” i jednocześnie sprzedaje dany papier wartościowy, zapewnia sobie ich zbyt przy wzrastającym popycie, a więc i kursie. Z tego względu zagadnieniu przygotowywania i publikowania rekomendacji poświęcona została osobna regulacja drugiego poziomu – dyrektywa Komisji Europejskiej 2003/125/EC¹⁴. Regulacja ta odnosi się do czterech kategorii podmiotów wydających rekomendacje: firm inwestycyjnych, analityków, dziennikarzy i pozostałych.

Każda rekomendacja zawierać powinna oznaczenie tożsamości podmiotu odpowiedzialnego za jej wydanie, w tym dane osoby fizycznej przygotowującej rekomendację i nazwę instytucji wydającej rekomendację. Rekomendacje powinny być przygotowane w sposób rzetelny, tj. powinny oddzielać fakty od opinii, powinny czerpać dane z wiarygodnych źródeł (lub zaznaczać wątpliwości dotyczące źródła danych) oraz wyraźnie oznaczać wszystkie prognozy wraz ze wskazaniem założeń, na których są one oparte. Ponadto, ujawnione powinny zostać wszelkie potencjalne konflikty interesów (które mogą zagrażać obiektywności rekomendacji) osób przygotowujących rekomendację.

Bardziej rygorystyczne wymogi nałożone są oczywiście na firmy inwestycyjne i na analityków. Muszą one podawać organ, który je nadzoruje, nałożone są na nie szersze wymogi zarówno odnośnie do samej rekomendacji, jak i konfliktów interesów. W rekomendacji przedstawianej przez firmę inwestycyjną lub analityków zawarte powinny być podstawy wyceny, wyjaśnienia znaczenia rekomendacji (np. co to znaczy „trzymaj”), planowana częstotliwość ewentualnych aktualizacji, data pierwszego przekazania rekomendacji (jeśli na podstawie danej rekomendacji inni inwestorzy mieli możliwość podjęcia decyzji inwestycyjnych, jej przydatność jest znacząco mniejsza) oraz wskazanie czy rekomendacja odbiega od rekomendacji wydanej w okresie poprzedzających

nie jest manipulacją, definiując jako wyjątki (tzw. „bezpieczne porty”) programy wykupu akcji własnych przez emitenta oraz programy stabilizacji cen podczas nowych emisji akcji.

¹⁴ Official Journal of the European Union, L 339, 24.12.2003, s. 73.

12 miesięcy (często zmiana rekomendacji może mieć bardziej istotne znaczenie od samego wydania rekomendacji).

W bardzo interesujący sposób potraktowani zostali dziennikarze wydający rekomendacje. Ta grupa osób ma olbrzymi wpływ na decyzje wielu inwestorów indywidualnych ze względu na „siłę rażenia”. Jeśli informacja pojawia się w gazecie (radiu, telewizji), która jest dla czytelnika istotnym źródłem wiedzy o otaczającym świecie, co do rzetelności której czytelnik jest przekonany, to uzna informacje dotyczące danej spółki również za wiarygodne, choćby były wyssane z palca. A jest oczywiste, że nawet drobna niedokładność w przekazywanej informacji dotyczącej rynku finansowego może mieć znaczące skutki z punktu widzenia zyskowności podjętej decyzji inwestycyjnej. Ponadto, dziennikarze jako przedstawiciele „czwartej władzy” są praktycznie bezkarni, o ile nie wykaże się im rażącego braku rzetelności (co jest niezwykle trudne ze względu na ich prawo do utrzymywania w tajemnicy źródła informacji) lub korzyści odniesionych z rozpowszechniania nieprawdziwych informacji.

W związku z powyższym w dyrektywie i przywołanej powyżej regulacji drugiego poziomu poczynione zostały próby uregulowania tego stanu rzeczy. Ze względu jednak na silny opór dziennikarzy, poparty zarzutami ograniczania wolności słowa, zostali oni potraktowani przez ww. przepisy bardzo łagodnie. Opisywane powyżej obostrzenia odnośnie do publikowania rekomendacji nie dotyczą bowiem dziennikarzy, o ile podlegają oni odpowiednim równorzędnym regulacjom (w tym regulacjom środowiskowym) i regulacje te mają podobny skutek do regulacji przedstawionych powyżej. Jeśli zatem w zasadach etyki dziennikarza są zapisy, iż powinien rzetelnie informować i unikać konfliktu interesów, to można oczekiwać, że regulacje te uznane zostaną za „odnoszące podobny skutek”. Ochrona inwestorów okazała się zatem mniej istotna od ochrony wolności słowa.

Dyrektywa przewiduje zwiększenie efektywności nadzoru nad rynkiem poprzez nakładanie sankcji administracyjnych przez organ nadzoru za wykorzystywanie informacji poufnych lub manipulację rynkiem. Koncepcja ta, choć wydaje się dość kontrowersyjna, została już wprowadzona w życie w większości państw członkowskich UE. Zwolennicy nakładania sankcji administracyjnych wskazują na znacznie prostszą i szybszą procedurę oraz większą efektywność nadzoru. W przypadku sankcji administracyjnej konkretna sprawa nie musi przechodzić długotrwałej procedury: prokurator, akt oskarżenia, rozprawa, wyrok, a należy nadmienić, iż „młyn sprawiedliwości miele” w takich sytuacjach bardzo powoli, wolniej nawet niż w przypadku pospolitych przestępstw. Nadużycia na rynku kapitałowym są bowiem bardziej skomplikowane, a prokuratorzy i sędziowie mają w takich sprawach mniej doświadczenia. Co więcej, w procesie karnym należy udowodnić winę ponad

wszelką wątpliwość, co jest bardzo trudne w odniesieniu do opisywanych przestępstw. W przypadku sankcji administracyjnych procedura jest szybsza, sprawą zajmują się osoby zaznajomione z rynkiem kapitałowym, ciężar dowodu jest znacznie mniejszy.

Przeciwnicy sankcji administracyjnych wskazują na naruszenie zasady trójpodziału władzy, na wadliwość systemową rozwiązania, w którym organ administracji dysponuje władzą sądowniczą. Wskazują też, że sankcja administracyjna nie daje możliwości pozbawienia wolności, a ogranicza się najczęściej do kary finansowej. Należy jednoznacznie wskazać, że mają oni rację – i to jest powód, dla którego w wielu krajach (m.in. w Polsce) przez wiele lat nadużycia rynkowe były ścigane na gruncie prawa karnego. Ale niestety z miernym rezultatem i życie (a raczej konieczność ochrony uczestników rynku) wymusiło wprowadzenie nielogicznego systemowo, ale skutecznego mechanizmu egzekwowania prawa na rynku kapitałowym – właśnie nakładania sankcji administracyjnych przez organ nadzoru.

Przed podjęciem decyzji o nałożeniu sankcji administracyjnej organ nadzoru musi dysponować dowodami, że naruszenie prawa rzeczywiście zaszło. Dlatego też dyrektywa wyposaża organy nadzoru w szerokie kompetencje umożliwiając im m.in.: żądanie dokumentów i informacji od każdej osoby, przeprowadzanie kontroli, żądanie billingów telefonicznych, żądanie zamrożenia aktywów. Kompetencje te mogą być przyznane organowi nadzoru bezpośrednio lub we współpracy z innymi organami. W ten sposób umożliwione zostało egzekwowanie prawa na gruncie administracyjnym, bez konieczności angażowania aparatu sądowniczego.

Przedstawione powyżej postanowienia dyrektywy o przeciwdziałaniu nadużyciom rynkowym powinny w znacznym stopniu zwiększyć zakres ochrony inwestorów na rynkach kapitałowych w ramach UE (termin implementacji dyrektywy upływa 12.10.04), w tym w Polsce (przewidywana implementacja – 01.05.04).

5. WYMOGI INFORMACYJNE PRZEWIDZIANE W DYREKTYWIE

O PROSPEKCIE I PROJEKCIE DYREKTYWY O OBOWIĄZKACH INFORMACYJNYCH

Wymóg sporządzania prospektu emisyjnego ma na celu zapewnienie inwestorom wszelkich informacji niezbędnych dla podjęcia świadomej decyzji inwestycyjnej odnośnie do oferty papierów wartościowych. Dyrektywa o prospekcie emisyjnym (2003/71/EC)¹⁵ nakładająca taki

¹⁵ Official Journal of the European Union, L 345, 31.12.2003, s. 64.

wymóg jest zatem narzędziem chroniącym inwestora. Analizując dyrektywę można jednak dojść do wniosku, że na pierwszym miejscu postawiony został raczej interes emitenta niż inwestora. Przepisy dyrektywy mają na celu stworzenie wspólnego rynku pozyskiwania kapitału w ramach UE, który byłby konkurencyjny wobec największych rynków światowych. Koncentrują się one zatem na obniżeniu kosztów emisji oraz ułatwieniu dokonywania emisji w kilku krajach. Oczywiście można stwierdzić, iż koszty emisji w ostatecznym rozrachunku zawsze ponoszą inwestorzy, więc ich obniżenie powinno być przez inwestorów mile widziane, niemniej jednak trzeba mieć świadomość, że obniżenie kosztów wpływa na utrudnienie pozyskania informacji o oferowanych papierach wartościowych. Dyrektywa utrzymuje wiele zasad obowiązujących na mocy dotychczasowej dyrektywy o prospekcie (2001/34/EC)¹⁶, ale wprowadza również wiele nowych postanowień dotyczących ochrony inwestora, które zostały przedstawione poniżej¹⁷.

Dyrektywa przewiduje wyjątki od konieczności publikacji prospektu, tak aby nie ograniczać swymi postanowieniami ofert skierowanych do wąskiego kręgu odbiorców. Do wyjątków tych należą oferty: skierowane do mniej niż 100 osób, skierowane do inwestorów kwalifikowanych, do inwestorów nabywających papiery wartościowe za kwotę powyżej 50 tys. euro. Ponadto, aby nie ograniczać możliwości pozyskiwania kapitału przez małe firmy dyrektywa przewiduje, iż obowiązek publikacji prospektu nie będzie się odnosił do emisji o wartości poniżej 100 tys. euro.

Bardzo ciekawym rozwiązaniem zaproponowanym w dyrektywie jest umożliwienie sporządzania prospektu w częściach. W przypadku prospektu przygotowywanego jako jeden dokument emitenci musieli ponosić koszty wielokrotnego druku tych samych informacji. Obecnie możliwe jest osobne opublikowanie dokumentu rejestracyjnego (zawierającego informacje dotyczące emitenta), dokumentu ofertowego (zawierającego informacje o przeprowadzanej ofercie) i dokumentu streszczającego (czyli podsumowania tych dokumentów). Dzięki temu emitenci już obecni w publicznym obrocie dokonujący nowych emisji akcji będą musieli publikować wyłącznie dokument ofertowy (zawierający również ewentualne zmiany dotyczące emitenta) i dokument streszczający. Co więcej, dopuszczalną formą publikacji prospektu będzie udostępnienie go w Internecie. Inną ciekawą koncepcją jest możliwość udostępnienia danych nie poprzez ich publikację w prospekcie, ale poprzez odniesienie do miejsca publikacji. Powyższe rozwiązania przyczynią się do obniżenia kosztów oferty, choć mogą wiązać się z pewnymi utrudnie-

¹⁶ Official Journal of the European Union, L 184, 06.07.2001, s. 1.

¹⁷ Należy nadmienić, iż jedna z najważniejszych kwestii – zakres informacji zawartych w prospekcie – określona zostanie na mocy regulacji drugiego poziomu.

niami w pozyskaniu informacji przez inwestorów. Nowym rozwiązaniem jest wprowadzenie obowiązku publikowania (przynajmniej raz w roku) dokumentu zawierającego wszystkie informacje podane przez emitenta do publicznej wiadomości w okresie poprzedzających 12 miesięcy. Przy publikacji można oczywiście korzystać z udogodnień dla emitentów przewidzianych w odniesieniu do publikacji prospektów, czyli możliwość publikacji elektronicznej i odsyłania do innych publikacji.

Rozwiązaniem bezsprzecznie podnoszącym jakość informacji zawartych w prospekcie emisyjnym jest wymóg akceptacji każdej modyfikacji prospektu przez organ nadzoru i publikacji takiej modyfikacji przynajmniej w takiej samej formie jak samego prospektu. Na wydanie takiej akceptacji organ nadzoru będzie miał jedynie 7 dni roboczych, co z jednej strony nie będzie znacząco opóźniać przeprowadzenia oferty, z drugiej jednak może skutkować zbyt pobeijną analizą wprowadzonych zmian (jeśli byłyby one bardzo obszerne).

Dyrektywa znacząco uprości przeprowadzanie oferty w kilku krajach członkowskich. Umożliwia ona dokonywanie ofert transgranicznych na podstawie prospektu przygotowanego w „języku zwyczajowo stosowanym na międzynarodowych rynkach finansowych”, czyli w języku angielskim. Jest to kolejne posunięcie obniżające koszty emisji, ale utrudniające inwestorom dostęp do informacji – poszczególne kraje będą mogły wymagać dokonania tłumaczenia jedynie dokumentu streszczającego. Innym zabiegiem zmierzającym do stworzenia wspólnego rynku kapitałowego jest zastąpienie obecnie obowiązującej zasady wzajemnego uznawania prospektów przez organy nadzoru w poszczególnych krajach zasadą „pojedynczego paszportu” umożliwiającą pozyskiwanie kapitału w dowolnym kraju członkowskim (a dokładniej w dowolnym kraju Europejskiego Obszaru Gospodarczego) po uzyskaniu akceptacji organu nadzoru w jednym z krajów członkowskich. Organem tym (nazwijmy go „macierzystym”) powinien być co do zasady organ nadzoru z kraju siedziby emitenta. Jednakże w niektórych przypadkach emitent dłużnych papierów wartościowych będzie mógł wybrać organ macierzysty spośród: organu kraju siedziby, organu kraju notowania lub organu kraju oferty. Natomiast w przypadku ofert emitentów pochodzących z państw nieczłonkowskich organem macierzystym będzie (według wyboru emitenta) organ kraju, w którym dokonana zostanie oferta po raz pierwszy od wejścia w życie dyrektywy lub w którym po raz pierwszy złożony został wniosek o dopuszczenie papierów wartościowych do publicznego obrotu.

Dyrektywa nakłada na organ nadzoru nowe obowiązki i wyposaża go w nowe kompetencje (podobne do kompetencji przyznanych na mocy dyrektywy o przeciwdziałaniu nadużyciom) niezbędne dla ich realizacji. Jednym z tych obowiązków jest wymóg dokonania oceny prospektu w terminie 10 dni roboczych, a w przypadku pierwszej oferty publicznej

– 20 dni. Tak krótki termin z pewnością usprawni proces przeprowadzania emisji, jednak wiązać się będzie z koniecznością znacznie większej intensywności pracy organu nadzoru i może skutkować mniej wnikliwą analizą prospektu emisyjnego, w szczególności w przypadku dużej liczby prospektów analizowanych jednocześnie.

Projekt dyrektywy o wymogach informacyjnych spółek przewiduje nałożenie na emitentów obowiązku okresowego aktualizowania danych zawartych w prospekcie emisyjnym. Aktualizacja taka odbywać się będzie poprzez publikację raportów rocznych i półrocznych zawierających głównie sprawozdania finansowe¹⁸. Raporty te muszą być upublicznione relatywnie wcześnie (odpowiednio 4 i 2 miesiące po zakończeniu okresu sprawozdawczego) i muszą być dostępne dla inwestorów przez 5 lat. Obecnie trwają ustalenia odnośnie do konieczności publikowania raportów kwartalnych, choć nawet jeśli wprowadzony zostanie taki wymóg, zakres informacji zawartych w raportach kwartalnych prawdopodobnie będzie dość wąski.

Oprócz obowiązków informacyjnych emitenta, projekt dyrektywy przewiduje również obowiązki nałożone na znacznych akcjonariuszy. Każdy akcjonariusz, który osiągnie, przekroczy lub zmniejszy swój udział poniżej określonych progów: 5, 10, 15, 20, 25, 30 (lub 1/3), 50 i 75 (lub 2/3) procent głosów (przy czym sumowana jest liczba głosów podmiotów stanowiących grupy kapitałowe lub działających w porozumieniu), obowiązany jest poinformować o tym emitenta w terminie 4 dni „sesyjnych”. Szczegółowy zakres i tryb przekazywania informacji określony zostanie w regulacjach drugiego poziomu.

Projekt dyrektywy daje możliwości nakładania dodatkowych obowiązków informacyjnych zarówno na emitentów, jak i na znacznych akcjonariuszy. Wymogi takie będą mogły być nałożone jednak wyłącznie przez macierzysty organ nadzoru (zdefiniowany podobnie jak w dyrektywie o prospekcie), więc sytuacja taka będzie raczej dość rzadka. Nałożenie dodatkowych obowiązków informacyjnych skutkowałoby bowiem nierównymi warunkami konkurencji i zamieszczeniem na rynku spowodowanym różnym zakresem informacji wymaganym od różnych emitentów. Prawdopodobnie zatem obawa przed osłabianiem pozycji konkurencyjnej krajowych przedsiębiorstw (lub rynku jako całości w przypadku wymogów informacyjnych wobec znacznych akcjonariuszy) poprzez nałożenie wyższych wymogów informacyjnych będzie silniejsza niż chęć zapewnienia inwestorom szerszego zakresu informacji.

¹⁸ Warto nadmienić, iż kwestia bieżących obowiązków informacyjnych, czyli ujawniania informacji cenotwórczych uregulowana została dyrektywą o przeciwdziałaniu nadużyciom rynkowym, co zostało przedstawione powyżej.

Regulacje dotyczące języka, w jakim muszą być publikowane informacje, są podobne do rozwiązań przyjętych w dyrektywie o prospekcie. Mianowicie w przypadku notowania papieru wartościowego na rynkach w kilku krajach UE informacje muszą być publikowane przynajmniej w języku zaakceptowanym przez macierzysty organ nadzoru oraz – według wyboru emitenta w „języku zwyczajowo stosowanym na międzynarodowych rynkach finansowych” lub w językach zaakceptowanych przez organy nadzoru w krajach przyjmujących¹⁹.

6. ZASADY OCHRONY INWESTORÓW MNIJSZOŚCIOWYCH ZAWARTE W DYREKTYWIE O PRZEJĘCIACH

Regulacje dotyczące przejęć spółek ze swej istoty mają za zadanie ochronę interesów inwestorów mniejszościowych. Próba uregulowania tej kwestii w ramach UE miała kilkunastoletnią historię. Nie jest to szczególnie zdumiewające, gdyż materia przejęć jest niezwykle złożona, a regulacje powinny znaleźć kompromis pomiędzy interesem inwestorów drobnych, którzy poprzez zainwestowanie swoich oszczędności i dokonywanie wielu drobnych transakcji zapewniają płynność danego papieru wartościowego, a interesem inwestorów większościowych, którzy inwestują znaczący kapitał, biorą na siebie ciężar zarządzania spółką i ponoszą większe ryzyko (ich nagłe „wyjście” z inwestycji z reguły nie jest możliwe bez poniesienia straty). Stąd trudno znaleźć przykład dobrych regulacji dotyczących przejęć na poziomie pojedynczego kraju, a co dopiero uregulować tę kwestię dla 17 państw²⁰.

Konieczność znalezienia kompromisu akceptowalnego dla tylu krajów połączona z presją czasu (po rozszerzeniu UE znalezienie kompromisu będzie jeszcze trudniejsze) bardzo negatywnie wpłynęła na poziom harmonizacji przewidziany w dyrektywie²¹. W zasadzie zawiera ona kilka ogólnych zasad (np. równe traktowanie akcjonariuszy, wystarczający czas na podjęcie decyzji odnośnie do odpowiedzi na wezwanie, prowadzenie działań przez zarząd w najlepszym interesie spółki), które kilka-

¹⁹ Warto w tym miejscu dodać, że obowiązek jednoczesnej publikacji informacji w kilku językach zwiększać będzie zakres informacji poufnych (ze względu na konieczność przetrzymywania informacji do momentu jej przetłumaczenia na inne języki), a zatem i potencjał do ich nieuprawnionego wykorzystania.

²⁰ Dyrektywa o przejęciach obowiązywać będzie również kraje Europejskiego Obszaru Gospodarczego.

²¹ Wprawdzie formalnie dyrektywa nie została jeszcze uchwalona, niemniej jednak wszystkie jej postanowienia zostały już ustalone i obecnie trwają jedynie prace legislacyjno-językowe, stąd w niniejszym opracowaniu jest ona nazywana dyrektywą, a nie projektem.

naście lat temu stanowiłyby istotną wartość dodaną, ale obecnie w większości krajów członkowskich (i akcesyjnych) obowiązują standardy dotyczące przejęć znacząco bardziej wymagające niż te zaproponowane w dyrektywie. Ponadto, w dyrektywie zawartych jest kilka zasad szczegółowych, które zostaną przedstawione poniżej.

Jednym z najważniejszych postanowień dyrektywy jest obowiązek ogłoszenia wezwania po przekroczeniu „określonego progu głosów”, przy czym próg ten zostanie określony przez poszczególne państwa członkowskie. Przejmujący inwestor zobowiązany jest zaoferować pozostałym akcjonariuszom „sprawiedliwą cenę”, która jednak nie została precyzyjnie zdefiniowana w dyrektywie. Powinna to być cena nie niższa od ceny, jaką zapłacili za dane papiery wartościowe inwestor przejmujący w okresie od 6 do 12 miesięcy (do określenia przez kraj członkowski) przed wezwaniem lub w trakcie wezwania. Ponadto, kraje członkowskie mogą upoważnić organy nadzoru do określenia okoliczności, w jakich możliwa jest zmiana sposobu wyliczania ceny sprawiedliwej (np. uwzględnienie średniej rynkowej z jakiegoś okresu).

Dyrektywa przewiduje możliwość „wyciskania” akcjonariuszy mniejszościowych przez akcjonariusza, który przeprowadził wezwanie i posiada nie mniej niż 90% głosów w spółce. Mają oni obowiązek odsprzedaży po cenie sprawiedliwej pozostałych akcji głównemu akcjonariuszowi. Analogicznie, akcjonariusz dominujący ma obowiązek odkupienia od akcjonariuszy mniejszościowych (na ich żądanie) po cenie sprawiedliwej posiadanych przez nich akcji.

Najważniejsze (a przez to najbardziej kontrowersyjne) rozwiązania dyrektywy zawarte zostały w artykułach 9 i 11. Artykuł 9 przewiduje, że zarząd spółki przejmowanej nie ma prawa podejmować działań obronnych, o ile nie ma na to zezwolenia akcjonariuszy. Zasada ta wydaje się ze wszech miar słuszna – wszak to właściciele powinni decydować o przyjęciu lub odrzuceniu oferty, nie zaś osoby wynajęte do zarządzania spółką. Art. 11 z kolei zawiera tzw. zasadę przełomu – umożliwiającą przejęcie kontroli nad spółką pomimo ograniczeń występujących w statucie lub w umowach pomiędzy akcjonariuszami. Zgodnie z tą zasadą w trakcie trwania wezwania tracą moc ograniczenia statutowe, a także porozumienia kontraktowe pomiędzy spółką a akcjonariuszami oraz pomiędzy akcjonariuszami dotyczące przenoszenia (na rzecz przejmującego) praw własności papierów wartościowych. Co więcej, zawarte w statutach spółek ograniczenia możliwości wykonywania prawa głosu nie obowiązują podczas pierwszego WZA po wezwaniu, o ile przejmujący osiągnął lub przekroczył próg 75% głosów²². Dotychczas wiele pod-

²² Wprawdzie zgodnie z dosłownym brzmieniem dyrektywy sytuacja taka zachodzi jedynie w przypadku kiedy przejmujący posiada dokładnie 75%, jednakże wydaje się oczy-

miotów broniło się przed przejęciami właśnie poprzez postanowienia statutów ograniczających możliwość wykonywania prawa głosu po przekroczeniu pewnego progu. Zasada przełomu wyeliminuje taką możliwość i pozwoli na bardziej efektywne przejmowanie spółek, a tym samym przyczynić się powinna do zwiększenia efektywności wykorzystania kapitału.

Należy jednak dodać, iż regulacje zawarte w art. 9 i 11 niekoniecznie muszą wpłynąć na proces przejęć w ramach UE. W związku z kontrowersjami, jakie wzbudzały te przepisy nie ma bowiem obowiązku ich implementacji. Poszczególnym państwom członkowskim pozostawiona została swoboda odnośnie do ich wdrożenia do krajowych systemów prawnych. Ponadto, nawet w przypadku implementacji art. 9 i 11 w danym kraju, spółki nie będą obowiązane przestrzegać tych postanowień, jeśli spółką przejmującą będzie spółka nie stosująca art. 9 i 11. Wprowadzenie mechanizmu opcyjnego dotyczącego implementacji art. 9 i 11 spowodowało powstanie znaczących wątpliwości interpretacyjnych, których rozstrzygnięcie w przyszłości może nastęrczać wiele problemów.

Jak zostało przedstawione powyżej, przepisy dyrektywy o przejęciach są w większości na tyle łagodne, że nie podniosą raczej poziomu ochrony inwestorów mniejszościowych. Co więcej, wiele zapisów delegujących doprecyzowanie postanowień dyrektywy na państwa członkowskie skutkować będzie prawdopodobnie bardzo niskim poziomem harmonizacji przepisów w tym względzie. Dyrektywa zawiera wiele nieprecyzyjnych zapisów, co jest zdumiewające w przypadku regulacji dotyczącej problematyki wzbudzającej zazwyczaj bardzo dużo kontrowersji. Wydaje się zatem, że jest to regulacja spóźniona, nie wnosząca nowych wymogów, a jedynie ustalająca minimalne wymogi (na bardzo niskim poziomie) odnośnie do procedury przejęć. Implementacja tej dyrektywy będzie z pewnością bardzo ciężkim testem dla właściwego zastosowania regulacji na poziomach trzecim i czwartym.

7. ZAKOŃCZENIE

Jak wynika z powyższego opracowania, w nowych dyrektywach UE dotyczących rynku kapitałowego jest wiele rozwiązań mających na celu ochronę drobnych inwestorów, choć niejednokrotnie kwestia ta pozostaje w cieniu regulacji zmierzających do utworzenia wspólnego rynku kapitałowego przy minimalnych kosztach jego funkcjonowania. Rozwiązania te powinny zwiększyć ochronę drobnych inwestorów, o ile zapropro-

wiste, iż po przekroczeniu tego progu ograniczenia tym bardziej nie powinny mieć zastosowania.

nowane w Raporcie Lamfalussy'ego 4-poziomowe podejście do regulacji będzie funkcjonować zgodnie z oczekiwaniami, a w szczególności o ile nowe regulacje zostaną jednolicie zaimplementowane. Obecnie realizacja FSAP jest dość powszechnie krytykowana przez uczestników rynku, choć bynajmniej nie z powodu nowej formuły przygotowywania regulacji, a raczej ze względu na nadmiar prac regulacyjnych w krótkim okresie oraz (co się z tym wiąże) na przyjmowanie regulacji pod presją czasu. Jest oczywiste, iż czynniki te znacząco wpływają na jakość przyjmowanych regulacji, a im mniej precyzyjne regulacje zostaną przyjęte na poziomach pierwszym i drugim, tym większy wysiłek wymagany będzie na etapie ich implementacji, czyli na poziomach trzecim i czwartym. Pełniejsza ocena potencjalnego wpływu nowych regulacji na ochronę inwestorów będzie zatem możliwa dopiero po ich zaimplementowaniu w poszczególnych państwach członkowskich.

MAŁGORZATA ZALESKA

OCENA SYTUACJI EKONOMICZNO-FINANSOWEJ BANKU PRZEZ INWESTORÓW INDYWIDUALNYCH

I. BANK JAKO INSTYTUCJA ZAUFANIA PUBLICZNEGO A RYZYKO JEGO UPADŁOŚCI

Władze nie traktują banków tak samo jak innych jednostek gospodarczych. Działalność bankowa jest regulowana i kontrolowana w szerszym zakresie niż funkcjonowanie innych jednostek gospodarczych, w tym przede wszystkim niefinansowych.

Banki postrzegane są bowiem jako instytucje zaufania publicznego, dobro publiczne. Twierdzi się nawet, że system bankowy jest dobrem społecznym, a zatem całe społeczeństwo powinno ponosić koszty z nim związane (ryzyko systemowe jest ryzykiem całego społeczeństwa¹). Praktycznym wymiarem stosowania powyższej zasady jest przerzucanie na społeczeństwo, w tym klientów bankowych, m.in. kosztów działania i upadłości banków.

Trzeba jednocześnie pamiętać, że nie wszystkie banki są traktowane jednakowo. Przejawia się to w nakładaniu na nie zróżnicowanych obciążeń finansowych, w różnym prawdopodobieństwie otrzymania „pakietu ratunkowego”, w różnym ryzyku upadłości poszczególnych banków. Powyższe powoduje zaś, że nie zawsze ma zastosowanie mechanizm rynkowy w działalności bankowej. Każda interwencja jest naruszeniem zasad gospodarki rynkowej i powoduje zachwianie równych warunków konkurencji.

¹ G. Corrigan, *Challenges Facing the International Community of Bank Supervisors*, Quarterly Review, Federal Reserve Bank of New York, Autumn 1992, s. 3; M. Feldstein, *The Risk of Economic Crisis: Introduction*, University of Chicago Press 1991, s. 15.

Ryzyko upadłości należy rozpatrywać w kategoriach zjawiska towarzyszącego działalności każdej jednostki gospodarczej, przy czym prawdopodobieństwo upadłości poszczególnych jednostek jest różne i zależy m.in. od ich wielkości (im większy bank, tym mniejsze prawdopodobieństwo jego upadłości), formy własności (prawdopodobieństwo upadłości banku działającego w formie spółki akcyjnej jest większe niż banku państwowego), sektora, w jakim działają (niefinansowy czy finansowy). Przykładowo w Polsce rocznie upada około 200 tys. małych i średnich przedsiębiorstw (każdego dnia powstaje w Polsce średnio 718 przedsiębiorstw i jednocześnie upada przeciętnie 730²), a upadłości banków mają charakter jednostkowy, a zarazem spektakularny.

Tabela 1. Liczba upadłości banków w Polsce w latach 1995–2003

| ROK | LICZBA UPADŁOŚCI | |
|------|---------------------|-----------------------|
| | BANKÓW KOMERCYJNYCH | BANKÓW SPÓŁDZIELCZYCH |
| 1995 | 3 | 57 |
| 1996 | 1 | 30 |
| 1997 | 0 | 6 |
| 1998 | 0 | 4 |
| 1999 | 1 | 0 |
| 2000 | 1 | 0 |
| 2001 | 0 | 1 |
| 2002 | 0 | 0 |
| 2003 | 0 | 0 |

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Raporty roczne Bankowego Funduszu Gwarancyjnego.

W przypadku upadłości banku klient (deponent) ma ustawowo zagwarantowany zwrot części zainwestowanych środków. Obowiązkowy system gwarantowania depozytów w Polsce obejmuje środki gwarantowane do wysokości (łącznie z odsetkami naliczonymi zgodnie z umową – do dnia spełnienia warunku gwarancji):

- równowartości w złotych 1000 EUR – w 100%,
- przekraczającej równowartość w złotych 1000 EUR, a nie przekraczającej równowartości w złotych 22 500 EUR – w 90%.

² *Brak stabilnych reguł dla biznesu*, rozmowa z A. Malinowskim, prezydentem Konfederacji Pracodawców Prywatnych, Gazeta Prawna nr 32 z 14–16 lutego 2003 roku, za: J. Ostaszewski, P. Russel, *Makro- i mikroekonomiczne uwarunkowania rozwoju przedsiębiorczości w Polsce*, [w:] J. Ostaszewski, *Prawno-ekonomiczne aspekty rozwoju przedsiębiorczości (cz. I)*, Warszawa 2003, s. 20.

Polski system gwarantowania depozytów nie jest w pełni dostosowany do prawodawstwa unijnego i z punktu widzenia wysokości zwrotu środków w przypadku upadłości banku bardziej celowe jest lokowanie środków finansowych w bankach działających w krajach Unii Europejskiej (przestrzegających standardów unijnych) niż w Polsce. Według dyrektywy 94/19 deponent powinien otrzymać zwrot co najmniej w wysokości 20 000 EUR w 100%, a tymczasem w Polsce, jeżeli deponent ma ulokowane w banku przykładowo 21 000 EUR, otrzyma zwrot w wysokości 19 000 EUR (1000 plus 90% z 20 000).

Pomimo istnienia systemu gwarantowania depozytów (analogiczny istnieje dla inwestorów) i traktowania banków jako instytucji zaufania publicznego, klient bankowy powinien przede wszystkim sam interesować się sytuacją ekonomiczno-finansową banku. Dla klienta bankowego, uwzględniając kryterium oceny sytuacji ekonomiczno-finansowej banku, szczególnie istotne jest zidentyfikowanie banków w trudnej sytuacji ekonomiczno-finansowej, banków, którym grozi upadłość.

Identyfikowanie banków w trudnej sytuacji ekonomiczno-finansowej jest determinowane znajomością przyczyn upadłości banków, dostępem do danych i informacji finansowych oraz pozafinansowych, a także umiejętnością ich analizowania.

Podstawowymi przyczynami upadłości banków są:

- nieumiejętne zarządzanie ryzykiem przy niewłaściwym funkcjonowaniu kontroli wewnętrznej,
- oszustwa i defraudacje.

Analiza przyczyn upadłości i pogorszenia się sytuacji ekonomiczno-finansowej banków w Polsce wskazuje, że ich głównym powodem było nieumiejętne zarządzanie ryzykiem kredytowym. Z badań przeprowadzonych przez Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego wynika, że ponad 90% ryzyka podejmowanego przez banki działające w Polsce stanowi ryzyko kredytowe.

Nieumiejętne zarządzanie ryzykiem kredytowym uwidacznia się w pogorszeniu jakości należności, co pociąga za sobą konieczność tworzenia rezerw celowych. Koszty zawiązania rezerw celowych prowadzą do obniżenia wyniku finansowego i w konsekwencji mogą wpłynąć na powstanie straty w banku. Straty są zaś podstawową przyczyną powstania stanu niebezpieczeństwa niewypłacalności banku. W przypadku banków mających trudności ekonomiczno-finansowe w Polsce przyczyną kłopotów były w zasadzie straty, a nie problemy w zakresie płynności (wyjątek stanowił m.in. Bank Częstochowa). Warto w tym miejscu nadmienić, że polskie prawodawstwo przewiduje możliwość udzielania pomocy bankom będącym w stanie niebezpieczeństwa niewypłacalności, natomiast nie przewiduje pomocy z funduszu pomocowego dla banków w przypadku problemów w zakresie płynności finansowej.

Identyfikacja ryzyka upadłości następuje na podstawie danych finansowych oraz pozafinansowych, charakteryzujących bank. Dostęp do tych danych, z punktu widzenia klienta, jest ograniczony. Niemniej jednak na podstawie dostępnych informacji (pod warunkiem ich rzetelności), przy odpowiednim poziomie wiedzy i zaangażowaniu, można z dużym prawdopodobieństwem wskazać banki, którym grozi upadłość. Wybrane dane ekonomiczno-finansowe, pozwalające ocenić kondycję banku, są dostępne dla klienta bankowego.

Jeżeli klienci banków na podstawie dostępnych informacji mogą dokonać oceny sytuacji ekonomiczno-finansowej banków, to potrzeba istnienia systemów gwarantowania depozytów jest dyskusyjna. W związku z powyższym powstaje pytanie: czy wszyscy uczestnicy systemu gwarantowania depozytów powinni ponosić koszty funkcjonowania takiego systemu (obecnie banki działające w Polsce przerzucają te koszty na swoich klientów). Jeżeli w polskim systemie bankowym następuje upadłość jakiegoś banku, to klienci wszystkich pozostałych banków finansują pośrednio koszty upadłości, w tym wypłaty deponentom, którzy ulokowali swoje środki w banku charakteryzującym się wysokim ryzykiem. Oznacza to, że klienci działających banków finansują nieracjonalne decyzje deponentów upadłych banków. Być może lepszym rozwiązaniem byłoby ponoszenie ryzyka i tym samym kosztów tylko przez deponentów upadłych banków. Wynika z tego, że klienci banków powinni świadomie podejmować ryzyko, oceniać sytuację ekonomiczno-finansową banków. Ci, którzy nie potrafią ocenić sytuacji ekonomiczno-finansowej banków, mogliby korzystać z odpłatnych usług instytucji profesjonalnie zajmujących się taką oceną lub ubezpieczać ryzyko.

2. ŹRÓDŁA INFORMACJI I DANYCH

O SYTUACJI EKONOMICZNO-FINANSOWEJ BANKU

Informacje i dane o sytuacji ekonomiczno-finansowej banku można podzielić na finansowe i pozafinansowe. Podstawowe, choć niewystarczające są dane ze sprawozdania finansowego banku, przy czym trzeba zaznaczyć, że prezentują one przeszłe, historyczne informacje o sytuacji ekonomiczno-finansowej.

Na sprawozdanie finansowe banku składa się (art. 45 ustawy o rachunkowości):

- bilans,
- rachunek zysków i strat,
- informacja dodatkowa, obejmująca wprowadzenie do sprawozdania finansowego oraz dodatkowe informacje i objaśnienia,

- zestawienie zmian w kapitale/funduszu własnym,
- rachunek przepływów pieniężnych.

Zgodnie z art. 64 ust. 1 ustawy o rachunkowości, roczne sprawozdania finansowe banków podlegają badaniu i ogłaszaniu. Celem badania sprawozdania finansowego jest wyrażenie przez biegłego rewidenta pisemnej opinii wraz z raportem o tym, czy sprawozdanie finansowe jest prawidłowe oraz rzetelnie i jasno przedstawia sytuację majątkową i finansową, jak też wynik finansowy badanego banku (art. 65 ust. 1 ustawy o rachunkowości).

Zgodnie z art. 65 ust. 2 ustawy o rachunkowości, opinia powinna w szczególności stwierdzać, czy badane sprawozdanie finansowe:

- zostało sporządzone na podstawie prawidłowo prowadzonych ksiąg rachunkowych,
- zostało sporządzone zgodnie z określonymi ustawą zasadami rachunkowości,
- jest zgodne co do formy i treści z obowiązującymi bank przepisami prawa, statutem lub umową,
- przedstawia rzetelnie i jasno wszystkie istotne dla oceny banku informacje, a w odniesieniu do sprawozdania z działalności banku, czy informacje zawarte w tym sprawozdaniu obejmują istotne informacje o stanie majątkowym i sytuacji finansowej, w tym ocenę uzyskiwanych efektów oraz wskazanie czynników ryzyka i opis zagrożeń oraz zgodne są z informacjami zawartymi w rocznym sprawozdaniu finansowym.

W opinii należy również:

- poinformować o niedopełnieniu obowiązków złożenia we właściwym rejestrze sądowym oraz ogłoszenia sprawozdania finansowego za rok lub lata poprzedzające rok obrotowy,
- wskazać na stwierdzone podczas badania poważne zagrożenia dla kontynuacji działalności przez bank.

Raport, zgodnie z art. 65 ust. 5 ustawy o rachunkowości, powinien przedstawiać w szczególności:

- ogólną charakterystykę banku,
- stwierdzenie uzyskania od banku żądanych informacji, wyjaśnień i oświadczeń,
- ocenę prawidłowości stosowanego systemu rachunkowości i działania powiązanej z nim kontroli wewnętrznej,
- charakterystykę pozycji lub grupy pozycji sprawozdania finansowego, jeżeli zdaniem biegłego rewidenta wymagają one omówienia (brak obowiązku ustosunkowania się do wszystkich pozycji, jak było to wcześniej),
- stwierdzenie stosowania się przez bank do obowiązujących zasad w zakresie ostrożności, określonych m.in. przez Komisję Nadzoru

- Bankowego, w tym sprawdzenie prawidłowości ustalenia współczynnika wypłacalności,
- przedstawienie sytuacji majątkowej i finansowej oraz wyniku finansowego banku, ze wskazaniem na zjawiska, które w porównaniu z poprzednimi okresami sprawozdawczymi w istotny sposób wpływają negatywnie na tę sytuację, a zwłaszcza zagrażają kontynuowaniu działalności przez bank. Jeżeli w toku badania banku biegły rewident stwierdzi istotne, mające wpływ na sprawozdanie finansowe, naruszenie prawa, statutu lub umowy spółki, to powinien o tym poinformować w raporcie, a w razie potrzeby również w opinii.

Badanie sprawozdania finansowego przeprowadza biegły rewident spełniający warunki do wyrażenia bezstronnej i niezależnej opinii o tym sprawozdaniu. Bezstronność i niezależność nie jest zachowana m.in., jeżeli biegły rewident posiada tytuł własności w badanym banku, był w ciągu ostatnich trzech lat pracownikiem banku, istnieje pokrewieństwo między rewidentem a osobami reprezentującymi bank (art. 66 ust. 1 i 2 ustawy o rachunkowości).

Ustawa o rachunkowości nie określa częstotliwości zmiany biegłego rewidenta. Częste zmiany biegłego rewidenta utrudniają solidne badanie sprawozdań finansowych, z uwagi chociażby na potrzebę poznania specyfiki działalności danego banku. Wskazane jest zatem, żeby biegły rewident nie był zmieniany każdego roku. Z drugiej jednak strony badanie sprawozdań finansowych przez tego samego rewidenta przez kolejne lata zwiększa prawdopodobieństwo powstania określonych układow między kierownictwem banku i biegłym rewidentem oraz „usypia czujność” rewidenta i możliwość nowego spojrzenia na analizowany bank (rewident wpada w nieuniknioną rutynę). W związku z powyższym wskazana jest zmiana biegłego rewidenta co 3–5 lat. Nadzór bankowy rekomenduje zmianę biegłego rewidenta przynajmniej raz na 5 lat.

Na zarządzie banku ciąży obowiązek złożenia (w ciągu 15 dni od dnia zatwierdzenia rocznego sprawozdania finansowego) we właściwym rejestrze sądowym rocznego sprawozdania finansowego, opinii biegłego rewidenta, odpisu uchwały bądź postanowienia organu zatwierdzającego roczne sprawozdanie finansowe i podział zysku lub pokrycie straty (art. 69 ust. 1 ustawy o rachunkowości). Roczne sprawozdanie finansowe, podlegające złożeniu, obejmuje: wprowadzenie do sprawozdania finansowego stanowiące część informacji dodatkowej, bilans, rachunek zysków i strat, zestawienie zmian w kapitale/funduszu własnym oraz rachunek przepływów pieniężnych. Obowiązek złożenia nie dotyczy zatem pełnej informacji dodatkowej, a bez danych zawartych w tym sprawozdaniu przeprowadzenie solidnej analizy ekonomiczno-finansowej badanego banku nie jest w pełni możliwe.

Ogłoszenie sprawozdania finansowego następuje w Dzienniku Urzędowym Rzeczypospolitej Polskiej „Monitor Polski B”, a w odniesieniu do banków spółdzielczych – w Monitorze Spółdzielczym (art. 70 ust. 2 ustawy o rachunkowości).

Ogłaszanie sprawozdań finansowych przez banki jest zgodne z dobrymi zwyczajami międzynarodowymi. Publiczna jawność szczegółowych, terminowych i wiarygodnych informacji na temat sytuacji ekonomiczno-finansowej banków umożliwia uczestnikom rynku i innym użytkownikom tych informacji dokonywanie dokładnej oceny wyników finansowych i kondycji banków, prowadząc do lepszej dyscypliny rynkowej, a w konsekwencji do poprawy zaufania do systemu finansowego. Pogląd powyższy wyraziła Komisja Europejska w wydany w listopadzie 1999 roku dokumencie konsultacyjnym pt.: „Rewizja regulacyjnych wymogów kapitałowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych”³. Natomiast Bazylejski Komitet ds. Nadzoru Bankowego w swoim dokumencie „Podstawowe zasady efektywnego nadzoru bankowego” stwierdził: władze nadzoru bankowego muszą być pewne, że bank regularnie publikuje sprawozdania finansowe, które obiektywnie odzwierciedlają jego sytuację ekonomiczno-finansową (zasada 21). W dokumencie konsultacyjnym „Nowa Umowa Kapitałowa” Komitet opowiada się za zwiększoną jawnością i przejrzystością informacji na temat charakteru i struktury kapitału oraz ekspozycji banku na ryzyko związane z jego działalnością bilansową i pozabilansową. W dokumencie tym Komitet przedstawia zarówno ilościowe, jak i jakościowe wymagania związane z udostępnianiem informacji w trzech obszarach działalności bankowej (struktura kapitału, profil ryzyka i adekwatność kapitałowa). Ponadto Komitet dokonuje podziału informacji publikacyjnych na podstawowe (każdy bank musi je publikować) oraz uzupełniające (informacje publikowane tylko przez wybrane banki). Jednocześnie w dokumencie Komitet stwierdza, że częstotliwość publikacji powinna być uzależniona od profilu ryzyka, charakteru banku oraz szybkości zachodzących zmian zewnętrznych i wewnętrznych.

Wyżej zaprezentowane stanowiska przynoszą zamierzone efekty w systemach bankowych, które można określić mianem ustabilizowanych, dojrzałych. Natomiast w systemach, w których pojedyncze banki borykają się z trudnościami ekonomiczno-finansowymi, a system bankowy w ujęciu ogólnym jest stabilny, podawanie pełnych informacji o sytuacji ekonomiczno-finansowej poszczególnych banków może być ryzykowne. Problem ten dotyczy m.in. polskiego systemu bankowego, w którym

³ *A Review of Regulatory Capital Requirements for EU Credit Institutions and Investment Firms*, Commission of the European Communities, Brussels 1999.

ujawnienie sytuacji wybranych banków mogłoby wywołać panikę na rynku i zachwianie stabilności systemu bankowego. Przykładowo w 2002 roku 22 banki działające w Polsce znajdowały się w trudnej sytuacji ekonomiczno-finansowej (w 2001 roku – 24 banki), w tym 18 banków realizowało programy postępowania naprawczego zatwierdzone przez Komisję Nadzoru Bankowego, a 4 banki uzgadniały założenia do programów naprawczych⁴.

Analizowane zagadnienie ma zatem szerszy wymiar. Konieczne jest bowiem podjęcie strategicznej decyzji: czy system bankowy powinien wspierać banki, które mają problemy ekonomiczno-finansowe, czy w systemie bankowym powinny działać tylko „zdrowe organizmy”. W pierwszym przypadku podawanie pełnej informacji jest niecelowe, w drugim przypadku wskazane.

Obok wyżej wspomnianego, określonego w ustawie o rachunkowości, wymogu ogłaszania sprawozdań finansowych istnieje obowiązek prezentowania danych sprawozdawczych, wynikający z ustawy – Prawo bankowe. Art. 111 ust. 1 pkt 5 ustawy – Prawo bankowe stwierdza bowiem, że bank obowiązany jest ogłaszać w miejscu wykonywania czynności, w sposób ogólnie dostępny bilans z opinią biegłego rewidenta za ostatni okres podlegający badaniu. Na mocy wyżej wspomnianego źródła prawa bank jest także obowiązany ogłaszać w miejscu wykonywania czynności, w sposób ogólnie dostępny: stosowane stawki oprocentowania środków na rachunkach bankowych, kredytów i pożyczek, stosowane stawki prowizji i wysokość pobieranych opłat, terminy kapitalizacji odsetek, stosowane kursy walutowe, skład zarządu i rady nadzorczej banku, informacje o warunkach wykonywania przelewów transgranicznych, nazwiska osób upoważnionych do zaciągania zobowiązań w imieniu banku albo jednostki organizacyjnej banku, a ponadto w przypadku banku spółdzielczego obszar działania swojego banku zrzeszającego.

Ponadto art. 38b ust. 1 ustawy o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym stwierdza: podmioty objęte systemem gwarantowania (banki) są obowiązane do informowania osób korzystających z ich usług o swojej sytuacji ekonomiczno-finansowej oraz o uczestnictwie w obowiązkowym systemie gwarantowania i zasadach jego funkcjonowania, w sposób, w jaki są podawane informacje o świadczonych usługach.

Analiza treści przedstawionego powyżej artykułu ustawy o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym wskazuje na jego ogólny charakter, brak określenia przez ustawodawcę częstotliwości, zakresu i stopnia szczegółowości informacji udostępnianych klientom na temat sytuacji ekono-

⁴ *Raport Roczny Narodowego Banku Polskiego 2002*, NBP, Warszawa 2003, s. 43.

miczno-finansowej banku. W związku z powyższym można przyjąć różną interpretację art. 38b ust. 1 ustawy o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym. Zapis omawianego artykułu nie stwierdza jednak z całą pewnością, że informacja musi być szczegółowa. Brak szczegółowej informacji utrudnia jednak rzetelną ocenę banku. W praktyce banki działające w Polsce z reguły nie informują swoich deponentów wprost o swojej sytuacji ekonomiczno-finansowej.

Innymi źródłami informacji o sytuacji ekonomiczno-finansowej banku, zawierającymi również dane sprawozdawcze i inne, są:

- raporty banków, z reguły roczne, zawierające obok sprawozdań finansowych inne dane finansowe i pozafinansowe wzbogacone interpretacją (raporty są sporządzane przez banki i z reguły przedstawiają sytuację ekonomiczno-finansową banku w jak najlepszym świetle, przykładowo amerykańskie władze nałożyły na 10 największych banków inwestycyjnych kary, w łącznej wysokości 1,4 mld USD, za przedstawianie stronniczych analiz w latach 90-tych XX wieku, które miały służyć zdobywaniu klientów⁵),
- prospekty emisyjne banków wprowadzających do publicznego obrotu papiery wartościowe oraz sprawozdania, ukazujące się co kwartał, banków dopuszczonych (a zatem wybranych) do publicznego obrotu,
- oceny agencji *credit-rating* (np. *Fitch Polska*), przy czym nie wszystkie banki mają przyznawany *rating*,
- prasa fachowa.

3. WIARYGODNOŚĆ DANYCH W SPRAWOZDANIACH

A RESTRYKCYJNOŚĆ PRZEPISÓW PRAWNYCH I ICH WPŁYW NA WYNIKI ANALIZY EKONOMICZNO-FINANSOWEJ BANKU

W przypadku polskiego systemu prawnego, w tym w zakresie rachunkowości, bankowych regulacji ostrożnościowych, nie jest problemem brak przepisów prawnych. Działalność bankowa w Polsce jest silnie regulowana przez przepisy prawne i polski system można uznać za przeregulowany. Przeregulowanie nie służy natomiast zwiększeniu bezpieczeństwa prowadzenia działalności, a wywołuje m.in. tendencję omijania/łamania przepisów prawnych. Problemem w polskim systemie bankowym jest natomiast brak konsekwencji w egzekwowaniu prawa.

⁵ Rok 2003 w skrócie, Gazeta Bankowa z 29 grudnia 2003 roku, s. 4.

Zjawisko omijania i łamania prawa zmniejsza wiarygodność sprawozdawczości. Z powyższego wynika także, że oceny sporządzone na podstawie takiej sprawozdawczości nie oddają wiernego obrazu sytuacji ekonomiczno-finansowej banku.

Wiarygodność sprawozdawczości może być wątpliwa przede wszystkim z następujących powodów:

- błędów wynikających z pomyłek i/lub niewiedzy (element ten nie będzie przedmiotem dalszych rozważań),
- „tuszowania” sprawozdawczości związanego z łamaniem prawa,
- zjawiska omijania przepisów prawnych.

Według szacunków austriackiego profesora F. Schneidera w Polsce aż 27,4% Produktu Krajowego Brutto jest wytwarzane w szarej strefie. Pod tym względem Polska zajmuje pierwsze miejsce na liście. Za Polską znalazły się takie kraje jak: Włochy (odpowiednio 27,0%), Węgry (24,4%), Republika Czeska (18,4%), Słowacja (18,3%), Niemcy (16,3%), Francja (15,0%), Wielka Brytania (12,5%), Japonia (11,1%)⁶.

Przykładami omijania uregulowań prawnych przez banki działające w Polsce, w celu zmniejszenia ich dokuczliwości, są m.in.:

- „wyprowadzanie” określonych pozycji z bilansu banku, np. wartości niematerialnych i prawnych, tzn. sprzedaż oprogramowania towarzystwu leasingowemu z jednoczesnym wyleasingowaniem go (wartości niematerialne i prawne są bowiem odejmowane od funduszy podstawowych banku, co ogranicza skalę działalności banku, ma wpływ na wartość regulacji nadzorczych m.in. współczynnika wypłacalności),
- sprzedaż trudnych wierzytelności firmie windykacyjnej lub ich sprzedaż na dzień bilansowy i ich ponowne odkupienie w celu złagodzenia dokuczliwości rezerw celowych,
- tworzenie rezerw celowych w wymaganej wysokości na koniec miesięcy będących jednocześnie końcem kwartałów (Rozporządzenie Ministra Finansów obliguje banki do klasyfikowania ekspozycji kredytowych i tworzenia rezerw celowych co do zasady co najmniej raz na kwartał) i wykazywanie znaczącej kwoty brakujących rezerw celowych w pozostałych okresach (oznacza to zmniejszenie wysokości funduszy własnych) – banki wolą jednak pomniejszać fundusze własne niż tworzyć rezerwy celowe, które nie zawsze są uznawane jako koszt podatkowy,
- swobodne klasyfikowanie pozycji bankowych do portfela handlowego i bankowego w procesie wyliczania adekwatności kapitałowej banku,

⁶ Szary cień coraz dłuższy, Rzeczpospolita 2003, nr 58, za: J. Ostaszewski, P. Russel, op. cit., s. 40.

- obniżanie wartości aktywów i zobowiązań pozabilansowych ważonych ryzykiem na dzień 31 grudnia (stan powyższych pozycji na wskazany dzień jest podstawą wyliczenia kwoty obowiązkowej, bez-zwrotnej opłaty rocznej banków wnoszonej na rzecz Bankowego Funduszu Gwarancyjnego).

Za zjawisko zgodne z obowiązującym prawem, ale wątpliwe z punktu widzenia ekonomicznego (nabywanie większej niż jeden liczbą udziałów nie prowadzi do zwiększenia uprawnień, zasada: jeden członek – jeden głos, bez względu na liczbę posiadanych udziałów) należy uznać wzajemne przystępowanie banków spółdzielczych do innych spółdzielni bankowych i związane z tym zjawisko obejmowania wzajemnych udziałów⁷. Wzajemne nabywanie udziałów wynika przede wszystkim z wymagań prawnych, tzn. jest sposobem na podniesienie funduszy własnych banków spółdzielczych, poprawę wysokości niektórych norm nadzorczych (np. współczynnika wypłacalności), a jednocześnie może powodować wzrost ryzyka działalności banku spółdzielczego (im wyższe fundusze własne, tym większa może być skala akcji kredytowej banku – limity koncentracji wierzytelności).

Według danych Narodowego Banku Polskiego, na koniec 2002 roku liczba banków spółdzielczych posiadających udziały innych banków wyniosła 146, a sprzedaż udziałów pozwoliła 18 bankom spółdzielczym osiągnąć minimum kapitałowe (300 000 EUR). Przy tej okazji warto wspomnieć, że odniesienie większości regulacji do waluty euro powoduje dodatkowe ryzyko walutowe w działalności banków (przykładowo banki, które miały spełnione minimum kapitałowe na koniec 2002 roku, przy wysokim kursie euro w stosunku do złotego mogą nie osiągnąć tego wymogu na koniec 2003 roku).

Rygorystyczne uregulowania prawne w polskim systemie bankowym powodują nie tylko zjawisko omijania prawa, ale również wyraźne i ciągle rosnące tendencje do nieprzestrzegania prawa. Przykłady takie, w odniesieniu do banków, przedstawia tabela 2.

Podsumowując należy stwierdzić, że:

- wiarygodność sprawozdawczości w Polsce jest w wielu przypadkach wątpliwa, a to oznacza ograniczoną jej przydatność do analizy ekonomiczno-finansowej i sprawia, że oceny banków w Polsce nie oddają rzetelnego obrazu ich sytuacji,
- polski system prawny jest przeregulowany, kosztowny i poprzez zjawisko omijania oraz łamania przepisów prawnych podważa wiarygodność analiz ekonomiczno-finansowych.

⁷ Szerzej: M. Zaleska, *Zarządzanie aktywami i pasywami banku spółdzielczego*, Twigger, Warszawa 2003, s. 90–94.

Tabela 2. Przykłady nieprzestrzegania regulacji nadzorczych przez banki działające w Polsce w 2001 i 2002 roku

| REGULACJA NADZORCZA | SKALA NIEPRZESTRZEGANIA REGULACJI | |
|---|--|--|
| | W BANKACH KOMERCYJNYCH | W BANKACH SPÓŁDZIELCZYCH |
| 2001 ROK | | |
| Fundusze własne | 3 banki nie posiadały funduszy na poziomie 5 mln EUR (ponadto 4 banki zrzeszające nie spełniały progu 10 mln EUR) | 44 banki nie spełniały wymogu kapitałowego 300 000 EUR |
| Współczynnik wypłacalności | 3 banki legitymowały się współczynnikiem mniejszym od 8%, w tym 1 nie posiadał funduszy własnych na wymaganym poziomie | odpowiednio 10 banków |
| Niedobór funduszy własnych na pokrycie poszczególnych rodzajów ryzyka | ryzyka kredytowego – 3 banki, ryzyka walutowego – 3 banki (w tym jeden zaliczony do powyższej kategorii); wymogu kapitałowego nie spełniało łącznie 5 banków | |
| Normy koncentracji ryzyka walutowego | I kwartał 5 banków, II kwartał 7 banków (18 razy), III kwartał 6 banków (29 razy), IV kwartał 7 banków (34 razy) | |
| Brakujące rezerwy celowe | średnio ponad 10 banków | 114 banków (na koniec roku) |
| 2002 ROK | | |
| Fundusze własne | 5 banków nie posiadało funduszy własnych na poziomie co najmniej 5 mln EUR (w tym 2 miały fundusze ujemne) | 6 banków nie spełniało wymogu kapitałowego 300 000 EUR |
| Współczynnik wypłacalności | 5 banków legitymowało się współczynnikiem mniejszym od 8% | odpowiednio 11 banków |
| Brakujące rezerwy celowe | 10 banków | 65 banków |

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Narodowego Banku Polskiego.

4. STABILNOŚĆ PRZEPISÓW PRAWNYCH I JEJ WPŁYW NA WYNIKI ANALIZY EKONOMICZNO-FINANSOWEJ BANKU

Zmiana przepisów prawnych, w tym zasad sprawozdawczości, bankowych regulacji ostrożnościowych zwiększa ryzyko (m.in. pomyłek), generuje koszty (np. dostosowania systemu informatycznego), powoduje brak porównywalności analiz w czasie, wpływa na wyniki ekonomiczno-finansowe osiągnięte przez banki. W przypadku polskiego systemu bankowego koszty te nie są liczone, a ryzyko nie jest mierzone. Ponadto, co warto przypomnieć, każda zmiana pojedynczego przepisu przekłada się z reguły na wyniki ekonomiczno-finansowe osiągnięte przez banki. Każdą zmianę regulacji prawnej należy analizować w kontekście naczyń połączonych.

Powtórzyć należy, że jako mankament w polskim systemie bankowym trzeba uznać nieprzywiązywanie wagi do kosztów (finansowych i pozafinansowych) wprowadzania i stosowania przepisów prawnych. Uwaga powyższa dotyczy przede wszystkim bardzo częstych i pozostawiających bankom mało czasu na dostosowanie zmian regulacji prawnych.

Polskie prawodawstwo w zakresie regulacji bankowych należy ponadto uznać za mało stabilne. Jako przykład należy podać częste zmiany uchwał (wcześniej zarządzeń) Komisji Nadzoru Bankowego, np. w zakresie klasyfikowania należności (obecnie ekspozycji kredytowych) i tworzenia na nie rezerw celowych (od 2001 roku omawianą kwestię reguluje Rozporządzenie Ministra Finansów). W 2004 roku planuje się kolejną zasadniczą zmianę zasad klasyfikacji ekspozycji kredytowych i tworzenia rezerw celowych, o czym będzie mowa dalej. Sytuacja taka jest możliwa z uwagi na fakt, iż polskie ustawy bankowe zawierają liczne delegacje w zakresie regulacji ostrożnościowych. Delegacje te są nazbyt rozbudowane, przewidują możliwość wydawania fakultatywnych decyzji administracyjnych, a tym samym prowadzą do niestabilności przepisów. Komisja Nadzoru Bankowego w drodze przepisów niższej rangi (uchwał) może ustalać normy, które w prawodawstwie unijnym regulowane są w dokumentach prawnych o randze odpowiadającej naszej ustawie (dyrektywie).

Tymczasem, jak wcześniej wspomniano, każda zmiana przepisów generuje koszty i ryzyko m.in. dostosowania systemów informatycznych, procedur wewnętrznych, prawne i błędów (m.in. koszty związane z koniecznością szkolenia pracowników). W tym miejscu warto wspomnieć, że w Wielkiej Brytanii Financial Services Authority (FSA) – „supernadzorca” ma obowiązek prowadzenia analizy korzyści finansowych płynących z wprowadzanych i obowiązujących regulacji, tzn. musi udowodnić, że koszty związane z wprowadzeniem i stosowaniem regulacji są niższe niż korzyści z nich wynikające.

Poniżej zaprezentowane zostaną przykłady zmian regulacji prawnych, mające wpływ m.in. na wyniki ekonomiczno-finansowe banków działających w Polsce.

Pierwszym przykładem jest zwiększenie skali pomniejszeń funduszy własnych podstawowych banków o wartości niematerialne i prawne. W 2002 roku pomniejszono fundusze własne podstawowe o 30%, w 2003 roku o 60%, a od 2004 roku o 100% wartości niematerialnych i prawnych. Zmiana skali pomniejszeń ma negatywny wpływ na wysokość funduszy własnych banków działających w Polsce, a także na inne wskaźniki oceny sytuacji ekonomiczno-finansowej banku (np. współczynnik wypłacalności)⁸.

⁸ Szerzej: *ibidem*, s. 109–111.

Drugim przykładem wpływu postanowień władz bankowych na sytuację ekonomiczno-finansową banków spółdzielczych w Polsce jest zamiana akcji banków zrzeszających na akcje Banku Polskiej Spółdzielczości SA. Przy korzystnym parytecie wymiany akcji banki osiągnęły zyski, ale jednocześnie zwiększyły zaangażowanie kapitałowe, co miało odpowiednio pozytywny wpływ na poziom ich wyników finansowych, a negatywny na wysokość funduszy własnych i poziom współczynnika wypłacalności. W okresie marzec–kwiecień 2002 roku (w tym czasie nastąpiła zamiana akcji) w sektorze banków spółdzielczych wskaźnik ROA wzrósł o 0,9 pkt%, ROE zwiększył się o 9,8 pkt%, a współczynnik wypłacalności obniżył się o 0,5 pkt%⁹.

Trzecim przykładem jest zasadnicza nowelizacja ustawy o rachunkowości, którą wprowadzono w 2000 roku, a która weszła w życie od 1 stycznia 2002 roku. Nowelizacja była gruntowna i dotyczyła przede wszystkim zmiany zasad wyceny pozycji bilansowych. Wycenę według cen nabycia zastąpiono co do zasady wyceną opartą na wartości godziwej (rynkowej). Nie zmieniono przy tym na razie zasad wyceny kredytów i należności banku, aktywów utrzymywanych do terminu zapadalności oraz zobowiązań, które nie są przeznaczone do obrotu (przesunięto termin stosowania wyceny kredytów i innych należności według zamortyzowanego kosztu z uwzględnieniem efektywnej stopy procentowej na 2004 rok). Wprowadzone zmiany w zakresie zasad wyceny miały wpływ przede wszystkim na wysokość niepodzielonego wyniku finansowego z lat ubiegłych, na poziom kapitału z aktualizacji wyceny i aktywów ogółem.

Wpływ na wynik finansowy oraz kapitał z aktualizacji wyceny miała także zmiana zasad wyceny aktywów finansowych przeznaczonych do obrotu (na wynik finansowy odnosi się skutki wzrostu lub spadku wartości godziwej tych aktywów) oraz aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży (zmiany wartości odnosi się na kapitał z aktualizacji wyceny). W wyniku tej nowelizacji kapitał z aktualizacji wyceny, a zatem i fundusze własne banku, mogą ulegać zmianie w dwóch sytuacjach: aktualizacji wartości środków trwałych na mocy odrębnych przepisów oraz zmiany wartości godziwej (rynkowej) aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży.

Istotne z punktu widzenia wpływu na wynik finansowy banków było także wyłączenie z niego należnych odsetek od należności pod obserwacją i ewidencjonowanie ich jako przychodów zastrzeżonych¹⁰.

⁹ Szerzej: ibidem, s. 95–99.

¹⁰ W. Kwaśniak, Wpływ zmian regulacyjnych w latach 2000–2002 na sytuację finansową sektora bankowego. Projektowane kierunki zmian, referat na Forum Bankowe 2003 „Polskie banki w Unii Europejskiej. Szanse, wyzwania i zagrożenia”, s. 9.

Na wielkość wyniku finansowego banków znaczący, pozytywny wpływ miało także obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej z 4,5% do 3,5% w październiku 2003 roku oraz zmiana zasad naliczania przez banki rezerwy obowiązkowej, wprowadzona uchwałą nr 24/2003 Zarządu Narodowego Banku Polskiego (jeżeli kwota naliczonej rezerwy obowiązkowej jest niższa od kwoty stanowiącej równowartość 500 000 EUR, to kwota pomniejszenia jest równa wysokości naliczonej rezerwy).

Innym przykładem wpływu zmiany regulacji na sytuację ekonomiczno-finansową banków jest planowane na 2004 rok wydłużenie okresu opóźnienia w spłacie rat kapitałowych lub odsetek od jednostek gospodarczych dla ekspozycji kredytowych klasyfikowanych do kategorii zagrożonych (obecnie do kategorii zagrożonych klasyfikuje się ekspozycje, których opóźnienie w spłacie przekracza 1 miesiąc, natomiast według propozycji termin opóźnienia ustalono na ponad 3 miesiące). Wyżej zaprezentowana propozycja zmiany kryteriów klasyfikacji ekspozycji kredytowych przyczyni się do „sztucznej” (ekspozycje nie zostaną spłacone) poprawy jakości ekspozycji kredytowych (w tym należności), rozumianej jako udział kategorii zagrożonych w wielkości ogółem oraz braku porównywalności analiz w czasie.

Reasumując należy stwierdzić, że zmiany przepisów prawnych, w tym zasad sprawozdawczości i bankowych regulacji ostrożnościowych w Polsce są zbyt częste, wpływają zasadniczo na wyniki ekonomiczno-finansowe osiągnięte przez banki i powodują nieporównywalność wyników analiz w czasie oraz problemy konstruowania nowych modeli oceny ryzyka.

5. OCENA SYTUACJI EKONOMICZNO-FINANSOWEJ BANKU NA PODSTAWIE DANYCH FINANSOWYCH

Ocena sytuacji ekonomiczno-finansowej banku na podstawie danych finansowych obejmuje przede wszystkim wstępną analizę sprawozdań finansowych oraz analizę wskaźnikową. Poniżej zaprezentowane metody oceny mają na celu przede wszystkim identyfikację ryzyka upadłości banku, co jak wcześniej wspomniano jest istotne z punktu widzenia klienta bankowego.

Jednym z najbardziej dostępnych sprawozdań finansowych, a jednocześnie prezentującym istotne informacje jest bilans banku. W bilansie banku podana jest wartość sumy bilansowej. Im większa jest suma bilansowa, tym mniejsza jest „szansa” upadłości banku i odwrotnie. Znana jest bowiem powszechnie zasada „zbyt duży żeby upaść” (*too big to fail* – TBTF). Drugą zasadą, pokrewną z wyżej wymienioną, jest zasa-

da „zbyt ważny żeby upaść” (*too important to fail* – TITF). Realizacja tych zasad w praktyce polega na niedopuszczeniu do upadłości nieefektywnych banków, z uwagi na ich wielkość, a w zasadzie problemy z udźwignięciem kosztów takiej upadłości przez system i/lub z uwagi na znaczenie banku dla gospodarki. W przypadku takich banków nie ma zastosowania rachunek ekonomiczny i mechanizm rynkowy, a znajdują swoje odzwierciedlenie względy „polityczne”, w tym dbałość o niedopuszczenie do paniki na rynku (*run* na banki), w sytuacji gdy system nie będzie w stanie zrekompensować środków zdeponowanych w upadłych bankach, ze względu na ich wartość.

Przykładowo, według stanu na koniec września 2002 roku, w polskim systemie bankowym zabezpieczone na wypłatę kwot gwarantowanych fundusze (przy maksymalnej stawce) nie były wystarczające na pokrycie wypłat depozytów gwarantowanych w przypadku 18 banków charakteryzujących się najwyższą wartością tych depozytów (zabezpieczone, na wypłatę kwot gwarantowanych, fundusze porównane zostały z wartością depozytów gwarantowanych zgromadzonych w pojedynczych bankach). W przypadku banku posiadającego najwyższe depozyty gwarantowane fundusz zabezpieczony przez system gwarantowania depozytów na wypłaty kwot gwarantowanych w całym polskim systemie bankowym pokrywał tylko 1,8% zgromadzonych w tym banku depozytów gwarantowanych. Dopiero w przypadku 19 banku na liście rankingowej (sporządzonej według kryterium od najwyższej do najniższej wartości depozytów gwarantowanych) kwota zabezpieczonych środków na wypłaty kwot gwarantowanych była wyższa od zgromadzonych w tym banku depozytów podlegających gwarancji. Z powyższego wynika zatem, że system gwarantowania depozytów w Polsce nie byłby w stanie udźwignąć ewentualnej upadłości jednego z 18 banków, które zgromadziły najwyższą wartość depozytów gwarantowanych (nadmienić należy jednocześnie, że system gwarantowania depozytów w Polsce ma możliwość zebrania dodatkowych środków na wypłatę kwot gwarantowanych). W 2004 roku system gwarantowania depozytów może zabezpieczyć zwrot środków gwarantowanych w jeszcze mniejszej liczbie banków działających w Polsce (w 2004 roku obniżono bowiem stawkę funduszu ochronny środków gwarantowanych, o czym będzie mowa dalej, do poziomu 0,25%, w latach 2002–2003 stawka była ustalona na maksymalnym poziomie 0,4%).

Bilans prezentuje także fundusze/kapitały, których minimalny poziom jest wymagany przez przepisy prawa bankowego. Wartość minimalnych funduszy własnych banku jest zróżnicowana w zależności od formy prawnej, rodzaju banku. Banki prowadzące działalność w formie spółki akcyjnej, z wyjątkiem banków zrzeszających banki spółdzielcze, powinny posiadać fundusze własne na minimalnym poziomie 5 mln EUR

(art. 32 ust. 1 ustawy – Prawo bankowe). Banki zrzeszające (też działające w formie spółek akcyjnych), zgodnie z art. 28 ustawy o funkcjonowaniu banków spółdzielczych, ich zrzeszaniu się i bankach zrzeszających, obowiązane są natomiast posiadać fundusze własne na poziomie co najmniej 10 mln EUR (docelowo 20 mln EUR). Zgodnie z art. 172 ust. 3 ustawy – Prawo bankowe, banki spółdzielcze zrzeszone powinny natomiast posiadać fundusze własne na poziomie co najmniej 300 tys. EUR (docelowo 1 mln EUR). Tymczasem nie wszystkie banki legitymują się funduszami własnymi na wymaganym poziomie, co zwiększa ryzyko ich dalszej działalności (przykłady zostały zaprezentowane w tabeli 2). Prawdopodobieństwo upadłości tych banków (nie spełniających minimalnego progu kapitałowego) jest większe niż banków posiadających fundusze własne na wymaganym poziomie.

Elementem składowym funduszy/kapitałów własnych jest wynik finansowy (zysk lub strata). Generowanie przez bank straty świadczy z pewnością o krótko- lub długotrwałych problemach ekonomiczno-finansowych. Zwrócić należy zatem uwagę na charakter generowanej straty, tj. czy jest to strata z lat ubiegłych, strata w trakcie zatwierdzania czy strata bieżąca. Suma tych trzech rodzajów strat stanowi stratę skumulowaną. Występowanie tylko straty z lat ubiegłych świadczy o kłopotach banku w przeszłości i poprawie jego sytuacji. W przypadku występowania takiej okoliczności warto wyznaczyć następującą relację: zysk bieżący do straty z lat ubiegłych. Jeżeli relacja ta, w ujęciu procentowym, jest równa co najmniej 100%, to można uznać, że bank pokrył stratę. Występowanie tylko straty bieżącej wskazuje, że problemy nie mają jeszcze charakteru długoterminowego, a w statystycznym banku od momentu powstania trudności ekonomiczno-finansowych do chwili jego upadłości mija 3–5 lat. Występowanie wszystkich rodzajów strat jednocześnie świadczy zaś o długotrwałych i poważnych trudnościach banku. W sytuacji występowania straty w banku warto policzyć relację straty skumulowanej do funduszy/kapitałów własnych banku (w ujęciu procentowym). Jeżeli tak wyliczony wskaźnik jest większy od 100%, to świadczy to o tym, że strata banku jest większa niż jego fundusze/kapitały własne, a zatem problemy ekonomiczno-finansowe banku są głębokie. Jeżeli zaś po upływie 6 miesięcy od daty nadzwyczajnego walnego zgromadzenia strata przekracza połowę funduszy własnych banku, to zgodnie z art. 147 ust. 1 ustawy – Prawo bankowe Komisja Nadzoru Bankowego może podjąć decyzję o przejęciu banku przez inny bank (za zgodą banku przejmującego) lub likwidacji banku.

Jak wcześniej wspomniano, podstawowym powodem powstawania strat w bankach działających w Polsce jest nieumiejętne zarządzanie ryzykiem kredytowym, znajdujące odzwierciedlenie w jakości należno-

ści bankowych. Wskaźnik jakości należności określa udział należności zagrożonych w należnościach ogółem. Za należności zagrożone (aktywa przychodowe niepracujące) uznaje się trzy kategorie: należności poniżej standardu, należności wątpliwe i należności stracone. W momencie gdy zwiększa się udział należności zagrożonych w należnościach ogółem, zmniejszeniu ulega udział należności przynoszących bankowi dochód. Próby odzyskania należności zagrożonych przyczyniają się do wzrostu kosztów (m.in. konieczność utworzenia rezerw celowych, które dodatkowo nie zawsze są uznawane przez władze podatkowe za koszt uzyskania przychodu), a to obniża poziom wyniku finansowego. Jeżeli zatem bank ma być rentowny i bezpieczny, należności zagrożone powinny zostać ograniczone do minimum. Celem działania banku powinno być dążenie do minimalizacji wielkości omawianego wskaźnika. Jednocześnie z obserwacji wynika, że udział należności zagrożonych w należnościach ogółem wzrasta wraz ze wzrostem wielkości banku¹¹. Udział ten może być wyższy także w przypadku niektórych banków przyłączających do siebie banki o słabszej kondycji oraz banków działających w warunkach zwiększonej konkurencji.

W pasywach banku wyodrębniona jest pozycja zobowiązania wobec sektora finansowego, obrazująca środki ulokowane w analizowanym banku przez instytucje finansowe, w tym inne banki. Instytucje finansowe mają dostęp do szerszych danych finansowych i pozafinansowych o podmiotach funkcjonujących na rynkach finansowych oraz posiadają lepsze podstawy merytoryczne do oceny sytuacji ekonomiczno-finansowej banku niż klienci tych instytucji. Z powyższego wynika, że instytucje te wcześniej niż klienci orientują się w trudnościach ekonomiczno-finansowych poszczególnych instytucji finansowych. Zidentyfikowanie trudności jest zaś z reguły równoznaczne z wycofaniem środków z instytucji obciążonej wysokim ryzykiem niebezpieczeństwa niewypłacalności (systemy gwarantowania depozytów nie zwracają co do zasady środków ulokowanych przez instytucje finansowe w banku, którego upadłość ogłoszono). Fakt ten znajduje odzwierciedlenie w bilansie „zagrożonego” banku w zmniejszeniu, bardzo małej wartości zobowiązań wobec sektora finansowego. Niska wartość zobowiązań wobec sektora finansowego może, ale nie musi wskazywać na trudności ekonomiczno-finansowe w banku. Taka sytuacja jest bowiem również charakterystyczna dla banków znajdujących się w bardzo dobrej sytuacji ekonomiczno-finansowej.

¹¹ *Analiza porównawcza banków 1996/1997*, ACDI/VOCA – Projekt Rozwoju Banków Spółdzielczych, s. 14.

Jednocześnie w pasywach banków borykających się z trudnościami można zaobserwować wzrost pozycji zobowiązania wobec sektora niefinansowego. Wynika to z reguły z faktu, że banki te oferują wyższe oprocentowanie przyjmowanych środków (w tym depozytów) niż „konkurencja”. Oferowanie wyższego oprocentowania depozytów niż przeciętne na rynku może, ale nie musi być symptomem złej sytuacji ekonomiczno-finansowej banku (wyjątkiem od powyższej zasady jest przykładowo oferowanie wysokiego oprocentowania przez banki internetowe, chcące w ten sposób przyciągnąć klientów). Banki w złej sytuacji ekonomiczno-finansowej oferują wyższe oprocentowanie z uwagi na potrzebę pozyskania środków „za wszelką cenę” i/lub z racji niższych kosztów ich funkcjonowania, wynikających z korzystania z pomocy zewnętrznej, np. zwolnienia z obowiązku utrzymywania i odprowadzania rezerw obowiązkowych. Zwolnienie z obowiązku utrzymywania tych rezerw dotyczy z reguły banków realizujących programy postępowania naprawczego. Obowiązek opracowania i realizacji programu postępowania naprawczego (zaakceptowanego przez Komisję Nadzoru Bankowego) powstaje zaś w momencie wystąpienia straty w banku (czynnik omówiony wcześniej). Jeżeli bank zwolniony jest z obowiązku utrzymywania rezerw na nieoprocentowanym rachunku, może te środki zaangażować w inne aktywa przynoszące dochód.

Fakt odprowadzania bądź zwolnienia z rezerwy obowiązkowej można także odczytać z bilansu, w którym po stronie aktywów wyodrębniona jest omawiana pozycja. Trzeba przy tym pamiętać, że niektóre banki mogą posiadać zwolnienie tylko częściowe (od wybranych środków), a od pozostałych zobowiązań odprowadzać rezerwę obowiązkową. Ponadto istotny jest fakt, że zrzeszone banki spółdzielcze odprowadzają wymaganą rezerwę obowiązkową poprzez banki zrzeszające, a zatem kwota tej rezerwy jest ujęta w bilansie banku spółdzielczego w rozliczeniach z bankami zrzeszającymi (sektorem finansowym), a konto rozliczenia z bankiem centralnym z tytułu rezerwy obowiązkowej wykazuje saldo zero.

Jednocześnie trzeba zaznaczyć, że znaczenie rezerwy obowiązkowej w procesie identyfikacji banków zagrożonych upadłością zmniejszyło się w ostatnich latach, m.in. z uwagi na, wcześniej wspomniane, obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej oraz zmianę zasad jej naliczania przez banki. Ponadto coraz rzadziej podejmowane są decyzje o zwolnieniu banku z obowiązku utrzymywania rezerwy obowiązkowej. W 2002 roku Zarząd Narodowego Banku Polskiego nie zwolnił żadnego banku z obowiązku utrzymywania rezerwy obowiązkowej. W wyżej wspomnianym roku 4 banki nadal korzystały ze wsparcia Narodowego Banku Polskiego w formie zwolnienia z utrzymywania rezerwy obowiązkowej. Kwota zwolnionej rezerwy obowiązkowej na 31 grudnia 2002 roku wynosiła

1,1 mld PLN i dotyczyła 3 banków (z dniem 29 czerwca 2002 roku wygasła decyzja o zwolnieniu z rezerwy obowiązkowej wydana dla jednego banku). Decyzje o udzieleniu zwolnienia z rezerwy obowiązkowej zostały podjęte w poprzednich latach¹².

6. OCENA SYTUACJI EKONOMICZNO-FINANSOWEJ BANKU NA PODSTAWIE INFORMACJI POZASPRAWOZDAWCZYCH

Źródłem informacji na temat sytuacji ekonomiczno-finansowej banków i „szans” na ich ewentualną upadłość jest prasa fachowa. Po pierwsze, publikowane są w niej tabele oprocentowania depozytów, a jak wcześniej wspomniano, banki w trudnej sytuacji ekonomiczno-finansowej oferują z reguły oprocentowanie depozytów wyższe niż przeciętne na rynku. Po drugie, w prasie podawane są wartości współczynników wypłacalności dla poszczególnych banków. Niektóre banki nie podają takich informacji, co może, ale oczywiście nie musi być sygnałem, że wartość tego wskaźnika nie jest na zadowalającym poziomie (co najmniej 8%, przy czym 15% w pierwszym roku, a 12% w drugim roku działalności banku). Wartości graniczne współczynnika wypłacalności są wielkościami modelowymi, ustalonymi w sposób empiryczny. Trzeba zatem pamiętać, że osiągnięcie wartości współczynnika wypłacalności na wymaganym poziomie nie gwarantuje automatycznie powodzenia banku i jego wypłacalności. Współczynnik wypłacalności powinien być zatem jedną z wielu, a nie jedyną miarą braną pod uwagę przy ocenie „szans” upadłości banku.

Nowe regulacje nadzorcze proponowane przez Bazylejski Komitet ds. Nadzoru Bankowego przewidują zmniejszenie znaczenia współczynnika wypłacalności w procesie oceny sytuacji ekonomiczno-finansowej banku na rzecz między innymi szerszego wykorzystania *credit-ratingów*¹³.

Credit-rating zdefiniować można jako ocenę działalności, wyników osiąganych przez jednostki gospodarcze, w tym banki. Pozwala on również określić wartość banków oraz ryzyko towarzyszące ich działalności, standaryzując je poprzez sprowadzenie do jednej skali (przedstawionej za pomocą systemu symboli, tj.: liter, cyfr i znaków dodatkowych). Ocenę *ratingową* należy zatem postrzegać jako próbę opisanie obecnej i przyszłej sytuacji ekonomiczno-finansowej banku, interpretować jako

¹² Raport Roczny Narodowego Banku Polskiego 2002, s. 48.

¹³ Fragment opracowania na temat *ratingów* został przygotowany na podstawie: B. Lepczyński, *Agencje ratingowe o bankach*, Prawo i Gospodarka – Magazyn Finansowy, marzec 2001; P. Kowalski, *Rating po polsku*, ibidem.

oszacowanie wiarygodności banku, przy uwzględnieniu wewnętrznych i zewnętrznych czynników wpływających na sytuację ekonomiczno-finansową i wiarygodność banku.

Odmowa przyznania *credit-rating* lub niska ocena oznacza zatem bardzo małe lub brak umiejętności zarządzania bankiem, jego złą sytuację ekonomiczno-finansową. *Credit-rating*, obok funkcji cenotwórczej i marketingowej, odgrywa zatem także rolę informacyjną. Posiadanie przez banki *credit-ratingów* przynosi im zarówno korzyści niewymierne (związane z poprawą ich wizerunku), jak i korzyści wymierne (odzwierciedlające się w obniżeniu kosztu pozyskania kapitału). Podkreślić trzeba jednak, że po ostatnich spektakularnych upadłościach „gigantów międzynarodowych” oraz zidentyfikowaniu skali „kreatywnej rachunkowości” oceny *credit-ratingu* straciły na znaczeniu.

Pozafinansowymi symptomami, wskazującymi na „szansę” upadłości banku, mogą być także w szczególności:

- znaczące zmiany polityki strategicznej i/lub operacyjnej,
- rezygnacja z pełnienia funkcji we władzach (radzie, zarządzie) banku osób uznanych za autorytet w danej dziedzinie,
- zwalnianie „fachowców” z banku,
- przenoszenie rachunków bankowych do innych banków przez niektóre podmioty/osoby, np. przez osoby znane i szanowane w lokalnym środowisku.

Inne, podstawowe, przy czym charakteryzujące się różnym stopniem dostępności dla klienta bankowego, informacje niemierzalne, konieczne do oceny sytuacji ekonomiczno-finansowej banku, zaprezentowane poniżej, obejmują jedenaście obszarów działalności bankowej:

1. Właściciele banku: liczba właścicieli i wysokość ich zaangażowania (koncentracja czy rozproszenie własności), powiązania kapitałowe i/lub organizacyjne, w tym personalne pomiędzy poszczególnymi właścicielami, dotychczasowa działalność właścicieli, ich etyka, reputacja i pozycja w środowisku gospodarczym, charakter inwestycji właścicieli (zaangażowanie długoterminowe czy krótkoterminowe).
2. Rada nadzorcza banku: liczebność, wykształcenie i doświadczenie zawodowe członków rady w zakresie bankowości/finansów/prawa, udział członków rady w innych radach (doświadczenie), pełnione funkcje poza radą banku, pełnione funkcje w radzie banku i okres ich pełnienia, organizacja pracy rady banku (częstotliwość spotkań, tematyka spotkań, istnienie komisji problemowych, protokoły ze spotkań, stopień nadzorowania działalności banku).
3. Kadra zarządzająca bankiem: liczebność, okres pełnienia funkcji, wykształcenie i doświadczenie zawodowe, zdolności menedżerskie, zaangażowanie w pracę, otwartość na poszerzanie wiedzy.

4. Pracownicy banku: liczebność, wykształcenie i doświadczenie zawodowe, sumienność, zaangażowanie w pracę, otwartość na pogłębianie wiadomości, np. udział w szkoleniach, gdyż kompetencje pracowników wywierają decydujący wpływ na ocenę banku w zakresie pozafinansowym i w tym znaczeniu należy oceniać poszczególne placówki bankowe, a nie bank jako całość (w strukturach każdego banku funkcjonują dobrze, jak i źle zarządzane placówki).
5. Organizacja pracy banku: istnienie i jakość regulaminu organizacyjnego określającego m.in. schemat organizacyjny banku oraz zakres obowiązków, kompetencji i stopień odpowiedzialności poszczególnych pracowników, dostosowanie struktury organizacyjnej banku do potrzeb rynku (modyfikacje struktury organizacyjnej).
6. Zarządzanie ryzykiem kredytowym: istnienie i jakość procedur udzielania kredytów, w tym badania zdolności kredytowej, istnienie i zakres kompetencji komitetu kredytowego, jakość systemu informowania kierownictwa banku, duże zaangażowania banku i ich jakość przede wszystkim w stosunku do właścicieli, członków rady, zarządu i innych pracowników, przyjęte zabezpieczenia, tj. istnienie dywersyfikacji rodzaju zabezpieczeń, rzetelność wyceny zabezpieczeń, wartość zabezpieczeń w stosunku do wartości zaangażowania banku, ubezpieczenie przedmiotu zabezpieczenia, rzetelność klasyfikowania należności i tworzenia rezerw celowych.
7. Zarządzanie innymi (niż kredytowe) rodzajami ryzyka bankowego: istnienie procedur wewnętrznych zarządzania ryzykiem, funkcjonowanie komitetów problemowych, istnienie i jakość systemu informowania kierownictwa banku, istnienie planów awaryjnych.
8. Kontrola wewnętrzna: istnienie niezależnej komórki kontroli wewnętrznej, częstotliwość i zakres przeprowadzania kontroli wewnętrznej, protokoły z kontroli wewnętrznej, kontrola wykonania zaleceń pokontrolnych.
9. Pozycja banku: skala działalności bankowej, położenie banku (stopień „zamożności terenu”), stopień konkurencji na rynku, udział banku w rynku bankowym, rodzaj klientów i ich sytuacja finansowa.
10. Stan majątkowy banku: liczba placówek mieszczących się w budynkach własnych lub obcych, stopień wyposażenia placówek bankowych w nowoczesne technologie np. informatyczne (stopień komputeryzacji, jednolitość oprogramowania).
11. Plany banku: planowane procesy łączeniowe (bank przejmujący lub przejmowany), pozyskanie nowych właścicieli, zwiększenie liczby placówek, zakup nowego wyposażenia banku, pozyskanie nowych obszarów rynku, klientów.

7. ANALIZA ZWIĄZKU MIĘDZY JAKOŚCIĄ USŁUG A EFEKTYWNOŚCIĄ FINANSOWĄ BANKU*

Zaprezentowane poniżej wnioski są ważne w procesie zarządzania bankiem, ale mają jednocześnie istotny wymiar w procesie oceny banku przez jego klientów. Przykładowo świadczenie usług na bardzo wysokim poziomie jakości (wyższym niż oczekują klienci), ponoszenie wysokich nakładów na rozwój itp. mogą wskazywać na nieumiejętne zarządzanie bankiem i możliwość pojawienia się problemów ekonomiczno-finansowych w banku.

Wnioski z badań zależności jakości i efektywności oraz skuteczności banków zostaną przedstawione poniżej. Po pierwsze, analitycy znaleźli pozytywną i istotną (na poziomie 5%) relację między jakością usług a skutecznością rynkową, jak również między jakością usług a jakością współpracy z klientami. Co ważne, ujemny charakter ma zależność między jakością usług a produktywnością czynników. Zdaniem badaczy, może to wskazywać na pogarszanie się jakości w miarę jak banki starają się stawać bardziej efektywne, przynajmniej w krótkim okresie, co może w konsekwencji ograniczać ich skuteczność w przyszłości.

Po drugie, banki, chcąc oddziaływać na postrzegany poziom jakości, powinny modyfikować oczekiwania klientów co do jakości usług otrzymywanych w przyszłości – w kierunku ich poprawiania – a jednocześnie ograniczać oczekiwany poziom jakości, jaki klienci uważają za należyty im. Inaczej rzecz ujmując, klient powinien oczekiwać, że usługi będą coraz lepsze, ale nie powinny one przekraczać jego poziomu aspiracji. Wówczas bowiem poziom ten będzie rósł, co może spowodować, że postrzegana przez klienta jakość ulegnie obniżeniu – dlatego że będzie on oczekiwał zbyt wiele.

Ważnym aspektem badania związków między jakością a efektywnością jest określenie efektywności operacyjnej banków. Dobór zmienionych wykorzystywanych do oceny efektywności zakłada przyjęcie albo modelu, w którym banki są producentami usług, albo traktowanie ich jako pośredników finansowych. W pierwszym przypadku efekty mierzono są liczbą otwartych rachunków, udzielonych kredytów, dokonanych przelewów itp., nakładami zaś są: zatrudnienie, liczba bankomatów, komputerów itp. W przypadku efektywności banków jako pośredników za

* Szerzej: J. Kudła, *Mierzenie wpływu jakości usług na efektywność finansową banków komercyjnych*, Bank i Kredyt 2001, nr 10, s. 42–53.

nakłady przyjmuje się różnego rodzaju koszty, a jako miary wyniku: dochody, wartość kredytów, wartość depozytów itp. Podejście produkcyjne lub inaczej operacyjne do szacowania efektywności zajmuje się zatem w większym stopniu nakładochłonnością działalności bankowej związanej z zawieraniem transakcji, podczas gdy podejście od strony pośrednictwa finansowego bardziej akcentuje stronę finansową – koszty i dochody uzyskiwane z działalności.

Przykładowo udzielenie dużego kredytu nie musi oznaczać dużo większego wykorzystania pracy personelu czy komputerów niż udzielenie średniej wielkości kredytu, natomiast wymaga pozyskania odpowiednio większych (często kosztowniejszych) środków z rynku. Do oceny efektywności tego typu operacji lepsze wydaje się zatem podejście z punktu widzenia pośrednictwa finansowego, zgodnie z którym bank jest bardziej efektywny, jeśli przy danych efektach (np. udzielonej wartości kredytów) ponosi proporcjonalnie mniejsze koszty niż inny bank. Podejście do efektywności od strony pośrednictwa pozwala na analizowanie kosztów ponoszonych przez banki i ich wpływu na osiąganą zyskowność.

Przy analizowaniu drobnych, pracochłonnych operacji lepsze jest natomiast podejście od strony efektywności produkcji banku, czyli stwierdzenia, jak wykorzystywane są istniejące nakłady dla zawierania transakcji przez bank. Dany bank jest efektywniejszy, jeżeli potrafi zawrzeć taką samą liczbę umów, co inny bank, wykorzystując mniej: zatrudnionych, podłączonych komputerów, posiadanej powierzchni itp. Osiągnięte redukcje nakładów w ujęciu produkcyjnym mogą być następnie przełożone na oszczędności w kosztach, jeżeli znane są ceny poszczególnych nakładów czynników produkcji. W końcowym wyniku można zatem oszacować korzyści z potencjalnego poprawienia efektywności poprzez wyliczenie towarzyszącego mu wzrostu zysku.

Jednocześnie mały bank nie może udzielać równie dużych kredytów co duży bank (ograniczenia odniesione są do wysokości posiadanych przez bank funduszy własnych), nawet jeśli zatrudnia równie dobry personel i oferuje taką samą jakość usług. Bardziej skomplikowane i ryzykowne transakcje również łatwiej są wykonywane przez duże instytucje finansowe, co utrudnia porównywanie jakości w kontekście efektywności usług bankowych.

Badanie związków między jakością a efektywnością, polegające na ustaleniu efektywności operacyjnej, pozwala sformułować dwa podstawowe wnioski. Po pierwsze, badania wskazują na lepsze wyniki finansowe tych banków detalicznych, które mają niższą wariację typowych procesów (czyli wykonujące czynności bankowe na podobnym poziomie), niż banków, w których część procesów jest wykonywana bardzo dobrze, a inne źle. Może to sugerować, że banki zapewniając określony standard obsługi klienta muszą nie tylko dbać o jego zgodność

z oczekiwaniami klientów, ale przede wszystkim utrzymywać stałość przyjętego standardu wobec całego „koszyka” oferowanych produktów i usług.

Po drugie, oddziały banków nieefektywne pod względem zużycia nakładów w stosunku do uzyskanego poziomu jakości mogłyby osiągnąć tę samą jakość zużywając dużo mniej nakładów, co wydaje się potwierdzać, że mniejsze oddziały oferują wyższą jakość. Sugeruje się również, iż zapewnienie wysokiej jakości rachunków oszczędnościowych usprawiedliwia ponoszenie przez oddziały relatywnie dużych nakładów, albowiem ten rodzaj nakładu w największym stopniu wpływa na zakwalifikowanie danego oddziału do grupy efektywnych. Najczęściej efektywności nakładów w stosunku do uzyskiwanej jakości towarzyszy efektywność operacyjna, a tylko wyjątkowo operacyjnej efektywności towarzyszy nieefektywność dotycząca jakości. Niestety, oddziały efektywne pod względem jakości nie są istotnie bardziej rentowne (przynajmniej krótkookresowo) niż oddziały nieefektywne pod tym względem. Wniosek ten jest, być może, skutkiem ponoszenia znacznych kosztów związanych z zapewnieniem wyższego poziomu jakości.

Zastosowanie ogólnych modeli badających wpływ jakości na rynki finansowe również pozwala sformułować dwa zasadnicze wnioski. Po pierwsze, oddziaływanie jakości na zyski odbywa się poprzez wzrost przywiązania klientów do banku (zmniejszenie ich fluktuacji) oraz redukcję kosztów, co przyczynia się jednocześnie do utrzymania udziału w rynku i – w konsekwencji – wzrostu zysków. Poprawa jakości jest oczywiście skutkiem wysiłków związanych z usprawnieniem usług, co przenosi się na poprawę satysfakcji klientów i wspomniany już wzrost przywiązania do oferującego usługi.

Po drugie, jeżeli celem banku jest niestracenie klienta na rzecz konkurencji, to wystarczy zapewnić minimalny poziom jakości, przy którym klientowi nie opłaca się zmienić banku na inny. Podnoszenie poziomu jakości kosztuje, a nie musi być konieczne, dopóki bank nie obawia się utraty klientów. Bank nie obawia się natomiast utraty klientów, jeżeli koszty związane ze zmianą są wyższe niż różnica poziomu jakości między bankami. Stąd optymalnym rozwiązaniem problemu maksymalizacji różnicy między poziomem użyteczności klientów i kosztami banku jest zaproponowanie przez banki jak najniższego poziomu jakości, przy którym nie następuje jeszcze odpływ klientów. Powyższe wnioski nie dotyczą oczywiście pozyskiwania nowych klientów, ani zmieniających bank z innych przyczyn (np. migracja), dla których wyższy poziom jakości może stanowić zachętę do wyboru określonego banku. W tym ostatnim przypadku koszty zmiany nie odgrywają większej roli i nawet minimalne różnice jakości mogą zdecydować o wyborze danego banku przez klienta.

8. DECYZJE WŁADZ BANKOWYCH

SYMPTOMEM TRUDNOŚCI EKONOMICZNO-FINANSOWYCH W BANKACH

W procesie stabilizowania systemu bankowego ważną rolę odgrywają instytucje zewnętrzne: bank centralny (w Polsce: Narodowy Bank Polski – NBP), system rozliczeniowy (Krajowa Izba Rozliczeniowa – KIR), nadzór bankowy (Komisja Nadzoru Bankowego – KNB) i system gwarantowania depozytów (Bankowy Fundusz Gwarancyjny – BFG).

Wykluczenie banku z Krajowej Izby Rozliczeniowej jest kolejnym sygnałem ostrzegawczym o ewentualnych problemach ekonomiczno-finansowych w danym banku. W przypadku polskich rozwiązań wykluczenie z Krajowej Izby Rozliczeniowej (początkowo na trzy miesiące) oznacza konieczność rozliczania się danego banku za pośrednictwem innego banku. Rozliczanie się za pośrednictwem innego banku jest droższe i trwa dłużej niż w przypadku rozliczania się bezpośrednio przez Krajową Izbę Rozliczeniową. W Polsce przykładowo następujące banki zostały wykluczone z Krajowej Izby Rozliczeniowej: Bank Staropolski i UniBank, które miały kłopoty ekonomiczno-finansowe, Wielkopolski Bank Rolniczy (Narodowy Bank Polski odwołał wykluczenie) i Bank Współpracy Europejskiej (w momencie wykluczenia bank czekał na zatwierdzenie programu naprawczego)¹⁴.

Instytucje nadzorujące banki i gwarantujące środki zgromadzone w bankach w przypadku wystąpienia trudności ekonomiczno-finansowych w banku muszą podjąć decyzję albo o jego sanacji przy wsparciu finansowym z zewnątrz, albo o ewentualnej upadłości. Podstawową zasadą stosowaną przy takim wyborze jest to, aby kwota zaangażowanej pomocy w banku charakteryzującym się trudnościami nie była wyższa niż kwota środków gwarantowanych deponentom tego banku przez system gwarantowania depozytów. Jest przy tym mało prawdopodobne, żeby instytucje zewnętrzne podjęły decyzję o ogłoszeniu upadłości banku, jeżeli wcześniej zaangażowały znaczne środki w jego ratowanie. Oznaczałoby to bowiem przyznanie się do tego, że pomoc nie przyniosła zamierzonych rezultatów i należało już wcześniej ogłosić upadłość banku. Wcześniejsze ogłoszenie upadłości banku wiąże się z reguły z niższymi kosztami dla systemu, tzn. im później zostanie ogłoszona upadłość, tym koszty te są co do zasady większe. Wcześniejsze udzielenie pomocy bankowi, a następnie ogłoszenie jego upadłości byłoby zatem

¹⁴ *Błąd może drogo kosztować*, Rzeczpospolita z 15 października 2002 roku, s. B7.

w pewnym sensie przyznaniem się instytucji zewnętrznych w stosunku do banków do błędnych decyzji.

Prawdopodobieństwo ogłoszenia upadłości jakiegoś (bliżej nie zidentyfikowanego) banku w polskim systemie bankowym można próbować określić także na podstawie wysokości stawki funduszu ochrony środków gwarantowanych (tzw. fośg). Podmioty objęte systemem gwarantowania (banki) obowiązane są tworzyć fundusz ochrony środków gwarantowanych na zaspokojenie roszczeń deponentów w przypadku spełnienia warunków gwarancji przez którykolwiek bank objęty tym systemem, tj. w uproszczeniu w momencie ogłoszenia upadłości banku. Banki gromadzą fundusze ochrony środków gwarantowanych w formie papierów wartościowych – skarbowych lub emitowanych przez Narodowy Bank Polski. Papiery te pozostają w dyspozycji banków i dopiero w przypadku upadłości jakiegoś banku Bankowy Fundusz Gwarancyjny zwraca się do banków o konwersję papierów wartościowych na środki pieniężne, które są przekazywane do Funduszu na wypłaty dla deponentów. Fundusz ochrony środków gwarantowanych jest zatem nazywany funduszem uśpionym.

Jednocześnie wysokość (kwota) utworzonego funduszu ochrony środków gwarantowanych przez system bankowy w danym roku powinna być porównywana z wysokością środków (depozytów) gwarantowanych w pojedynczym, „zagrożonym” banku, o czym była mowa wcześniej. Jeżeli wartość tych depozytów przewyższa wartość utworzonego funduszu ochrony środków gwarantowanych, to prawdopodobieństwo ogłoszenia upadłości takiego „zagrożonego” banku jest małe.

Ponadto wysokość funduszu ochrony środków gwarantowanych w kolejnym roku jest ustalana, nie później niż do końca poprzedniego roku kalendarzowego, jako iloczyn stawki w wysokości do 0,4% i sumy środków pieniężnych, zgromadzonych w banku na wszystkich rachunkach, stanowiącej podstawę obliczania kwoty rezerwy obowiązkowej za październik (aktualizowanej na podstawie stanu na rachunkach w kwietniu kolejnego roku). Wysokość ustalonej stawki jest pochodną oceny stanu bezpieczeństwa funkcjonowania banków, „szans” upadłości poszczególnych banków. Im większa stawka funduszu ochrony środków gwarantowanych jest ustalona na dany rok (max 0,4%), tym większe jest prawdopodobieństwo upadłości dużego banku, ale „nie zbyt dużego żeby upaść” i/lub dużej liczby banków. Niska wysokość stawki funduszu ochrony środków gwarantowanych wskazuje natomiast, że władze bankowe nie planują upadłości znaczącego dla systemu banku.

Podsumowując, spełnienie jednego z wyżej wymienionych finansowych lub pozafinansowych symptomów lub podjęcie określonej de-

cyzji przez władze bankowe z reguły nie jest równoznaczne z występowaniem poważnych trudności ekonomiczno-finansowych w banku. Zidentyfikowanie natomiast kilku wyżej wymienionych elementów zagrożenia jednocześnie w pojedynczym banku może z dużym prawdopodobieństwem, ale nie musi, wskazywać na „szansę” upadłości tego banku.

DARIUSZ J. BŁASZCZUK, MAREK ŁUKASZEWSKI

OSZCZĘDNOŚCI GOSPODARSTW DOMOWYCH W BANKACH ORAZ W FUNDUSZACH ZBIOROWEGO INWESTOWANIA JAKO ŹRÓDŁO FINANSOWANIA ROZWOJU GOSPODARKI POLSKIEJ

I. WPROWADZENIE

W teorii ekonomii nietrudno znaleźć twierdzenia, iż istnieje związek (niektórzy twierdzą, że wręcz funkcyjny) między wielkością oszczędności w skali kraju a inwestycjami w całej gospodarce, a w konsekwencji – również tempem wzrostu tej gospodarki. Tradycyjnie, rozważania z tego zakresu prowadzone były przy bardziej albo mniej milczącym założeniu, że rozpatrywana jest gospodarka zamknięta. Dopiero od kilkadziesiąt lat publikowane są prace teoretyczne i wyniki badań empirycznych poświęcone zależnościom między oszczędnościami w skali kraju, w tym gospodarstw domowych, a inwestycjami i wzrostem w gospodarkach otwartych, będących na różnym poziomie rozwoju społeczno-gospodarczego, a więc zarówno wysoko rozwiniętych, jak i średnio oraz słabiej rozwiniętych.

Zagadnienie to stało się szczególnie istotne w dobie globalizacji, która objęła już praktycznie wszystkie sfery działalności człowieka, zarówno jako osoby fizycznej, jak i jako członka rozmaitych społeczności lokalnych, krajowych czy regionalnych, np. obywatela Unii Europejskiej.

Stwierdzenie powyższe jest bardzo aktualne również w przypadku Polski, która w okresie kilkunastu lat przekształciła się z kraju zorientowanego głównie na wewnątrz, a na zewnątrz jedynie w stopniu wyznaczonym zewnętrznymi uwarunkowaniami politycznymi, we w pełni

suwerenne państwo, odgrywające znaczącą rolę w polityce światowej i mające aspiracje odgrywać coraz większą rolę nie tylko w gospodarce europejskiej, ale także i w gospodarce światowej.

Dążenie Polski do odgrywania coraz większej roli w Europie i świecie stymulowało i przyspieszało proces przemian, zwłaszcza w sferze regulacyjnej¹. W szczególności zmiany w polskim prawie odbywały się praktycznie „pod dyktando” – początkowo negocjatorów z OECD, a następnie partnerów rozmów akcesyjnych z Unii Europejskiej. Jedni i drudzy reprezentowali, oczywiście, te same grupy interesu, rzecz jasna na ogół niezgodnego z długookresowym interesem gospodarki polskiej². Trzeba jednak odnotować, że dzięki wspomnianym naciskom uregulowano wiele obszarów polityczno-prawnych. Ciągłe jednak jeszcze dużo pozostaje do zrobienia³.

Gwoli sprawiedliwości należy także stwierdzić, że dzięki wspomnianym naciskom zewnętrznym, ale i determinacji wybranych przedstawicieli kolejnych ekip rządzących, autentyczny postęp nastąpił również w wielu dziedzinach gospodarki polskiej. W odczuciu przeciętnego mieszkańca Polski postęp ten przejawia się przede wszystkim w powszechnej i szerokiej podaży praktycznie wszystkich produktów, w tym produktów finansowych, i w efekcie – łatwym dostępie do nich. W szczególności dotyczy to możliwości lokowania oszczędności przez gospodarstwa domowe. Oprócz tradycyjnych książeczek oszczędnościowych i terminowych (w tym mieszkaniowych), które ciągle jeszcze funkcjonują (choć wielka i stale rosnąca grupa osób nie ma pojęcia, co to takiego), oraz trochę mniej tradycyjnych (bo funkcjonujących „zaledwie” ok. 25 lat rachunków oszczędnościowo-rozliczeniowych, tzw. ROR), pojawiły się rozmaite produkty (lokaty) oszczędnościowe, sprzedawane nie tylko przez banki (zarówno tradycyjne, jak i wirtualne), ale ostatnio coraz częściej także przez bankowo-ubezpieczeniowe grupy kapitałowe. Wśród oferowanych produktów oszczędnościowych w zasadzie każdy może znaleźć ofertę odpowiednią dla niego pod względem rentowności, płynności i bezpieczeństwa.

Szeroko rozwinięta jest również oferta produktów *quasi-oszczędnościowych* sprzedawanych przez firmy ubezpieczeniowe (chodzi tu głów-

¹ Tym bardziej że po upadku systemu państw o gospodarkach planowanych centralnie wszystkie były kraje socjalistyczne zaliczone zostały do krajów mniej rozwiniętych, określanych wcześniej mianem „Trzeciego Świata”, co było bardzo trudne do zniesienia dla niektórych polityków polskich, w tym polityków gospodarczych, por. np.: D. J. Błaszczuk, *Ryzyka związane z przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej w perspektywie strategicznej*, Zarządzanie Ryzykiem 2004, nr 15.

² Szerzej na ten temat patrz m.in. w: D. J. Błaszczuk, op. cit.

³ Por. np. U. Płowiec, *Ryzyka gospodarcze związane z integracją Polski z Unią Europejską*, Zarządzanie Ryzykiem 2004, nr 15.

nie o ubezpieczenia grupy 3 działu I (ubezpieczenia na życie z funduszem kapitałowym – do niedawna nazywanym funduszem inwestycyjnym⁴).

Niezależnie od powyższego, w okresie transformacji zrodziły się możliwości zakupu akcji firm notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (a od niedawna także na giełdach zagranicznych), obligacji i bonów Skarbu Państwa, obligacji komunalnych oraz obligacji przedsiębiorstw, a także jednostek uczestnictwa w funduszach zbiorowego inwestowania (początkowo jednym – powierniczym, później kolejno: inwestycyjnych otwartych, zamkniętych i mieszanych, a ostatnio także emerytalnych). Od kilku lat możliwe jest również inwestowanie, w tym przez osoby fizyczne, w tzw. instrumenty pochodne.

Powstaje w związku z tym pytanie, jakimi kanałami i w jakim stopniu oszczędności gromadzone przez gospodarstwa domowe transformowane były i są w źródła finansowania rozwoju gospodarczego Polski. Temu zagadnieniu poświęcone są dalsze rozważania w niniejszym rozdziale. Przedmiotem szczególnego zainteresowania są oszczędności gospodarstw domowych w bankach oraz w funduszach emerytalnych i inwestycyjnych.

W analizie szczegółowej pominięte zostały natomiast inwestycje gospodarstw domowych w akcje, obligacje i bony skarbowe oraz ubezpieczenia na życie z funduszem kapitałowym. Jest co najmniej kilka argumentów za przyjęciem takiego rozwiązania.

Po pierwsze, zakupy przez gospodarstwa domowe polskich obligacji i bonów skarbowych oznaczają bezpośrednie finansowanie polskich podmiotów budżetowych⁵, a więc w całości i bezpośrednio służą finansowaniu gospodarki polskiej. Jednocześnie wydaje się, że bardzo trudno byłoby uzyskać pełne i wiarygodne informacje na temat udziału inwestorów indywidualnych w tym finansowaniu.

Po drugie, można przypuszczać, że w przeważającej mierze polscy inwestorzy indywidualni dokonują zakupu akcji spółek publicznych na rynku warszawskim (na jednym z rynków GPW w Warszawie lub na CeTO), a więc finansują, póki co, w zasadzie jedynie firmy funkcjonujące w Polsce. Ponadto, uzyskanie informacji na temat udziału inwestorów prywatnych w kapitalizacji Giełdy w Warszawie albo CeTO jest kłopotliwe. Analogiczne stwierdzenia odnoszą się do zakupu obligacji przedsiębiorstw.

Należy jednak pamiętać, że ostatnio pojawiła się możliwość wyjścia polskich inwestorów indywidualnych na rynki zagraniczne. Nie wydaje się jednak, aby zaangażowanie finansowe polskich gospodarstw domowych w zakupy akcji czy obligacji na rynkach zagranicznych było znaczące.

⁴ Budziło to nieporozumienia w związku z funkcjonowaniem towarzystw funduszy inwestycyjnych (TFI) i zarządzaniem przez nie otwartymi, zamkniętymi i mieszаныmi funduszami inwestycyjnymi.

⁵ Dlatego też początkowo były one zarezerwowane jedynie dla rezydentów.

Podobnie jest w przypadku zakupu przez osoby fizyczne ubezpieczeń z funduszem kapitałowym. Składka zebrana przez firmę ubezpieczeniową służy, jak wiadomo, wypracowaniu zysków⁶, pokryciu kosztów działalności firmy oraz (teoretycznie przede wszystkim) wypłacie świadczeń albo odszkodowań ubezpieczeniowych. Wypłata świadczeń, zwłaszcza w przypadku ubezpieczeń z funduszem kapitałowym, następuje zwykle w momencie bardzo odległym od momentu wpłaty składki ubezpieczeniowej. W tzw. międzyczasie część zebranej składki, odpowiadająca przyszłym zobowiązaniom z tytułu wypłaty świadczeń, jest przez każdą firmę ubezpieczeniową dzielona na dwie części. Jedną z nich firma inwestuje zgodnie z limitami zawartymi w ustawie o działalności ubezpieczeniowej. Zapisy te są dosyć rygorystyczne i, póki co, jedynie w niewielkim stopniu zezwalają firmom ubezpieczeniowym zarejestrowanym w Polsce na inwestowanie aktywów za granicą. Natomiast drugą część firmą ubezpieczeniową przekazuje reasekuratorowi jako zapłatę za jego udział w ryzyku, przejętym przez daną firmę ubezpieczeniową. Analiza danych opisujących zjawisko reasekuracji biernej (a więc oddawania ryzyka i w związku z tym części składki odpowiadającej przekazywanemu ryzyku) w Polsce w dziale ubezpieczeń na życie (a więc obejmujących m.in. ubezpieczenia na życie z funduszem kapitałowym) pozwala wyprowadzić wniosek, że przeważająca część odpowiednich środków pozostaje w Polsce. A zatem, także oszczędności osób fizycznych gromadzone w postaci ubezpieczeń z funduszem kapitałowym w ostatecznym rachunku w dużej mierze służą finansowaniu rozwoju gospodarki polskiej.

Niezależnie od powyższego, dogłębne zbadanie każdego z zagadnień pominiętych w analizie szczegółowej spowodowałoby rozszerzenie objętości rozdziału poza założone wcześniej ramy.

Analizę szczegółową przeprowadzono w złotych. Oznacza to, że na wyniki badań w określonym stopniu wpływ mają kursy walut obcych przyjęte w danych źródłowych. Te zagadnienia nie są jednak bliżej rozważane w niniejszym artykule również z uwagi na założoną jego objętość.

2. OSZCZĘDNOŚCI GOSPODARSTW DOMOWYCH W BANKACH

2.1. ANALIZA ZGROMADZONYCH OSZCZĘDNOŚCI

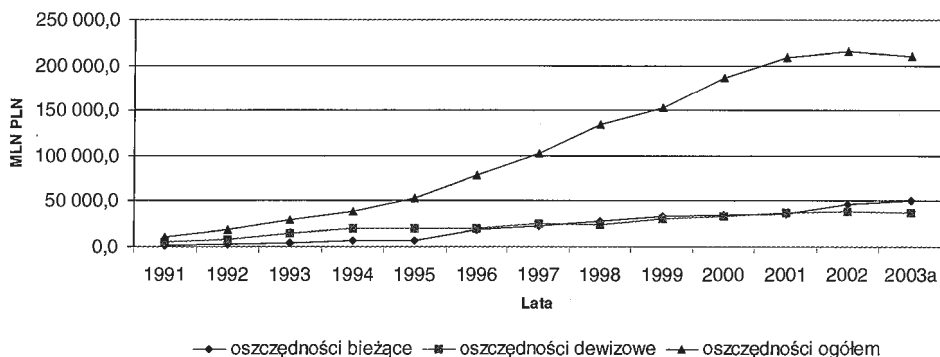
Wartość depozytów bankowych gospodarstw domowych⁷ w latach 1991–2003 przedstawiona jest w tabeli 1. Jak widać, depozyty te w badanym okresie wzrosły z poziomu niewiele ponad 10 mld PLN do kwo-

⁶ Teoretycznie nie dotyczy to towarzystw ubezpieczeń wzajemnych.

⁷ Komercyjnych i spółdzielczych łącznie, tj. w sektorze bankowym, ale bez NBP.

ty prawie 210 mld PLN (tj. 17,4-krotnie, a więc średniorocznie prawie o 26,9%). Ten imponujący w liczbach relatywnych wzrost wynikł w podstawowej mierze z niskiej podstawy wyjściowej. Warto przy tym zwrócić uwagę na fakt, że w pierwszych trzech latach roczne wzrosty kształtowały się na poziomie ok. 10 mld PLN, a w następnych dwu latach, a także w 1999 r. – były równe prawie 20 mld PLN. Z kolei w latach 1997–1998 oraz 2000–2001 przyrosty oszczędności ludności w bankach były jeszcze większe, osiągnęły bowiem poziom prawie 35 mld PLN w 1998 r. i 2000 r.⁸ Związane to było, przede wszystkim, z dobrą koniunkturą gospodarczą w Polsce w drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych.

Od 2001 r. zaobserwowana wcześniej tendencja wzrostowa uległa znacznemu osłabieniu, a następnie (w 2003 r.) wręcz odwróceniu. Poza przyczynami ogólnogospodarczymi, związanymi z osłabieniem koniunktury gospodarczej w Polsce, zaobserwowane zjawisko jest oczywiście potwierdzeniem panującej dosyć powszechnie opinii o negatywnym wpływie wprowadzenia opodatkowania odsetek od oszczędności gromadzonych w bankach.



Wykres 1. Oszczędności bieżące, dewizowe i ogółem gospodarstw domowych w bankach w latach 1991 - wrzesień 2003

Legenda: a) dane za okres styczeń-wrzesień.

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych zawartych w tabeli 1.

Analizując depozyty bankowe ludności w badanym okresie warto zwrócić uwagę na ich strukturę. O ile relacja oszczędności bieżących do oszczędności ogółem prawie w całym badanym okresie kształtowała się na w miarę stabilnym poziomie nieco ponad 20%⁹ (por. wykres 1),

⁸ Na marginesie warto zauważyć, że wartości przyrostów w poszczególnych latach kształtowały się każdorazowo na poziomie równowartości ok. 10 mld USD.

⁹ Średnio na poziomie 21,4%.

Tabela 1. Depozyty gospodarstw domowych w bankach w latach 1991–2003

| ROK | ZŁOTOWE | | | | DEWIZOWE | | | BIEŻĄCE | DEWIZOWE | OGÓŁEM |
|-------|---------|--------|---------|----------|----------|--------|---------|---------|----------|----------|
| | NA ŻĄD | OSZCZ | RAZEM | TERM | NA ŻĄD* | NA ŻĄD | TERM | RAZEM | RAZEM | |
| 1991 | 419,3 | 627,8 | 1047,1 | 5811,2 | 1717,3 | 1506,4 | 3704,6 | 2553,5 | 5211,0 | 12069,3 |
| 1992 | 717,8 | 950,0 | 1667,8 | 10500,2 | 2594,5 | 2275,9 | 6268,2 | 3943,7 | 8544,1 | 20712,1 |
| 1993 | 1406,2 | 1148,7 | 2554,9 | 13710,6 | 4689,5 | 4113,6 | 10886,6 | 6668,5 | 15000,2 | 31265,7 |
| 1994 | 2289,6 | 1445,8 | 3735,4 | 18364,1 | 7523,6 | 6599,6 | 13871,0 | 10335,0 | 20470,6 | 42570,1 |
| 1995 | 4470,7 | 2041,9 | 6512,6 | 33160,0 | 7820,1 | 6859,7 | 12852,5 | 13372,3 | 19712,2 | 59384,8 |
| 1996 | 8409,9 | 2674,5 | 11087,9 | 46330,2 | . | 7236,1 | 13229,2 | 18324,0 | 20465,3 | 77883,4 |
| 1997 | . | . | 15095,0 | 62194,6 | . | 8050,7 | 17206,9 | 23145,7 | 25257,6 | 102547,2 |
| 1998 | . | . | 20693,3 | 88886,9 | . | 7224,8 | 17246,0 | 27918,1 | 24470,8 | 134051,0 |
| 1999 | . | . | 25431,1 | 96656,8 | . | 8099,6 | 22253,9 | 33530,7 | 30353,5 | 152441,4 |
| 2000 | . | . | 26578,3 | 127466,4 | . | 7773,9 | 24942,4 | 34352,2 | 32716,3 | 186761,0 |
| 2001 | . | . | 27387,6 | 144634,4 | . | 8687,4 | 28503,1 | 36075,0 | 37190,5 | 209212,5 |
| 2002 | . | . | 36830,3 | 124052,8 | . | 9351,9 | 29146,5 | 46182,2 | 38498,4 | 215203,3 |
| 2003* | . | . | 40602,3 | 115341,7 | . | 9565,3 | 28102,0 | 50167,6 | 37667,3 | 209910,7 |

dla liczb kursywą: obliczenia własne na podstawie danych zawartych w odpowiednich kolumnach tabeli 1 (w przypadku depozytów dewizowych bieżących ludności przy założeniu, że ich relacja do depozytów dewizowych bieżących ogółem w latach 1991–1994 była stała i równa odpowiedniej relacji w 1995 r.)

Legenda:

* w okresie styczeń – wrzesień;

** ogółem depozyty ludności i podmiotów gospodarczych.

Źródło: Roczniki Statystyczne GUS (por. Bibliografia); dla lat 2002–2003: Syntezy Komisji Nadzoru Bankowego.

to relacja oszczędności dewizowych do oszczędności ogółem w latach 1991–1992 była równa nieco ponad 40%, natomiast w latach 1993–1994 ukształtowała się na poziomie ok. 48%, po czym zmniejszała się sukcesywnie do poziomu nieco poniżej 20% w 1998 r., na którym pozostała do końca badanego okresu, w ostatnich czterech latach stabilizując się na poziomie nieznacznie niższym od 18%.

Relatywnie wysoki udział oszczędności dewizowych na początku okresu transformacji (określany wtedy „dolaryzacją oszczędności” z uwagi na fakt, iż znakomita większość oszczędności utrzymywana była w USD) wynikał co najmniej z trzech powodów. Po pierwsze, relacja wartości oszczędności dewizowych i złotych zmieniła się na skutek gwałtownego pod koniec lat osiemdziesiątych spadku wartości złotego, wyrażonej np. w stosunku do USD. Po drugie, wysoki udział oszczędności dewizowych był konsekwencją absolutnego wzrostu oszczędności dewizowych, wynikającego z braku zaufania do złotego, ulegającego szybkiemu osłabieniu w końcowym okresie gospodarki socjalistycznej, a więc sposobem na utrzymywanie realnej wartości oszczędności. Po trzecie wreszcie, w początkach okresu transformacji część ludności nie miała zaufania do stabilności, nie tylko złotego, ale, przede wszystkim, do nowej sytuacji polityczno-gospodarczej. Na marginesie warto jednak przypomnieć, że osoby, które w tamtym okresie zamieniły posiadane oszczędności dewizowe na oszczędności złote i złożyły je w bankach¹⁰, nie straciły na tym, w przeciwieństwie do osób, które utrzymywały oszczędności dewizowe¹¹.

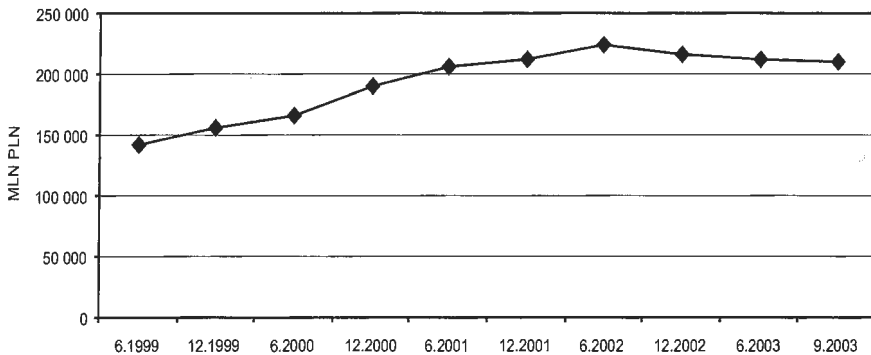
Okresowe dewaluacje złotego począwszy od połowy maja 1991 r., a później wprowadzenie kursu pełzającego¹², przy jednoczesnym szybkim i skutecznym tłumieniu inflacji, spowodowały ponowne zwiększenie skłonności ludności do oszczędzania w dewizach. Jak można wnioskować na podstawie analizowanych danych, dopiero od 1995 r. społeczeństwo polskie zaczęło nabierać przekonania o trwałości wprowadzanych rozwiązań i racjonalności oszczędzania w złotych. W efekcie, poziom oszczędności dewizowych utrzymywanych przez gospodarstwa domowe w bankach w ostatnich ośmiu latach odpowiadał równowartości ok. 10 mld USD (a okresowo bywał nawet niższy).

¹⁰ Analiza liczb w tabeli 1 pozwala jednak stwierdzić, wbrew potocznemu mniemaniu, że zjawisko to nie było zbyt powszechne.

¹¹ Straty te były skutkiem wprowadzenia stałego kursu na poziomie 9500 PLN/USD (a więc 0,95 PLN/USD) w okresie styczeń 1990–połowa maja 1991, wysokiej inflacji (w zależności od sposobu liczenia od ok. 350% do ponad 700% w 1990 r.) oraz wysokich stóp procentowych dla depozytów złotych i niskich stóp procentowych dla depozytów dewizowych w tamtym okresie.

¹² Na temat rodzajów kursów walutowych patrz np. w: Z. Krzyżkiewicz, W. L. Jaworski, M. Puławski, *Leksykon bankowo-giełdowy*, Poltext, Warszawa 1998, s. 312.

Kształtowanie się poziomu oszczędności gospodarstw domowych w bankach w ostatnich latach wymaga szczególnego komentarza. Jak wspomniano wcześniej, systematyczny od początku okresu transformacji przyrost oszczędności gospodarstw domowych w bankach uległ zahamowaniu w 2001 r. Już w pierwszej połowie 2001 r. zmniejszył się on w stosunku do poprzedniego półrocza o ok. 1/3 (z ok. 24 mld PLN do ok. 16 mld PLN), a w drugiej – osiągnął „zaledwie” ok. 6,5 mld PLN (por. wykres 2). Zmiany te wystąpiły w związku ze wspomnianym wcześniej wprowadzeniem od 1 grudnia 2001 r. opodatkowania odsetek od oszczędności, w wyniku którego część gospodarstw domowych aktywnie zarządzających swoimi oszczędnościami przestała powiększać swoje oszczędności w bankach, a różnicę między bieżącymi dochodami rozporządzalnymi a bieżącymi wydatkami na cele konsumpcyjne i pozostałe ulokowała w innych podmiotach (i oczywiście innych formach oszczędzania).



Wykres 2. Oszczędności gospodarstw domowych w bankach w okresie czerwiec 1999–wrzesień 2003

Źródło: obliczenia własne na podstawie Syntez Generalnego Inspektoratu Nadzoru Bankowego/Komisji Nadzoru Bankowego NBP.

Jednak już w pierwszej połowie 2002 r. nastąpił ponowny istotny wzrost oszczędności gospodarstw domowych w bankach (o ok. 12 mld PLN). Wydaje się, że przyczyną tego stanu rzeczy było to, iż podmioty inne niż banki nie zatroszczyły się o przygotowanie oferty wystarczająco atrakcyjnej dla gospodarstw domowych oraz nie przeprowadziły dostatecznie skutecznych odpowiednich akcji marketingowych, pozostając w przekonaniu, iż gospodarstwa domowe, poszukując produktów oszczędnościowych o wysokiej rentowności, tak czy inaczej same zrezygnują z lokowania wolnych środków w bankach i wybiorą instrumenty oferowane przez instytucje pozabankowe. Jednocześnie można było za-

uważyć aktywne działania marketingowe banków w celu przeciwdziałania spadkowi oszczędności gospodarstw domowych w bankach. Jednym ze sposobów było rozszerzenie oferty o produkty pozwalające, teoretycznie, a nawet i niejednokrotnie rzeczywiście, unikać konieczności płacenia podatku od odsetek uzyskanych od oszczędności gromadzonych w bankach. W szczególności ofertę taką proponowały (i proponują) niektóre banki, funkcjonujące w ramach bankowo-ubezpieczeniowych grup kapitałowych (konglomeratów bankowo-ubezpieczeniowych)¹³.

Wzrost oszczędności w bankach w tamtym okresie był jednak zjawiskiem krótkotrwałym, bowiem począwszy już od drugiego półrocza 2002 r. wartość depozytów gospodarstw domowych w bankach zaczęła cechować tendencja spadkowa (zmniejszenie o ok. 9 mld PLN w drugim półroczu 2002 r. oraz o ok. 4 mld PLN w pierwszym półroczu 2003 r. i o ok. 1,5 mld PLN w trzecim kwartale 2003 r.). Wydaje się, że przyczyną takiego zachowania gospodarstw domowych była głównie poprawa koniunktury gospodarczej, przede wszystkim w Polsce, która przyczyniła się do wzrostu rentowności innych form inwestowania oszczędności gospodarstw domowych. Rosły np. ceny akcji firm notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, szybko wzrastały też wartości jednostek uczestnictwa różnych otwartych funduszy inwestycyjnych oraz certyfikatów zamkniętych i mieszanych funduszy inwestycyjnych, inwestujących w Polsce. Jednocześnie wzrost wartości jednostek uczestnictwa, w tym w funduszach, funkcjonujących w Polsce, które inwestują także za granicą¹⁴, powodował, iż część oszczędności gospodarstw domowych, zwłaszcza oszczędności dewizowych wcześniej zgromadzonych w bankach, zamieniana była na jednostki uczestnictwa w tych funduszach¹⁵, a więc służyła finansowaniu rozwoju podmiotów za granicą.

2.2. PRZEZNACZENIE ZGROMADZONYCH OSZCZĘDNOŚCI

Kolejną kwestią jest przeznaczenie oszczędności gospodarstw domowych zgromadzonych w bankach. Oszczędności gospodarstw domowych są oczywiście zwykle najważniejszym składnikiem aktywów każdego banku¹⁶. Jednocześnie, jak wiadomo, pieniądze nie są znaczone. W konsekwencji nawet najwyższe kierownictwo poszczególnych banków

¹³ Np. różne lokaty o charakterze zbliżonym do ubezpieczeń grupy 3 działu I, nie zawierające jednak części odpowiadającej ryzyku śmierci.

¹⁴ Np. funduszach akcji dolarowych, funduszach obligacji dolarowych itp.

¹⁵ Dzięki temu nie ponoszą kosztów prowizji od operacji wymiany.

¹⁶ Zobowiązania polskiego sektora bankowego wobec podmiotów niefinansowych w latach 1993–2003 oscyływały w granicach od ok. 56% do ok. 61% sumy bilansowej, udział gospodarstw domowych stanowił zaś każdorazowo ok. 80% tej wielkości.

nie jest w stanie jednoznacznie stwierdzić, jakie w skali całego banku są źródła finansowania poszczególnych pozycji aktywów, ani też na finansowanie czego są przeznaczane poszczególne pozycje pasywów. Powyższe stwierdzenie jest jeszcze bardziej oczywiste w skali całego systemu bankowego. A zatem jedną z możliwych odpowiedzi na pytanie, w jaki sposób są wykorzystywane oszczędności gospodarstw domowych zgromadzone w bankach jest konstatacja, iż finansują one, proporcjonalnie do ich udziału w sumie bilansowej, każdą z pozycji aktywów poszczególnych banków i, w konsekwencji, aktywów całego sektora bankowego poszczególnych krajów, np. Polski.

Niezależnie od powyższego, warto zwrócić uwagę na relacje między depozytami gospodarstw domowych a należnościami sektora bankowego (bez NBP) od sektora niefinansowego.

W pierwszych dwu latach banki odczuwały niedobór środków finansowych. Miało to swoje przyczyny zarówno po stronie podażowej, jak i popytowej. Z jednej strony, w latach 1991–1992 skłonność gospodarstw domowych do oszczędzania była niska, zarówno ze względu na niskie dochody, jak i wysoki poziom inflacji. Z drugiej strony zaś, wtedy niedawno wprowadzona wolność gospodarowania i obserwowany w tamtym okresie wysoki poziom przedsiębiorczości (tym bardziej że popierany przez elity polityczne) skłaniały do poszukiwania źródeł finansowania coraz to nowych projektów, głównie w zakresie działalności handlowej, ale także i inwestycyjnej. Ponadto, popyt na kredyty bankowe wzmocniony był przez słabe procedury bankowe (zwłaszcza w zakresie oceny ryzyka kredytowego), które umożliwiały nieuczciwym kredytobiorcom wyłudzenie kredytów.

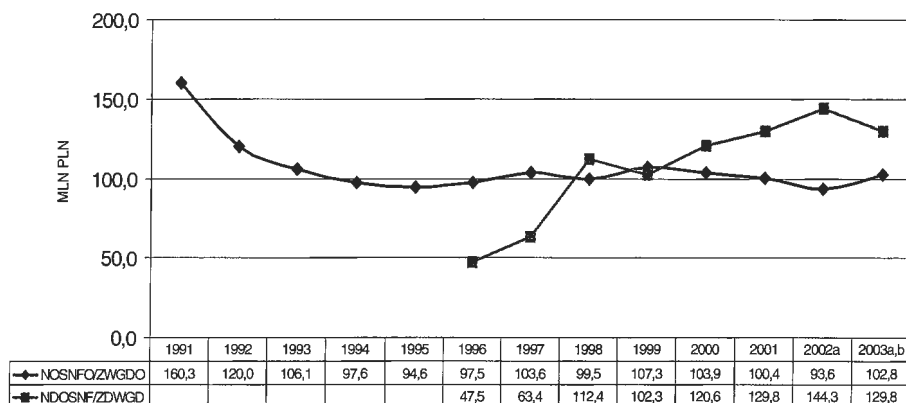
Warto również przypomnieć, że w tamtym okresie szczególnie wysokie było zainteresowanie kredytami dewizowymi, przeznaczanymi (przynajmniej na etapie wnioskowania o nie) głównie na zakupy dóbr inwestycyjnych. Poza czynnikami wspomnianymi wcześniej, ważną rolę odgrywał koszt tych kredytów, który był wielokrotnie niższy od kosztu kredytów złotych¹⁷. Źródłem finansowania kredytów dewizowych były zarówno środki dewizowe zgromadzone w bankach polskich, jak i środki pochodzące z zagranicy (por. wykres 4).

Początkowo kredyty dewizowe udzielane były ze środków pochodzących z kilku linii kredytowych Banku Światowego, udostępnianych wybranym bankom polskim za pośrednictwem NBP. W późniejszym okresie pojawiły się również linie kredytowe udzielane wybranym ban-

¹⁷ Z uwagi na stałość kursu złotego do maja 1991 r. i relatywnie wolne jego zmiany w późniejszym okresie, stosunkowo niskie oprocentowanie kredytów dewizowych (jedynie nieznacznie przekraczające poziom 10% w skali roku) oraz bardzo wysokie (choć spadające do kilkudziesięciu procent w skali roku) oprocentowanie nominalne kredytów złotych.

kom polskim przez ich partnerów zagranicznych, najpierw przez banki zagraniczne z kapitałem polskim, a później także przez inne banki zagraniczne.

Natomiast od 1993 r. stosunek między depozytami gospodarstw domowych a należnościami sektora bankowego (bez NBP) od sektora niefinansowego był bardzo stabilny i kształtował się na poziomie ok. 1,0 (por. wykresy 3 i 4). A zatem sektor bankowy w Polsce w tym okresie udzielał podmiotom gospodarczym i gospodarstwom domowym kredytów i pożyczek łącznie praktycznie dokładnie tyle, ile zgromadził oszczędności od gospodarstw domowych.



Wykres 3. Relacja między należnościami ogółem sektora bankowego od sektora niefinansowego a należnościami dewizowymi sektora bankowego od sektora niefinansowego w latach 1991–wrzesień 2003 oraz zobowiązaniami dewizowymi sektora bankowego wobec gospodarstw domowych w latach 1996–wrzesień 2003

Legenda:

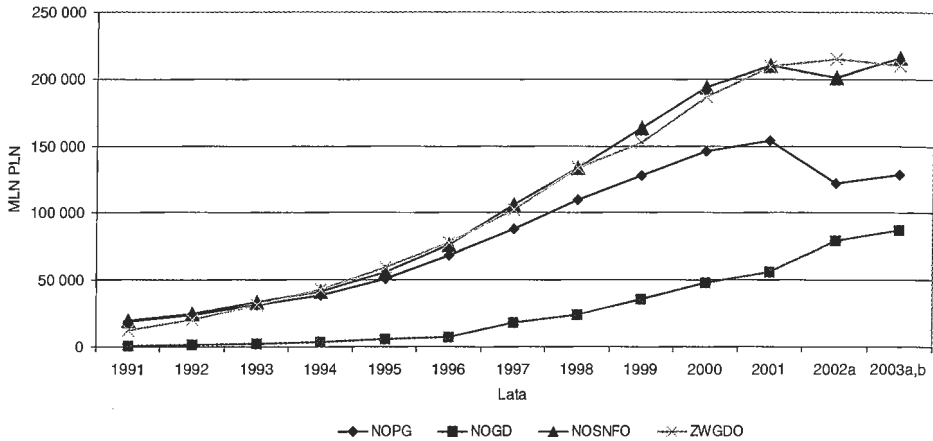
- strukturę należności wyliczono przy założeniu, że jest taka sama, jak przy należnościach banków komercyjnych;
- w okresie styczeń–wrzesień.

Źródło: obliczenia własne na podstawie Syntez NBP.

Wydaje się przy tym, że kredyty udzielane przez banki sektorowi niefinansowemu trafiały w całości albo praktycznie w całości do podmiotów funkcjonujących w Polsce. Pozwala to twierdzić, że kredytowanie przez banki działalności przedsiębiorstw, zwłaszcza inwestycyjnej, ale w określonym stopniu także i bieżącej, przyczyniało się do rozwoju gospodarczego kraju.

Innym zagadnieniem jest, jak efektywnie zostały one wykorzystane. Nie wchodzić w szczegóły (nie jest bowiem to główny temat niniej-

szego rozdziału), można stwierdzić, że w dużej mierze zostały one zmarnotrawione, wartość obligacji restrukturyzacyjnych (a więc kwot wydatkowanych z budżetu państwa na oddłużanie tylko państwowych podmiotów gospodarczych zadłużonych tylko w bankach państwowych) wyniosło bowiem ok. 3,5 mld PLN.

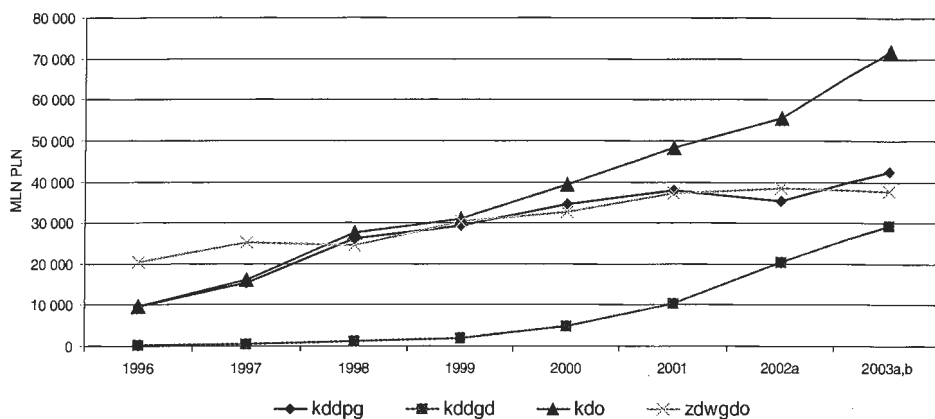


Wykres 4. Kredyty dla podmiotów gospodarczych, gospodarstw domowych i ogółem udzielone przez banki na tle zobowiązań banków wobec gospodarstw domowych w latach 1991–wrzesień 2003

Źródło: Obliczenia własne na podstawie Syntez NBP.

Analizując przeznaczenie oszczędności gospodarstw domowych zgromadzonych w bankach należy jeszcze zwrócić uwagę na ciągle wzrastający udział kredytów dla gospodarstw domowych w portfelu kredytowym sektora bankowego (por. wykres 4). Zjawiska tego nie można ocenić jednoznacznie. Wzrost udziału kredytów dla gospodarstw domowych jest zjawiskiem pozytywnym w tym sensie, że zbliża strukturę finansowania zakupów przez polskie gospodarstwa domowe do standardów w krajach rozwiniętych gospodarczo, w których przeważająca część zakupów dóbr trwałego użytkowania (a w USA także mieszkań i domów) dokonywana jest na kredyt. Z drugiej strony jednak, kredyty dla gospodarstw domowych w omawianym okresie w dużej mierze służyły finansowaniu potrzeb konsumpcyjnych. Dopiero w ostatnich latach wzrosła rola kredytów inwestycyjnych dla gospodarstw domowych¹⁸.

¹⁸ W ostatnich kwartałach udział kredytów na cele mieszkaniowe wzrósł z ok. 10% do ok. 17%, a konsumenckich z ok. 6% do ok. 10% zadłużenia sektora niefinansowego w bankach (por. Syntezy NBP).



Wykres 5. Kredyty dewizowe dla podmiotów gospodarczych, gospodarstw domowych i ogółem udzielone przez banki na tle zobowiązań dewizowych banków wobec gospodarstw domowych w latach 1996-wrzesień 2003

Źródło: obliczenia własne na podstawie Syntez NBP.

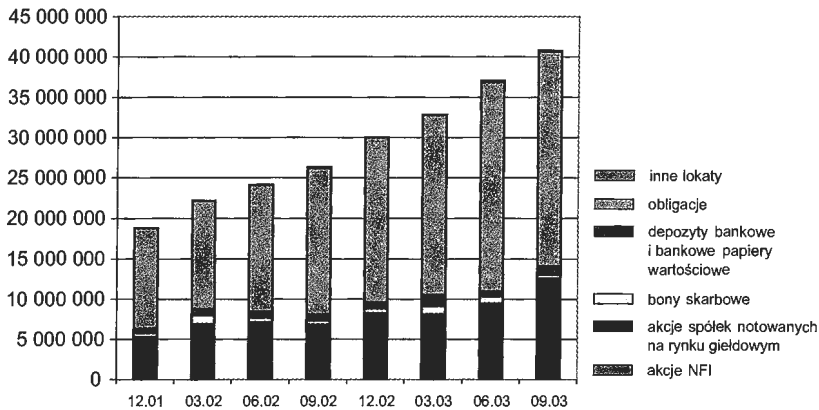
Ciekawe wnioski płyną również z porównania wartości kredytów dewizowych udzielonych sektorowi niefinansowemu przez banki z wartością depozytów dewizowych złożonych w bankach przez gospodarstwa domowe. Wy tłumaczenie podobnych wartości kredytów dewizowych dla podmiotów gospodarczych i kredytów dewizowych ogółem udzielonych przez banki w latach 1996-1998 jest stosunkowo proste, w tym okresie gospodarstwa domowe praktycznie nie zaciągały bowiem kredytów dewizowych. Natomiast podobieństwo wartości kredytów dewizowych udzielonych podmiotom gospodarczym przez banki w latach 1998-2003 z wartością zgromadzonych przez nie depozytów dewizowych gospodarstw domowych wynika prawdopodobnie z faktu, iż większość kredytów dewizowych dla gospodarstw domowych jest tylko denominowana w dewizach, efektywnie wypłacana zaś jest i zwracana w złotych (odpowiednio wg kursów kupna i sprzedaży w poszczególnych bankach w dniu transakcji).

3. FUNDUSZE EMERYTALNE

Limity inwestycyjne funduszy emerytalnych są bardzo skrupulatnie regulowane ustawowo. Zarządzający funduszami emerytalnymi nie mogą dywersyfikować ryzyka kraju¹⁹ i wszystkie aktywa tych funduszy

¹⁹ Szerzej na temat ryzyka kraju patrz np. Z. Krzyżkiewicz, W. L. Jaworski, M. Puławski, op. cit., s. 535.

są inwestowane w Polsce. Proporcje aktywów tych funduszy angażowanych w instrumenty dłużne i udziałowe niewiele się zmieniają. Z kolei znikome potrzeby płynnościowe tych funduszy wpływają na niski udział depozytów krótkookresowych i innych instrumentów rynku pieniężnego w ich portfelach.



Wykres 6. Zaangażowanie funduszy emerytalnych w poszczególne instrumenty finansowe

Źródło: materiały wewnętrzne IGFE.

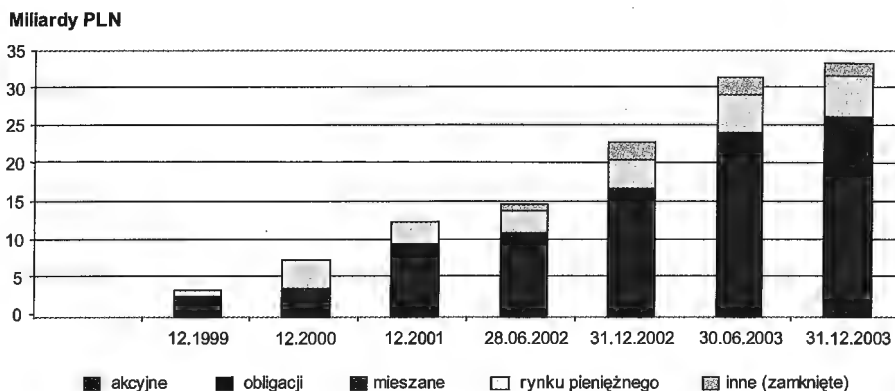
W efekcie największa część aktywów funduszy emerytalnych była i jest lokowana w obligacjach Skarbu Państwa. Kolejną co do wielkości część aktywów stanowią inwestycje w akcje spółek notowanych na GPW w Warszawie. Dokładna struktura portfela skonsolidowanego funduszy emerytalnych w latach 2001–2003 przedstawiona jest na wykresie 6.

4. AKTYWA FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH

Pierwszy fundusz inwestycyjny powstał w Polsce niewiele ponad 10 lat temu²⁰. Ta nowa na polskim rynku finansowym usługa przez kilka lat oczekiwiała na istotne zainteresowanie ze strony polskich inwestorów indywidualnych. Podobnie jak w przypadku każdego nowego produktu finansowego, inwestor indywidualny potrzebował czasu, aby dostrzec zalety jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych. W efekcie, akty-

²⁰ Pierwszy fundusz, zresztą powierniczy, a nie inwestycyjny w rozumieniu dzisiejszym, zaczął swą działalność w połowie 1992 r.

wa zgromadzone we wszystkich funduszach inwestycyjnych w Polsce przez kilka lat nie mogły przekroczyć w sumie bariery 2 mld PLN (por. wykres 7).



Wykres 7. Aktywa zgromadzone w funduszach inwestycyjnych

Źródło: materiały STFI.

Znaczący (ok. 10-krotny) wzrost wartości aktywów funduszy inwestycyjnych nastąpił dopiero po 1998 r. Jednocześnie tempo wzrostu aktywów zgromadzonych w funduszach inwestycyjnych w Polsce, np. w 2002 r., było znacznie wyższe niż w innych krajach, w szczególności europejskich²¹ (por. wykres 7).

Zjawisko to miało kilka źródeł. Po pierwsze, bardzo niski był poziom wyjściowy aktywów funduszy inwestycyjnych w Polsce. Po drugie, czynnikiem wzrostu aktywów tych funduszy była konsekwentna polityka pieniężna prowadzona przez Bank Centralny (NBP, a od 1998 r. Radę Polityki Pieniężnej), której elementem było sukcesywne obniżanie stóp procentowych. Polityka ta doprowadziła do zmniejszenia atrakcyjności depozytów bankowych (głównego sposobu oszczędzania w Polsce). Dlatego, aby uzyskać atrakcyjny zwrot z zainwestowanego kapitału, oszczędzający zaczęli sięgać do alternatywnych sposobów oszczędzania.

Po trzecie, atrakcyjność depozytów bankowych zmniejszył wprowadzony w 1991 r. przez ówczesnego Ministra Finansów M. Belkę podatek od odsetek od oszczędności. Oszczędzający zaczęli poszukiwać form oszczędzania, które obniżyłyby albo nawet zniwelowały negatywny efekt wprowadzenia tego podatku. W efekcie, fundusze inwestycyj-

²¹ www.fefsi.org/statistics

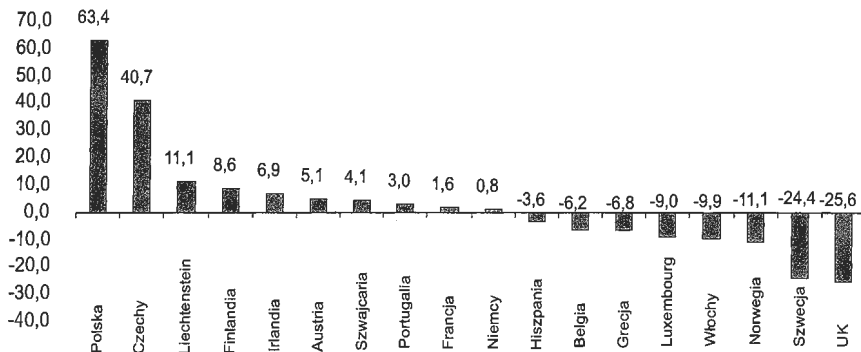
ne zaczęły cieszyć się rosnącym zainteresowaniem. Opodatkowanie środków pieniężnych w nich zgromadzonych odroczone jest bowiem aż do momentu umorzenia jednostek uczestnictwa/certyfikatów.

Porównanie wartości aktywów zgromadzonych w funduszach inwestycyjnych z PKB, wartością kapitalizacji Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, wartością depozytów bankowych oraz liczbą ludności (patrz dane zawarte w tabeli 2) pozwala stwierdzić, że odpowiednie relacje w Polsce są jednymi z najniższych na świecie, a przy tym niższe niż w krajach Unii Europejskiej i 10 krajach kandydujących do niej (por. wykres 8). Przykładowo stosunek aktywów zgromadzonych w funduszach inwestycyjnych do PKB w krajach „piętnastki” europejskiej w 2000 r. wyniósł ponad 50%.

Tabela 2. Wartości wybranych wskaźników opisujących sektor funduszy inwestycyjnych w Polsce w latach 1992–2003

| WSKAŹNIK/ROK | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 |
|------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| NAV/Kapitaliz. PW. (%) | 0,53 | 14,17 | 19,10 | 6,17 | 5,92 | 4,34 | 2,47 | 2,55 | 5,45 | 11,71 | 21,00 |
| NAV/Depozyty bank (%) | . | . | . | . | 1,69 | 1,74 | 1,29 | 1,98 | 3,71 | 5,96 | 11,64 |
| NAV/ PKB (%) | . | . | . | 0,23 | 0,35 | 0,40 | 0,32 | 0,51 | 1,04 | 1,68 | 2,96 |
| NAV/per capita (PLN) | 0,05 | 21,51 | 36,88 | 18,02 | 35,24 | 49,14 | 46,25 | 81,56 | 183,68 | 313,77 | 590,26 |
| NAV per capita (USD) | 0,03 | 10,08 | 15,13 | 7,3 | 12,26 | 13,97 | 13,20 | 19,66 | 44,33 | 78,71 | 154,00 |
| NAV per capita (EUR) | 0,03 | 8,99 | 12,40 | 5,7 | 9,87 | 12,65 | 11,30 | 19,56 | 47,65 | 89,09 | 147,00 |

Źródło: materiały wewnętrzne STFI w Polsce.



Wykres 8. Stopa wzrostu aktywów funduszy inwestycyjnych w wybranych krajach europejskich w 2002 r.

Źródło: materiały wewnętrzne FEFSI.

Uzyskanie informacji na temat udziału inwestorów indywidualnych w portfelu funduszy inwestycyjnych jest bardzo trudne, nie wszystkie fundusze rozróżniają bowiem inwestycje inwestorów instytucjonalnych oraz inwestycje inwestorów indywidualnych. Jednakże, na podstawie analizy informacji z towarzystw funduszy inwestycyjnych, które gromadzą odpowiednie dane²², można założyć, że aktywa wniesione przez inwestorów instytucjonalnych kształtują się obecnie na poziomie ok. 7% ogółu aktywów funduszy inwestycyjnych.

5. ZAANGAŻOWANIE FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH W GOSPODARKĘ POLSKĄ

Jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych są takim produktem oszczędnościowym, który umożliwia obniżanie ryzyka i podniesienie dochodowości inwestycji finansowych poprzez ich dywersyfikację (różne instrumenty finansowe, różne klasy aktywów i różne rynki, w tym zagraniczne). Mimo że alokacja aktywów funduszy na rynkach innych niż polski w badanym okresie podlegała okresowym wahaniom, dotychczas nie przekroczyła ona rekordowego poziomu ok. 15% aktywów, osiągniętego w 1999 r.

Analizując skład portfeli funduszy inwestycyjnych można wyodrębnić kilka grup aktywów, w które zostały zainwestowane środki inwestorów²³: obligacje Skarbu Państwa, akcje spółek giełdowych, papiery dłużne spółek i samorządów.

5.1. ZAKUPY OBLIGACJI SKARBU PAŃSTWA

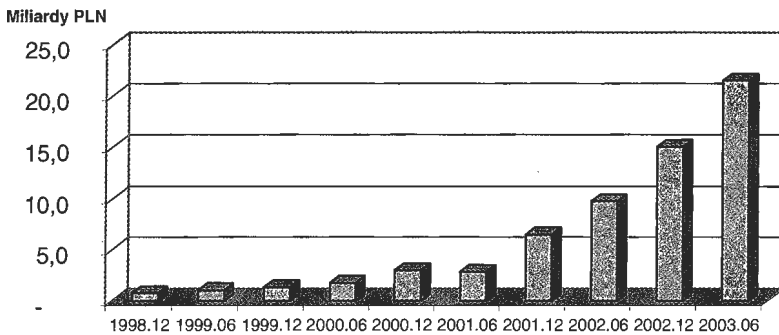
Fundusze obligacyjne, inwestujące przede wszystkim w obligacje Skarbu Państwa, zajmują pierwsze miejsce wśród funduszy inwestycyjnych (por. wykres 7). Finansowanie części deficytu budżetowego przez inwestorów indywidualnych od początku istnienia funduszy inwestycyjnych było bowiem i jest preferowanym sposobem ich inwestowania. Co prawda, początkowo oszczędzający przypisywali wysoki poziom bezpieczeństwa lokatom bankowym i uważali, że lokata bankowa zwalnia ich od samodzielnej oceny ryzyka przy podejmowaniu decyzji inwestycyj-

²² A więc na podstawie danych dotyczących 58% aktywów funduszy inwestycyjnych.

²³ W analizie nie uwzględniono aktywów w formie gotówki utrzymywanej przez fundusze na rachunkach nabyć i umorzeń ze względów płynnościowych oraz instrumentów rynku pieniężnego z uwagi na fakt, że fundusze inwestycyjne dokonują raczej długoterminowej alokacji aktywów.

nej²⁴, jednak utrzymujące się wysokie realne oprocentowanie obligacji i trwający praktycznie przez cały badany okres proces obniżania nominalnych stóp oprocentowania oszczędności w bankach, przy równoczesnym wzroście świadomości oszczędzających, że lokaty w niektórych bankach (zwłaszcza oferujących wysokie oprocentowanie oszczędności) cechowało bardzo wysokie ryzyko, były czynnikami wpływającymi dodatnio na atrakcyjność funduszy obligacji. Spadek stopy inflacji i znaczna aprecjacja złotego również sprawiły, że zakupy jednostek uczestnictwa polskich funduszy obligacji były bardzo atrakcyjnym sposobem oszczędzania.

Podsumowując, poczucie „komfortu niskiego ryzyka”, towarzyszące lokatom bankowym, zostało przeniesione w części na decyzje zakupu jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych obligacji Skarbu Państwa, które cechowały stosunkowo wysokie stopy zwrotu przy stosunkowo niskim poziomie ryzyka. Innymi słowy, awersja polskich inwestorów do ryzyka była wspierana wysokimi stopami zwrotu wypracowywanymi przez fundusze inwestycyjne, inwestujące jedynie albo głównie w obligacje Skarbu Państwa. Ważona kapitałem przeciętna stopa zwrotu funduszy obligacji w większości lat przewyższała bowiem poziom inflacji, a wyniki najlepszych funduszy obligacyjnych budziły powszechny entuzjazm²⁵.



Wykres 9. Zaangażowanie aktywów funduszy inwestycyjnych w papiery dłużne Skarbu Państwa w okresie grudzień 1998–czerwiec 2003

Źródło: materiały wewnętrzne i analizy on-line STFI w Polsce.

²⁴ Nie uwzględniali bowiem ryzyka upadłości banku, które do momentu rozpoczęcia działalności przez Bankowy Fundusz Gwarancyjny w 1995 r. zostało wyraźnie zauważone przez dosyć liczną grupę inwestorów indywidualnych (na szczęście nie tylko tych, którzy utracili swoje oszczędności).

²⁵ W okresie 1996–2000 średnioroczna nominalna stopa zwrotu oferowana przez fundusze obligacji była równa 16,3%, a realna 4,1%, – STFI Raport Roczny 2000.

Mimo że wyniki tych funduszy stopniowo się pogarszały (w rezultacie stałego obniżania nominalnych stóp procentowych), stopy zwrotu wypracowywane przez te fundusze z uwzględnieniem ryzyka inwestycyjnego były nadal atrakcyjne i powodowały dalszy wzrost zainteresowania tym sposobem lokowania oszczędności. W efekcie, aktywa zgromadzone w funduszach obligacyjnych systematycznie rosły z roku na rok (por. wykres 9).

Jednak polityka stóp procentowych, której efektem było stopniowe obniżanie się dochodowości funduszy obligacyjnych, spowodowała w następnych latach akceptowanie przez oszczędzających coraz wyższego poziomu ryzyka. W efekcie prowadziło to do wzrostu zainteresowania oszczędzających funduszami inwestującymi w akcje spółek giełdowych.

5.2. ZAKUPY AKCJI SPÓŁEK GIEŁDOWYCH

W badanym okresie sukcesywnie zwiększał się udział aktywów funduszy zrównoważonych i akcyjnych w sumie aktywów zarządzanych przez fundusze inwestycyjne w Polsce. Tendencje tę wyraźnie widać na wykresie 10.

Popularność funduszy akcyjnych wśród inwestorów ulegała wahaniom i była związana z koniunkturą giełdową. W efekcie w badanym okresie były podokresy, gdy wartość jednostek uczestnictwa w tych funduszach rosła, i podokresy, gdy zmniejszała się.

W okresie 1996–2000 skumulowana stopa zwrotu wszystkich funduszy akcyjnych wyniosła 117,9%, co daje średnioroczną nominalną stopę zwrotu w wysokości 16,9% oraz średnioroczną realną stopę zwrotu równą 4,6%. Wyniki te jedynie nieznacznie przewyższały rezultaty uzyskane przez fundusze obligacji, co oznacza, że inwestowanie w tym okresie w fundusze akcji nie rekompensowało podejmowanego ryzyka.

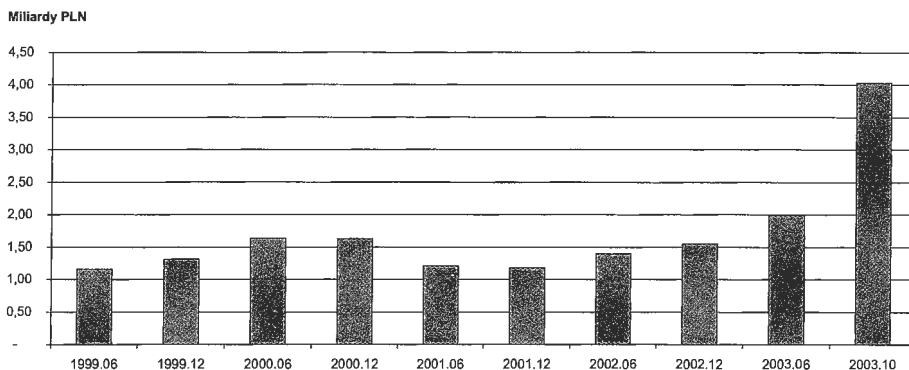
Natomiast średni zysk brutto wygenerowany przez fundusze inwestujące w akcje firm notowanych na GPW w Warszawie od stycznia do września 2003 r. wyniósł blisko 30% (najlepsze fundusze uzyskały nawet 40%), a przez fundusze zrównoważone tylko 18%. A więc, podobnie jak w przypadku funduszy funkcjonujących znacznie dłużej niż fundusze istniejące w Polsce, inwestowanie długoterminowe w fundusze akcyjne daje wyższą stopę zwrotu niż inwestowanie w tym samym okresie w fundusze papierów dłużnych. Wydaje się, że zjawisko to jest już częściowo dostrzegane przez polskich inwestorów indywidualnych. Wartość akcji w portfelach funduszy w 2003 r. wyraźnie bowiem wzrosła²⁶.

²⁶ Dane za trzy kwartały 2003 r. wskazują na rosnący udział funduszy inwestycyjnych w obrotach Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

Warto przy okazji dodać, że fundusze akcyjne charakteryzuje największe zróżnicowanie wyników. Przykładowo, w 2000 r. (w którym wszystkie fundusze akcyjne łącznie wygenerowały wynik dodatni) najlepsze fundusze zamknęły rok ze stopą zwrotu na poziomie +30,4%, a najgorsze na poziomie -9%²⁷. Z kolei w 2001 r. najniższa stopa zwrotu w tej grupie funduszy wyniosła -46,5%, a najwyższa -6,4%²⁸. Oznaczało to duże straty, które były trudne do zaakceptowania przez wielu polskich inwestorów indywidualnych.

Podsumowując, polityka stóp procentowych i jednocześnie poprawa koniunktury gospodarczej w Polsce podniosły dochodowość funduszy akcyjnych. W związku z tym, aby zwiększyć dochodowość albo przynajmniej zachować ją na poziomie roku poprzedniego, inwestorzy stopniowo zwiększali ryzyko inwestowania i coraz bardziej angażowali się w zakupy jednostek uczestnictwa/certyfikatów funduszy akcji.

Rosnący poziom inwestycji w akcje spółek giełdowych jest tendencją ze wszech miar korzystną dla gospodarki polskiej. Jak bowiem wykazały doświadczenia kryzysów finansowych, w latach 90-tych, najbardziej korzystny i trwały rozwój gospodarczy jest budowany na oszczędnościach obywateli kraju.



Wykres 10. Inwestycje aktywów funduszy inwestycyjnych w spółki giełdowe w okresie czerwiec 1999–październik 2003

Źródło: materiały wewnętrzne i analizy on-line STFI w Polsce.

Budowanie rozwoju gospodarczego kraju na kapitałach zagranicznych jest natomiast ryzykowne²⁹. W obliczu nadchodzących kryzysów

²⁷ Raport roczny 2000, Stowarzyszenie Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych w Polsce.

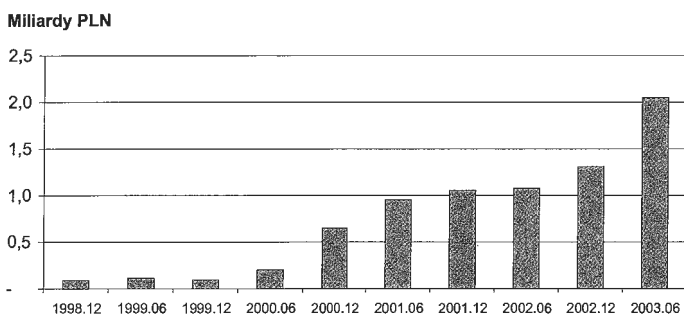
²⁸ Raport roczny 2001, Stowarzyszenie Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych w Polsce.

²⁹ Konferencja ONZ „Financing for Development” Monterey, Mexico 2002. Frank Fernandez – Securities I. Association – Research Reports, Vol. III, No. 4, April 2002 oraz Konferencja ONZ „Financing for Development Monterey Mexico 2002” i Marek Łukaszeowski – www.un.org.esc/ffd/rtc4/html

kapitał zagraniczny, pozostawiając straty inwestorom lokalnym, przenosi się na inne rynki.

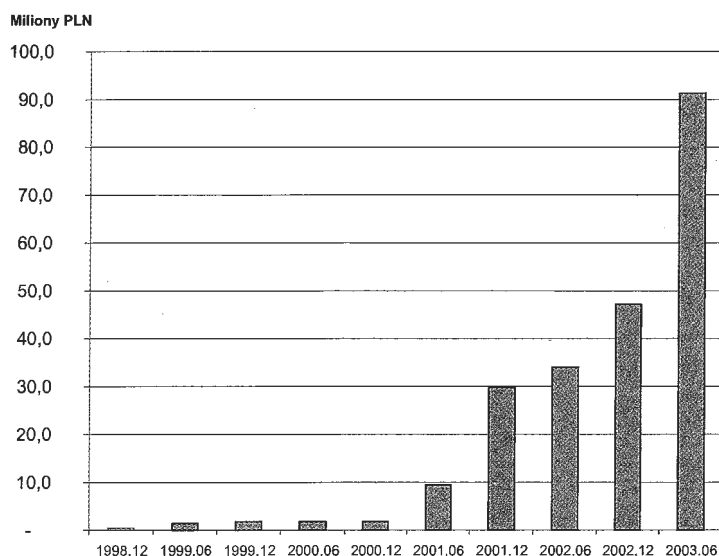
5.3. INWESTOWANIE W PAPIERY DŁUŻNE SPÓŁEK I SAMORZĄDÓW

Portfele funduszy inwestycyjnych zawierają nie tylko akcje spółek giełdowych, ale i papiery dłużne emitowane przez te spółki. Fundusze te finansują bowiem nie tylko kapitały akcyjne tych spółek, ale i ich dług. Finansowanie długu spółek akcyjnych przez fundusze inwestycyjne również wykazuje tendencję wzrostową w ostatnich latach (por. wykres 11).



Wykres 11. Zaangażowanie aktywów funduszy inwestycyjnych w okresie grudzień 1998–czerwiec 2003 w papiery dłużne emitowane przez spółki polskie

Źródło: materiały wewnętrzne i analizy on-line STFI w Polsce.



Wykres 12. Zaangażowanie aktywów funduszy inwestycyjnych w obligacje komunalne w okresie grudzień 1998–czerwiec 2003

Źródło: materiały wewnętrzne i analizy on-line STFI w Polsce.

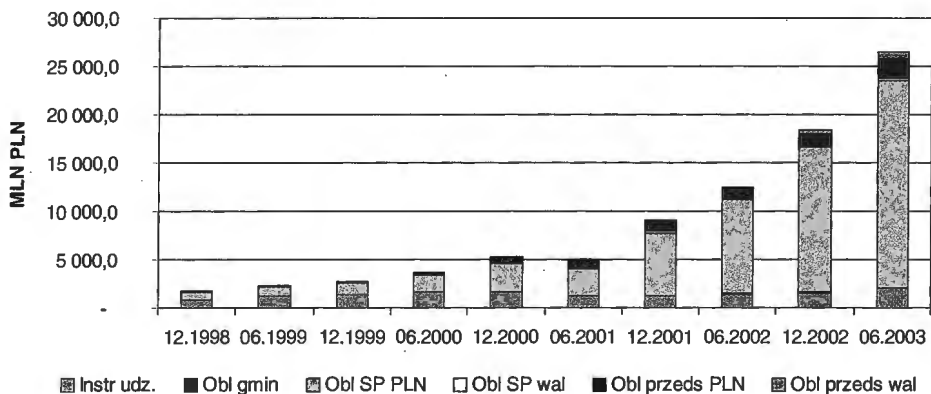
Analiza struktury portfeli funduszy inwestycyjnych pozwala stwierdzić wzrost roli funduszy inwestycyjnych w finansowaniu inwestycji komunalnych. Fundusze inwestycyjne dostarczają gminom środków finansowych tańszych niż kredyty bankowe. Obligacje komunalne zakupowane przez fundusze inwestycyjne nie tylko pozwalają finansować projekty gminne, ale przyczyniają się również do poprawy jakości zarządzania finansowego w gminach i wzrostu jego transparentności. Mianowicie w przypadku emisji obligacji gminy (podobnie jak i inne podmioty), a także emisje ich obligacji poddawane są ocenie, która jest wyrażana w postaci *credit-ratingu*.

Poprawa jakości zarządzania finansowego w gminach przyczynia się z kolei do wzrostu zaufania inwestorów i dalszego wzrostu znaczenia obligacji komunalnych w finansowaniu potrzeb tych jednostek.

5.4. PODSUMOWANIE

Podsumowując, struktura zaangażowania aktywów netto funduszy inwestycyjnych zaangażowanych długookresowo³⁰ na rynku polskim w okresie 1998–2003 ulegała znaczącym zmianom (por. wykres 13).

Na przełomie lat 1998 i 1999 instrumenty udziałowe przedsiębiorstw stanowiły ok. połowy wszystkich aktywów, wynoszących w sumie ok. 2 mld PLN, obligacje złote Skarbu Państwa – ok. 45%, obligacje złote przedsiębiorstw zaś – pozostałe ok. 5%.



Wykres 13. Zaangażowanie w instrumenty emitowane przez podmioty polskie portfela inwestycyjnego aktywów netto funduszy inwestycyjnych w okresie 1998–2003

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych STFI w Polsce.

³⁰ Przy uwzględnieniu jedynie portfeli inwestycyjnych, a więc bez lokat w bankach oraz środków pieniężnych i należności.

W następnych latach wartość instrumentów udziałowych przedsiębiorstw w zasadzie wzrastała, osiągając w połowie 2003 r. poziom prawie 2 mld PLN, jednak ich udział w sumie omawianych aktywów sukcesywnie spadał do poziomu ok. 7,5%. Działo się to przede wszystkim za sprawą systematycznego wzrostu udziału obligacji złotych Skarbu Państwa do ponad 80% (w liczbach absolutnych do ok. 21,5 mld PLN). Natomiast wartość obligacji złotych przedsiębiorstw sukcesywnie zwiększała się do poziomu ok. 2 mld PLN w połowie 2003 r. W efekcie, udział obligacji złotych przedsiębiorstw rósł gwałtownie do poziomu prawie 20% w połowie 2001 r., po czym równie szybko spadał do poziomu ok. 7,5% w połowie 2003 r.

Udział pozostałych pozycji w zasadzie nie przekraczał poziomu 1%. Należy jednak zauważyć wzrost wartości obligacji walutowych przedsiębiorstw w 2003 r. do poziomu ok. 0,5 mld PLN (co stanowi udział ok. 2% omawianej całości) oraz kształtowanie się obligacji walutowych Skarbu Państwa w końcu 2001 r. na poziomie ok. 0,3 mld PLN, co dało udział prawie 4% omawianej kwoty.

6. PERSPEKTYWY GOSPODARSTW DOMOWYCH

W ZAKRESIE GROMADZENIA OSZCZĘDNOŚCI

W FUNDUSZACH INWESTYCYJNYCH PO AKCESJI POLSKI DO UNII EUROPEJSKIEJ

Jako pełnoprawny członek Unii Europejskiej od 1 maja 2004 r. Polska będzie podlegać zmianom zachodzącym w tym ugrupowaniu. Zakres korzyści i strat, które daje członkostwo w UE, zależy będzie jednak od poszczególnych firm, organizacji, administracji rządowej i lokalnej oraz od każdego z nas jako człowieka. Im wcześniej aktywnie włączymy się w proces kształtowania gospodarki unijnej, tym bardziej staniemy się konkurencyjni i będziemy w stanie partycypować we wzroście gospodarczym i tym więcej korzyści będziemy w stanie wypracować dla siebie w każdym znaczeniu: osoby fizycznej, firmy, branży, regionu, gospodarki itd. Dlatego powinniśmy określić własną wizję polityki unijnej oraz prowadzić takie działania, które pozwolą na maksymalne wykorzystanie szans, które daje nam członkostwo w Unii, w szczególności zaś realizacja Strategii Lizbońskiej³¹.

³¹ Strategia Lizbońska została przyjęta na posiedzeniu Rady Europejskiej w marcu 2000 r. Przyjęcie tej strategii było efektem zgody krajów członkowskich na zasadniczą reformę systemu gospodarczego Europy i jednocześnie dowodem wiary, ambicji i optymizmu państw członkowskich UE. Celem strategii jest zwiększenie roli UE w rozwoju ekonomicznym i cywilizacyjnym świata przy wykorzystaniu szansy, którą dają zintegrowane działania państw, wchodzących w jej skład. Innymi słowy chodzi o uczynienie z Unii Europejskiej

Jednym z warunków koniecznych skutecznej realizacji Strategii Lizbońskiej jest integracja i rozwój rynków finansowych. Szczegółowy plan działań w tym zakresie został nakreślony w „Financial Services Action Plan” (FSAP), który obejmuje cztery główne zadania strategiczne:

- stworzenie wspólnego rynku hurtowego usług finansowych (*a single wholesale market*);
- utworzenie otwartego i bezpiecznego rynku detalicznego usług finansowych (*an open and secure retail market*);
- stworzenie właściwych regulacji ostrożnościowych i systemu nadzoru rynków finansowych (*a state – of – art prudential rules and supervision*);
- stworzenie optymalnych warunków dla funkcjonowania wspólnego rynku finansowego (*a wider condition for optimal single financial market*), poprzez zmniejszenie różnic w systemach podatkowych i *corporate governance*.

Przewiduje się następujące korzyści ekonomiczne z wprowadzenia w życie FSAP³²:

- wzrost w ciągu dekady PKB liczonego w cenach z 2002 r. o 130 mld EUR;
- wzrost zatrudnienia o 0,5%;
- obniżenie kosztów finansowania firm poprzez obniżenie kosztu pozyskania kapitału o 0,5% i obniżenie kosztów finansowania obligacjami korporacyjnymi o 0,4%.

Zmiany prawne wprowadzane w związku z realizacją FSAP już obecnie wpływają na przyszłość branży funduszy inwestycyjnych³³, które w procesie realizacji Strategii Lizbońskiej mogą i powinny stać się ważnym narzędziem alokacji oszczędności gospodarstw domowych.

wiodącej gospodarki świata do 2010 r. W tym celu do 2010 r. gospodarka UE musi być opartą na wiedzy, najbardziej konkurencyjną i najbardziej dynamiczną na świecie, zdolną do trwałego rozwoju, tworzącą większą liczbę lepszych miejsc pracy oraz bardziej spójną społecznie. Temu celowi podporządkowane są działania regulacyjne oraz koncentracja środków publicznych na:

- szybkim przechodzeniu do gospodarki opartej na wiedzy;
- liberalizacji i integracji rynków i sektorów, w tym rynku usług finansowych;
- rozwoju przedsiębiorczości, w tym ułatwieniu dostępu do kapitału i tworzeniu równych warunków konkurencji;
- wzroście zatrudnienia i zmianie modelu społecznego, w tym modernizacji systemu zabezpieczenia społecznego;
- dbałości o trwałe fundamenty rozwoju i o środowisko naturalne.

Istotą programu jest lepsze wykorzystanie istniejącego potencjału UE, w tym pracy, kapitału, skali działania i aktywne budowanie nowych przewag konkurencyjnych.

³² Europa Financial Services Action Plan – Commissioner Web site.

³³ Działalność funduszy inwestycyjnych jest szczególnie mocno regulowana i nadzorowana. Dlatego jest ona bardzo czuła na prawie każdą regulację rynków finansowych. W efekcie, rozwój funduszy jest w bardzo dużym stopniu zależny od jakości regulacji prawnych otoczenia i jakości nadzoru.

Podobne zmiany zachodzą również w Polsce. Jest przy tym rzeczą niezwykle wyjątkową, aby w jednym roku parlament pracował aż nad trzema ustawami, istotnymi dla jednej branży sektora finansowego. Tak się stało w 2003 r., w którym oprócz projektu ustawy o funduszach inwestycyjnych do sejmu trafiły projekt ustawy o indywidualnych kontach emerytalnych i projekt nowej ustawy o pracowniczych programach emerytalnych.

Projekt nowej ustawy o funduszach inwestycyjnych jest przystosowaniem prawa polskiego do dyrektyw unijnych, zwanych potocznie UCITS III. Nowa ustawa przyczyni się do zwiększenia konkurencyjności polskich funduszy inwestycyjnych i jednocześnie większej dywersyfikacji ich źródeł dochodów, niż było to możliwe pod rządami poprzedniej ustawy. Dodatkowo, w nowych regulacjach przewidziano możliwość konstruowania nowych rodzajów funduszy, świadczenie usług zarządzania portfelem³⁴ przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych oraz dystrybucję jednostek uczestnictwa/certyfikatów funduszy trzecich.

Bardzo ważną zmianą w stosunku do obowiązującej ustawy jest także wprowadzenie możliwości wchodzenia na rynek polski funduszy inwestycyjnych zarejestrowanych w innych krajach Unii Europejskiej. Wejście na rynek polski nie będzie zatem, jak dotychczas, wymagać żmudnej procedury aplikowania, podstawą ich funkcjonowania w Polsce będzie bowiem pozwolenie wydane przez ich krajową instytucję nadzoru³⁵.

Warto przy tym zwrócić uwagę na fakt, że polska konstrukcja prawa funduszu inwestycyjnego, rozdzielająca ryzyko bilansu funduszu inwestycyjnego od ryzyka bilansu towarzystwa zarządzającego tym funduszem, daje przewagę konkurencyjną nad konstrukcjami niektórych funduszy z krajów Unii. Polskie regulacje prawne uczyniły bowiem z polskich funduszy inwestycyjnych bardzo bezpieczne narzędzia gromadzenia oszczędności.

Nowa ustawa o funduszach inwestycyjnych była przygotowywana w okresie, gdy rynek polski nie wydawał się być atrakcyjny dla zagranicznych funduszy inwestycyjnych. Suma aktywów polskich funduszy inwestycyjnych stawiała wówczas Polskę na bardzo odległej, wręcz końcowej pozycji w odpowiednich rankingach europejskich. Natomiast kolejne regulacje, które będą obowiązywać na rynku polskim po wejściu do Unii Europejskiej, będą miały charakter bardziej ponadnarodowy i będą kładły większy nacisk na konieczność konkurencji z firmami europejskimi, które dzisiaj jeszcze nie są obecne na naszym rynku.

³⁴ W praktyce niewiele różni się to od zarządzania funduszem.

³⁵ Zgodnie z zasadą jednego „paszportu”.

Z kolei dwie pozostałe ustawy, których projekty zostały przygotowane przez Ministerstwo Gospodarki, Pracy i Polityki Społecznej, mają odgrywać kluczową rolę w uzupełnieniu reformy emerytalnej, wprowadzają bowiem możliwość tworzenia indywidualnych i zbiorowych zabezpieczeń emerytalnych. Ustawy te są kontynuacją reformy systemu zabezpieczeń socjalnych, podjętej w naszym kraju, być może nie za późno, a przy tym wcześniej niż w przodujących gospodarczo krajach europejskich (np. w RFN). Reforma ta, kreując system zabezpieczenia kapitałowego (w postaci regularnych wpłat na cel swojej własnej, bezpiecznej przyszłości), przyczynia się do powstawania i propagowania nawyku systematycznego oszczędzania. Nawyk ten jest bardzo korzystny, nie tylko dla każdego oszczędzającego, ale i dla tworzenia bazy polskiego kapitału długoterminowego.

Wdrożenie obu ustaw jest zatem warunkiem koniecznym zwiększenia wartości tak potrzebnego gospodarce polskiej rodzimego kapitału długoterminowego. Kapitał ten w przeważającej mierze powinien zostać zainwestowany w Polsce i pracować na rzecz rozwoju gospodarki polskiej. Odpowiednia alokacja tych środków jest szczególnie ważna, bowiem, jak wykazały doświadczenia wielu krajów, najbardziej trwałe rozwój uzyskuje się w sytuacji, gdy oszczędności obywateli pracują na rzecz rozwoju gospodarki ich kraju, a nie innych państw. Jednak tworzenie sztucznych zapór regulacyjnych, zakazujących czy tylko utrudniających wypływ środków finansowych do innych państw UE, jest wręcz niemożliwe, istnienie wspólnego rynku usług finansowych oznacza bowiem zupełny brak barier w przepływach kapitału w ramach tego ugrupowania. W efekcie kapitał będzie przepływać do krajów, które zaofertują większe korzyści dla inwestorów.

A zatem sposób inwestowania oszczędności polskich gospodarstw domowych zależy będzie od atrakcyjności projektów. W związku z powyższym, wejście Polski do UE jest zarówno dużym wyzwaniem, jak i niespotykaną dotychczas w historii szansą dla polskiego rynku kapitałowego³⁶. Szansę tę można wykorzystać na rzecz rozwoju gospodarki Polski albo ją zmarnować. Od obywateli naszego kraju, ich wiedzy i decyzji będzie zależało, czy Polska stanie się dawcą kapitału dla innych krajów. Należy mieć nadzieję, że ze względu na lepsze niż w krajach sąsiedzkich prognozy rozwoju gospodarczego i dzięki właściwej polityce rządu Polska będzie miejscem lokowania inwestycji, nie tylko inwestorów polskich, ale i zagranicznych.

³⁶ Na terenie Polski może pojawić się oferta ok. 22 000 europejskich funduszy inwestycyjnych, podczas gdy aktualna oferta funduszy inwestycyjnych w Polsce to ok. 120 funduszy.

7. PODSUMOWANIE

Trwałość rozwoju ekonomicznego kraju zależy od dojrzałości jego rynków lokalnych, a także od ich głębokości i płynności. Oprócz wysokości stopy oferowanego zwrotu ważna jest więc transparentność tych rynków i zachowanie zasad *corporate governance*. Należy jednocześnie pamiętać, że w procesie inwestowania beneficjentem jest nie tylko inwestor, otrzymujący zyski z inwestycji, ale i obszar, na którym realizowana jest inwestycja, generująca nowe miejsca pracy oraz dodatkowe dochody, pozwalające na wzrost konsumpcji. Korzyści z inwestycji widoczne są również w skali całego kraju, na terenie którego zlokalizowana jest inwestycja, głównie dzięki wzrostowi wpływów z podatków.

Przy analizie wielkości oszczędności zgromadzonych w systemie finansowym w latach 1991–2003 można dostrzec wyraźnie dwie tendencje (por. wykres 14). Po pierwsze, wyraźnie wzrosła suma depozytów bankowych ogółem oraz aktywów zgromadzonych w funduszach inwestycyjnych i emerytalnych. Może to świadczyć o rosnącym poziomie zamożności gospodarstw domowych, mierzonej posiadanymi zasobami wolnych środków pieniężnych³⁷ i ich skłonności do oszczędzania. Drugą tendencją jest zmiana struktury oszczędności w kierunku wzrostu udziału oszczędności gromadzonych w funduszach zbiorowego inwestowania, tj. fundusze inwestycyjne i fundusze emerytalne.

Poziom depozytów gospodarstw domowych w bankach (w ok. 80% lokat terminowych) w okresie od końca 2000 r. do końca czerwca 2002 r. wzrósł z poziomu 179,0 mld PLN do 209,5 mld PLN. Od drugiej połowy 2002 r. zachodzi stopniowe obniżanie się poziomu depozytów gospodarstw domowych w bankach.

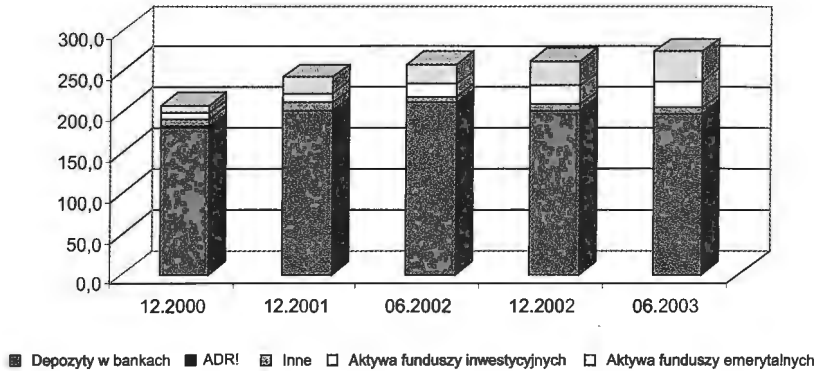
Z kolei fundusze emerytalne na koniec 2003 r. zarządały kwotą ok. 41 mld PLN, która w całości pochodziła oczywiście od osób fizycznych. Wzrost wartości aktywów funduszy emerytalnych, ze względu na wprowadzony ustawowo obowiązek uczestniczenia określonej grupy osób w funduszach emerytalnych³⁸, jest oczywisty.

Natomiast fundusze inwestycyjne funkcjonujące w Polsce do końca 2003 r. włącznie zgromadziły ok. 35 mld PLN, przy czym, jak wspomniano w tekście głównym, można założyć, że aktywa wniesione przez

³⁷ A nie wszystkich form bogacenia się, w tym w postaci środków materialnych, które często finansowane są kredytami.

³⁸ Aktywa gromadzone w funduszach emerytalnych mają, jak wiadomo, charakter mandatoryjny, w odróżnieniu od aktywów funduszy inwestycyjnych, które gromadzone są dobrowolnie.

gospodarstwa domowe kształtują się na poziomie ok. 93% ogółu aktywów funduszy inwestycyjnych.



Wykres 14. Suma depozytów bankowych i aktywów funduszy zbiorowego inwestowania w latach 2000–2003

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych wykorzystanych we wcześniejszych partiach artykułu.

Wreszcie, obserwowany od 1998 r. wyraźny wzrost wartości aktywów funduszy inwestycyjnych dobitnie wskazuje na zainteresowanie gospodarstw domowych dobrowolnymi formami oszczędzania innymi niż depozyty bankowe. W pierwszych trzech kwartałach 2003 r. do funduszy inwestycyjnych napłynęło 12,5 mld PLN, czyli prawie o 2 mld PLN więcej niż rok wcześniej. Było to w znacznej mierze możliwe dzięki rozpoczętemu w 2002 r. i kontynuowanemu w 2003 r. procesowi transferu oszczędności z banków do funduszy inwestycyjnych, o czym świadczy zmniejszenie w 2003 r. wartości depozytów gospodarstw domowych zdeponowanych w bankach.

Członkostwo Polski w Unii Europejskiej jest dużym wyzwaniem również dla polskiego rynku kapitałowego. Ze strony wielu grup społecznych (polityków, urzędników, członków licznych organizacji samorządowych itd.) wymaga ono wzmożonych wysiłków na rzecz stworzenia w Polsce korzystnych warunków lokowania kapitału, zarówno rodzimego, jak i zagranicznego, który przyczyni się do rozwoju gospodarki polskiej.

KRYSZYNA PIOTROWSKA-MARCZAK

SPOŁECZNE I EKONOMICZNE UWARUNKOWANIA AKTYWIZACJI INWESTYCYJNEJ LUDNOŚCI

I. WPROWADZENIE

Warunkiem koniecznym i niezbędnym do aktywności inwestycyjnej zarówno podmiotów gospodarczych, jak i ludności są nadwyżki środków pozostające w ich dyspozycji, a nie przeznaczone na sfinansowanie potrzeb bieżących.

Powstaje pytanie, od czego te nadwyżki zależą i co wyznacza ich poziom. Mają tu znaczenie dwa rodzaje uwarunkowań: ekonomiczne i społeczne. Pierwsze z nich są wyznaczone przez poziom i dynamikę dochodów nominalnych i realnych oraz ściśle z nimi powiązanych wynagrodzeń. Daje to w konsekwencji siłę nabywczą i wyznacza poziom życia ludności. Z finansowego punktu widzenia interesujący jest nie tylko sam fakt występowania nadwyżki środków, ale ich wykorzystanie. W tym punkcie pojawia się zjawisko oszczędności i form ich gromadzenia. Wymienione czynniki mają postać w znacznej mierze obiektywną, wyznaczoną przez warunki zewnętrzne w stosunku do gospodarstwa domowego.

Kolejną grupą są uwarunkowania o charakterze społecznym, które w znacznej mierze wiążą się z mentalnością społeczeństwa, jego poziomem wykształcenia ogólnego, historyczną tradycją, wzorami zachowań i nawykami. W efekcie działania tego konglomeratu następuje subiektywna ocena sytuacji materialnej ludności, jej aktywność i mobilizacja do działań oraz wybór formy wykorzystania posiadanych nadwyżek finansowych.

Elementami, które sprzyjają dokonaniu wyboru, są różnego rodzaju instrumenty oddziaływania ekonomicznego. Należą do nich odpowied-

nie konstrukcje podatkowe, w tym ulgi i zwolnienia, poziom stopy procentowej i inne. W sumie zarówno uwarunkowania ekonomiczne, jak i społeczne wpływają na aktywność inwestycyjną sektora gospodarstw domowych. Ponieważ ta aktywność ma istotne przełożenie na rozwój gospodarczy, ważna jest ocena perspektyw jej rozwoju. Aby to jednak rzetelnie ocenić, trzeba przeanalizować czynniki i warunki, które zachodzą w rzeczywistości i mają wpływ na jej kształt, i na tej podstawie wyciągnąć wnioski o możliwościach aktywizacji inwestycyjnej ludności.

2. UWARUNKOWANIA EKONOMICZNE AKTYWIZACJI FINANSOWEJ SEKTORA GOSPODARSTW DOMOWYCH

Podstawowym elementem, który wyznacza rozmiary środków pieniężnych, są dochody, które pozostają w dyspozycji ludności. Zmieniające się warunki otoczenia rynkowego gospodarstw domowych powodują, że odzwierciedleniem sytuacji w omawianym zakresie jest dynamika wzrostu dochodów w ujęciu nominalnym i realnym.

Tabela 1. Dynamika nominalnych i realnych dochodów będących w dyspozycji sektora gospodarstw domowych

| WYSZCZEGÓLNIENIE | 1998 | 1999 | 2000 | |
|--|---------------------|-------|-------|------------|
| | ROK POPRZEDNI = 100 | | | 1995 = 100 |
| | DOCHODY NOMINALNE | | | |
| Ogółem | 117,0 | 109,5 | 111,6 | 221,1 |
| Podsektor osób fizycznych: | | | | |
| – pracujący najemnie | 117,4 | 108,4 | 109,4 | 221,6 |
| – posiadający niezarobkowe źródła dochodów | 116,2 | 113,8 | 112,5 | 223,5 |
| Na 1 mieszkańca | 117,0 | 109,6 | 111,6 | 220,9 |
| | DOCHODY REALNE | | | |
| Ogółem | 104,6 | 102,0 | 101,4 | 121,4 |
| Podsektor osób fizycznych: | | | | |
| – pracujący najemnie | 104,8 | 100,9 | 99,8 | 121,3 |
| – posiadający niezarobkowe źródło dochodów | 104,2 | 106,2 | 102,2 | 124,0 |
| Na 1 mieszkańca | 104,6 | 102,1 | 101,4 | 121,4 |

Źródło: *Rocznik Statystyczny RP*, Warszawa 2001, na podstawie tablicy 20 (562).

Z danych zamieszczonych w tabeli 1 wynika wyraźnie, że względne tempo wzrostu dochodów nominalnych jest znaczne, a realne nie-

wielkie. W okresie pięciu lat (1995–2000) realne dochody wzrosły o 21,4%. W tym zakresie występują niewielkie różnice w grupie pracowników najemnych i utrzymujących się ze źródeł niezarobkowych.

Ponieważ grupa utrzymujących się ze źródeł niezarobkowych nie jest potencjalnym źródłem tworzenia oszczędności, a pracownicy najemni utrzymują się przede wszystkim z wynagrodzeń, istotne jest, aby podać analizie ich dynamikę poszerzoną o porównania międzynarodowe.

Tabela 2. Dynamika przeciętnych wynagrodzeń nominalnych brutto

| KRAJE | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | |
|--------------------|---------------------|------|------|------|------|------|-----------------|
| | ROK POPRZEDNI = 100 | | | | | | 1990 = = 100 |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 |
| Wynagrodzenia za: | | | | | | | |
| A – godzinę | | | | | | | |
| B – dzień | | | | | | | |
| C – miesiąc | | | | | | | |
| Argentyna A | 105 | 103 | 103 | 101 | 101 | 101 | 131 |
| Australia A | – | 105 | 105 | – | – | – | 113 |
| Austria C | 104 | 105 | 105 | 102 | 102 | – | 109 |
| Belgia A | 104 | – | 103 | 102 | – | – | 105 |
| Białoruś C | 160 | 769 | 160 | 187 | 204 | 422 | 386 057 |
| Bułgaria C | 152 | 152 | – | 961 | 143 | 168 | 2310 |
| Chiny C | 128 | 121 | 109 | 105 | 119 | 110 | 377 |
| Finlandia C | – | – | 104 | 102 | 103 | – | 110 |
| Francja A | 102 | 102 | 102 | 102 | – | – | 121 |
| Grecja A | 113 | 113 | 109 | 109 | 105 | – | 233 |
| Hiszpania A | 105 | 103 | 104 | 105 | 104 | 102 | 162 |
| Irlandia A | 101 | 103 | 102 | 104 | 105 | – | 134 |
| Japonia C | – | 101 | 101 | 101 | 100 | 101 | 103 |
| Kanada A | 102 | 101 | 103 | 101 | 102 | 100 | 121 |
| Litwa C | 197 | 143 | 128 | 125 | 119 | 109 | 583 |
| Meksyk C | – | – | 114 | 122 | 116 | 117 | 310 |
| Niderlandy A | 101 | 101 | 102 | 103 | 103 | 103 | 128 |
| Niemcy A | – | – | – | 102 | 102 | 103 | 107 |
| Norwegia A | 103 | 103 | 104 | 104 | 106 | – | 136 |
| Nowa Zelandia A | 101 | 102 | 103 | 104 | 102 | 103 | 125 |
| Polska C | 134 | 131 | 126 | 122 | 116 | 112 | 475 |
| Portugalia A | – | – | 106 | 108 | – | – | 165 |
| Republika Czeska C | 119 | 118 | 119 | 111 | 109 | 108 | 396 |
| Republika Korei C | 113 | 111 | 112 | 107 | 98 | 112 | 164 |

ciąg dalszy tabeli 2.

| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 |
|---------------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-------|
| Rosja C | – | – | 167 | 121 | 110 | – | 222 |
| Rumunia C | 242 | 149 | 154 | 198 | 156 | – | 5 211 |
| Słowacja C | 118 | 116 | 114 | 112 | 109 | 108 | 286 |
| Słowenia C | 126 | 118 | 115 | 112 | 109 | 110 | 1 704 |
| Stany Zjednoczone A | 103 | 103 | 103 | 104 | 104 | 104 | 132 |
| Szwecja A | 104 | 104 | 108 | – | 104 | – | 132 |
| Turcja B | 141 | – | – | 217 | – | – | 5 365 |
| Ukraina C | 879 | 527 | – | 112 | 107 | 117 | 140 |
| Węgry C | 124 | 117 | 119 | 123 | 118 | 112 | 340 |
| W. Brytania A | 102 | 104 | 105 | 105 | 105 | 105 | 158 |
| Włochy A | 104 | 103 | – | 104 | 103 | 102 | 111 |

Źródło: *Rocznik Statystyczny RP*, Warszawa 2001, na podstawie tablicy 24 (598), s. 631.

W ujęciu nominalnym wynagrodzenia w Polsce w okresie dziesięciolecia istotnie wzrosły (por. tabela 2): wskaźnik wzrostu wynosi 475 w układzie miesięcznym, ale w porównaniu do innych krajów Europy Środkowowschodniej nie jest wysoki, np. na Białorusi wyniósł 386 057. Natomiast w krajach o ustabilizowanej gospodarce rynkowej, np. w Niemczech – 107.

Pełniejszy jednak obraz daje analiza danych informujących o dynamice wynagrodzeń realnych.

Tabela 3. Dynamika przeciętnych wynagrodzeń realnych brutto

| KRAJE | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | |
|-----------|---------------------|------|------|------|------|------|------------|
| | ROK POPRZEDNI = 100 | | | | | | 1990 = 100 |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 |
| Argentyna | 101 | 100 | 103 | 100 | 100 | 102 | 109 |
| Australia | – | 101 | 102 | – | – | – | 109 |
| Austria | 101 | 102 | 103 | 100 | 101 | – | 105 |
| Belgia | 102 | – | 100 | 101 | – | – | 101 |
| Białoruś | 7 | 95 | 105 | 114 | 118 | 107 | 9 |
| Bułgaria | 81 | 94 | – | 81 | 117 | 165 | 157 |
| Chiny | 102 | 103 | 101 | 102 | 120 | 112 | 179 |
| Finlandia | – | – | 103 | 101 | 102 | – | 106 |
| Francja | 100 | 100 | 100 | 101 | – | – | 105 |
| Grecja | 102 | 104 | 100 | 103 | 100 | – | 102 |

Ciąg dalszy tabeli 3.

| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 |
|-------------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| Hiszpania | 101 | 99 | 100 | 103 | 102 | 100 | 115 |
| Irlandia | 99 | 100 | 100 | 102 | 102 | – | 112 |
| Japonia | – | 101 | 101 | 99 | 100 | 101 | 101 |
| Kanada | 101 | 99 | 102 | 99 | 101 | 98 | 102 |
| Litwa | 115 | 102 | 103 | 115 | 113 | 108 | 169 |
| Meksyk | – | – | 85 | 101 | 100 | 100 | 77 |
| Niderlandy | 99 | 99 | 100 | 101 | 101 | 101 | 103 |
| Niemcy | – | – | – | 100 | 101 | 102 | 103 |
| Norwegia | 101 | 101 | 103 | 101 | 103 | – | 114 |
| Nowa Zelandia | 99 | 98 | 101 | 103 | 101 | 103 | 108 |
| Polska | 102 | 103 | 106 | 106 | 103 | 105 | 121 |
| Portugalia | – | – | 102 | 106 | – | – | 111 |
| Republika Czeska | 108 | 109 | 109 | 102 | 99 | 106 | 118 |
| Republika Korei | 106 | 106 | 107 | 102 | 91 | 111 | 124 |
| Rosja | – | – | 113 | 105 | 86 | – | 102 |
| Rumunia | 102 | 113 | 111 | 78 | 98 | – | 83 |
| Słowacja | 104 | 106 | 108 | 105 | 102 | 97 | 128 |
| Słowenia | 104 | 104 | 105 | 103 | 101 | 103 | 103 |
| Stany Zjednoczone | 100 | 100 | 100 | 102 | 102 | 101 | 104 |
| Szwecja | 102 | 102 | 107 | – | 104 | – | 107 |
| Turcja | 69 | – | – | 117 | – | – | – |
| Ukraina | – | – | – | 97 | 97 | 95 | 89 |
| Węgry | 105 | 91 | 96 | 104 | 103 | 102 | 99 |
| W. Brytania | 100 | 100 | 102 | 102 | 101 | 103 | 121 |
| Włochy | 100 | 98 | – | 102 | 101 | 101 | 100 |

Źródło: *Rocznik Statystyczny RP*, Warszawa 2001, na podstawie tablicy 25 (599), s. 632.

Z tabeli 3 wynika, że dynamika wzrostu wynagrodzeń w Polsce w ujęciu realnym w okresie dziesięciolecia (1990–1999) była znacznie niższa niż wynagrodzeń realnych. Wprawdzie zatem w Polsce rosną wynagrodzenia zarówno nominalne, jak i realne, ale wzrost ten jest znaczny w długim okresie licząc od początku transformacji, a potem się stabilizuje, co powoduje, że nadwyżki środków pieniężnych ludności nie są wielkie. Tę kwestię dodatkowo rozszerzają dane o sile nabywczej wynagrodzeń nominalnych.

Jak wynika z tabeli 4, siła nabywcza poszczególnych grup artykułów zarówno w Polsce, jak i np. w RFN jest różna. Wynika to z odmiennej struk-

tury spożycia i świadczy o różnych modelach konsumpcji, a w konsekwencji i o możliwościach zgromadzenia nadwyżki ponad bieżące potrzeby.

Aby jednak to stwierdzić, trzeba odnieść się do rachunku wykorzystania nominalnych dochodów.

Tabela 4. Relacje miesięcznych wynagrodzeń nominalnych do cen detalicznych wybranych artykułów żywnościowych (ceny w październiku)

| KRAJE | ROK | KG ZIEMNIAKÓW | KG CUKRU | 100G CZEKOLADY MLECZNEJ | KG MIĘSA WOŁOWEGO BEZ KOŚCI |
|-----------------|------|---------------|----------|----------------------------|--------------------------------|
| Austria | 1997 | 2 903 | 1 699 | 2 903 | 205 |
| Belgia | 1997 | 4 763 | 1 259 | 2 358 | 227 |
| Dania | 1996 | 3 863 | 2 234 | – | – |
| Finlandia | 1997 | 3 892 | 1 780 | 2 233 | 244 |
| Francja | 1997 | 1 271 | 1 122 | 1 906 | 93,5 |
| Grecja | 1997 | 1 725 | 983 | 1 133 | 183 |
| Hiszpania | 1998 | 3 269 | 1 398 | 2 591 | 254 |
| Holandia | 1995 | 4 994 | 2 338 | 2 363 | 202 |
| Irlandia | 1998 | 2 718 | 1 411 | – | – |
| RFN | 1994 | 3 045 | 2 147 | 3 849 | 86,1 |
| Szwecja | 1997 | 2 834 | 1 720 | 1 411 | 223 |
| Wielka Brytania | 1998 | 2 905 | 2 472 | – | 263 |
| Portugalia | 1997 | 1 449 | 466 | 568 | 33,8 |
| Polska | 1998 | 2 563 | 604 | 590 | 102 |

Źródło: M. Dziubińska-Michalewicz, *Wybrane wskaźniki poziomu życia. Analiza porównawcza Polska i RFN*, Biuro Studiów i Ekspertyz Kancelarii Sejmu RP, Informacja nr 895, maj 2002, s. 3.

Tabela 5. Rachunek wykorzystania nominalnych dochodów w sektorze gospodarstw domowych

| TRANSAKCJE | 1995 | 1999 | 2000 | |
|--|-----------|-----------|-----------|-------------|
| | W MLN ŻŁ | | | W ODSETKACH |
| 1. Dochody do dyspozycji brutto | 220 888,1 | 437 547,2 | 488 222,0 | 98,5 |
| 2. Korekta z tytułu zmiany udziałów netto gospodarstw domowych w rezerwach funduszy emerytalnych | x | 2 362,9 | 7 666,4 | 1,5 |
| 3. Ogółem przychody (1 + 2) | 220 888,1 | 439 910,1 | 495 888,4 | 100,0 |
| 4. Spożycie indywidualne (z dochodów osobistych) | 185 564,0 | 390 473,6 | 440 464,2 | 88,8 |
| 5. Oszczędności brutto (3 – 4) | 35 324,1 | 49 436,5 | 55 424,2 | 11,2 |

Źródło: *Rocznik Statystyczny RP*, Warszawa 2001, na podstawie tablicy 25 (599), s. 562.

Z tabeli 5 wynika, że relacja między dochodami do dyspozycji brutto w sektorze gospodarstw domowych a oszczędnościami wynosi w ujęciu strukturalnym od 89 do 11%. A zatem gros dochodów jest przeznaczony na spożycie.

Aby orzec o możliwościach inwestycyjnych ludności niezbędne jest, aby przyrzeć się oszczędnościom. W szerokim ujęciu oszczędności to wszelkie aktywa niewykorzystane dla potrzeb bieżących¹.

W Polsce po 90-tym roku zaobserwowano spadek oszczędności, który wywołany był przez znaczny wzrost oferty towarów na rynku. Natomiast w sytuacji ustabilizowanej względnie gospodarki obserwuje się zjawisko lokowania nadwyżek środków na rynkach finansowych².

Z przeprowadzonych w połowie lat 90-tych badań wynika, że mianem zamożnych można określić 6,5% ludności³ – są to potencjalni inwestorzy.

Należy jednak zwrócić uwagę, że na początku transformacji oszczędności gromadzono głównie w postaci wkładów oszczędnościowych, a dopiero stopniowo zaczęto korzystać z takich form jak: lokaty i depozyty, papiery wartościowe, fundusze.

Jak wykazały badania, wymieniona wyżej struktura form oszczędzania była następująca:

- 60% oszczędności gromadzono na rachunkach bankowych,
- 12% zakup dóbr materialnych,
- 25% zakup nieruchomości,
- 4% zakup obligacji,
- 2% zakup akcji,
- 2% zaangażowano w grę giełdową,
- 0,8% fundusze powiernicze⁴.

Jak wynika z powyższego zestawienia, decyzje ludności co do formy wykorzystania oszczędności są mało zdywersyfikowane i nie sprzyjają aktywizacji gospodarczej.

3. SPOŁECZNE UWARUNKOWANIA AKTYWIZACJI FINANSOWEJ

SEKTORA GOSPODARSTW DOMOWYCH

Opracowany przez ONZ wskaźnik HDI (Human Development Index) obrazuje w sposób syntetyczny poziom rozwoju społecznego. Wskaź-

¹ G. Rytelewska, *Gospodarstwa domowe jako inwestor na rynku finansowym*, [w:] J. Głuchowski, I. Ohl (red.), *Bankowe i pozabankowe źródła finansowania gospodarki*, UMK, Toruń 1997, s. 264.

² Ibidem, s. 265.

³ Ibidem, s. 272.

⁴ Ibidem, s. 276, 277.

nik ten pokazuje, jakie są dystanse między poszczególnymi krajami nie tylko pod względem ekonomicznym, ale także demograficznym, edukacyjnym itp.

Tabela 6. Ranking krajów Unii Europejskiej oraz Polski według wskaźnika rozwoju społecznego HDI (dane z 1999 r.)

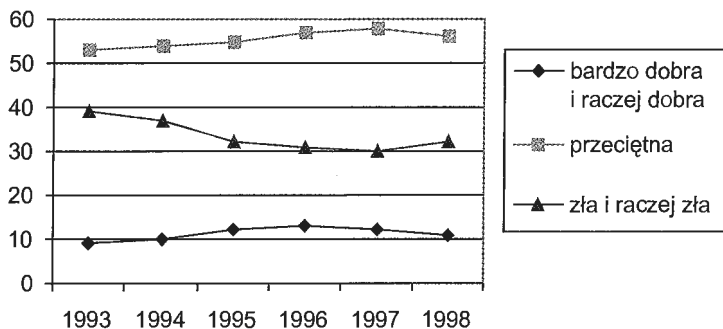
| MIEJSCE W RANKINGU | KRAJ | SPODZIEWANA DŁUGOŚĆ ŻYCIA NOWORODKÓW (W LATACH) | PKB NA 1 MIESZKAŃCA (SIŁA NABYWcza W DOLARACH) | ODSETEK OSÓB POWYŻEJ 15 LAT UMIEJĄCYCH PISAĆ I CZYTAĆ | WSKAŹNIK HDI |
|--------------------|-----------------|---|--|---|--------------|
| 4 | Szwecja | 79,6 | 22 636 | 99,9 | 0,936 |
| 5 | Belgia | 78,2 | 24 443 | 99,9 | 0,935 |
| 8 | Holandia | 78,0 | 24 215 | 99,9 | 0,931 |
| 10 | Finlandia | 77,4 | 23 096 | 99,9 | 0,925 |
| 12 | Luksemburg | 77,2 | 42 796 | 99,9 | 0,924 |
| 13 | Francja | 78,4 | 22 897 | 99,9 | 0,924 |
| 14 | Wielka Brytania | 77,5 | 22 093 | 99,9 | 0,923 |
| 15 | Dania | 76,1 | 25 869 | 99,9 | 0,921 |
| 16 | Austria | 77,9 | 25 098 | 99,9 | 0,921 |
| 17 | RFN | 77,6 | 23 742 | 99,9 | 0,921 |
| 18 | Irlandia | 76,4 | 25 918 | 99,9 | 0,916 |
| 20 | Włochy | 78,4 | 22 172 | 98,4 | 0,909 |
| 21 | Hiszpania | 78,3 | 18 079 | 97,6 | 0,908 |
| 23 | Grecja | 78,1 | 15 414 | 97,1 | 0,881 |
| 28 | Portugalia | 75,5 | 16 064 | 91,9 | 0,874 |
| 38 | Polska | 73,1 | 8 450 | 99,9 | 0,828 |

Źródło: M. Dziubińska-Michalewicz, *Wybrane wskaźniki poziomu życia. Analiza porównawcza Polska i RFN*, Biuro Studiów i Ekspertyz Kancelarii Sejmu RP, Informacja nr 895, maj 2002, s. 7.

Polska w układzie danych przedstawionych w tabeli 6 znajduje się na 38 pozycji, lokując się poniżej takich krajów jak Grecja czy Portugalia. Oznacza to, że warunki społeczne życia Polaków nie są zadowalające, a to ma silny wpływ na aktywność, w tym inwestycyjną, ludzie bowiem, którzy borykają się z trudnościami życia, nie posiadają dostatecznej energii, aby ją wykorzystać do działań w różnych obszarach.

W tym punkcie należałoby się zastanowić, jak Polacy oceniają sami siebie łącznie z własnym poczuciem sytuacji materialnej.

Z badania budżetów rodzinnych, które prowadzi GUS, wynika, że większość badanych ocenia swoją sytuację materialną jako przeciętną. Oceny złe wynoszą 40%.



Wykres 1. Samoocena sytuacji materialnej ogółu gospodarstw domowych (%)

Źródło: G. Ciura, *Wybrane wskaźniki życia i samoocena warunków materialnych gospodarstw domowych*, [w:] *Przemiany społeczne w Polsce w ostatniej dekadzie XX wieku*, Biuro Studiów i Ekspertyz Kancelarii Sejmu RP, Informacje i Opinie IP 92S, s. 85.

Oceny dobre i bardzo dobre to jedynie niewiele ponad 10%. Należy jednak wskazać, że w tej grupie obserwuje się niewielką, ale jednak tendencję spadkową.

W tej sytuacji istotne jest jak badani oceniają swoje dochody w ujęciu relatywnym (tabela 7).

Tabela 7. Ocena dochodów własnej rodziny w porównaniu z sytuacją przeciętnej rodziny (dane w %)

| CZY UWAŻA PAN(I), ŻE OBECNIE DOCHODY PANA(I) RODZINY W PORÓWNIANIU Z PRZECIĘTNYMI DOCHODAMI RODZIN W POLSCE SĄ: | IV'92 | IV'94 | IV'95 | IV'96 | X'97 | V'98 | I'99 | V'00 |
|---|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|
| – znacznie wyższe | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| – raczej wyższe | 4 | 4 | 6 | 8 | 9 | 12 | 8 | 10 |
| – takie same (przeciętne) | 33 | 35 | 36 | 34 | 37 | 37 | 34 | 27 |
| – raczej niższe | 33 | 30 | 34 | 34 | 31 | 28 | 33 | 33 |
| – znacznie niższe | 28 | 30 | 22 | 19 | 19 | 22 | 21 | 25 |

Źródło: G. Ciura, *Wybrane wskaźniki życia i samoocena warunków materialnych gospodarstw domowych*, [w:] *Przemiany społeczne w Polsce w ostatniej dekadzie XX wieku*, Biuro Studiów i Ekspertyz Kancelarii Sejmu RP, Informacje i Opinie IP 92S, s. 94.

Około 33% badanych oceniało, że ma sytuację materialną raczej niższą od przeciętnej rodziny. Świadczy to o odczuwaniu trudności ekonomicznych przez ponad 1/3 Polaków. Wszystkie przytoczone wyniki do-

wodzą, że Polacy przeciętnie mają po 10 latach transformacji warunki życia, które w ich samoocenie są trudne, co jest kolejną barierą do sukcesu i myślenia w kategoriach racjonalnych o gospodarowaniu własnymi nadwyżkami pieniężnymi.

Interesujące jest zatem, co badani deklarują na temat sposobu gospodarowania pieniędzmi.

Tabela 8. Deklarowany sposób gospodarowania pieniędzmi

| KTÓRE Z WYMIENIONYCH OKREŚLEŃ NAJLEPIEJ CHARAKTERYZUJE OBECNY SPOSÓB GOSPODAROWANIA PIENIĘDZMI W PANA(I) GOSPODARSTWIE DOMOWYM | V'93 | IV'94 | IV'95 | IV'96 | II'97 | V'98 | X'99 | V'00 |
|--|------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|
| Żyjemy bardzo biednie i nie starcza nam nawet na podstawowe potrzeby | 9 | 9 | 9 | 7 | 6 | 7 | 7 | 8 |
| Żyjemy skromnie – musimy na co dzień bardzo oszczędnie gospodarować | 42 | 43 | 42 | 38 | 31 | 30 | 38 | 39 |
| Żyjemy średnio – starcza nam na co dzień, ale musimy oszczędzać na poważniejsze zakupy | 45 | 44 | 45 | 50 | 46 | 44 | 40 | 45 |
| Żyjemy dobrze – starcza nam na wiele bez specjalnego oszczędzania | 3 | 3 | 3 | 5 | — | — | — | 7 |
| Żyjemy bardzo dobrze – możemy sobie pozwolić na pewien luksus | 0 | 0 | 1 | 0 | — | — | — | 1 |
| Żyjemy raczej dobrze – starcza nam na wiele, choć czasem musimy na coś oszczędzać | — | — | — | — | 14 | 16 | 12 | — |
| Żyjemy dobrze – możemy sobie na wiele pozwolić | — | — | — | — | 3 | 3 | 3 | — |
| Żyjemy dostatnio – w zasadzie możemy sobie pozwolić na wszystko | — | — | — | — | 0,1 | 0,2 | 0,2 | — |

Źródło: G. Ciura, *Wybrane wskaźniki życia i samoocena warunków materialnych gospodarstw domowych*, [w:] *Przemiany społeczne w Polsce w ostatniej dekadzie XX wieku*, Biuro Studiów i Ekspertyz Kancelarii Sejmu RP, Informacje i Opinie IP 92S, s. 96.

Zaledwie 7–8% badanych deklaruje, że bieżące potrzeby nie wymagają specjalnego oszczędzania. Jest to zatem potencjalna grupa osób, które mogą być inwestorami. Ten wynik badań pokrywa się w dużym stopniu z wynikami badań już przytoczonymi wcześniej, a przeprowadzonymi w połowie lat 90-tych.

Pozostaje teraz sprawą otwartą, jakimi instrumentami oddziaływać na tę grupę, aby stała się aktywna na rynku finansowym i zaczęła inwestować. Niewątpliwie ważną rolę w tym zakresie odgrywa system podatkowy i kształtowanie stóp procentowych.

Jak wykazują badania, relacja podatków do dochodów osób fizycznych stopniowo wzrasta. W 1991 wynosiła ona 0,6%, w 1992 – 9,6%,

a 1993 – 11,4%⁵, przy czym największe obciążenia podatkowe mają gospodarstwa o niskiej zamożności⁶.

Podobny mechanizm występuje w stosunku do stopy procentowej. Należy zgodzić się z następującym stwierdzeniem: „...wybór formy [oszczędzania] zależy od wysokości stopy procentowej, która jest miarą utraconych korzyści przechowywania pieniądza w formie płynnej”⁷.

4. PRZEJAWY I PERSPEKTYWY AKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ LUDNOŚCI

Przejawami aktywnej postawy ludności wobec nadwyżek pieniężnych są takie formy ich lokowania, które przynoszą dodatkowe dochody.

Najprostszą formą są depozyty bankowe, ale ich rozmiary rozpatrywać można tylko w kontekście należności gospodarstw domowych wobec banków. Ilustracją dla wymienionych zjawisk są tabela 9 i wykres 2.

Tabela 9. Depozyty gospodarstw domowych w systemie bankowym

| OKRES | DANE SUROWE | DANE SKORYGOWANE |
|--------|-----------------------|------------------|
| | STAN NA KONIEC OKRESU | |
| | MLN ZŁ | MLN ZŁ |
| I 1998 | 114 075,7 | 113 351,6 |
| I 1999 | 144 646,3 | 143 832,7 |
| I 2000 | 167 014,3 | 166 391,3 |
| I 2001 | 198 695,3 | 198 104,4 |
| I 2002 | 221 407,8 | 220 991,4 |
| I 2003 | 212 179,6 | 211 896,0 |

Źródło: Biuletyn Informacyjny 7/2003, NBP, Warszawa, październik 2003, s. 57.

W trakcie analizy powyższych danych nasuwa się wniosek o wzrastającym bezwzględny powiększaniu się sumy depozytów. Świadczy to o zwiększających się możliwościach ludności do inwestowania.

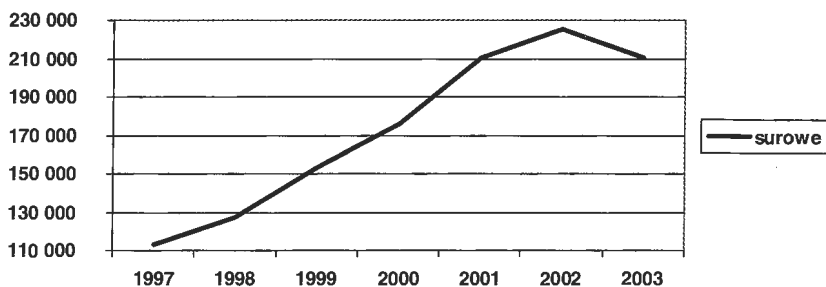
Należy jednak zauważyć, że bezwzględny wzrost depozytów od roku 1997 ma tendencję malejącą względnie biorąc (wykres 2).

Równocześnie jednak analiza samych depozytów nie jest wystarczająca bez uwzględnienia należności wobec banków.

⁵ G. Rytelewska, op. cit., s. 266.

⁶ Por. M. Wiśniewski, M. Styczeń, *Wpływ liniowego podatku PIT na obciążenia podatkowe gospodarstw domowych*, Biuro Studiów i Ekspertyz Kancelarii Sejmu RP, ekspertyza nr 241, sierpień 2001 r.

⁷ Ibidem s. 267.



Wykres 2. Depozyty gospodarstw domowych w systemie bankowym

Źródło: Biuletyn Informacyjny 7/2003, NBP, Warszawa, październik 2003, s. 57.

Tabela 10. Należności systemu bankowego od gospodarstw domowych

| OKRES | DANE SUROWE | DANE SKORYGOWANE |
|--------|-----------------------|------------------|
| | STAN NA KONIEC OKRESU | |
| | MLN ZŁ | MLN ZŁ |
| I 1998 | 33.439,37 | 33.780,08 |
| I 1999 | 41.921,29 | 42.326,42 |
| I 2002 | 82.719,90 | 83.557,93 |
| I 2003 | 90.098,66 | 91.018,96 |

Źródło: Biuletyn Informacyjny 7/2003, NBP, Warszawa, październik 2003, s. 60.

Z zamieszczonych w tabeli 10 danych wynika, że należności ludności wobec systemu bankowego wzrastają bezwzględnie, ale narastanie to nie jest gwałtowne.

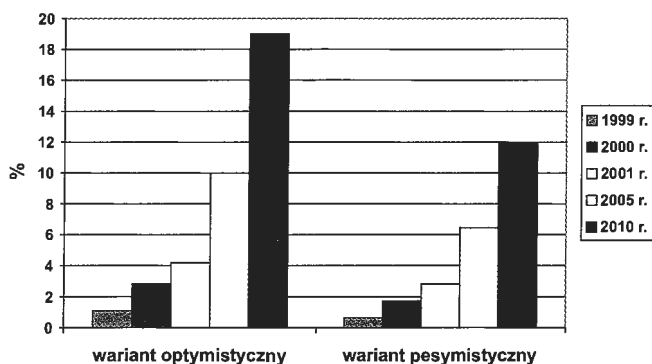
Tabela 11. Nakłady inwestycyjne według sektorów własności (ceny bieżące)

| WYSZCZEGÓLNIENIE | 1995 | 1999 | 2000 | |
|------------------------------------|----------|-----------|-----------|-------------|
| | | | W MLN ZŁ | W ODSETKACH |
| Ogółem | 47 144,7 | 125 954,4 | 133 160,2 | 100,0 |
| Sektor publiczny | 26 288,9 | 47 716,3 | 46 313,2 | 34,8 |
| w tym własność: | | | | |
| państwowa | 20 111,5 | 23 415,8 | 23 098,3 | 17,3 |
| jednostek samorządu terytorialnego | 5 319,4 | 14 336,6 | 15 360,1 | 11,5 |
| Sektor prywatny | 20 855,8 | 78 238,1 | 86 847,0 | 65,2 |
| w tym własność prywatna krajowa | 14 293,8 | 43 997,0 | 47 725,8 | 35,8 |
| w tym spółdzielnie | 2 807,6 | 5 940,8 | 6 860,5 | 5,2 |

Źródło: Rocznik Statystyczny RP, Warszawa 2001, na podstawie tablicy 25 (599), s. 514.

Wzrastające należności świadczą o ograniczeniu możliwości inwestycyjnych ludności ze względu na omawiany wymiar zjawiska. Aby to zweryfikować, należy przyrzeć się nakładom inwestycyjnym w ujęciu sektorowym.

Okazuje się, że sektor prywatny partycypuje w nakładach inwestycyjnych ogółem w 35,8% (dane za 2000 rok). Bezwzględnie biorąc nakłady te rosną. Jest to dowód na to, że ludność ma znaczący udział w tym, co dla gospodarki jest bardzo ważne z punktu widzenia rozwoju, tj. inwestycjach. W tym obszarze odgrywa rolę jeszcze jeden ważny element. Przeprowadzając reformę rentowo-emerytalną wiele nadziei pokładano w możliwościach aktywizacji środków gromadzonych w II filarze.



Wykres 3. Udział kapitałów zgromadzonych w II filarze w całości PKB

Źródło: A. M. Barańska, *Wpływ reformy systemu ubezpieczeń społecznych na rynki finansowe w Polsce*, Biuro Studiów i Ekspertyz Kancelarii Sejmu RP, raport nr 163, październik 1999.

Prognozy co do wielkości zgromadzonych kapitałów obrazuje wykres 3. Według przyjętych założeń istotne znaczenie kapitały zgromadzone w II filarze będą miały dopiero w 2005 r., a więc obecnie jeszcze nie można stwierdzić, jaką rolę odegrają rzeczywistości.

Sumując przedstawione rozważania trzeba stwierdzić, że aktywność inwestycyjna ludności w Polsce jest ograniczona ze względu na działanie czynników zarówno ekonomicznych, jak i społecznych. Równocześnie jednak obserwuje się, że nie ma w tym zakresie stagnacji, a występuje postęp, który objawia się wzrostem nakładów inwestycyjnych sektora prywatnego.

ZOFIA ZAWADZKA

OSZCZĘDZANIE W RAMACH PLANÓW EMERYTALNYCH W STANACH ZJEDNOCZONYCH

I. WPROWADZENIE

Oszczędności osób fizycznych mają bardzo istotne znaczenie zarówno z punktu widzenia makroekonomicznego, przyczyniając się do stabilnego wzrostu gospodarczego i nieinflacyjnego finansowania inwestycji, jak i z punktu widzenia mikroekonomicznego – zgromadzenia środków na określone cele. Jednym z największych obecnie problemów jest pogłębiająca się niewydolność państwowych systemów emerytalnych. Rosnąca liczba ludzi w wieku emerytalnym i jednocześnie malejąca liczba osób aktywnych zawodowo oraz stosunkowo wysokie bezrobocie powodują zagrożenia dla funkcjonowania państwowych systemów emerytalnych. Maleje oczekiwana stopa zastąpienia, czyli stosunek wartości emerytury do wartości przeciętnej płacy. Niska stopa zastąpienia powoduje spadek dochodów i znaczące obniżenie poziomu życia po przejściu na emeryturę. Coraz większego znaczenia nabiera problem zapewnienia dochodów po zakończeniu aktywnego życia zawodowego. Stąd konieczne staje się indywidualne gromadzenie środków na przyszłą emeryturę. Oszczędzanie na przyszłą emeryturę przyczynia się do pośredniego i bezpośredniego rozwoju rynku finansowego.

Państwem, w którym istnieją długoletnie tradycje indywidualnego oszczędzania na emeryturę, są Stany Zjednoczone. Na system zabezpieczenia emerytalnego w Stanach Zjednoczonych składają się:

- Social Security, czyli odpowiednik polskiego Zakładu Ubezpieczeń Społecznych,
- indywidualne konta emerytalne (IRA),
- pracownicze plany emerytalne (głównie plan 401 (k)).

2. INDIVIDUAL RETIREMENT ARRANGEMENT

Indywidualne konta emerytalne Individual Retirement Arrangement (IRA) zostały utworzone na mocy ustawy z 1973 r. Określono w niej warunki zakładania kont, limity wpłacanych środków, wielkości przychodów uprawniających do wpłat. Wpłaty mogą być dokonywane przez oszczędzającego pracownika lub pracodawcę. W ramach indywidualnych kont emerytalnych można wyróżnić dwie możliwości:

- tradycyjne indywidualne konta emerytalne (*traditional*, inaczej *ordinary* lub *regular*) IRA,
- indywidualne konta emerytalne Roth IRA¹.

2.1. TRADYCYJNE INDYWIDUALNE KONTO EMERYTALNE IRA

Tradycyjne IRA jest indywidualnym planem oszczędnościowym, którego celem jest zgromadzenie środków na przyszłą emeryturę przy równoczesnym wykorzystaniu ulg podatkowych. Wpłaty na fundusz są wolne w całości lub w części od opodatkowania, w zależności od tego, jaki rodzaj planu został wybrany i innych dodatkowych okoliczności. Przychody, jakie przynosi fundusz, nie są opodatkowane. Podlegają one opodatkowaniu dopiero w momencie wypłacania środków, choć w niektórych przypadkach są wolne od opodatkowania również przy wypłacie.

Indywidualny fundusz można utworzyć w dowolnym momencie przed ukończeniem 70,5 roku życia. Nie ma ograniczeń, jeśli chodzi o instytucję, w której będą gromadzone środki. Konto można założyć w banku (banku komercyjnym, spółdzielczym, kasie oszczędnościowej, posiadających federalne ubezpieczenie depozytów) lub innej instytucji finansowej, funduszu inwestycyjnym, instytucji ubezpieczeniowej, jak również bezpośrednio przez maklera giełdowego. Wpłaty na konto mogą być dokonywane bezpośrednio przez zainteresowanego lub jego pracodawcę (rozwiązanie to jest określane jako SEP-IRA).

Wysokości kwot, które można wpłacać na fundusz bez opodatkowania, są ograniczone. Do ustalenia kwoty, którą można wpłacić, uwzględnia się wszystkie przychody z pracy (wynagrodzenia, premie, bonusy i dochody w przypadku samozatrudnionych), jak również alimenty, natomiast nie bierze się pod uwagę przychodów z tytułu własności, odsetek, dywidend.

¹ Informacje na temat IRA i pracowniczych planów emerytalnych zostały zaczerpnięte ze strony internetowej Internal Revenue Service (IRS), www.irs.gov

W 2003 r. kwota ta była ustalona na poziomie 3000 USD, a w przypadku osób, które ukończyły 50 lat, została podwyższona do 3500 USD rocznie (limity te zostały określone na analogicznym poziomie dla roku 2004 r.). Natomiast, jeśli przychody z pracy były niższe od tej kwoty, wówczas można było wpłacić bez opodatkowania tylko tę niższą kwotę (nieco inne rozwiązanie obowiązywało w przypadku rozliczających się łącznie małżonków). Wpłaty na fundusz mogą być dokonywane tylko tak długo, póki się pracuje lub otrzymuje alimenty, ewentualnie rozlicza się łącznie z pracującym małżonkiem. Możliwe są większe niż 3000 USD (3500 USD) wpłaty na fundusz, ale wówczas są one opodatkowane w wysokości 6%.

Środki można gromadzić w kilku różnych funduszach IRA, ale nieopodatkowane są wpłaty w ramach podanego wcześniej limitu. Limit ten ulega zmniejszeniu, jeśli wpłacający korzysta również z planu emerytalnego oferowanego przez pracodawcę i równocześnie posiada wysokie roczne przychody (oblicza się wtedy tzw. przychód skorygowany, czyli AGI, *adjusted gross income*).

Jeśli gromadzący środki wpłacił w danym roku mniej niż wynosił jego limit, nie ma możliwości dopłaty w przyszłym roku. Wpłaty muszą być dokonywane w bieżącym roku lub najpóźniej do momentu złożenia zeznania podatkowego za dany rok (generalnie do 15 kwietnia następnego roku).

W przypadku śmierci właściciela funduszu zgromadzone na nim środki nie przepadają, mogą zostać przekazane dowolnej osobie lub instytucji, która zostanie przez niego wskazana.

Środki zgromadzone na jednym funduszu IRA lub w ramach pracowniczego planu emerytalnego mogą być transferowane (generalnie bez opodatkowania) do innego funduszu tradycyjnego IRA lub Roth IRA. Środki zgromadzone w ramach planu emerytalnego mogą zostać w każdej chwili wycofane. Jeśli wykorzystująca środki osoba nie ukończyła 59,5 roku życia, wówczas podlegają one dodatkowemu podatkowi w wysokości 10%. Ustawodawca przewidział jednak kilka sytuacji, w których te środki mogą zostać wykorzystane, przed ukończeniem 59,5 roku życia, bez zapłacenia podatku. Jest to możliwe, jeśli wpłacający potrzebuje ich na leczenie (i nie ma zwrotu z ubezpieczenia zdrowotnego), na zakup polisy ubezpieczeniowej zdrowotnej lub wykorzystuje na podwyższenie poziomu edukacji (własnej, współmałżonka, dzieci lub wnuków) albo na budowę i przebudowę pierwszego domu (własnego, współmałżonka, dzieci, wnuków, rodziców). Bez dodatkowego podatku, bez względu na wiek, można wycofać środki wpłacone w danym roku, aż do momentu złożenia zeznania podatkowego.

Właściciel środków musi zacząć wykorzystywać zgromadzone środki najpóźniej od 1 kwietnia następnego roku, w którym ukończył 70,5 rok

życia i środki te muszą zostać wypłacone każdorazowo do końca roku kalendarzowego. Wielkość minimalnej podejmowanej kwoty jest zależna od tego, czy w przypadku śmierci są określone beneficjenci środków i w jakim są oni wieku, a następnie przeprowadzane są obliczenia na podstawie odpowiednich tabel statystycznych. Jeśli wypłacane kwoty są niższe niż żądane minimum, wówczas niewypłacona różnica podlega dodatkowemu opodatkowaniu w wysokości 50%.

Wpłaty środków z tradycyjnego funduszu IRA podlegają opodatkowaniu na ogólnych zasadach w roku, w którym zostały wykorzystane. Podatku nie płaci się od środków, które przekraczały nieopodatkowane limity w momencie wpłaty i wówczas został od nich opłacony podatek.

Wpłaty na fundusz emerytalny IRA mogą być także dokonywane przez pracodawcę. Jest to możliwe w ramach tzw. planu SIMPLE IRA (Savings Incentive Match Plans for Employees). Plan ten może być realizowany z wykorzystaniem indywidualnych kont IRA lub jako część planu 401 (k). Plan emerytalny SIMPLE mogą realizować właściciele małych firm z myślą o swoich pracownikach lub korzystać z niego w przypadku samozatrudnienia. Plan ten polega na zawarciu pisemnego porozumienia między pracodawcą a pracownikiem, w którym pracownik zgadza się na obniżenie wypłacanego wynagrodzenia i odprowadzanie różnicy na jego indywidualny fundusz emerytalny. Redukcja wynagrodzenia może zostać przez niego określona jako procent wynagrodzenia lub jako określona kwota w USD. Pracodawca nie ma przy tym prawa nakładania ograniczeń na wysokość tej kwoty. Pracownik ma prawo korzystania z planu SIMPLE, jeśli spełnia określone warunki. Jednym z warunków jest, że co najmniej przez ostatnie 2 lata otrzymywał przychody z pracy w wysokości 5000 USD rocznie i można przyjąć założenie, że otrzyma co najmniej taką kwotę w roku, w którym zostanie dokonana wpłata na jego fundusz. Maksymalna kwota, która mogła zostać wpłacona z tytułu redukcji wynagrodzenia na fundusz SIMPLE IRA, wynosiła w 2003 r. 8000 USD (w 2002 r.: 7000 USD, a w 2004 r.: 9000 USD), dla osób powyżej 50 roku życia – o 1000 USD więcej. Do tej kwoty z tytułu redukcji wynagrodzenia pracodawca dopłaca na fundusz swoją część. Ma przy tym do wyboru dwa warianty. W pierwszym wariantcie dopłaca na fundusz kwotę równą zredukowanej części wynagrodzenia, nie większą jednak niż 3% rocznego wynagrodzenia pracownika (tzw. *matching contribution*), wszystkim uprawnionym pracownikom. Łączna maksymalna wpłata na fundusz nie mogła być większa w 2003 r. od 16 000 USD. W drugim wariantcie pracodawca dokonuje wpłat na fundusz wszystkim spełniającym warunki pracownikom, mającym minimalne wynagrodzenie 5000 USD, bez względu na to, czy zdecydowali się oni na redukcję wynagrodzenia czy nie (tzw. *nonelective contribution*). Maksy-

malna wpłata na fundusz pracodawcy nie może przekraczać 2% od wynagrodzenia, ale tylko do 200 000 USD. Łączna wpłata w tym wariantcie nie mogła przekroczyć w 2003 r. kwoty 12 000 (8000+4000) USD.

Jeśli pracodawca zarządza planem, musi poinformować pracownika, że ma on prawo wyboru instytucji finansowej, która będzie administrowała jego kontem i ma prawo zmiany tej instytucji i transferu środków do innej.

Wpłaty ze zgromadzonego funduszu SIMPLE IRA podlegają, podobnie jak z IRA, opodatkowaniu na zasadach ogólnych. Wcześniejse wypłaty mogą być jeszcze dodatkowo opodatkowane, co omówiono przy opisywaniu wypłat z funduszu IRA.

2.2. INDYWIDUALNE KONTO EMERYTALNE ROTH IRA

Podobnie jak tradycyjne IRA, Roth IRA to indywidualny plan oszczędnościowy, którego celem jest zgromadzenie środków na przyszłą emeryturę przy równoczesnym wykorzystaniu ulg podatkowych.

Założenie funduszu Roth IRA może nastąpić w każdym czasie, także po ukończeniu 70,5 roku życia. Nie ma ograniczeń, jeśli chodzi o instytucję, w której będą gromadzone środki. Podobnie jak poprzednio, konto można założyć w banku lub innej instytucji finansowej, funduszu inwestycyjnym, instytucji ubezpieczeniowej, jak również bezpośrednio przez maklera giełdowego.

Wpłaty na fundusz mogą być dokonywane, jeśli:

- a) po pierwsze: wpłacający otrzymuje przychody z pracy lub alimenty,
- b) po drugie: jego przychód skorygowany jest niższy niż:
 - 160 000 USD rocznie w przypadku rozliczających się łącznie małżonków,
 - 10 000 USD w przypadku osób pozostających w związku małżeńskim przez cały rok, ale rozliczających się oddzielnie,
 - 110 000 USD w przypadku osób samotnych lub mających współmałżonka, ale nie przez cały rok i rozliczających się oddzielnie.

W zależności od wysokości przychodów i sytuacji rodzinnej wpłaty mogą być dokonywane w pełnej wysokości, tj. 3000 USD rocznie (lub 3500 dla osób, które przekroczyły 50 lat) lub stopniowo obniżanej, co zależy od wielkości przychodu. Limit ulega zmniejszeniu:

- a) w przypadku rozliczających się wspólnie małżonków, jeśli ich dochód wynosi 150 000–160 000 USD,
- b) w przypadku osób pozostających w związku małżeńskim przez cały rok, ale rozliczających się oddzielnie, jeśli nie mają zerowego przychodu,
- c) w przypadku osób samotnych lub mających współmałżonka, ale nie przez cały rok i rozliczających się oddzielnie, jeśli ich dochód wynosi

95 000–110 000 USD. Podobnie limit ulega zmniejszeniu o wpłacane kwoty, jeśli równocześnie dokonywane są wpłaty na tradycyjny IRA.

Kwot wpłacanych na fundusz nie można odliczyć od podatku. Podobnie jak poprzednio możliwy jest nieopodatkowany transfer środków z jednego funduszu Roth IRA do innego. Środki wpłacone w danym roku, jeśli przekroczyły limit, mogą być ewentualnie zaliczone na poczet następnego roku.

Wpłaty środków z funduszu nie podlegają opodatkowaniu, jeśli spełnione są następujące warunki:

- 1) wykorzystanie środków następuje dopiero po okresie 5 lat od utworzenia funduszu i
- 2) wykorzystanie środków następuje:
 - a) po ukończeniu przez gromadzącego 59,5 roku życia,
 - b) na skutek inwalidztwa,
 - c) z przeznaczeniem na budowę (rozbudowę) pierwszego domu lub zwiększone wydatki na leczenie, zapłacenie polisy ubezpieczenia zdrowotnego po utracie pracy, podwyższenie kwalifikacji,
 - d) wypłata zostaje dokonana przez beneficjenta środków po śmierci gromadzącego środki.

Jeśli nie są spełnione te warunki, wówczas wypłata podlega dodatkowemu podatkowi w wysokości 10%.

Właściciel funduszu nie jest zobowiązany do wykorzystania środków po ukończeniu określonego wieku.

Podstawowa różnica między tradycyjnym planem IRA a Roth IRA polega na tym, że do tradycyjnego planu można przystąpić, jeśli nie ukończyło się 70,5 roku życia, natomiast przy planie Roth IRA nie ma tego typu ograniczeń. Gromadzący środki w tradycyjnym IRA jest zobowiązany do dokonywania minimalnych wypłat, począwszy od 1 kwietnia następnego roku, w którym ukończył 70,5 rok życia. W przypadku Roth IRA nie ma tego typu ograniczeń wiekowych. W obydwu planach limit środków, które można wpłacać, jest analogiczny. W tradycyjnym IRA, jeśli spełnia się określone kryteria, można odliczyć od podatku wpłaty, w Roth IRA wypłaty są nie opodatkowane. W obydwu planach emerytalnych istnieje możliwość odliczenia od dochodu w bieżącym roku strat poniesionych na koncie, co często występuje w przypadku lokowania środków w akcjach.

3. INDYWIDUALNE PLANY CELOWEGO OSZCZĘDZANIA

Na uwagę zasługują też indywidualne plany, które umożliwiają zgromadzenie środków na przyszłą edukację dzieci. Przykładem takiego planu jest Plan 529.

Wpłaty na Plan 529 są wolne od podatku federalnego, a większość stanów zwalnia wpłacone kwoty (przynajmniej w części) także od podatku stanowego. Takie stany, jak Południowa Karolina, Zachodnia Wirginia i Kolorado całkowicie zwalniają wpłaty od podatku stanowego. Niektóre stany, np. Michigan, Minnesota, Louisiana, z kolei dopłacają środki do funduszu na edukację.

Podobnie jak w planie emerytalnym Roth IRA, wypłaty zgromadzonych środków są wolne od podatku federalnego, jeśli zostaną wykorzystane zgodnie z przeznaczeniem. Wydatki, które mogą zostać pokryte zgromadzonymi środkami, obejmują praktycznie wszystkie potrzeby, łącznie z opłatą za studia, mieszkanie, pomoce naukowe. Większość stanów zwalnia także wypłaty z funduszu na edukację od podatku stanowego.

4. PRACOWNICZE PLANY EMERYTALNE 401 (K)

Podstawowa różnica między indywidualnymi kontami emerytalnymi IRA a planami pracowniczymi polega na tym, że w przypadku tych pierwszych sam oszczędzający podejmuje decyzję o ulokowaniu zgromadzonych środków, natomiast w przypadku planów pracowniczych pracodawca wybiera zarządzającego środkami, choć pracownicy mają możliwość wyboru preferowanej strategii inwestycyjnej (bardziej ryzykownej lub bezpiecznej).

W przypadku planów emerytalnych 401 (k) pracownik rezygnuje z części wynagrodzenia, która to część jest odprowadzana przez pracodawcę na jego fundusz emerytalny. Limit wpłat ze strony pracownika mógł wynieść w 2003 r. 12 000 USD, a dla osób powyżej 50 lat jeszcze dodatkowo 2000 USD. Limit ten był więc wyższy niż w przypadku planu IRA i co roku ma ulegać zwiększeniu o kolejne 1000 USD. Wpłata dokonywana przez pracodawcę nie może przekraczać 25% wynagrodzenia pracownika lub 40 000 USD. Środki zaoszczędzone na funduszu w momencie zmiany pracy mogą być wypłacone przez pracownika, pozostawione u poprzedniego pracodawcy lub przeniesione do nowego pracodawcy w zależności od tego, jak ocenia on ich umiejętności zarządzania zgromadzonymi środkami.

Jednym z wariantów planu 401 (k) jest plan emerytalny SIMPLE 401 (k), który jest przeznaczony dla właścicieli małych firm (do 100 zatrudnionych). Podobnie jak w przypadku planu SIMPLE IRA zawierane jest porozumienie między pracodawcą a pracownikiem, w którym zgadza się on na redukcję wynagrodzenia i ta część przekazywana jest na fundusz emerytalny. Pracodawca dopłaca do gromadzonych środków albo analogiczną kwotę jak pracownik (maksymalnie do 3% wynagro-

dzenia pracownika), albo 2% dla wszystkich spełniających warunki pracowników. Limity nie opodatkowanych wpłat są identyczne jak w przypadku programu SIMPLE IRA.

Wpłaty na fundusz nie są opodatkowane, natomiast wypłaty podlegają opodatkowaniu.

5. IMPLEMENTACJA W POLSCE

Jak widać na podstawie przedstawionych rozwiązań, system amerykański cechuje się dużą elastycznością, umożliwiając różnorodne strategie inwestycyjne i wielkości wpłat (w ramach wyznaczonych przez ustawodawcę limitów), wykorzystanie ulgi podatkowej przy gromadzeniu środków lub przy ich wypłacie. Transfer środków w ramach planów emerytalnych pozwala na zmianę strategii w zależności od wieku, sytuacji życiowej, kształtowania się warunków na rynku. Istotne znaczenie ma również możliwość wcześniejszej wypłaty środków (lub zaciągnięcia kredytu) w określonych sytuacjach życiowych. Stymulowanie przez państwo, poprzez zwolnienia podatkowe lub dopłaty, oszczędzania i w konsekwencji inwestowania na rynku finansowym przyczynia się do bardziej dynamicznego rozwoju tego rynku, a przede wszystkim do zwiększonego udziału inwestorów (bezpośrednio i pośrednio) prywatnych i poprawy płynności rynku kapitałowego, a w konsekwencji do wspierania kapitałowego gospodarki. Powoduje to, że inwestorzy prywatni odgrywają tak istotną rolę na rynku finansowym w Stanach Zjednoczonych. Dzięki indywidualnemu oszczędzaniu na przyszłą emeryturę mogą oni lepiej zabezpieczyć swoje potrzeby w przyszłości.

Na amerykańskim systemie IRA wzorowana jest koncepcja Indywidualnych Kont Emerytalnych (IKE), będąca w ostatnim okresie przedmiotem dyskusji w Polsce. Zgodnie z harmonogramem nowa ustawa wprowadzająca IKE powinna wejść w życie od 1 czerwca 2004 r. Przewiduje się, że IKE mogłyby być prowadzone przez banki, fundusze inwestycyjne, podmioty prowadzące działalność maklerską i zakłady ubezpieczeń na życie w zakresie ubezpieczenia na życie z funduszem kapitałowym. Pomiędzy poszczególnymi typami instytucji finansowych możliwy byłby swobodny transfer środków nie tylko w obrębie danego typu instytucji. Jest to bardzo istotny element systemu, szczególnie w przypadku długoterminowego oszczędzania. Stwarza on możliwość zmiany instrumentów finansowych, w których zostały ulokowane środki w zależności od sytuacji życiowej, pojawienia się nowych możliwości inwestowania, sytuacji rynkowej. Za wyjście z programu po 12 miesiącach nie byłoby pobierane opłaty. Roczny limit wpłat przewiduje się na poziomie 150% prognozowanego średniego wynagrodzenia brutto. Wpłaty

na IKE powinny być dokonywane przez co najmniej 5 lat kalendarzowych w dowolnej wysokości. Wypłata zgromadzonych środków byłaby wolna od podatku, po osiągnięciu przez oszczędzającego 60 lat (lub 55 lat w przypadku wcześniejszego nabycia prawa emerytalnych). Ustawodawca przewiduje także możliwość, wolnej od podatku, wypłaty środków w przypadku śmierci oszczędzającego lub transfer na IKE beneficjenta. W razie wypowiedzenia umowy następuje wypłata, ale opodatkowana, zgromadzonych środków.

Realizacja tej koncepcji przyczyniłaby się do rozwoju III filaru reformy emerytalnej i w konsekwencji do rozwoju rynku kapitałowego. Należy się jednak liczyć z tym, że realizacja tej koncepcji natrafi na duże bariery. Plany emerytalne tworzone przez pracodawców nie mają zbyt dużej szansy powodzenia przy istniejącym bezrobociu, co powoduje, że pracodawcy nie muszą dbać o pracowników. Analogicznie, sami pracownicy, przy stosunkowo niskim poziomie płac, nie będą zainteresowani rezygnacją z części wynagrodzenia, które miałyby być wpłacane na przyszły fundusz emerytalny. Może to być propozycja interesująca jedynie dla najlepiej zarabiających. Sukces programu Indywidualnych Kont Emerytalnych w bardzo dużym stopniu zależy także od odpowiedniej edukacji społeczeństwa w kierunku lepszego zrozumienia procesów zachodzących w gospodarce i na rynkach finansowych, w tym właściwej umiejętności oceny oczekiwanego dochodu i ryzyka. Edukacja ta powinna być prowadzona różnymi drogami, począwszy od odpowiednich przedmiotów w szkole, poprzez radio i telewizję oraz książki i broszury przygotowane z myślą o odbiorcach o różnym stopniu wiedzy ekonomicznej.

GERALDINE M. WALSH, DEPUTY DIRECTOR*

“GET THE FACTS”
- INVESTOR EDUCATION IN THE UNITED STATES

I. INTRODUCTION

In the United States, government agencies, consumer organizations, and non-profit financial industry groups have been working together over the past several years to motivate individuals to learn how to save and invest wisely and avoid costly mistakes. Numerous studies and surveys show that many Americans – especially young adults – fail to comprehend even the most basic financial concepts. They do not understand how domestic and international financial markets work, how to evaluate the risks and rewards of investment products, and how to calculate what they must save in order to achieve their financial goals.

Far too many individuals may needlessly struggle in retirement or miss opportunities to purchase a home or to send a child to college simply because they were never exposed to the financial facts of life. Many may suffer financial shocks and losses when financial markets tumble because they failed to diversify their holdings. Others may suddenly see their net worth disappear because they placed all their money into a single product that lost value or engaged in high-risk investing strategies.

This chapter summarizes the results of recent financial literacy polls in the U.S. from surveys conducted by industry and consumer organi-

* As a matter of policy, the U.S. Securities and Exchange Commission disclaims responsibility for any private publication or statement of any SEC employee or Commissioner. This chapter expresses the author's views and does not necessarily reflect those of the Commission, the Commissioners, or other members of the staff.

zations. It highlights the importance for investor education in America, providing both a rationale and a framework for financial literacy initiatives geared toward investors.

2. FINDINGS FROM RECENT SURVEYS

Despite the bear market of the late 1990s and early 2000s, near record numbers of Americans continue to invest in the U.S. securities markets through the purchase and sale of stocks, bonds, and mutual funds. According to research conducted by the Securities Industry Association and the Investment Company Institute in January 2002, approximately 84.3 million investors in 52.7 million households owned equity investments (either individual stocks or stock mutual funds).¹ This represents an increase of more than 7 percent compared with 1999. Other notable findings of the joint SIA/ICI survey include the following:²

- The “typical” equity investor in the U.S. has a median age of 48 years, lives with a spouse or partner, works for a living, and has attained at least a college degree.
- Nearly half (48%) of all U.S. equity investors are “baby-boomers” (individuals born between 1946 and 1964).
- Close to two-thirds (65%) of all equity investors state that saving for retirement is their *primary* financial goal, and almost nine of every 10 equity investors (87%) cite retirement as one of their reasons for investing in stocks or stock mutual funds.

In a separate, more recent study, the ICI estimated that as of July 2003, 91 million investors in 53.3 million households nationwide held mutual funds of all types (including bond, hybrid, and money market funds as well as equity funds), down slightly from 95 million individuals in 54.2 households in 2002.³ In 2001, the ICI found that nearly two-thirds (62%) of mutual fund investors hold funds through an employer-sponsored defined contribution retirement plan. Of these, half (31%) also own mutual funds *outside* their retirement plans while the other half have no fund holdings apart from the funds they own through their retirement programs.

¹ *Equity ownership in America*, Securities Industry Association and the Investment Company Institute, January 2002, available online at http://www.sia.com/research/pdf/equity_owners02.pdf

² *Ibidem*, p. 16.

³ *Learn About Investing: Frequently Asked Questions About Mutual Fund Shareholders*, Investment Company Institute, October 2003 (*Learn About Investing*), available online at http://www.ici.org/funds/abt/faqs_mf_shareholders.html#TopOfPage

Although saving for retirement is a key factor for many Americans who invest in equities, the Employment Benefit Research Institute (EBRI) recently found in its 2003 Retirement Confidence Survey that 29% of all U.S. workers have not begun to save for retirement and that 48% do not own stocks or stock mutual funds.⁴ The survey further found that "[f]ewer than 4 in 10 workers say they actually have calculated how much money they will need to have saved by the time they retire (37 percent, up from 32 percent in 2002)."⁵ Moreover, the "percentage of workers *not at all* confident of having enough money to live comfortably throughout their retirement years increased from 10 percent in 2002 to 16 percent. At the same time, however, the proportions *very* confident (23 percent in 2002, 21 percent in 2003) and *somewhat* confident (47 percent in 2002, 45 percent in 2003) have remained relatively level, declining directionally but not statistically."

According to a survey conducted in April 2003 by Applied Research & Consulting for NASD (a securities self-regulatory organization formerly known as the National Association of Securities Dealers), 69% of investors believe that they are "somewhat knowledgeable" about investing.⁶ Nevertheless, only about one-third (35%) of the survey participants scored at least 70% on NASD's "Basic Market Knowledge" quiz. Nearly all (97%) stated that it was "important" that they enhance their knowledge of investing, and close to half (44%) said it was "very important." Additional key findings of the NASD survey underscore the importance of improving the financial literacy of U.S. investors:

- 45% of the survey participants admitted that they could have steered clear of a negative experience if they better understood investing.
- 62% either did not know whether stock market losses were insured or wrongly believed that they were.
- 70% did not comprehend that when investors use margin to buy stock, they can lose their entire investment even though the stock does not lose all its value.⁷
- Only 21% could correctly identify the definition of a "no load" mutual fund, while 32% wrongly believed that a no-load fund "carries

⁴ 2003 Retirement Confidence Survey Summary of Findings, Employment Benefit Research Institute at 2, April 11, 2003, available online at <http://www.ebri.org/rcs/2003/03rcs-sof.pdf>

⁵ *Ibidem*, p. 2.

⁶ NASD Investor Literacy Research: Executive Summary, Applied Research & Consulting LLC, at 4, 2003 ("NASD SURVEY").

⁷ NASD Announces \$10-Million Education Fund — Investor Survey Underscores Importance of Education, NASD News Release, December 2, 2003, available online at http://www.nasdr.com/news/pr2003/release_03_054.html.

no fees" and 37% either didn't know or weren't sure what a no-load fund was.

According to the Securities Industry Association's 2003 survey of investor attitudes, 82% of investors agree that the securities industry should take additional steps to better educate investors on how to make wise investment decisions.⁸ Only 3% of survey participants stated that they "know everything one needs to know to make a good investment decision." By contrast, more than half (53%) stated that they "know just some of the things necessary to make good investment decisions," and 14% "know very few of the things necessary to make good investment decisions."

3. THE RATIONALE FOR INVESTOR EDUCATION

In March 2001, the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissioners (IOSCO) released a *Discussion Paper on the Role of Investor Education in Effective Regulation of Collective Investment Schemes (CIS) and CIS Operators*.⁹ That document set forth six general principles for the establishment and implementation of comprehensive investor education programs (not merely those aimed at common investment schemes). Briefly, these principles are:¹⁰

- Investor education can help regulators protect investors;
- Investor education cannot serve as a substitute for regulatory supervision of market participants;
- There is no one fixed formula for investor education – to the contrary, it can take many forms, depending on the specific goals of the regulator, the types of schemes involved, the experience and sophistication of investors, and available resources;
- Because investors have varying levels of experience and financial sophistication, a 'one size fits all' approach to investor education programs may not be the most effective;
- Investor education does not – and should not – equate with investment advice; and
- Investor education should be unbiased, non-commercial, and should avoid even the appearance of an endorsement of any products or services of a market participant.

⁸ Annual SIA Investor Survey: Investors' Attitudes Towards the Securities Industry, Harris Interactive, p. 51, 2003, available online at <http://www.sia.com/publications/pdf/Investorsurvey2003.pdf>

⁹ Discussion Paper on the role of Investor Education in Effective Regulation of Collective Investment Schemes (CIS) and CIS Operators, IOSCO Technical Committee, March 2001, available online at <http://www.iosco.org/pubdocs/pdf/IOSCOPD117.pdf>

¹⁰ *Ibidem*, p. 8.

In June 2001, IOSCO's Emerging Markets Committee (EMC) took the additional steps of creating a specialized questionnaire and surveying member countries to identify some of the factors that have fueled an increasing interest in investor education. In October 2002, the EMC released a statistical analysis of the results, concluding that most regulators in emerging markets pursued investor education initiatives for three primary reasons:¹¹

1. A desire to improve financial and investment literacy among local investors,
2. A belief in the importance of increasing public awareness of investors' rights and responsibilities, and
3. A recognition of a compelling public interest in market development and growth.

Perhaps not surprisingly, these are the very same reasons that regulators in older, more established markets cite when asked to provide a rationale for investor education initiatives.

Exploring the third rationale first, in the U.S., the Securities and Exchange Commission has found that investor education and increased financial literacy provides a crucial foundation for the participation of individuals in the capital markets.¹² This is especially true in light of the events of the past few years, when revelations concerning corporate scandals "exacerbated the roughly \$7 trillion collapse in the aggregate market value of American corporations."¹³ As SEC Commissioner Cynthia A. Glassman emphasized at a meeting of Women in Housing and Finance in Washington, D.C.:

Investor education is central to our economic system. Just as informed citizens are essential to a working democracy, informed investors ensure that our financial system works for all Americans. The Commission strives to make public companies and their actions more transparent to investors. But investors must do more than merely have information; they must understand it. To invest wisely, they must understand, at a minimum, the importance of diversification, the risk-return trade-off, and that, if an opportunity sounds too good to be true, it likely is.¹⁴

¹¹ Investor Education, IOSCO Emerging Markets Committee, p. 7, October 2002, available online at <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD140.pdf>

¹² Testimony of SEC Chairman Harvey L. Pitt Concerning Financial Literacy Before the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, United States Senate, February 5, 2002 ("Pitt Testimony on Financial Literacy") available online at <http://www.sec.gov/news/testimony/020502tshlp.htm>

¹³ *Remarks at the 2003 Washington Economic Policy Conference*, Speech of SEC Chairman William H. Donaldson, March 24, 2003, available online at <http://www.sec.gov/news/speech/spch032403whd.htm>

¹⁴ *Current Developments at the Securities and Exchange Commission*, Speech of SEC Commissioner Cynthia A. Glassman, May 16, 2003, available online at <http://www.sec.gov/news/speech/spch051603cag.htm>

When stock prices began to plummet in the second quarter of 2000, investors fled the U.S. markets. Millions of Americans lost their jobs, much of their savings, or both, and the level of investor confidence dropped dramatically. Just as the 1929 U.S. stock market crash was soon followed by revelations of corporate malfeasance, corporate scandals came to light beginning with the unfolding of the Enron story in October 2001. As SEC Chairman William H. Donaldson stated in remarks before the National Press Club on the anniversary of the signing of the Sarbanes-Oxley Act of 2002, "it became apparent that the boom years had been accompanied by a serious erosion in business principles."¹⁵

In August 2002, President Bush signed the Sarbanes-Oxley Act, which has been called one of the most important pieces of securities legislation in the U.S. since passage of the original federal securities laws of the 1930s. The Act aimed to restore confidence in the accounting industry, improve the "tone at the top" through stricter corporate governance standards, improve the quality of financial report to make the numbers accurate, and to require better focus by other gatekeepers (such as lawyers, securities analysts, and industry self-regulatory organizations) on their proper roles.

While laws such as Sarbanes-Oxley may go a long way toward restoring investor confidence and improving the integrity of corporations, the fact remains that no regulator can prevent all fraud. And, perhaps most importantly, in the U.S., the securities laws generally do not address bad business strategies or unfortunate (but perfectly legitimate) decisions. That means that some companies will perform poorly – or even fail altogether – for a wide range of reasons outside the control of securities regulators. It is crucial that investors understand these concepts and accept those risks – which underscores the importance of investor education."¹⁶

Beyond helping investors understand the concept of risk, financial education can yield "significant economic and social benefits."¹⁷ With the right tools, even individuals of modest means can realize financial security and all that it promises – including purchasing a home, seeking educational opportunities, or living comfortably in retirement. When investors have the opportunity and the ability to invest, they infuse the markets with vital capital resources that help businesses and economies

¹⁵ Speech of SEC Chairman William H. Donaldson, *Remarks to the National Press Club*, July 30, 2003, available online at <http://www.sec.gov/news/speech/spch073003whd.htm>

¹⁶ *SEC Implementation of Sarbanes-Oxley: The New Corporate Governance*, Speech of SEC Commissioner Cynthia A. Glassman, April 7, 2003, available online at <http://www.sec.gov/news/speech/spch040703cag.htm>

¹⁷ Pitt Testimony on Financial Literacy, *op. cit.*, *supra* note 22.

grow stronger. In turn, these investments in the economy ensure that new and creative technologies have a chance to develop and flourish. Saving and investing can also help individuals and families build wealth and become more stable and secure. By actively promoting and supporting financial education at all levels – from the basics to most complex concepts – regulators, securities professionals, and others can play a key role in assuring that all investors get the facts they need to invest wisely and avoid costly mistakes.

Turning back to the first rationale for investor education – to a shared desire to improve financial literacy worldwide – investors need to be able, in the words of former SEC Chairman Harvey L. Pitt, to "read, write, and speak" basic financial concepts in order to make informed decisions about their investments. Investors who understand how the securities industry works will gain confidence in the markets. Investors who know what questions to ask – about both their investments and the individuals or firms that sell them – will be more likely to invest wisely and avoid costly mistakes. And investors who have learned to recognize securities fraud and know where to report it promptly can serve as an important early warning system to help regulators fight fraud.

4. STEPS THAT REGULATORS CAN TAKE TO BUILD AN EFFECTIVE EDUCATION PROGRAM

In the U.S., the Office of Investor Education and Assistance ("OIEA") is the Securities and Exchange Commission's primary point of contact for the tens of thousands of investors who complain each year about investment fraud or the mishandling of their investments by securities professionals. We also respond to have questions concerning the operations of the securities industry and the registration and disciplinary history of securities professionals. In addition, we carries out the SEC's investor education program, including producing and distributing educational materials and organizing educational seminars and other events. Over the past several years, we've shared with regulators worldwide our experience – including the challenges and benefits – with creating and refining investor education and assistance programs.

The first piece of advice we give to any regulator who is considering an education program is that they identify their audience, bearing in mind that several categories of investors with distinctly different needs may exist in any one jurisdiction. Having done that, the regulator must then assess the levels of financial literacy in the jurisdiction – either by conducting one's own research or, as we have done in the U.S., lo-

oking to the surveys and polls conducted by other federal agencies and private sector research groups. What products – taking into account both legitimate schemes and fraudulent programs – are available to them? What should they know about these products? What should they know about the individuals and entities that sell investment products?

The next step is to determine how investors learn best. Designing a glitzy web site with all sorts of bells and whistles won't further the cause of financial literacy if the target audience doesn't have ready and reliable access to the Internet. Similarly, printing scores of the clearest, most concise, most useful brochures will make no sense at all if investors in any particular country tend not to read government publications or wouldn't know where to find them.

It is also important to determine who can help with the costs of developing and implementing a financial literacy program. In some cases, the private sector may be able to provide support or resources without compromising the integrity of the program. There may also be ways to prevent "re-inventing the wheel" by taking advantage of existing educational materials. Some countries have a legal mandate to promote investor education, and funding exists to carry out that mandate. Not every country will have such a mandate. For example, in the U.S., the SEC does not currently have an express mandate to educate investors. To the contrary, the mission of the SEC is to protect investors and to maintain the integrity of the securities markets. Investor education falls generally within the agency's "Prevention and Suppression of Fraud" program.

Educating people about how to manage their money effectively and achieve retirement security demands participation on all levels: local, state, and national. Securities regulators worldwide can all play an important role in achieving financial literacy by encouraging localities and the private sector to initiate financial education. People often learn locally – through schools, workplaces, newspapers and other media, and religious organizations.

In the U.S., public-private partnership has been essential for promoting financial literacy. OIEA works with numerous public and private organizations to foster educational programs – including other federal agencies that do have a mandate to promote financial literacy programs, industry association with technical expertise in particular products, and non-profit organizations that target particular audiences (such as youth, the elderly, minority groups, and women). In so doing, OIEA abides by strict ethical guidelines that prevent our educational efforts from becoming commercial in nature. We takes pains to assure that nothing we say could be interpreted as an endorsement or approval of any particular product, profession, individual, or entity.

Educational initiatives to help investors get the facts they need to make wise decisions and avoid costly mistakes will ideally have several components. One component might focus on investment choices – such as the various products available for purchase and the advantages and disadvantages of each. A second component might emphasize basic principles – such as asset allocation and diversification, short- versus long-term investing, and the consequences of fees, taxes, commissions, and other charges. A third might involve investor alerts – warnings about fraudulent programs and unlicensed brokers. A fourth component might aim to increase investor understanding of the role of the regulator. A fifth might emphasize an individual investor's rights and responsibilities – which us back to the third rationale for investor education discussed above.

Many investor education materials focus on investor rights. For example, in the western hemisphere, the North American Securities Administrators Association (representing Canada, Mexico, the fifty U.S. states, Puerto Rico, and Guam) has developed an "Investors Bill of Rights," the first three of which are:¹⁸

1. To "ask for and receive information from a firm about the work history and background of the person handling your account, as well as information about the firm itself."
2. To "receive complete information about the risks, obligations, and costs of any investment before investing."
3. To "receive recommendations consistent with your financial needs and investment objectives."

But investors must also be aware of their responsibilities as investors. These start with the obligation to perform their own due diligence and analysis with respect to any investment they make – before they invest. Investors need to read the disclosures a company makes before they buy that company's securities. They need to inquire about, and assess, the quality of management. They need to understand the business model and strategy of the company. They need to analyze the available financial data and compare the company's actual achievements as set forth in the financial results to what management said they would do. They have a duty to full inform themselves of – and understand – the risks of investing.

Investor also should take steps to arm themselves against fraud and report wrongdoing. The SEC's enforcement program benefits immensely from the increased financial literacy of investors because an

¹⁸ Investor bill of rights, North American Securities Administrators Association, 1997, available online at http://www.nasaa.org/nasaa/scripts/prel_display.asp?rcid=39

educated investor is our first and best line of defense against fraud. A financially literate investor can ask better questions about a potential investment and is better able to discern investment claims that are just "too good to be true."

5. HELPING INVESTORS TO INVEST WISELY AND AVOID COSTLY MISTAKES

Over the past several years, OIEA has been pursuing low-cost initiatives to reach investors, especially those who don't know about the SEC's educational materials or visit its website. To that end, OIEA makes extensive use of the Internet to leverage its resources and expand the ways in which the agency communicates with investors. Key Internet initiatives have included the following:

- **Publication and Alerts** – Since the launch of the SEC's website nearly 10 years ago, OIEA has published hundreds of educational brochures, investor alerts, and short topics of interest to investors. Investors who visit the SEC's "Publications" page at <http://www.sec.gov/investor/pubs.shtml> can search for information using a targeted search engine, browse for information by subject matter, or view an alphabetical list of our publications.
- **Calculators** – In April 1999, the SEC unveiled its first web-based, interactive tool for investors, the Mutual Fund Cost Calculator. This calculator takes some of the mystery out of mutual funds by enabling investors to estimate and compare costs for different funds. It allows investors see in dollars and cents how costs can add up over time. Prior to the market decline in 2001, the SEC also licensed a Margin Tutorial (with interactive calculators) to educate investors about the risks of trading on margin. Rather than re-creating existing tools, the SEC provides on its "Calculators" web page (at <http://www.sec.gov/investor/tools.shtml>) more than half a dozen links to interactive tools from other federal agencies, self-regulatory organizations, and non-profit educational organizations.
- **Online Complaint Center** – In December 1999, OIEA and the Division of Enforcement jointly launched the SEC's Online Complaint Center at <http://www.sec.gov/complaint.shtml>. Through this page, investors can file a complaint or provide the agency with tips on potential securities law violations. The type of behavior the investor selects when describing the nature of their complaint determines whether the complaint will be routed to OIEA or Enforcement. During fiscal 2003, the Complaint Center received a com-

bined total of approximately 15,000 complaints. OIEA and Enforcement, like all other offices and divisions, also have email boxes to which investors and other members of the public may write.

- **Interactive FAQ Feature** – In April 2001, the SEC licensed new interactive software to answer commonly asked questions through the "Fast Answers" page on the SEC's website. By matching incoming questions against a pre-loaded database of questions and answers, the new software allows users to receive instant answers. Users may also use the software to send an email to the SEC. According to statistics provided by the vendor who licenses the software to the SEC, the "Fast Answers" page (at <http://sec.broaddaylight.com/sec/index.html>) had 124,164 unique visitors during fiscal 2003.
- **Fake "Scam" Site Initiative** – In January 2002, the SEC launched a fake "scam" website – <http://www.McWhortle.com> – to warn investors about fraud *before* they lose their money. McWhortle Enterprises Inc. purports to be "an established and well-known manufacturer" with a revolutionary product it plans to produce with the money it raises through an IPO. But the company doesn't exist, and anyone who tries to "invest now" is greeted with an educational message that warns, "Watch out! – If you responded to an investment idea like this, you could get scammed." Within weeks of its launch, the site got more than 1.5 million hits, and OIEA received more than 500 emails, nearly all of which were overwhelming positive. Over the past two years, OIEA has launched the following additional fake scam websites:
 1. "Old Glory" Fake Mutual Fund: <http://www.growthventure.com/oldglory>;
 2. "Guaranteed Returns Diversified, Inc." Fake Hedge Fund: <http://www.growthventure.com/grdi>;
 3. "Parsons Heritage Off-shore Opportunities Ltd." Fake Prime Bank Scheme: <http://www.growthventure.com/parsons>; and
 4. "Seek 2 Succeed" Fake Newsletter: <http://www.seek2succeed.com>, which include links to several additional fake sites.

The dominant theme of the SEC's investor education materials is "investigate *before* you invest." We encourage individuals to ask questions and to check out the background and credentials of any salesperson or financial professional they use. In an online publication entitled *Protect Your Money: Check Out Brokers and Adviser*,¹⁹ we tell investors how to find out whether their brokers, investment advisers, or invest-

¹⁹ *Protect Your Money: Check Out Brokers and Adviser*, <http://www.sec.gov/investor/brokers.htm>

ment adviser representatives have a history of complaints or fraud. Not only to do we list the key questions every investor should ask, but we also provide investors with information on how to confirm whether a financial professional is, in fact, duly licensed. We provide investors with resources for researching companies and tips for avoiding fraud.²⁰

While we cannot tell investors which products to purchase, we can and do give investors the information they need to assess various products and investment strategies. For example, we offer a wide range of publications on many common investment products, including mutual funds (*Invest Wisely: An Introduction to Mutual Funds* at <http://www.sec.gov/investor/pubs/inwsmf.htm>) and variable annuities (*Variable Annuities: What You Should Know* at <http://www.sec.gov/investor/pubs/varanntty.htm>). We also tell investors about the advantages and disadvantages of such strategies as day-trading and investing on margin. In addition, we give guidance on how investors can assess their portfolio. Investors can find these and other publications on our website at <http://www.sec.gov/investor.shtml>.

6. CONCLUSION

The benefits of investor education are many – and the costs need not be prohibitive. Once individuals learn how to save and invest wisely, they can build their own financial futures and, at the same time, provide the vital capital resources that help companies grow, create new jobs, and expand the economy. In an increasingly global marketplace, investor education benefits everyone.

STRESZCZENIE

„POPATRZMY NA FAKTY”

– EDUKACJA INDYWIDUALNYCH INWESTORÓW W STANACH ZJEDNOCZNYCH

Pierwsza część opracowania poświęcona jest zaprezentowaniu wyników badań dotyczących amerykańskich gospodarstw domowych oraz Amerykanów w zakresie oszczędzania, inwestowania oraz podstaw wiedzy ekonomicznej z tego zakresu. Ponieważ wyniki, uzyskane przez różne ośrodki, miały wydźwięk raczej pesymistyczny, stąd też amerykańska Komisja Papierów Wartościowych utworzy-

²⁰ See *Investments: Research, Education*, http://www.sec.gov/investor/pubs_subject.shtml#invsmt_research

ła w swojej strukturze specjalny departament – OIEA – Biuro ds. Edukacji i Pomocy Inwestorom. Biuro to stało się centrum, do którego napływają skargi i uwagi dotyczące działalności m.in. funduszy inwestycyjnych, maklerów oraz osób zarządzających papierami wartościowymi na zlecenie. Równoległe w biurze tym przygotowywane i prowadzone są programy edukacyjne w zakresie inwestowania, rozróżniania produktów finansowych, umiejętności zadawania pośrednikom finansowym właściwych pytań przez obywateli – indywidualnych inwestorów.

W drugiej części opracowania Geraldine M. Walsh, wicedyrektor OIEA, opisała przykłady działań tego biura. Opracowanie to kończy podsumowanie, w którym stwierdzono, że kiedy osoby fizyczne nauczą się jak oszczędzać i inwestować, wówczas będą mogły zbudować samodzielnie swoją przyszłość finansową, a równocześnie dzięki temu będą dostarczane przedsiębiorstwom zasoby finansowe pomagające im w rozwoju, kreowaniu nowych miejsc pracy oraz rozwoju całej gospodarki. Na globalizującym się rynku rosnący poziom edukacji inwestorów korzystny jest dla wszystkich.

DANUTA DZIAWGO

ZORGANIZOWANE WSPARCIE AKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ INDYWIDUALNYCH INWESTORÓW

I. WPROWADZENIE

Konsekwencją aktywności wielu indywidualnych inwestorów w zakresie inwestowania jest ich zapotrzebowanie na zorganizowane wsparcie własnej aktywności inwestycyjnej. Zapotrzebowaniu temu odpowiadają rządy państw, pośrednicy finansowi, same spółki-emitenci oraz stowarzyszenia indywidualnych inwestorów wraz z klubami inwestycyjnymi. Zorganizowane wsparcie aktywności inwestycyjnej indywidualnych inwestorów odbywa się poprzez promowanie indywidualnego inwestowania, edukację w zakresie rynku finansowego, politykę fiskalną, specjalne programy rządowe, powoływanie organizacji promujących inwestowanie, a także poprzez ochronę i wykorzystywanie praw inwestora w celu tworzenia grup nacisku na podmioty związane z rynkiem papierów wartościowych.

W niniejszym opracowaniu w szczególności scharakteryzowano stowarzyszenia indywidualnych inwestorów oraz kluby inwestycyjne, które stanowią zasadniczą część organizacji, w których zrzeszają się indywidualni inwestorzy inwestujący bezpośrednio i wykazujący aktywność inwestycyjną. Uczestnictwo indywidualnych inwestorów w stowarzyszeniach indywidualnych inwestorów lub klubach inwestycyjnych oznacza funkcjonowanie na rynku zorganizowanych grup indywidualnych inwestorów. Funkcjonowanie tych instytucji odpowiada na zapotrzebowanie wielu indywidualnych inwestorów na organizacyjne wsparcie ich własnej aktywności na rynku papierów wartościowych.

Stowarzyszenia indywidualnych inwestorów ułatwiają indywidualnym inwestorom bezpośrednio, samodzielne inwestowanie, natomiast

kluby inwestycyjne umożliwiają inwestorom indywidualnym bezpośrednio, wspólne inwestowanie. Organizacje zrzeszające indywidualnych inwestorów realizując te zadania wpływają na aktywność inwestycyjną indywidualnych inwestorów, co jest ich główną rolą. Konsekwencją wypełniania tej roli jest m.in. wpływ na jakość funkcjonowania rynku papierów wartościowych między innymi poprzez usiłowanie zrównoważenia wpływów i pozycji inwestorów instytucjonalnych na rynku, wpływanie na funkcjonowanie spółek-emitentów czy też wpływanie na działalność legislacyjną.

2. INDYWIDUALNI INWESTORZY JAKO PODMIOT RYNKU PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

Indywidualni inwestorzy są ważnym podmiotem współczesnej gospodarki, współczesnego rynku finansowego, w tym także rynku papierów wartościowych. Są oni uczestnikami rynku papierów wartościowych zarówno po stronie popytu, kiedy inwestują wolne środki finansowe, jak i po stronie podaży, kiedy sprzedają nabyte uprzednio aktywa. Mając na uwadze tę podwójną rolę indywidualnych inwestorów na rynku papierów wartościowych należy zauważyć, iż rynek ten, aby zapewnić dopływ kapitałów indywidualnych inwestorów, musi być dla nich atrakcyjny.

Oszczędności są podstawowym źródłem kapitału, który z kolei umożliwia dokonywanie w gospodarce inwestycji rzeczowych, będących podstawą wzrostu gospodarczego, a w konsekwencji ogólnego poziomu zamożności społeczeństwa. Inwestycje dokonywane przez indywidualnych inwestorów na rynku finansowym, a w tym na rynku papierów wartościowych mają poważne znaczenie ekonomiczno-społeczne. Inwestycje te wywierają wpływ na funkcjonowanie nowoczesnej gospodarki i społeczeństwa:

- a) w skali makroekonomicznej można wymienić m.in.:
 - realokację kapitału i praw własności w gospodarce narodowej i międzynarodowej,
 - ułatwienie realizowania przez giełdę papierów wartościowych jej funkcji, szczególnie w zakresie racjonalnej wyceny, efektywnej alokacji kapitału oraz płynności,
 - rozwój rynku finansowego,
 - szersze zaangażowanie społeczeństwa w procesy gospodarcze poprzez zaangażowanie kapitałowe i własnościowe,
 - wzrost poziomu zamożności społeczeństwa.

- b) w skali mikroekonomicznej wymienić można m.in.:
- pozyskiwanie kapitałów przez emitentów,
 - zarządzanie wartością firmy,
 - nadzór właścicielski (elementy *corporate governance*),
 - wymuszenie pewnych postaw i zachowań firm.

2.1. POŚREDNIE I BEZPOŚREDNIE INWESTYCJE INDYWIDUALNYCH INWESTORÓW

Transformacja oszczędności w inwestycje jest możliwa dzięki funkcjonowaniu rynku finansowego, z instrumentami jemu przynależnymi, instytucjami na nim działającymi oraz procedurami na nim wykształconymi. Na rynku finansowym transformacja oszczędności w kapitał może się odbywać w sposób:

- a) bezpośredni – nie występuje tutaj pośrednictwo banku bądź innego pośrednika finansowego. W rezultacie ryzyko związane z udostępnieniem oszczędności ponoszone jest w całości przez podmiot dysponujący wolnymi środkami pieniężnymi;
- b) pośredni – występuje tu rozdzielenie przez pośrednika finansowego podmiotu oferującego czasowo wolne środki pieniężne oraz podmiotu poszukującego takich środków. Pośrednikiem tym najczęściej jest bank, różnego rodzaju fundusze bądź inna instytucja finansowa. Na pośrednika finansowego transferowana jest także część ryzyka związana z gromadzeniem oszczędności i transformowaniem ich w kapitał.

Na schemacie 1 zaprezentowano osoby fizyczne na rynku finansowym z uwzględnieniem ich pośredniego i bezpośredniego zaangażowania na rynku finansowym. Te osoby fizyczne, które inwestują oszczędności, określane są potocznie mianem indywidualnych inwestorów.

Aby dokonywać inwestycji, indywidualni inwestorzy muszą wykazać pewną aktywność związaną z podjęciem decyzji inwestycyjnej, jej wykonaniem, monitorowaniem trafności podjętych działań oraz zakończeniem inwestycji. W trakcie trwania inwestycji inwestorzy indywidualni mogą korzystać z praw przysługujących im z tytułu dokonania inwestycji. W przypadku nabycia papierów wartościowych korzystanie z pewnych praw jest automatyczne (jak np. wypłata dywidendy), w innych wymagana jest własna aktywność (jak w przypadku korzystania z prawa głosu).

Na schemacie 2 zaprezentowano podział indywidualnych inwestorów ze względu na zakres podejmowanych decyzji inwestycyjnych na rynku finansowym, a więc na inwestowanie pośrednie i bezpośrednie.

Niewątpliwie na aktywność inwestycyjną indywidualnych inwestorów wpływ ma szereg zróżnicowanych czynników. Zostały one przedstawione na schemacie 3. Z kolei na schemacie 4 zaprezentowano podmioty, które wpływają na aktywność inwestycyjną indywidualnych inwestorów.

Należy w tym miejscu zwrócić uwagę na to, że na wiele z wymienionych czynników podmioty zainteresowane aktywnością indywidualnych inwestorów mogą wywierać wpływ bezpośredni, ale inne czynniki podatne są na takie działania w mniejszym stopniu. Różny jest także czas pomiędzy podjęciem przez te podmioty działań a wywołaniem pożądanym przez nie skutków. Na przykład podniesienie poziomu kosztów transakcyjnych, wprowadzenie nowych podatków, podniesienie poziomu podatków już funkcjonujących, zaoferowanie programów lojalnościowych bądź obniżenie obciążeń fiskalnych może wywierać niemal natychmiastowy wpływ na aktywność indywidualnych inwestorów. Natomiast, na przykład, podniesienie poziomu produktu krajowego brutto w danej gospodarce czy poziomu edukacji ekonomicznej indywidualnych inwestorów wymaga dłuższego okresu.

Poniżej omówiono zorganizowane wsparcie aktywności inwestycyjnej indywidualnych inwestorów ze strony:

- państwa (przy czym szczegółowo zaprezentowano rozwiązania brytyjskie w tym obszarze),
- innych instytucji publicznych,
- pośredników finansowych,
- spółek-emitentów (przy czym szczególną uwagę zwrócono na programy lojalnościowe dla akcjonariuszy oraz zarządzanie strukturą akcjonariuszy),
- stowarzyszeń indywidualnych inwestorów,
- klubów inwestycyjnych.

3. WSPARCIE ZE STRONY PAŃSTWA

Rząd oraz instytucje podległe rządowi mogą wspierać aktywność inwestycyjną indywidualnych inwestorów między innymi poprzez szeroko rozumianą politykę gospodarczą, politykę fiskalną, ustawodawstwo gospodarcze, a wreszcie działania o charakterze celowym, jak np.: specjalne programy rządowe wspierające inwestycje indywidualnych inwestorów czy też powoływanie specjalnych instytucji, które promują takie inwestycje.

W zakresie polityki podatkowej należy wskazać na to, że zyski realizowane przez indywidualnych inwestorów może obniżać w niektórych państwach:

- podatek od zysków kapitałowych, w tym podatek od zysku osiągniętego ze sprzedaży posiadanych papierów wartościowych,

- podatek od majątku, także posiadanego w papierach wartościowych,
- podatek od dywidendy.

Można wskazać na następujące, wybrane możliwości działania rządu w zakresie pobudzania aktywności inwestycyjnej indywidualnych inwestorów, w ramach prowadzonej polityki podatkowej:

- 1) wprowadzenie relatywnie wysokiej kwoty zwolnienia podatkowego od zrealizowanych zysków kapitałowych bądź zaniechanie opodatkowania tych zysków;
- 2) korzystny dla podatnika sposób obliczania zysku z kapitału:
 - uwzględniający ponoszone przez niego koszty transakcyjne (tj. opłaty brokerskie oraz ewentualne podatki),
 - pozwalający kompensować zrealizowane zyski ze stratami,
 - pozwalający straty odliczać w następnych latach podatkowych;
- 3) promowanie inwestowania długoterminowego poprzez stosowanie współczynników obniżających zrealizowane zyski z tytułu sprzedaży papierów wartościowych, uzależnione od liczby lat, przez które były utrzymywane w portfelu;
- 4) zaniechanie bądź ograniczenie podwójnego opodatkowania dywidendy;
- 5) zaproponowanie obywatelom programu indywidualnego inwestowania, w ramach którego uzyskane zyski zwolnione są od opodatkowania, obejmującego szeroki wachlarz instrumentów rynku finansowego – od kont depozytowych po akcje oraz udziały w funduszach inwestycyjnych;
- 6) zaproponowanie firmom i pracownikom różnych form preferencyjnego inwestowania w akcje pracodawcy, korzystne podatkowo zarówno dla pracowników, jak i pracodawców.

Nie bez znaczenia jest także poziom i wartości progów ustalone w ramach podatku dochodowego od osób fizycznych. Ponadto należy zwrócić uwagę na to, że istotny jest także poziom opodatkowania zysku wypracowanego przez firmy, który zmniejsza wysokość możliwej do wypłaty dywidendy. Wpływa to w rezultacie na zyski realizowane przez indywidualnego inwestora w sposób pośredni.

Inną inicjatywą wykazywaną przez instytucje publiczne jest powoływanie instytucji promujących wśród obywateli inwestowanie na rynku papierów wartościowych. Mają one na celu podniesienie poziomu wiedzy z zakresu finansów, a w szczególności z zakresu inwestowania. Bez odpowiedniej wiedzy na temat instrumentów rynku papierów wartościowych oraz związanego z inwestowaniem w te instrumenty ryzyka osoba fizyczna nie będzie skłonna inwestować środków w papiery wartościowe.

Ponadto rząd i instytucje podległe rządowi mogą wpływać na kształtowanie aktywności inwestycyjnej indywidualnych inwestorów poprzez

specjalne programy rządowe wspierające inwestowanie. Wymienić tutaj należy programy edukacyjne w zakresie inwestowania realizowane już wśród młodzieży szkolnej, kampanie w mediach zachęcające do inwestowania, preferencje podatkowe dla pobudzenia aktywności osób fizycznych na rynku finansowym w zakresie inwestowania w instrumenty rynku finansowego, w tym w papiery wartościowe, a także preferencje podatkowe dla indywidualnych inwestorów oraz firm, zachęcające do tworzenia programów akcji pracowniczych. Także odpowiednio skonstruowane programy prywatyzacyjne mogą przyczynić się do wzrostu aktywności osób fizycznych.

Te teoretycznie przedstawione rozwiązania stosowane są już w niektórych państwach. Można wskazać przynajmniej kilka państw, w których wyraźnie wdrażane są projekty szerokiego uaktywnienia społeczeństw oraz budowanie społeczeństw inwestujących i konsumujących, a nie jedynie społeczeństw konsumentów oraz pracowników. Można tu przytoczyć przykład Stanów Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii, Australii, Szwecji czy Islandii. W państwach tych prowadzone są programy rządowe (bądź przy współudziale rządu), mające na celu zachęcenie obywateli do oszczędzania, podniesienia poziomu ekonomicznej wiedzy przeciętnego obywatela w zakresie znajomości instrumentów rynku finansowego oraz upowszechnienia inwestowania.

Uprzednio omówiono rozwiązania amerykańskie dotyczące planów emerytalnych. Poniżej zaprezentowano doświadczenia brytyjskie w zakresie promowania inwestowania, w tym promowania inwestowania w papiery wartościowe, oraz powody działań podejmowanych w tym zakresie na przykładzie Wielkiej Brytanii.

3.1. ROZWIĄZANIA BRYTYJSKIE

W ZAKRESIE POBUDZENIA AKTYWNOŚCI INWESTYCYJNEJ OSÓB FIZYCZNYCH

W deklaracjach rządu brytyjskiego przytoczono następujące powody dla podjęcia systemowych działań w zakresie upowszechnienia oszczędzania i inwestowania wśród obywateli:

- posiadanie oszczędności skutkuje niezależnością w życiu (przy podejmowaniu decyzji o założeniu rodziny, zmianie pracy, zmianie miejsca zamieszkania, założeniu własnej firmy),
- posiadanie oszczędności zapewnia poczucie bezpieczeństwa,
- posiadanie oszczędności daje komfort, szczególnie w późnym wieku.

W rezultacie w Wielkiej Brytanii dokonano modernizacji systemu podatkowego. Promowanie indywidualnego oszczędzania i inwestowania poprzez rezygnację z części wpływów podatkowych podkreśla, jak wielka waga przywiązywana jest w Wielkiej Brytanii do podniesienia

aktywności inwestycyjnej obywateli. Spośród podjętych działań można wskazać następujące:

- 1) relatywnie wysoka kwota zwolnienia podatkowego od zrealizowanych zysków kapitałowych (dopiero po przekroczeniu 7900 GBP zrealizowane zyski z kapitału podlegają opodatkowaniu),
- 2) korzystny dla podatnika sposób obliczania zysku z kapitału uwzględniający:
 - ponoszone przez niego koszty transakcyjne (tj. opłaty brokerskie oraz podatek *stamp duty*),
 - pozwalający kompensować zrealizowane zyski stratami,
 - pozwalający poniesione straty odliczać w następnych latach podatkowych;
- 3) zyski realizowane z tytułu sprzedaży papierów wartościowych są obniżane dla celów podatkowych, w zależności od liczby lat, przez które były utrzymywane w portfelu (od ulgi 5% przy okresie 3 lat do 40% przy okresie 10 lat);
- 4) ograniczono podwójne opodatkowanie dywidendy (wprowadzono 10% ulgę podatkową, tj. na poziomie najniższej stopy podatku dochodowego od osób prawnych);
- 5) rząd oraz giełda londyńska utworzyły organizację ProShare (Promoting Share Ownership) – aby upowszechniać wiedzę o rynku giełdowym, o instrumentach finansowych i inwestowaniu wśród młodzieży oraz ułatwiać zakładanie i działalność klubów inwestycyjnych;
- 6) zaproponowano obywatelom program indywidualnego oszczędzania, w ramach którego uzyskane zyski zwolnione są od opodatkowania. Obejmuje on szeroki wachlarz instrumentów rynku finansowego. Jest to program ISA – Individual Savings Account w wersji minimalnej i maksymalnej. Dostęp do zgromadzonych środków jest przy tym nieograniczony. Na podkreślenie w tym programie promującym indywidualne oszczędzanie zasługuje jego dobrowolność oraz szeroka swoboda pozostawiona obywatelom w zakresie wyboru form inwestowania: od gotówki w banku, poprzez ubezpieczenia, udziały w funduszach inwestycyjnych aż po papiery wartościowe w formie akcji, obligacji skarbowych, obligacji przedsiębiorstw. Indywidualny inwestor, który ma ukończone 18 lat, może w każdym roku podatkowym dokonać jednej inwestycji w wariantcie maksymalnym bądź maksymalnie trzech inwestycji w wariantcie minimalnym. W wariantcie maksymalnym inwestor może zainwestować maksymalnie 7000 GBP w papiery wartościowe bądź kwotę tę rozbić na 3 elementy, z określonymi górnymi limitami inwestycji (inwestycje te są prowadzone w ramach jednego konta, zarządzanego przez jednego menedżera ISA):

- w papiery wartościowe do 5000 GBP,
- do 1000 GBP na ubezpieczenie (ubezpieczenie na życie),
- do 3000 GBP w gotówkę (czyli rachunki oszczędnościowe albo produkty National Savings¹).

W wariantcie minimalnym następuje podział inwestycji na 3 części. Osoba fizyczna może skorzystać z tych możliwości bądź nie. Limity obejmują inwestycje:

- w akcje do 3000 GBP,
- w ubezpieczenia do 1000 GBP,
- w gotówkę do 3000 GBP.

Główna różnica polega na tym, że każde z tych trzech kont może być zarządzane przez różnych menedżerów. Wszystkie odsetki, dywidendy i bonusy związane z inwestycjami dokonywanymi w ramach ISA są wolne od podatku i żadna z tych form oszczędności nie musi być wykazywana w rocznym zeznaniu podatkowym. Jednocześnie wolne od podatku są także zyski kapitałowe. Ewentualne zrealizowane straty kapitałowe nie mogą być jednak przez to odliczane w ramach podatku dochodowego od osób fizycznych. Podatek od dywidendy, pobierany przez spółkę w wysokości 10% w momencie wypłaty dywidendy, jest refundowany przez rząd poprzez zarządzającego kontem ISA;

7) zaproponowano firmom i pracownikom różne formy preferencyjnego inwestowania w akcje pracodawcy, korzystne podatkowo zarówno dla pracowników, jak i pracodawców. Są to tzw. Employee Share Scheme – Programy Akcji Pracowniczych w następujących formach:

- a) Sharesave Scheme – Program Oszczędzania w Akcje. W ramach tego programu można inwestować od 5 do 250 GBP miesięcznie, za pośrednictwem pracodawcy, przez okres 3 bądź 5 lat. Na koniec okresu oszczędzania za zgromadzone środki można kupić akcje. Cena zakupu tych akcji jest określona w momencie przystąpienia do programu i może być obniżona do 20% w stosunku do kursu rynkowego, który wówczas obowiązuje. Inwestycje są dokonywane poprzez potrącenie z pensji. Na końcu okresu oszczędzania realizowana jest ulga podatkowa, zależna od czasu oszczędzania. Pracownik ma od tego momentu 6 miesięcy na podjęcie decyzji, co zrobić ze zgromadzonymi środkami. Ma on do wyboru 3 warianty: wycofać oszczędności wraz bonusem podatkowym, wykorzystać oszczędności na zakup akcji (po ustalonej wcześniej cenie) bądź wykorzystać część oszczędności na nabycie akcji, a pozostałą część zrealizować w gotówce. Należy zauważyć, że nawet

¹ National Savings działa na zasadach pozyskiwania depozytów w zamian za obligacje. Roczna wartość inwestycji w przedziale 25–1000 GBP jest wolna od podatku. Odróżnia to National Savings od innych form oszczędzania.

jeżeli kursy akcji danej firmy istotnie się obniżą w czasie tych 3 bądź 5 lat, to osoba oszczędzająca nie jest zobligowana do nabywania akcji po niekorzystnej dla siebie cenie – może wycofać całość zaoszczędzonych środków w postaci gotówkowej, korzystając przy tym z ulgi podatkowej. Sytuacja ta określana jest jako *no lose* – bez straty;

- b) *Company Share Option Plan* – Plan Opcji na Akcje. Program ten polega na oferowaniu pracownikom opcji na zakup określonej liczby akcji, po określonej cenie, najwcześniej za 3 lata. Ustalono ponadto limit, że pracownik nie może posiadać akcji, wg ceny opcji zakupu, przekraczającej 30 000 GBP, a cena opcji zakupu akcji ustalona na moment zawarcia umowy nie może znacząco odbiegać od ceny rynkowej akcji;
- c) *All-Employee Share Plan* – Plan Akcji Dla Wszystkich Pracowników. Akcje muszą pozostać na koncie powiernika przez przynajmniej 3 lata bądź przez 5 lat, w zależności od konstrukcji umowy przez firmę. Występuje tu możliwość oferowania przez pracodawców dowolnej kombinacji 3 modułów:
 - *Free shares* – akcje gratisowe. Pracodawca może przekazać nieodpłatnie pracownikowi akcje warte do 3000 GBP rocznie, które są wolne od podatku i obciążeń z tytułu ubezpieczeń społecznych, o ile nie zostaną sprzedane przez 5 lat,
 - *Partnership shares* – akcje partnerskie. Pracownik może kupić akcje z wynagrodzenia do 1500 GBP;
 - *Matching shares* – akcje dołożone. Forma ta powiązana jest z *partnership shares* – pracodawca może przekazać nieodpłatnie pracownikowi maksymalnie 2 akcje na każdą akcję, którą pracownik kupił.

Realizowane korzyści podatkowe dla indywidualnych inwestorów z tytułu partycypowania w programach akcji pracowniczych obejmują przede wszystkim następujące korzyści:

- brak konieczności uiszczenia podatku dochodowego od różnicy pomiędzy niższą ceną nabycia a bieżącym kursem rynkowym, co w przepisach podatkowych jest traktowane jako przychód (i przynależnym temu obciążeniom związanym z brytyjskim systemem ubezpieczeń społecznych),
- brak opodatkowania zgromadzonych na koncie oszczędnościowym kwot przeznaczonych następnie na zakup akcji,
- brak uiszczania podatku od dywidendy.

Ponadto w niektórych przypadkach zyski kapitałowe, realizowane w momencie sprzedaży akcji, także wolne są od opodatkowania.

Natomiast w przypadku firm oferujących programy akcji pracowniczych uzyskują one zwolnienia podatkowe w płaconym podatku do-

chodowym od osób prawnych (generalnie wynosi on 30%), a nakłady poniesione na uruchomienie i zarządzanie danym planem mogą wliczać w koszty.

Rynkowa wartość środków zainwestowanych w ramach ISA wyniosła w Wielkiej Brytanii poszczególnych latach podatkowych odpowiednio:

- 1999/2000²: 28 707 mln GBP (z czego 1958 mln GBP w akcje) poprzez 9,3 mln kont prowadzonych w ramach ISA,
- 2000/2001: 61 976 mln GBP (z czego 3162 mln GBP w akcje),
- 2001/2002: 82 811 mln GBP (z czego 3848 mln GBP w akcje).

Z kolei szacowana wartość akcji oraz zaoferowanych opcji na akcje w ramach programów akcji pracowniczych wyniosła ponad 35 mld GBP, a objęły one około 25 mln pracowników³.

Przytoczone powyżej dane dotyczące Wielkiej Brytanii są wymowne i świadczą o tym, że korzyści podatkowe zaproponowane dla zwiększenia zainteresowania inwestowaniem wśród społeczeństwa w ramach programu ISA, a także korzyści oferowane w ramach programów akcji pracowniczych przyniosły zamierzony efekt i przyczyniły się do zwiększenia poziomu inwestowania. Jednocześnie przy inwestowaniu w akcje, preferowane ze względów podatkowych jest utrzymywanie papierów wartościowych w portfelu przez okres przynajmniej 3 lat. Tak określona polityka podatkowa wydaje się wyraźnym sygnałem do zachęcenia indywidualnych inwestorów do inwestowania w horyzoncie średnio- i długoterminowym.

4. WSPARCIE ZE STRONY INNYCH INSTYTUCJI PUBLICZNYCH

Bardzo ważną grupą podmiotów, wpływających na aktywność inwestycyjną indywidualnych inwestorów są giełdy papierów wartościowych, instytucje nadzorujące rynek papierów wartościowych oraz instytucje rozliczające transakcje papierami wartościowymi. Giełda papierów wartościowych może wpływać na aktywność inwestycyjną indywidualnych inwestorów poprzez jakość zorganizowania wtórnego rynku obrotu papierami wartościowymi, a w tym stosowanych procedur i standardów, a także identyfikowanie ewentualnych nieprawidłowości występujących w obrocie papierami wartościowymi. Giełda może także określić koncepcję zasad *corporate governance*, stosowanych na danym rynku papierów wartościowych. Dodatkowo giełda papierów wartościowych może

² Rok podatkowy w Wielkiej Brytanii kończy się 5 kwietnia.

³ Dane na koniec marca 2001 uzyskane z Inland Revenue. Należy w tym miejscu zaznaczyć, że jeden pracownik może być tu ujęty wielokrotnie, firma po zakończeniu jednego programu może bowiem zaoferować pracownikom nowy, kolejny program.

przeprowadzać kampanie informacyjne w mediach na temat korzyści wynikających z inwestowania na rynku papierów wartościowych, organizować seminaria i szkolenia z zakresu inwestowania na rynku giełdowym i konkursy mające na celu podniesienie poziomu edukacji ekonomicznej w społeczeństwie, w tym wśród młodzieży szkolnej, tworzyć bądź wspierać instytucje, których celem działania jest promowanie inwestowania na rynku giełdowym. Ważnym zadaniem giełd w zakresie wpływu na aktywność inwestycyjną indywidualnych inwestorów jest wspomaganie kreowania podaży papierów wartościowych. Otóż giełdy zachęcają odpowiednie podmioty gospodarcze do wprowadzania ich akcji oraz innych ich emisji papierów wartościowych do obrotu giełdowego.

Z kolei instytucje nadzorujące rynek papierów wartościowych mogą wpływać na aktywność indywidualnych inwestorów poprzez eliminowanie przypadków naruszenia zasad obowiązujących na tym rynku. W szczególności dotyczyć to może sprawowania nadzoru nad przestrzeganiem odpowiednich zasad obrotu i konkurencji, zapewnienia powszechnego dostępu do rzetelnych informacji, podejmowania działań zapewniających ochronę inwestorów, przygotowywania odpowiednich aktów prawnych, udziału w kształtowaniu polityki gospodarczej państwa, zapewniającej rozwój rynku papierów wartościowych. Bardzo ważne jest przy tym monitorowanie, aby spółki notowane na rynku giełdowym wypełniały obowiązek przekazywania do publicznej wiadomości raportów okresowych i bieżących, zgodnie z wymogami określonymi na danym rynku. Instytucje nadzorujące rynek papierów wartościowych mogą także podejmować działania na rzecz upowszechnienia znajomości zasad funkcjonowania rynku papierów wartościowych.

Natomiast instytucje rozliczeniowe mogą wpływać na aktywność indywidualnych inwestorów poprzez budowanie sprawnego systemu rozliczeń transakcji papierami wartościowymi oraz pozyskiwanie zaufania do adekwatności dokonywanych rozliczeń pomiędzy domami maklerskimi, odbywających się za pośrednictwem tej instytucji.

5. WSPARCIE ZE STRONY POŚREDNIKÓW FINANSOWYCH

Pośrednicy finansowi stanowią kolejną grupę podmiotów, które mogą wpływać na aktywność inwestycyjną indywidualnych inwestorów. Do pośredników finansowych umożliwiających indywidualnym inwestorom partycypowanie w korzyściach wynikających z uczestnictwa w rynku finansowym można zaliczyć banki, instytucje parabankowe, fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne, firmy ubezpieczeniowe oraz firmy *asset management*, zarządzające aktywami indywidualnych inwestorów. Ponadto do pośredników finansowych należy zaliczyć domy ma-

klerskie, to jest instytucje świadczące usługi pośrednictwa w obrocie papierami wartościowymi, które umożliwiają indywidualnym inwestorom bezpośrednio inwestowanie na rynku finansowym.

Pośrednicy finansowi mogą wpływać na aktywność inwestycyjną indywidualnych inwestorów między innymi poprzez oferowanie dostępu do rynku finansowego, a w szczególności do rynku papierów wartościowych inwestorom, którzy nie posiadają wystarczającej wiedzy na temat funkcjonowania tego rynku, doświadczenia w tym zakresie, wystarczających zasobów pieniężnych do dywersyfikacji ryzyka inwestycyjnego, a także nie dysponują wystarczającymi zasobami czasu do monitorowania rynku oraz pogłębiania swojej wiedzy. Ponadto na aktywność inwestycyjną indywidualnych inwestorów mogą wpływać kampanie w mediach promujące inwestowanie za pośrednictwem danego pośrednika finansowego.

Także instytucje świadczące usługi pośrednictwa w obrocie papierami wartościowymi mogą wpływać na aktywność indywidualnych inwestorów. Makler ma obowiązek wyjaśniania wątpliwości związanych z wystawieniem zleceń przez klienta i udostępniania podstawowych informacji związanych z zasadami inwestowania na giełdzie. Może on ponadto przekazywać inwestorowi rekomendacje dotyczące inwestycji. Z kolei doradca inwestycyjny może zarządzać portfelem inwestora na zlecenie, dostosowując strukturę portfela do indywidualnych preferencji inwestora.

Ponadto pośrednicy finansowi mogą także tworzyć bądź wspierać działalność instytucji mających na celu promowanie inwestowania na rynku papierów wartościowych. Przykładem tego jest stowarzyszenie klubów inwestycyjnych funkcjonujące we Francji, założone właśnie przez pośredników finansowych, którzy pokrywają także koszty jego funkcjonowania.

6. WSPARCIE ZE STRONY SPÓŁEK-EMITENTÓW

Wpływ na aktywność indywidualnych inwestorów mogą także wywierać między innymi spółki, których papiery wartościowe notowane są na rynku papierów wartościowych (patrz schemat 5). Celem tych działań jest zachęcenie indywidualnego inwestora do zakupu papierów wartościowych danej spółki, utrzymanie go jako inwestora oraz zwiększenie poziomu jego zaangażowania finansowego w daną spółkę. Celem tych działań jest jednak nie tylko wykreowanie relacji spółki z inwestorem, ale wykreowanie jej jako relacji spółki z inwestorem i jednocześnie konsumentem produktów bądź usług danego podmiotu gospodarczego (grupy kapitałowej). Poniżej omówiono programy lojalnościowe dla akcjonariuszy oraz zarządzenie strukturą akcjonariuszy w spółkach.

6.1. PROGRAMY LOJALNOŚCIOWE DLA AKCJONARIUSZY

Kolejną formę zorganizowanego wsparcia aktywności indywidualnych inwestorów stanowią programy lojalnościowe. Istotne jest, że w przypadku korzyści realizowanych z tytułu programów lojalnościowych nagradzane jest posiadanie akcji, a nie wyzbywanie się ich, jak w przypadku realizacji zysków z tytułu wzrostu kursu akcji. Ponadto łączy się tutaj ustanowienie i zacieśnienie powiązań finansowych z akcjonariuszem, ustabilizowanie akcji będących w posiadaniu tej grupy inwestorów, a także zwiększenie sprzedaży produktów danej firmy wraz z budowaniem lojalnej bazy klientów.

Aby uczestniczyć w korzyściach oferowanych w ramach programu lojalnościowego, należy posiadać minimalną liczbę akcji, określoną przez firmę oferującą taki program oraz zarejestrować się jako uczestnik danego programu. Zazwyczaj otrzymuje się wówczas kartę wzorowaną na karcie bankowej, na której widnieje numer, na który należy powołać się przy korzystaniu z danej oferty. Istotne jest, że obniżenie stanu posiadania akcji danej firmy poniżej wymaganego minimalnego poziomu powoduje automatyczne wykluczenie danego akcjonariusza z programu lojalnościowego.

Programy lojalnościowe dla akcjonariuszy zaczęły zyskiwać popularność w rozwiniętych gospodarczo krajach w połowie lat 90. XX wieku. Bardzo popularne są one obecnie we Francji i Australii, ale w większości państw można wskazać firmy, w których oferowane są akcjonariuszom dodatkowe korzyści z tytułu posiadania przez nich akcji danej firmy.

W Australii programy lojalnościowe wzorowane są na programach lojalnościowych oferowanych konsumentom. Stąd firmy oferują indywidualnym akcjonariuszom różne korzyści finansowe w formie najczęściej rabatów (które, co nie jest bez znaczenia, nie podlegają opodatkowaniu). We Francji jednak programy lojalnościowe przybrały nieco inną formę – oferty dodatkowych korzyści są skierowane do akcjonariuszy skupionych w klubach akcjonariuszy danej firmy.

Oferowane programy lojalnościowe są mocno zróżnicowane. Wynika to z odmiennych celów, które firmy zamierzały osiągnąć dzięki ich wprowadzeniu. Wyraźnie można wyróżnić dwa podejścia do programów lojalnościowych w firmach je oferujących:

- 1) programy dla inwestorów indywidualnych zamożnych i średniozamożnych, co wynika z wartości inwestycji w wymaganą liczbę akcji oraz konieczności zamrożenia tych środków, jeżeli przynależność do danego klubu ma być długoterminowa (np. Societe Generale, Australia and New Zealand Banking Group, Bristle),

2) programy dla inwestorów indywidualnych, w których poziom zaangażowania w akcje danej firmy wymaga relatywnie niskich nakładów finansowych (np. France Telecom, Amalgamated Holdings).

W przypadku programów pierwszego typu programy takie mają na celu m.in. dotarcie do „elity finansowej” inwestorów indywidualnych, a następnie organizowane spotkania z zarządem mają na celu integrowanie z tą relatywnie niedużą grupą inwestorów oraz lepszy z nimi kontakt, a efekcie spersonalizowane relacje z inwestorami i wychodzenie naprzeciw oczekiwaniom tej grupy właścicieli.

W przypadku programów drugiego typu mają one na celu m.in. zwiększenie grona indywidualnych akcjonariuszy. Łączone są tu wyraźnie aspekty lojalności akcjonariusza z lojalnością klienta. Zachęca się w ten sposób akcjonariuszy do zakupów produktów właśnie tej firmy, której akcje posiadają, w której programie lojalnościowym/klubie akcjonariuszy uczestniczą.

Dla przykładu można przytoczyć największy na świecie program lojalnościowy funkcjonujący we France Telecom – należy do niego 35% akcjonariuszy firmy, tj. ponad 600 000 osób. Aby należeć do klubu, trzeba posiadać minimum 10 akcji oraz być klientem firmy (np. posiadać telefon stacjonarny albo komórkowy). Dzięki tym działaniom firma m.in. zyskuje nowych klientów, utrzymuje klientów i akcjonariuszy dotychczasowych oraz zachęca do korzystania ze swoich usług, budując przy tym więź emocjonalną z akcjonariuszem-klientem.

Innym przykładem firmy oferującej klub akcjonariusza jest Total-FinaElf. Dla klientów firmy uruchomiony jest program lojalnościowy o nazwie Club Total, w ramach którego gromadzone są punkty. Następnie można za nie otrzymać na stacjach paliwowych rzeczy wybrane z katalogu nieodpłatnie bądź za częściową odpłatnością. Dla przykładu zatankowanie 10 litrów paliwa jest równe dopisaniu 1 punkta na konto klienta. Z kolei karta otrzymana w ramach klubu akcjonariusza zapewnia takie same korzyści w postaci zbierania punktów, ale zastosowany przelicznik za 10 litrów zatankowanego paliwa jest dwa razy większy i wynosi 2 punkty.

Także banki oferują szeroki wachlarz korzyści dla akcjonariuszy, w postaci np. podwyższenia stopy oprocentowania przyjętego depozytu, obniżenia stopy oprocentowania udzielonego kredytu, obniżenia kosztów ubezpieczenia.

Z kolei korzyści, które uzyskują spółki z tytułu oferowania programów lojalnościowych akcjonariuszom, to przede wszystkim ustabilizowanie części akcji będących w tzw. wolnym obrocie. Dzięki ustalonym progom przystąpienia do danego programu, w formie minimalnej wymaganej liczby akcji, następuje swoiste zablokowanie części akcji będących w obrocie giełdowym, a więc przekształcenie inwestorów indy-

widualnych w inwestorów strategicznych. Jeżeli bowiem osoby te sprzedadzą akcje (i nie będą posiadać ich wymaganej liczby), wówczas utracą przywileje związane z uczestnictwem w danym programie lojalnościowym, zarówno finansowe, jak i pozafinansowe (uczestnictwo w dodatkowych spotkaniach z zarządem, spotkania z innymi inwestorami). Z punktu widzenia spółki oznacza to także łatwiejszą możliwość pozyskiwania kapitału drogą kolejnych emisji akcji, z dużym prawdopodobieństwem sukcesu. Kapitał pozyskany tą drogą z punktu widzenia podmiotu jest najtańszy – co często ma kluczowe znaczenie.

Ponadto inwestorzy indywidualni stanowią pewną przeciwwagę dla inwestorów instytucjonalnych. W momencie kryzysu związanego z gorszymi wynikami finansowymi osiągniętymi przez podmiot nie sprzedadzą oni od razu swoich akcji – uwzględnią najpierw korzyści oferowane im przez firmę w postaci programu lojalnościowego, zarówno w formie gratyfikacji finansowych, jak i pozafinansowych.

Ponadto należy zwrócić uwagę na fakt, że indywidualny akcjonariusz często jest równocześnie klientem danej firmy. Nakłady ponoszone przez spółkę na pozyskanie i utrzymanie tych klientów są najniższe.

Akcjonariusze, jako klienci, ale i zarazem współwłaściciele spółki, przekazują także bezpośrednio zarządowi uwagi co do jakości ich obsługi. Zgłaszają oni wnioski i uwagi na temat bieżącej działalności firmy, możliwych usprawnień, przyszłych strategii rozwoju, konieczności modyfikacji przyjętych metod i narzędzi osiągnięcia wyznaczonych celów. Ich rady, obserwacje i spostrzeżenia są bardzo cenne i bezpłatne (w przeciwieństwie do usług oferowanych przez firmy doradcze). Aspektu tego nie można nie doceniać.

6.2. ZARZĄDZANIE STRUKTURĄ AKCJONARIUSZY

Należy odnotować trend, że w międzynarodowych koncernach coraz większą wagę przywiązuje się do zarządzania strukturą akcjonariuszy. W szczególności podejmowane są działania mające na celu zwiększenie liczby indywidualnych akcjonariuszy oraz wartości kapitału będącej w posiadaniu tej grupy inwestorów. Działania takie, jak oferowanie programów lojalnościowych dla akcjonariuszy, monitorowanie liczby indywidualnych inwestorów, tworzenie departamentów ds. relacji z inwestorami, rejestrowanie akcji, możliwość udziału w Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy za pośrednictwem Internetu, wydają się to potwierdzać.

W realizowanej przez firmy strategii można więc obecnie dostrzec ewolucję na temat postrzegania optymalnej proporcji struktury akcjonariuszy danej firmy w podziale na inwestorów instytucjonalnych i indy-

widualnych, roli struktury akcjonariuszy w stabilizacji i wzroście kursów giełdowych, a w efekcie wpływania na wartość firmy i zyski osiągnięte przez akcjonariuszy. Jako przykład można tu wskazać firmę Accor. Z obserwacji firmy wynikało, że inwestorzy indywidualni są bardziej lojalni niż inwestorzy instytucjonalni. Dlatego też zdecydowano się zaoferować indywidualnym inwestorom program lojalnościowy. Obecnie członkowie klubu – około 3000 akcjonariuszy (1,6% akcjonariuszy indywidualnych) – posiadają 15% akcji będących w posiadaniu indywidualnych inwestorów. Firma uważa ten kapitał za ustabilizowany.

Można zaobserwować, że podejście promujące inwestorów instytucjonalnych jest już coraz częściej negowane, a kierownictwa firm obierają strategię bardziej zrównoważonej struktury akcjonariuszy pomiędzy inwestorami instytucjonalnymi a inwestorami indywidualnymi. Opiswane zjawisko jest relatywnie nowe na rynku finansowym. Jego występowanie można datować na połowę lat 90. XX wieku. Być może jest to związane ze wzrastającą siłą ekonomiczną funduszy emerytalnych oraz funduszy inwestycyjnych, która przekłada się na naciski wywierane na zarządy firm, w których akcje podmioty te zainwestowały. Rangę zagadnienia optymalnej struktury akcjonariuszy oraz zarządzania strukturą akcjonariuszy potwierdzają badania prowadzone w firmach, a dotyczące liczby indywidualnych akcjonariuszy oraz ich struktury. Dla przykładu niemiecki Deutsche Bank posiada 512 519 inwestorów indywidualnych, którzy posiadają 18% akcji tej spółki (na 31.03.2003). Bank ten monitoruje liczbę indywidualnych inwestorów od 1998 roku.

Jako przykład firmy, która podjęła działania na rzecz zmiany struktury akcjonariatu, można przytoczyć firmę DaimlerChrysler. Długookresowym celem tej firmy było przyciągnięcie dużej liczby indywidualnych inwestorów (którzy posiadali około 20% akcji w 2000 r.). Kierownictwo firmy uważało bowiem, że indywidualni akcjonariusze są zorientowani długookresowo, w przeciwieństwie do większości inwestorów instytucjonalnych. Kierownictwo firmy miało nadzieję, że wraz ze zwiększaniem się udziału w strukturze akcjonariuszy inwestorów indywidualnych wzrośnie odporność na silne spekulacyjne wahania kursu akcji, co w rezultacie powinno zapewnić stabilniejszy rozwój wartości firmy. Na koniec 2002 roku liczba indywidualnych akcjonariuszy tej firmy wyniosła 1,8 mln osób, a ich udział w kapitale akcyjnym – 29%. Firma prowadzi rejestr indywidualnych akcjonariuszy, wraz z ich danymi adresowymi, co umożliwi jej bezpośredni kontakt z akcjonariuszami.

Podobne działania zostały także podjęte przez korporację Sony: w Japonii, Europie oraz Stanach Zjednoczonych. Firma ta monitoruje strukturę akcjonariuszy ze względu na wiek, liczbę posiadanych akcji, a także ze względu na długość okresu posiadania akcji. Także opisywa-

ne już firmy Accor oraz Deutsche Telecom są przykładem podjęcia działań na rzecz zwiększenia i jednocześnie ustabilizowania poziomu akcji będących w posiadaniu indywidualnych inwestorów.

Innym przykładem jest koncern TotalFinaElf, w którym już w 1993 roku powołano The Shareholder's Advisory Committee dla usprawnienia komunikacji z indywidualnymi inwestorami. Ponadto w firmie podjęto działania na rzecz identyfikacji indywidualnych inwestorów, a poprzez to nawiązania i zacieśnienia z nimi bezpośredniego kontaktu. W tym celu dokonuje się przekształcenia akcji na okaziciela w akcje rejestrowane (ang. *registered shares*) – emitent dysponuje informacjami, kto i w jakiej liczbie posiada jego akcje⁴, przy czym akcje te mogą być przedmiotem swobodnego obrotu. Akcjonariusz z kolei uzyskuje następujące korzyści z przekształcenia akcji zwykłych w akcje zwykłe rejestrowane: brak opłat za przechowywanie, uprzywilejowanie akcji co do głosu w stosunku 1:2, jeżeli przez 2 lata nie zostaną one sprzedane, niska prowizja maklerska (0,3% + VAT), brak konieczności handlu pakietami (brak wymogu minimalnej liczby kupowanych/sprzedawanych akcji), informacje o WZA, bezpośrednie przekazywanie akcjonariuszowi informacji na temat spółki.

7. WSPARCIE

ZE STRONY STOWARZYSZEŃ INDYWIDUALNYCH INWESTORÓW

Stowarzyszenie indywidualnych inwestorów można zdefiniować jako stowarzyszenie indywidualnych inwestorów lub klubów inwestycyjnych, którego celem jest promowanie bezpośredniego indywidualnego inwestowania oraz ochrona praw indywidualnych inwestorów, inwestujących w sposób bezpośredni.

Na międzynarodowym rynku papierów wartościowych można spotkać obecnie trzy rodzaje stowarzyszeń indywidualnych inwestorów, przy czym cele działalności wszystkich tych organizacji są zbieżne. Wyróżnić można:

- 1) stowarzyszenia indywidualnych inwestorów, w których zrzeszać się mogą wyłącznie osoby fizyczne,
- 2) stowarzyszenia klubów inwestycyjnych, w których zrzeszać się mogą wyłącznie kluby inwestycyjne oraz ich członkowie,

⁴ W tym przypadku stosowane są dwie możliwości: 1) emitent sam prowadzi rejestr akcjonariuszy oraz zarządza swoimi akcjami bezpośrednio (tzw. *nominatif pur*), 2) emitent sam prowadzi rejestr akcjonariuszy, ale zarządza nimi wyspecjalizowana firma finansowa (tzw. *nominatif administre*).

- 3) stowarzyszenia indywidualnych inwestorów i klubów inwestycyjnych, których członkami mogą być zarówno osoby fizyczne, jak i kluby inwestycyjne wraz ze swoimi członkami.

Najbardziej popularną obecnie jest formuła najszersza, w której stowarzyszenia indywidualnych inwestorów są otwarte na członkostwo zarówno osób fizycznych, jak i klubów inwestycyjnych wraz z ich członkami.

Główne korzyści członka stowarzyszenia, związane z uczestnictwem w stowarzyszeniach indywidualnych inwestorów, zaprezentowano na schemacie 6.

Celem działalności tych stowarzyszeń jest promowanie bezpośredniego indywidualnego inwestowania oraz ochrona praw indywidualnych inwestorów, inwestujących w sposób bezpośredni poprzez:

- edukowanie w zakresie inwestycji finansowych,
- konsultowanie proponowanych zmian w regulacjach prawnych,
- negocjowanie warunków przeprowadzanych transakcji z biurami maklerskimi,
- uczestniczenie w Walnych Zgromadzeniach Akcjonariuszy spółek,
- postulowanie usprawnienia funkcjonowania zasad *corporate governance*,
- organizowanie prezentacji poszczególnych firm i instrumentów rynku finansowego,
- organizowanie spotkań inwestorów z zarządami firm, których akcje notowane są na giełdzie,
- wspieranie i doradztwo przy zakładaniu nowych klubów inwestycyjnych,
- nadzór organizacyjno-prawny oraz działalność koordynującą bieżące funkcjonowanie klubów inwestycyjnych,
- lobbing na rzecz środowiska indywidualnych inwestorów i upowszechniania indywidualnego inwestowania,
- działalność opiniotwórczą.

Obecnie na międzynarodowym rynku finansowym działa około 40 stowarzyszeń zrzeszających indywidualnych inwestorów, których celem działania jest właśnie edukacja i promowanie bezpośredniego indywidualnego inwestowania wraz z ochroną praw indywidualnych inwestorów. Liczba zrzeszonych w nich członków przewyższa milion. Najwięcej członków zrzeszają stowarzyszenia indywidualnych inwestorów funkcjonujące w następujących państwach: Stany Zjednoczone: 476 800; Francja: 250 000; Islandia: 120 000; Wielka Brytania: 110 500; Szwecja: 110 000; Niemcy: 25 000, Dania: 11 440, Belgia: 7500.

Wartość aktywów posiadanych przez indywidualnych inwestorów zrzeszonych w tych organizacjach jest bardzo trudna do określenia, ponieważ nie wszystkie stowarzyszenia starają się oszacować takie dane.

Można jednak przyjąć, że wartość posiadanych środków zainwestowanych przez członków stowarzyszeń indywidualnych inwestorów w papiery wartościowe w sposób bezpośredni wynosi przynajmniej 200 mld USD (z tego członkowie stowarzyszeń amerykańskich: około 169 mld USD, a brytyjscy: około 9 mld USD – na koniec 2002 r.).

W Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii czy Francji w działalności stowarzyszeń indywidualnych inwestorów położono nacisk na upowszechnianie indywidualnego inwestowania poprzez zachęcanie do zakładania klubów inwestycyjnych. Tymczasem w Szwecji, Australii, Japonii czy Islandii zachęty do tworzenia klubów inwestycyjnych nie są formułowane. W Japonii działania stowarzyszenia SeLeNet koncentrują się na edukacji oraz pozyskaniu społecznej akceptacji inwestowania w akcje. Z kolei działania drugiego japońskiego stowarzyszenia – Japan Association of Investors Education (JAIE) zmierzają także do inwestowania na rynku finansowym, ale poprzez osoby związane profesjonalnie z rynkiem papierów wartościowych, tj. poprzez firmę *asset management*, która jest fundatorem tego stowarzyszenia. Natomiast w Szwecji, Australii oraz Islandii nacisk położony został na ochronę interesów indywidualnych inwestorów poprzez udział w Walnych Zgromadzeniach Akcjonariuszy, opiniowanie aktów prawnych i zgłaszanie inicjatyw ustawodawczych mających na celu zwiększenie efektywności i przejrzystości funkcjonowania rynku finansowego w danym państwie.

Należy także zwrócić uwagę na działania duńskiego stowarzyszenia indywidualnych inwestorów, które negocjuje w imieniu indywidualnych inwestorów – członków stowarzyszenia – z pośrednikami finansowymi wysokość pobieranych przez nich opłat.

Unikalne jest także funkcjonowanie w Stanach Zjednoczonych oraz w Szwecji funduszy inwestycyjnych, w których wykorzystana jest nazwa danego stowarzyszenia. Zarządzane są one przez specjalnie do tego celu powołane firmy, przy czym w ich władzach zasiadają osoby z kierownictwa danego stowarzyszenia.

Ponadto należy zaznaczyć, że poszczególne krajowe stowarzyszenia indywidualnych inwestorów odróżnia także rodzaj ich założyciela. Zazwyczaj założycielami stowarzyszeń indywidualnych inwestorów są osoby fizyczne – indywidualni inwestorzy. Jednak w przypadku Francji stowarzyszenie FFCI założyły największe francuskie instytucje pośredniczące w obrocie papierami wartościowymi, przy aktywnym wsparciu giełdy paryskiej. W przypadku wspomnianego japońskiego stowarzyszenia JAIE była to jedna z japońskich firm *asset management*, natomiast w przypadku brytyjskiej ProShare były to: giełda londyńska, Ministerstwo Skarbu oraz spółki publiczne.

W rezultacie tego odmienne są także źródła finansowania poszczególnych stowarzyszeń indywidualnych inwestorów – od stowarzyszeń

finansujących się wyłącznie ze składek członków – osób fizycznych (np. brytyjska UKSA), poprzez finansujące się składkami członków – osób fizycznych, członków – osób prawnych oraz dotacjami różnych podmiotów związanych z rynkiem finansowym (większość stowarzyszeń), aż do braku pobierania składek członkowskich ze względu na pokrywanie kosztów działania stowarzyszenia przez bank centralny (Islandia) bądź założycieli (Francja).

Liczba ponad miliona członków stowarzyszeń indywidualnych inwestorów na międzynarodowym rynku finansowym jest znamienna i świadczy o pozycji oraz roli, jaką odgrywają te organizacje.

8. WSPARCIE ZE STRONY KLUBÓW INWESTYCYJNYCH

Klub inwestycyjny można zdefiniować jako grupę osób, która tworzy pewną strukturę w celu dokonywania inwestycji w papiery wartościowe poprzez środki wpłacane regularnie przez każdego z członków. Celem uczestnictwa w klubie jest zdobywanie wiedzy o zasadach inwestowania w papiery wartościowe oraz osiąganie zysków. Grupy inwestorów liczą zazwyczaj 5–20 członków, mają wspólny rachunek w biurze maklerskim, wybierają prezesa i jego zastępcę, którzy upoważnieni są do składania zleceń giełdowych, oraz skarbnika.

Kluby inwestycyjne, podobnie jak stowarzyszenia indywidualnych inwestorów, edukują inwestorów, ale poprzez działania praktyczne. Na wspólnych spotkaniach członkowie klubu dokonują analiz różnych branż i firm, a następnie wspólnie podejmują decyzje, w co zainwestować wspólne pieniądze. Główne obszary korzyści związane z uczestnictwem indywidualnych inwestorów w klubie inwestycyjnym zaprezentowano na schemacie 7.

Należy przy tym zauważyć, że w niektórych państwach przepisy prawne ograniczają maksymalną liczbę członków klubu inwestycyjnego. Można ponadto wskazać państwa, w których maksymalna wartość rocznych inwestycji dokonywanych w ramach klubu inwestycyjnego ograniczana jest przepisami prawnymi (np. we Francji roczna wartość środków inwestowanych przez członka klubu nie może przekroczyć kwoty 5500 EUR, w Wielkiej Brytanii kwoty 1000 GBP, a w Holandii 9000 EUR). Tak więc poprzez przepisy prawne w pewien sposób ograniczana jest możliwość zwiększenia wartości kwot inwestowanych przez kluby inwestycyjne w celu zapobiegania przekształcenia klubów w fundusz inwestycyjny. Ma to służyć zachęcaniu członków klubu inwestycyjnego do inwestowania środków samodzielnie, poza klubem inwestycyjnym. Ponadto w niektórych państwach przepisami prawa ograniczono do jednego liczbę klubów, do których dana osoba fizyczna może należeć. Związane

jest to z ulgami podatkowymi przysługującymi w przypadku tej formy inwestowania (np. Francja). Powyższe ograniczenia zwracają uwagę na cel edukacyjny jako cel główny funkcjonowania klubu inwestycyjnego.

W polskich rozwiązaniach proponuje się, aby członek klubu mógł wnieść w ciągu danego roku kalendarzowego środki pieniężne do 20 000 PLN włącznie. Jednocześnie w klubie inwestycyjnym zrzeszonych może być 3–20 osób, które zobowiązują się do:

- wspólnego działania w celu zdobywania wiedzy o zasadach inwestowania na rynku papierów wartościowych, w szczególności poprzez wspólne inwestowanie w publicznym obrocie papierami wartościowymi,
- braku uczestniczenia w innych klubach inwestycyjnych,
- niezaciągania w związku z działalnością klubu zobowiązań o łącznej wartości przewyższającej wartość aktywów zgromadzonych na rachunkach pieniężnym i papierów wartościowych klubu.

W proponowanych przepisach ani klub inwestycyjny, ani jego członkowie nie są przedsiębiorcami. Jest to zapis istotny, niweluje bowiem obowiązek ubezpieczenia społecznego członków klubu.

Jak sugerują wyniki badań przeprowadzonych wśród członków klubów inwestycyjnych we Francji oraz w Wielkiej Brytanii, uczestnictwo w klubie inwestycyjnym spowodowało, że członkowie klubu rozpoczęli inwestowanie w papiery wartościowe poza klubem, utrzymując swoje prywatne portfele inwestycyjne. We Francji 60%, w Wielkiej Brytanii 80%, a w Stanach Zjednoczonych aż 90% członków klubu inwestuje w papiery wartościowe także poza klubem. Powyższe dane są istotne, pozwalają bowiem w pełni ocenić znaczenie klubów dla współczesnego, międzynarodowego rynku finansowego.

Na podstawie dostępnych danych liczbę klubów inwestycyjnych na międzynarodowym rynku finansowym można szacować na koniec 2002 roku na ponad 62 000 (ponad 70 000 na koniec 2001), natomiast wartość posiadanych przez nich portfeli inwestycyjnych można szacować na ponad 3 mld USD (ponad 4 mld USD na koniec 2001 r.). Liczbę członków klubów inwestycyjnych można natomiast szacować na około 930 000 osób. Ponieważ dane te dotyczą jedynie klubów zrzeszonych w stowarzyszeniach, można je przyjąć jako minimalną liczbę działających klubów inwestycyjnych, minimalną wartość portfeli inwestycyjnych posiadanych w ramach klubów inwestycyjnych oraz minimalną liczbę członków klubów na koniec 2002 r.

Na koniec 2002 r. najwięcej klubów inwestycyjnych zrzeszonych w stowarzyszeniach krajowych funkcjonowało w następujących państwach: Stany Zjednoczone: 28 235; Francja: 17 000, Wielka Brytania: 10 000, Niemcy: 6 500, Belgia: 450. Dostępne dane opierają się jedynie na liczbie klubów zarejestrowanych w danym stowarzyszeniu. Z uwagi

jednak na konieczność uiszczania corocznie opłat, zazwyczaj osobno za klub oraz za członka klubu, kluby te nie zawsze dokonują odnowienia swojego członkostwa w stowarzyszeniach. W rezultacie nie są one ujmowane w statystykach stowarzyszeń.

W amerykańskim stowarzyszeniu NAIC szacuje się, że liczba działających klubów inwestycyjnych jest dwu-trzykrotnie wyższa niż klubów zarejestrowanych, a rynek amerykański jest najbardziej znaczący. Obecnie bowiem 45% zarejestrowanych klubów inwestycyjnych funkcjonuje właśnie w Stanach Zjednoczonych, ale przypada na nie ponad 85% zgromadzonych w klubach aktywów finansowych. Tak więc fluktuacje na tym rynku w istotny sposób wpływają na ilościowe i wartościowe ujęcie klubów inwestycyjnych na rynku finansowym.

Cel i istota funkcjonowania klubów inwestycyjnych na całym świecie są bardzo zbliżone – nacisk położono na edukację inwestorów poprzez wspólne, comiesięczne inwestowanie połączonych zasobów finansowych w papiery wartościowe, przede wszystkim w akcje. Niemniej jednak zróżnicowane regulacje prawne dotyczące aspektów podatkowych oraz formy prawnej klubów inwestycyjnych (a poprzez to ograniczenie liczby członków) powodują, że w poszczególnych państwach ich funkcjonowanie jest nieco odmienne.

Największą swobodę w zakresie funkcjonowania klubów inwestycyjnych można zaobserwować w Stanach Zjednoczonych. Natomiast w Europie wprowadzane są przez poszczególne państwa pewne ograniczenia. Należy tutaj zwrócić uwagę przede wszystkim na rozwiązania francuskie, brytyjskie i niemieckie.

W rozwiązaniach francuskich poprzez przepisy podatkowe zachęca się do inwestowania w klubach inwestycyjnych oraz do pozostawiania w ich strukturach przez okres 10 lat. Jednocześnie jednak zabroniono przynależności do więcej niż jednego klubu inwestycyjnego, a także ograniczono maksymalny okres działania klubu, maksymalną liczbę członków klubu oraz maksymalną roczną wartość inwestycji dokonywanych przez pojedynczego członka klubu. Także w Wielkiej Brytanii ograniczono maksymalną liczbę członków klubu oraz wartość inwestycji dokonywanych przez kluby inwestycyjne.

Natomiast w Niemczech nie wprowadzono ograniczenia dotyczącego liczby członków klubu inwestycyjnego. W rezultacie tego część klubów inwestycyjnych ewoluje w kierunku funduszy inwestycyjnych, które są atrakcyjne dla indywidualnych inwestorów z powodu pobierania niższych opłat.

Należy jednakże zauważyć, że nie we wszystkich państwach idea klubów inwestycyjnych została zaadaptowana, co może wynikać z braku społecznej akceptacji tej formy wspólnego inwestowania bądź też z niedoinformowania obywateli. Dla przykładu państwem, w którym

funkcjonuje niewielka liczba klubów inwestycyjnych, jest Szwecja. Ale nie zastosowano tu, jak we Francji czy w Wielkiej Brytanii – państwach, w których funkcjonuje największa liczba klubów inwestycyjnych w Europie – szerokiej kampanii informacyjnej w środkach masowego przekazu przy udziale giełdy czy też zachęt podatkowych dla osób inwestujących poprzez kluby inwestycyjne. W przypadku Japonii natomiast można stwierdzić, że proces organizowania się indywidualnych inwestorów znajduje się we wstępnej fazie. W państwie tym istnieją już dwa stowarzyszenia, których celem jest rozwijanie indywidualnego inwestowania. Proces edukacji rozpoczęto od uświadomienia obywatelom znaczenia inwestowania dla bezpieczeństwa finansowego rodziny. Dopiero na tej podstawie możliwe będzie zaproponowanie wspólnej praktycznej nauki inwestowania na giełdzie poprzez kluby inwestycyjne.

Nie można obecnie lekceważyć ponad 60 tysięcy klubów inwestycyjnych działających szczególnie w zakresie edukacyjnym – zachęcania osób fizycznych do oszczędzania i inwestowania.

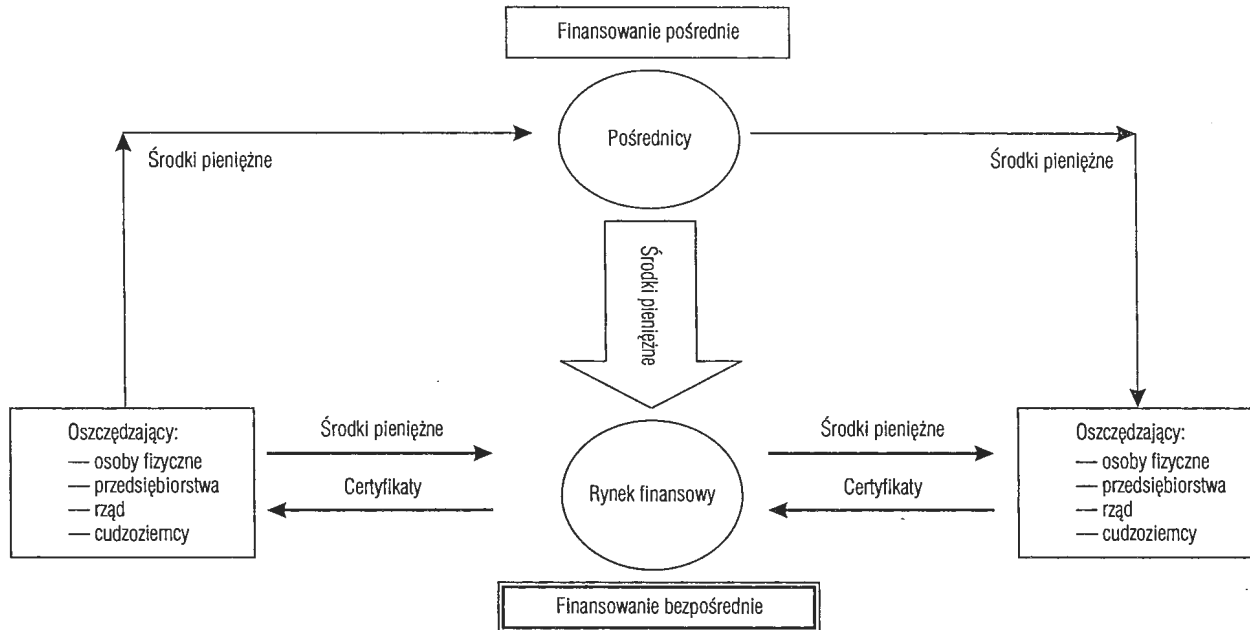
9. PODSUMOWANIE

W niniejszym opracowaniu podkreślono znaczenie indywidualnego inwestowania.

Zaprezentowano, że w celu mobilizowania oszczędności osób fizycznych oraz zachęcania do inwestowania stosowane są różne formy wspierania indywidualnego inwestowania w nowoczesnej gospodarce, zarówno ze strony instytucji publicznych, pośredników finansowych, jak i zainteresowanych podmiotów gospodarczych, a także osób fizycznych tworzących stowarzyszenia indywidualnych inwestorów oraz kluby inwestycyjne.

Przykłady zorganizowanych działań wielu rządów i instytucji podległych rządowi w zakresie wspierania indywidualnego inwestowania nie pozostawiają wątpliwości co do wagi indywidualnego inwestowania dla rozwoju gospodarki i społeczeństwa. Także podmioty gospodarcze, które są emitentami, nie zdają się na przypadek w relacjach indywidualny inwestor – emitent. Podejmowane są przemyślane i zdecydowane działania mające na celu pozyskanie indywidualnych inwestorów oraz kształtowania pożądanej, z punktu widzenia spółki, struktury akcjonariuszy z uwzględnieniem inwestorów indywidualnych.

Schemat 1. Gospodarstwo domowe na rynku finansowym

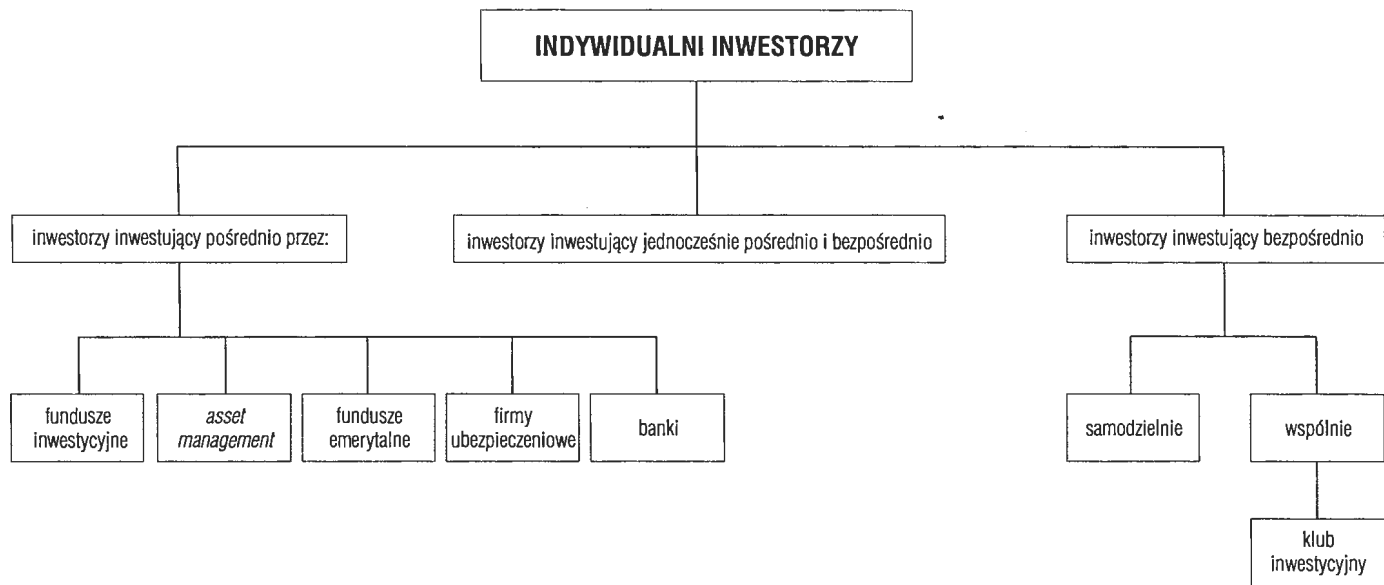


gdzie:

Certyfikaty – papiery wartościowe oraz różnorodne zaświadczenia i potwierdzenia dotyczące np. złożenia depozytu, zawarcia umowy kredytu czy pożyczki.

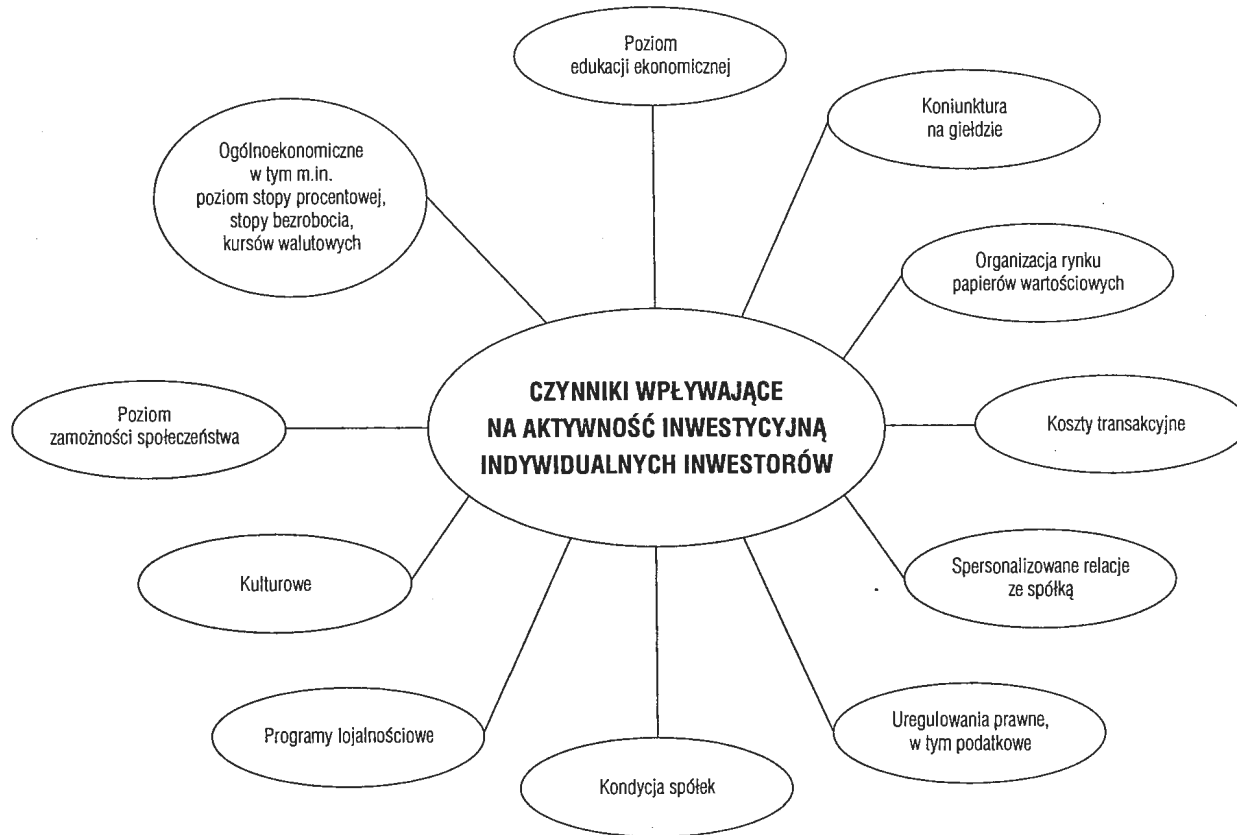
Źródło: opracowanie własne na podstawie F. S. Mishkin, *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, PWN, Warszawa 2002, s. 53; S. Owsiak, *Podstawy nauki finansów*, PWE, Warszawa 2002, s. 222, 225.

Schemat 2. Klasyfikacja indywidualnych inwestorów ze względu na zakres podejmowanych decyzji inwestycyjnych na rynku finansowym



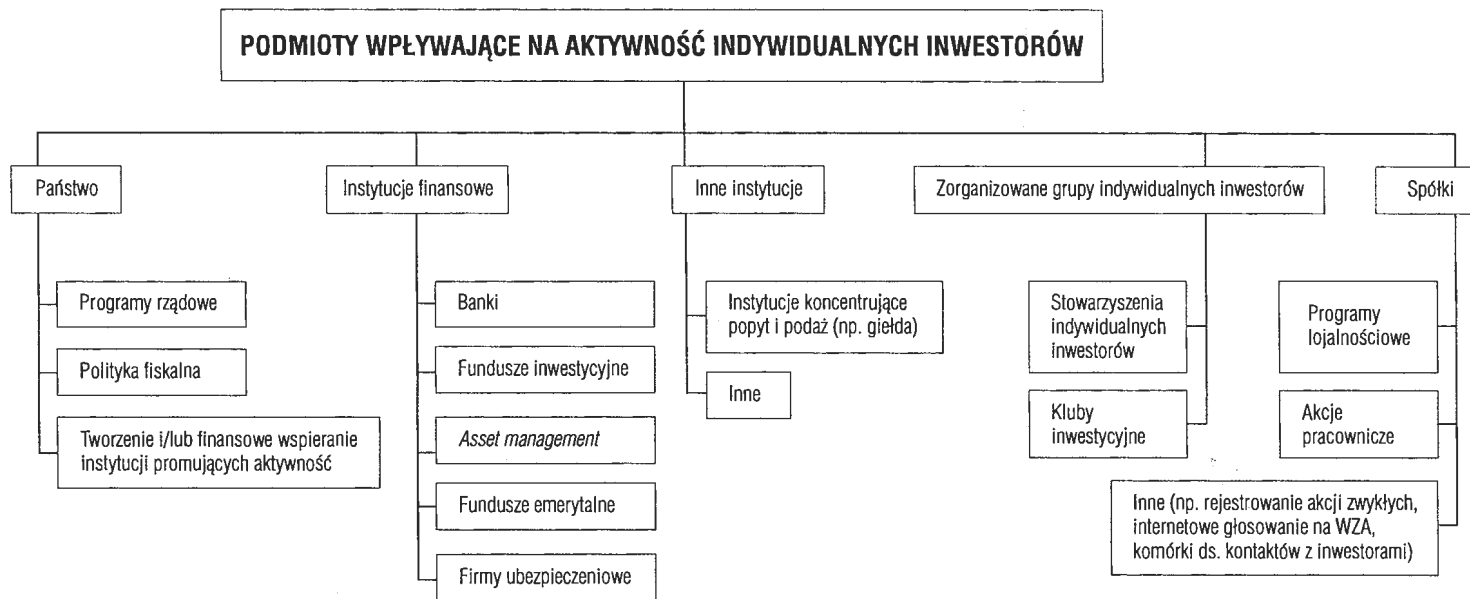
Źródło: opracowanie własne.

Schemat 3. Wybrane czynniki wpływające na aktywność inwestycyjną indywidualnych inwestorów



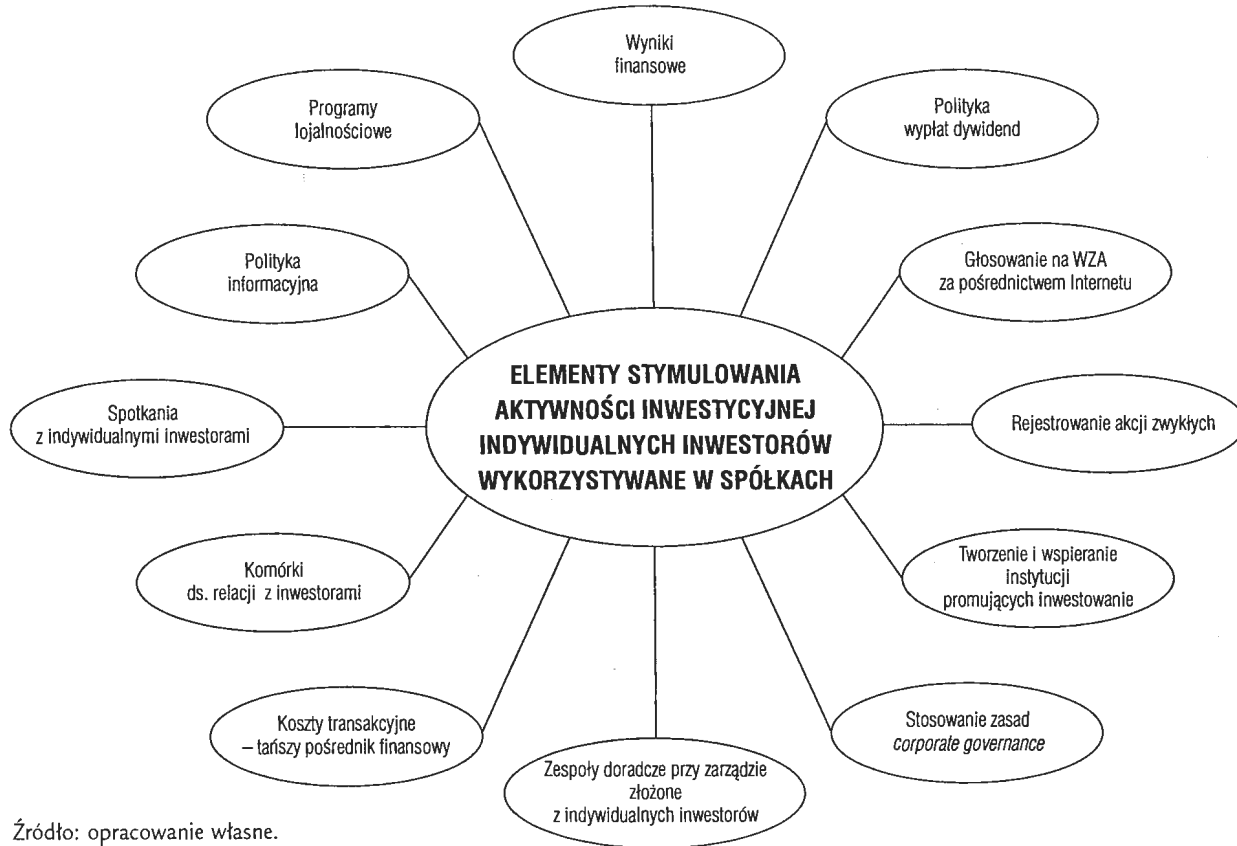
Źródło: opracowanie własne.

Schemat 4. Klasyfikacja podmiotów wpływających na aktywność inwestycyjną indywidualnych inwestorów na rynku finansowym



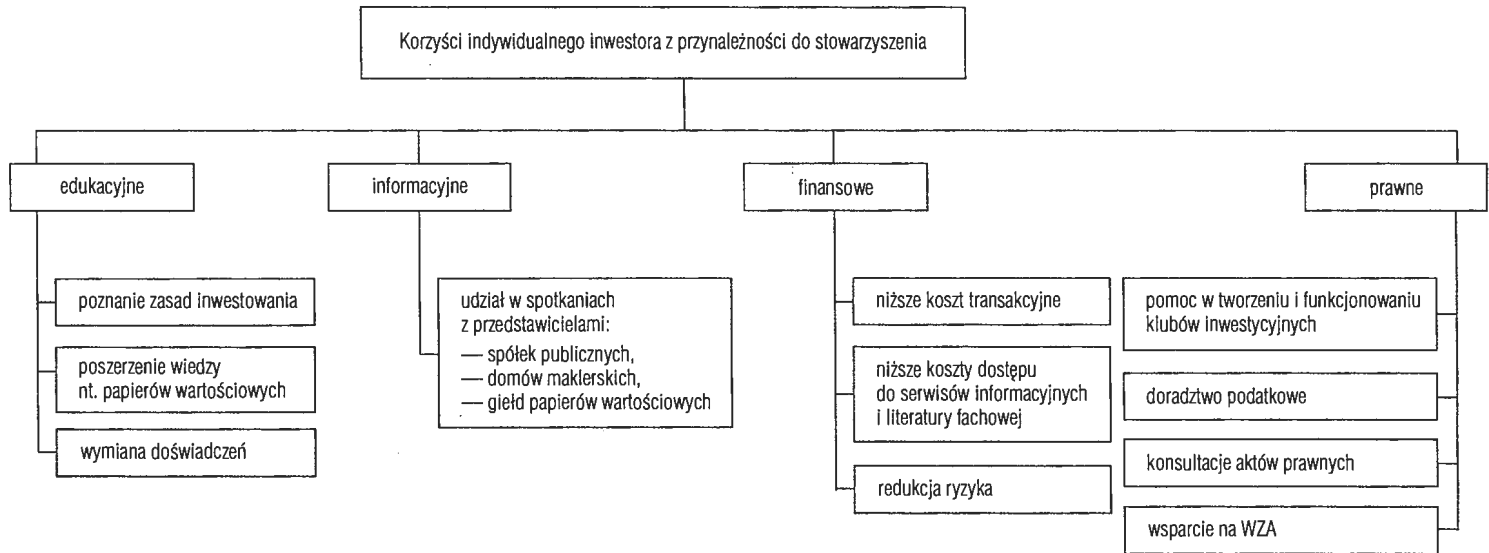
Źródło: opracowanie własne.

Schemat 5. Możliwości wpływu spółek na aktywność inwestycyjną indywidualnych inwestorów



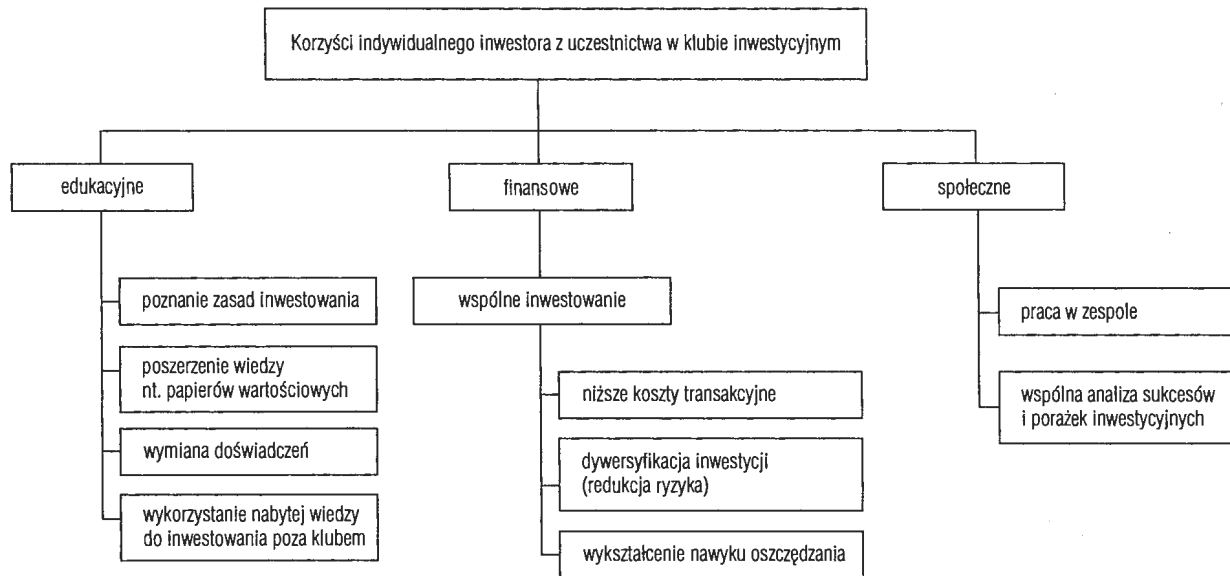
Źródło: opracowanie własne.

Schemat 6. Korzyści indywidualnego inwestora z przynależności do stowarzyszenia indywidualnych inwestorów



Źródło: D. Dziawgo, *Stowarzyszenia indywidualnych inwestorów i kluby inwestycyjne na rynku papierów wartościowych*, UMK, Toruń 2004, s. 80.

Schemat 7. Korzyści indywidualnego inwestora z uczestnictwa w klubie inwestycyjnym



Źródło: D. Dziawgo, *Stowarzyszenia indywidualnych inwestorów i kluby inwestycyjne na rynku papierów wartościowych*, UMK, Toruń 2004, s. 85.

CZĘŚĆ II

INDYWIDUALNI INWESTORZY

A

POŚREDNICY FINANSOWI

WIESŁAW DĘBSKI

INWESTOWANIE ZA POŚREDNICTWEM INWESTORÓW INSTYTUCJONALNYCH

I. UWAGI WSTĘPNE

Inwestowanie w niniejszym opracowaniu będzie rozumiane jako udostępnianie środków poprzez rynek finansowy w celu osiągnięcia dodatkowego dochodu. Rozważania zostaną ograniczone do środków inwestorów indywidualnych, do których zaliczono jedynie osoby indywidualne, utożsamiane z gospodarstwami domowymi¹. W gospodarce narodowej ta grupa podmiotów z reguły posiada określoną nadwyżkę środków pieniężnych i poszukuje możliwości jej zagospodarowania poprzez rynek finansowy. Nadwyżka ta stanowi istotną część podaży środków występujących na rynku finansowym.

Współczesny rynek finansowy stwarza szerokie możliwości zagospodarowywania wolnych środków pieniężnych. Tworzą je różnorodne instrumenty finansowe, wśród których największą grupę stanowią papiery wartościowe. Inwestycje w nie są jednakże obarczone różnym stopniem ryzyka, co oznacza, iż charakteryzuje je różny stopień bezpieczeństwa. Można osiągnąć wysoki zwrot z poczynionych inwestycji, ale również utracić za-inwestowany kapitał. Inwestor indywidualny może inwestować swoje środki samodzielnie na rynku finansowym lub też poprzez pośredników finansowych, wśród których najbardziej znaczący są inwestorzy instytucjonalni.

Celem niniejszego opracowania jest przedstawienie możliwości inwestowania środków inwestorów indywidualnych za pośrednictwem in-

¹ W szerszym kontekście do inwestorów indywidualnych zaliczane są także podmioty gospodarcze (przedsiębiorstwa), które nadwyżki wolnych środków zagospodarowują poprzez rynek finansowy.

westorów instytucjonalnych, do których zaliczono banki komercyjne, zakłady ubezpieczeniowe prowadzące ubezpieczenia na życie, fundusze emerytalne i inwestycyjne. Podstawową cechą charakterystyczną dla tych instytucji jest przede wszystkim duże doświadczenie i głęboki profesjonalizm w lokowaniu powierzonych im środków. Trzeba przyznać, iż współcześnie w rozwiniętych gospodarkach rynkowych zdecydowana większość środków finansowych jest inwestowana za pośrednictwem tych właśnie instytucji. Inwestorzy indywidualni wybierają ten sposób inwestowania głównie dlatego, iż czują się zwolnieni z ustawicznego śledzenia ogromu napływających na rynek finansowy informacji, mogą pokonać barierę niedoboru własnych środków oraz dla uzyskania korzyści z większej dywersyfikacji portfela inwestycyjnego w stosunku do tego, który mogliby stworzyć sami.

2. OSZCZĘDNOŚCI LUDNOŚCI

WYZNACZNIKIEM INWESTYCJI NA RYNKU FINANSOWYM

Nadwyżki wolnych środków gospodarstw domowych, które są zagospodarowywane poprzez rynek finansowy, pochodzą z ich oszczędności. Stanowią one zasób środków i są sumą oszczędności bieżących oraz oszczędności zgromadzonych w przeszłości. Oszczędności bieżące z kolei wynikają z różnicy pomiędzy dochodami osobistymi ludności do dyspozycji w danym roku (dochody osobiste pomniejszone o podatki i obowiązkowe ubezpieczenia) a wydatkami w tym czasie na zakup dóbr i usług. Ogólnie oszczędności mogą występować w postaci aktywów finansowych (pieniądz gotówkowy, depozyty bankowe, papiery wartościowe) i aktywów rzeczowych. Tu interesować nas będą oszczędności zdefiniowane jako zasób pieniędzy ulokowanych na rynku finansowym. Zasób ten może się zmieniać w danym czasie (roku), gdyż środki z rynku finansowego mogą być wycofywane na zakup aktywów rzeczowych (np. biżuterii, obrazów, nieruchomości), jak również część aktywów rzeczowych może być upłynniana celem zainwestowania uzyskanych środków w papiery wartościowe (aktywa finansowe). Także ogólny zasób oszczędności w danym roku może się zmniejszać w wyniku przeznaczania części zgromadzonych oszczędności na bieżącą konsumpcję.

Generalnie zasób pieniędzy lokowanych na rynku finansowym (podaż kapitału osób indywidualnych) zależy przede wszystkim od skłonności społeczeństwa do oszczędzania, czyli możliwości wyrzekania się konsumpcji bieżącej na rzecz konsumpcji przyszłej. Skłonność ta, mierzona najczęściej poprzez stosunek oszczędności ludności w danym roku do uzyskanych przez nią w tym czasie dochodów do dyspozycji (miara

ta jest nazywana przeciętną skłonnością do oszczędzania lub stopą oszczędności) zależy od wielu czynników. Problem ten wyjaśnia wiele teorii oszczędzania². Niewątpliwie podstawowym czynnikiem generującym przyrost oszczędności, będący bezpośrednim rezultatem skłonności do oszczędzania, są dochody osobiste ludności do dyspozycji, które z kolei zależą od wytworzonego w danym roku dochodu narodowego. Drugim istotnym czynnikiem determinującym skłonność do oszczędzania jest dodatnia różnica pomiędzy stopą oprocentowania depozytów bankowych a wskaźnikiem inflacji. Im różnica ta będzie większa (jest ona utożsamiana z realną stopą oprocentowania depozytów), tym większy będzie przyrost środków na rachunkach bankowych i im ta różnica będzie przez dłuższy okres bardziej stabilna, tym dłużej ludność będzie utrzymywać swe środki w bankach. W takiej sytuacji większy będzie również przyrost środków lokowanych w papiery wartościowe rynku finansowego, gdyż oczekiwane z nich stopy zwrotu przewyższają z reguły oprocentowanie wkładów bankowych.

W Polsce stopa oszczędności jest stosunkowo wysoka w porównaniu do innych krajów, chociaż w ostatnich latach ma tendencję malejącą³. Wynosiła ona bowiem 16,0% w roku 1995, natomiast w latach 2000–2001 ukształtowała się na poziomie odpowiednio 10,8% i 10,6%. W roku 2002 szacowano, iż będzie to 7,2%. Są to wartości wyższe od osiągniętych przez takie kraje, jak: Stany Zjednoczone, Wielka Brytania, Kanada, a także wiele innych, jednakże takie kraje, jak: Japonia, Niemcy, Francja, Włochy mają stopę oszczędności wyższą niż w Polsce.

Innym jeszcze czynnikiem stymulującym przyrost oszczędności gospodarstw domowych jest motyw przezornościowy, np. zakup świadczeń emerytalno-rentowych, rozbudowa form oszczędzania, np. poprzez gromadzenie oszczędności celowych (zakup samochodu, mieszkania czy zabezpieczenie na starość), a także rozpowszechnianie się transakcji bezgotówkowych, przy których osoby otrzymujące wynagrodzenia lub świadczenia dostają je poprzez konta bankowe, rozliczając się następnie poprzez karty płatnicze. Innymi słowy wielkość tzw. pogotowia kasowego ludności będzie decydować także o przyroście depozytów bankowych.

Ponadto na przyrost oszczędności ludności może mieć wpływ prowadzona przez bank centralny polityka pieniężna. Może ona powodować zwiększanie podaży pieniądza w gospodarce, które będzie prowadziło dalej do wzrostu akcji kredytowej banków, wskutek czego poprzez

² Dla bliższego zapoznania się z nimi zobacz np. G. Rytelwska, *Gospodarstwa domowe*, [w:] B. Pietrzak, Z. Polański, B. Wodniak (red.), *System finansowy w Polsce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003, s. 754–755.

³ Ibidem, s. 757.

realizowane inwestycje wzrastać będą dochody społeczeństwa i w ostatecznym rezultacie oszczędności (jest to tzw. mnożnikowy efekt zwiększania podaży pieniądza). Efekt ten może być również odwrotny, co następuje w przypadku prowadzenia restrykcyjnej polityki pieniężnej – mającej na celu zmniejszenie ilości pieniądza na rynku.

Oszczędności gospodarstw domowych, poza tymi, które są przeznaczane na zakup aktywów rzeczowych, mogą być lokowane na rynku finansowym poprzez różnorodne jego instrumenty. Mogą nimi być depozyty bankowe i różnego rodzaju papiery wartościowe, np. akcje, obligacje, bony skarbowe, weksle itp. Z punktu widzenia okresu ich zapadalności rynek finansowy dzieli się na dwa segmenty, którymi są: rynek pieniężny (zapadalność do roku) i rynek kapitałowy (zapadalność powyżej roku). Oszczędności mogą być także gromadzone poprzez zakłady ubezpieczeniowe, fundusze emerytalne i inwestycyjne, które zgromadzone środki inwestują następnie na rynku finansowym. Obecnie w Polsce w zagospodarowywaniu oszczędności gospodarstw domowych obserwuje się jeszcze stosunkowo wysoki udział depozytów bankowych, jednakże od kilku lat zaczynają wzrastać udziały takich form, jak lokowanie w papiery wartościowe czy lokowanie poprzez firmy ubezpieczeniowe lub różnego rodzaju fundusze. W skali makroekonomicznej oszczędności gospodarstw domowych stają się źródłem finansowania inwestycji w gospodarce narodowej, które z kolei determinują rozwój gospodarczy. W następstwie tego wzrastają dochody osobiste ludności powodujące dalej wzrost oszczędności.

3. BANKI KOMERCYJNE

Podstawowym rodzajem aktywności banków komercyjnych jest działalność kredytowo-depozytowa skierowana na podmioty wytwórcze i osoby indywidualne. Depozyty są potrzebne bankom do rozwijania akcji kredytowej, która z kolei powinna zagwarantować pokrycie kosztów ich oprocentowania i osiągnięcie przez bank zysku. Dla przyciągnięcia oszczędności ludności banki oferują różne rodzaje depozytów bądź różne możliwości prowadzenia kont klientów.

Na koniec czerwca 2003 r. oszczędności gospodarstw domowych w Polsce wynosiły 273,9 mld PLN, z czego 71,3% (195,3 mld PLN) było ulokowane w bankach⁴. Na koniec 2002 r. było to odpowiednio 264,3 mld PLN i 74,1% (195,8 mld PLN), podczas gdy rok wcześniej 252,2 mld PLN i 80,6% (203,2 mld PLN). Oznacza to bardzo znaczący, aczkolwiek

⁴ S. Karpiński, *Z banków do funduszy*, Rzeczpospolita z 24 października 2003.

malejący udział sektora bankowego w zagospodarowywaniu oszczędności osób indywidualnych w Polsce. Ujemne miesięczne tempo przyrostu depozytów złotych ludności zaczęło obserwować od lipca 2002 r. Przyczyniło się do tego znaczne zmniejszenie nominalnego oprocentowania wkładów bankowych (średnie oprocentowanie wkładów trzymiesięcznych w październiku 2003 r. wynosiło poniżej 3%, a w połowie poprzedniego roku powyżej 5%, natomiast na początku 2001 r. około 15%) oraz rozwój innych form zagospodarowywania oszczędności, w tym przede wszystkim poprzez fundusze inwestycyjne. Ta znacząca przewaga sektora bankowego w przyciąganiu oszczędności gospodarstw domowych wynika głównie z przyzwyczajenia się społeczeństwa do systemu bankowego jako jedynej możliwości lokowania środków, z bezpieczeństwa lokat, oferowania jeszcze do niedawna stosunkowo wysokiego oprocentowania, jak również z faktu, iż gromadzenie oszczędności poprzez fundusze inwestycyjne oraz polisy ubezpieczeniowe na życie tak naprawdę zaczęło się rozwijać po 2000 roku, a więc formy te zaczynają dopiero nabierać znaczenia. Ponadto polski sektor bankowy ma jeszcze określony potencjał rozwoju, gdyż w stosunku do państw wysoko rozwiniętych w polskiej gospodarce występuje znacznie niższy poziom nasycenia usługami bankowymi, a także dużo niższa jest relacja aktywów tego sektora do PKB (na koniec 2002 r. relacja ta ukształtowała się na poziomie 60,7%)⁵.

Dla pozyskiwania oszczędności osób indywidualnych banki komercyjne rozwijają ciągle swoją ofertę poprzez kreowanie nowych instrumentów finansowych lub nowych rodzajów usług, np. *private banking*, *e-banking* etc. Jednym z takich instrumentów, znanym zresztą już od dawna z rynku amerykańskiego, są certyfikaty depozytowe. Są one odmianą wkładu terminowego. Podstawowa różnica polega na tym, iż certyfikaty depozytowe w okresie do wykupu są zbywalne wraz z należnymi odsetkami, a przy wycofaniu wkładu terminowego przed okresem zapadalności można stracić całość lub część należnych odsetek. Trzeba jednak przyznać, iż współcześnie banki podchodzą dosyć elastycznie do wkładów terminowych i mogą naliczać odsetki do momentu ich wycofania, np. przy wkładach oprocentowanych według zmiennej stopy. Odmianą certyfikatu depozytowego są stosowane przez niektóre banki w Polsce bony lokacyjne. Mogą one być sprzedawane według pewnej wartości nominalnej i wykupione przez posiadacza w dowolnym momencie. Odsetki dla takiego bonu są płacone w momencie wycofania wkładu, przy czym ich wysokość się zwiększa w miarę wydłużania okresu przetrzymywania bonu. Czasami stawiany jest warunek minimalnego

⁵ B. Pietrzak, *System bankowy*, [w:] *System finansowy w Polsce*, s. 102.

okresu przetrzymania, np. miesiąc. Inną odmianą takich papierów wartościowych mogą być dyskontowe certyfikaty depozytowe, które są emitowane po cenie niższej od ich wartości nominalnej. Wartość tę certyfikat uzyskuje w dniu zapadalności.

Innowacją finansową banków komercyjnych w Polsce (banki zaczęły instrument ten oferować od 1999 r.) w zakresie zagospodarowywania oszczędności osób indywidualnych są lokaty inwestycyjne. Łączą one w sobie cechy lokaty bankowej i operacji dokonywanych na rynku finansowym. Lokata inwestycyjna to depozyt, którego oprocentowanie uzależnione jest od poziomu wybranej zmiennej rynkowej⁶. Może nią być przykładowo określony indeks giełdowy, w tym z rynku zagranicznego, lub określona kompozycja kilku indeksów, kurs walutowy, określona stopa procentowa czy nawet cena złota. Istotnym warunkiem jest tutaj fakt, aby dla tego instrumentu finansowego istniał płynny rynek transakcji *futures* lub opcyjnych, które stanowią zabezpieczenie dla osiągnięcia określonego oprocentowania z lokaty inwestycyjnej lub utrzymania bazowej kwoty zainwestowanego kapitału. Podstawową cechą charakterystyczną bankowej lokaty inwestycyjnej jest gwarantowanie jej posiadaczowi z góry określonego minimalnego oprocentowania lub pełnego zwrotu zainwestowanego kapitału, jeżeli lokata nie zostanie wycofana przed terminem zapadalności. Dodatkowo istnieje możliwość osiągnięcia zysku, jeżeli wybrana zmienna rynkowa, na podstawie której lokata została zbudowana, osiągnie odpowiedni wzrost. Im wzrost ten będzie większy, tym dodatkowy zysk również.

Obecnie w Polsce kilka banków komercyjnych ma w swojej ofercie dla klientów indywidualnych lokaty inwestycyjne. Są nimi dla przykładu: lokata Euro Index, Ekstralokata, Eurogwarancja. Zysk z lokaty jest powiązany ze zmianami indeksów akcji notowanych na rynkach zagranicznych. Oprocentowanie z lokaty jest równe procentowi, o który wzrósł dany indeks giełdowy do momentu zapadalności lokaty. Według szacunków z września 2003 r.⁷ Polacy zainwestowali w lokaty inwestycyjne około 2 mld PLN. Wynika z tego, iż lokaty inwestycyjne w Polsce nie są masowym produktem, ale mają swoich zwolenników. Stwarzają one możliwość osiągnięcia wyższych stóp zwrotu w porównaniu do zwykłych lokat terminowych, jak również są bezpieczniejsze od bezpośrednich inwestycji na giełdzie. Ponadto polskim inwestorom pozwalają pośrednio inwestować na giełdach zagranicznych, co w porównaniu do inwestycji bezpośrednich jest łatwiejsze i o wiele tańsze dla klienta indywidualnego. Zaczęły się też pojawiać tzw. produkty strukturalne (*structu-*

⁶ P. Tymuła, *Depozyt na giełdzie*, Rzeczpospolita z 28 lipca 2003.

⁷ Zob. *Dodatkowego zarobku na razie nie było*, Rzeczpospolita z 4 września 2003.

ral product), czyli lokaty złożone z dwóch portfeli. Jeden to portfel pasywny, który gwarantuje zwrot zainwestowanego kapitału, a drugi to portfel aktywny, uzależniający odsetki od wzrostu wartości zmiennej rynkowej, na której jest oparta lokata. Proporcje podziału pomiędzy tymi portfelami mogą być różne. Dla przykładu jeden portfel może składać się z papierów skarbowych (zapewnia on gwarantowany poziom zwrotu), a drugi z opcji (może przynieść dodatkowy dochód). Są to więc przykłady produktów „skrojonych na miarę” (*tailor made*), których w bankach pojawia się coraz więcej.

Niewątpliwą zachętą do inwestowania oszczędności osób indywidualnych poprzez banki komercyjne jest rozwój nowych form usług bankowych, a w szczególności usługi *private banking* i bankowości elektronicznej. Świadczą one o nowoczesności banku, są elementem wygody dla klienta i stanowią czynnik wiążący go z bankiem. Usługa *private banking* polega między innymi na świadczeniu dodatkowych usług znaczącym klientom banku. Przykładowo mogą one polegać na stwarzaniu możliwości załatwiania różnych spraw w banku poza normalną kolejką przez wyznaczenie określonej osoby pełniącej funkcję doradcy klienta. Może ona także doradzać klientowi, w jaki sposób inwestować zdeponowane w banku pieniądze bądź informować go o nadarżających się możliwościach atrakcyjnego lokowania środków. Klient usługi *private banking* może mieć także zaoferowane różnego rodzaju dodatkowe usługi, np. wynikające z wydanej mu odpowiedniej karty płatniczej. Mogą to być usługi ubezpieczeniowe, opieka w podróży, awaryjna wypłata gotówki etc. Z kolei bankowość elektroniczna, w szczególności e-konto daje klientowi możliwość załatwienia praktycznie wszystkich spraw z bankiem poprzez Internet, a więc bez fizycznej obecności klienta w banku. Jej przewaga polega przede wszystkim na niższych kosztach obsługi w stosunku do bankowości tradycyjnej. Dla przykładu e-konto charakteryzuje się zredukowaniem lub brakiem opłat związanych z jego prowadzeniem. Możliwe są dodatkowe usługi typu dokonywanie przelewów, podgląd salda i historii operacji na koncie, komunikowanie się poprzez pocztę elektroniczną itp. Klient ma również możliwość zakładania i likwidowania lokat. Jest to więc bardzo wygodna dla klienta forma dokonywania różnych operacji bankowych.

Obserwując współczesne rynki finansowe można zauważyć, że banki komercyjne w coraz większym stopniu zakupują papiery wartościowe, w szczególności akcje i obligacje na własny rachunek lub prowadzą także inwestycje na rachunek i ryzyko swoich klientów. Mogą więc gromadzone środki pieniężne swoich klientów wraz z własnymi zasobami lokować w zyskowne inwestycje rynku kapitałowego. Głównym celem tych inwestycji jest uzyskanie większego dochodu w porównaniu do innych możliwości inwestowania środków. Jak wskazują obser-

wacje w Polsce⁸, obecność banków komercyjnych na rynku papierów wartościowych jest stosunkowo mała. Szacuje się, że jest to mniej niż 25% aktywów sektora bankowego (na koniec 2002 r. aktywa te wynosiły 467,1 mld PLN⁹), a ponadto w portfelach banków dominują papiery skarbowe. Trudno także oszacować inwestycje banków dokonywane na giełdzie ze względu na fakt, iż czynią one je poprzez swoje spółki zależne.

Reasumując, zaangażowanie banków komercyjnych w zagospodarowywanie oszczędności osób indywidualnych w Polsce jest duże. Stwarzają one szereg możliwości inwestowania środków poprzez rynek finansowy i mają jeszcze pewien potencjał rozwoju. W swej ofercie starają się także nadażać za najbardziej rozwiniętymi gospodarkami w świecie, wprowadzając stosowane tam rozwiązania.

4. INSTYTUCJE UBEZPIECZENIOWE

Znaczący udział w zagospodarowywaniu oszczędności osób indywidualnych poprzez rynek finansowy mają zakłady ubezpieczeniowe prowadzące ubezpieczenia na życie. Ich rola wzrosła szczególnie po przeprowadzeniu w Polsce w 1999 r. reformy systemu emerytalnego, przechodząc z systemu repartycyjnego na system kapitałowy Towarzystwa ubezpieczeniowe prowadzące ubezpieczenia na życie zbierają składki od osób fizycznych (na podstawie zawartych polis ubezpieczeniowych na życie), głównie po to, aby zabezpieczyć je pod względem finansowym na starość, przed ryzykiem kalectwa czy niezdolności do pracy, czy też wesprzeć rodzinę w razie śmierci ubezpieczonego. Często firmy te prowadzą ubezpieczenia na życie z funduszem inwestycyjnym (ubezpieczenie z funduszem inwestycyjnym), proponując osobie zawierającej polisę ubezpieczeniową przeznaczenie pewnej części środków w ramach zawartego ubezpieczenia na cele inwestycyjne, by wypłacane w przyszłości świadczenie było wyższe.

Oznacza to, iż te instytucje ubezpieczeniowe, podejmując wyżej wymienione ryzyko w stosunku do swego klienta (zapewniając mu określoną ochronę), przyjmują od niego składkę przez pewien okres (na ogół długi), aby w razie realizacji tego ryzyka bądź w przypadku gdy ono nie wystąpi, po upływie określonej liczby lat (np. dożycia do wieku emerytalnego) wypłacić mu pewną kwotę pieniędzy (wynikającą z polisy lub sumy wpłaconych, ale urealnionych składek, powiększoną o wy-

⁸ Zob. *Perspektywy rozwoju otwartych funduszy emerytalnych na rynku finansowym do roku 2010*, Raport Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych, Warszawa 2003.

⁹ B. Pietrzak, op. cit., s. 102.

pracowany z inwestycji zysk). Ponieważ instytucje te zbierają składki od osób indywidualnych przez odpowiednio długi okres (na ogół jest to powyżej 10 lub 15 lat), są więc zainteresowane długookresowym lokowaniem zgromadzonych środków finansowych. Występują one zazwyczaj na rynku kapitałowym, pełniąc funkcję tzw. preferencyjnych inwestorów, a więc takich, którzy wybierają długoterminowe i stosunkowo bezpieczne inwestycje. Następuje tutaj inwestowanie oszczędności osób indywidualnych (jest to wyraźny przykład odkładania konsumpcji bieżącej na okres późniejszy) na rynku finansowym poprzez inwestora instytucjonalnego. Jeszcze wyraźniej to widać przy ubezpieczeniu z funduszem inwestycyjnym.

Istota ubezpieczenia na życie z funduszem inwestycyjnym polega na tym, iż wpłacana periodycznie do towarzystwa ubezpieczeniowego składka jest dzielona na część przeznaczoną na ochronę ubezpieczeniową i część przeznaczoną na inwestycje dokonywane na rynku finansowym. Ze składki na inwestycje pobierana jest, z reguły niewielka, opłata administracyjna, a jej pozostała część jest alokowana w wybranym przez ubezpieczonego funduszu inwestycyjnym poprzez zakup jednostek uczestnictwa. Wysokość alokacji w pierwszym roku uczestnictwa w takim ubezpieczeniu jest uzależniona od wysokości wpłaconej składki i może wynieść 75%, natomiast po pięciu latach może wzrosnąć do 95 lub nawet 97%. Zysk z inwestycji osiąganym przez fundusz powiększa wartość zgromadzonych środków poprzez wzrost ceny jednostki uczestnictwa. Informacje odnośnie do wysokości tej ceny są cyklicznie publikowane, co oznacza, iż osoba ubezpieczona może kontrolować wysokość swoich zysków osiąganym z dokonywanych na rynku finansowym inwestycji.

Dla zilustrowania możliwości inwestowania składek wnoszonych do towarzystw ubezpieczeniowych prowadzących ubezpieczenia na życie z funduszem inwestycyjnym przedstawiony zostanie fundusz Towarzystwo Ubezpieczeń na Życie S.A. – Commercial Union Polska. Firma ta w celu bardziej efektywnego zagospodarowywania pieniędzy pochodzących ze składek powołała własne towarzystwo funduszy inwestycyjnych. Prowadzi ono cztery następujące fundusze inwestycyjne¹⁰:

- 1) Fundusz Inwestycyjny Otwarty Depozyt Plus. Jego celem jest ochrona realnej wartości gromadzonych aktywów, czyli ich ochrona przed inflacją;
- 2) Fundusz Inwestycyjny Otwarty Obligacji. Jego celem jest uzyskanie stabilnego i długoterminowego dochodu z inwestycji na poziomie wyższym od rocznego oprocentowania lokaty bankowej;

¹⁰ www.cu.com.pl

- 3) Specjalistyczny Fundusz Inwestycyjny Otwarty Stabilnego Inwestowania. Celem funduszu jest uzyskanie wysokiego poziomu dochodu w długim okresie przy umiarkowanym ryzyku inwestycyjnym;
- 4) Fundusz Inwestycyjny Otwarty Polskich Akcji. Celem funduszu jest uzyskanie możliwie wysokiego dochodu z dokonywanych inwestycji, przy czym zaleca się okres inwestowania powyżej 5 lat.

Ponadto przedstawiane towarzystwo ubezpieczeniowe na bazie oferowanych funduszy inwestycyjnych proponuje różnorodne strategie inwestycyjne poprzez Indywidualne Programy Inwestycyjne. Wybór strategii przez indywidualną osobę oznacza skonstruowanie portfela inwestycyjnego dopasowanego do jej oczekiwań z punktu widzenia ryzyka i stopy zwrotu. Mogą to być portfele od bardzo agresywnych, a więc ze 100% zaangażowaniem w akcje, do portfeli wyłącznie bezpiecznych, inwestujących tylko w instrumenty rynku pieniężnego.

W Polsce rynek ubezpieczeń na życie w ostatniej dekadzie rozwijał się bardzo intensywnie. W latach 1991–2000 średnie nominalne tempo rozwoju tych ubezpieczeń było prawie dwukrotnie wyższe od tempa pozostałych ich rodzajów (majątkowych i pozostałych osobowych)¹¹. Składka przypisana brutto (podstawowe źródło przychodów) krajowych zakładów ubezpieczeń na życie na koniec 2002 r. wyniosła 9,9 mld PLN, co stanowiło 42,8% składki ogółem (wyniosła ona 23,1 mld PLN). Składka ta była wyższa o 6,9% w stosunku do końca roku 2001. Wynosiła ona wówczas 9,2 mld PLN i stanowiła 41,2% składki ogółem. Na koniec września 2003 r. składka przypisana brutto w zakładach ubezpieczeń na życie wyniosła 8,1 mld PLN (9,8% wzrost w stosunku do tego samego okresu 2002 r.). Stanowiła ona 43,5% składki ogółem. Rynek ubezpieczeń w Polsce ma jeszcze duży potencjał wzrostu. Według danych Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych w latach 1991–2002 wydatki *per capita* na ubezpieczenia mierzone w dolarach wzrosły czterokrotnie: z 37 USD w 1991 r. do 146,9 USD w 2002 r., w tym na ubezpieczenia na życie w 2002 r. wyniosły 62,9 USD (w roku 2001 było to 58 USD). Najwyższe wydatki na ubezpieczenie w świecie ma Szwajcaria, gdzie w roku 2001 wydatki te *per capita* ukształtowały się na poziomie 4342,8 USD. Ten duży dystans pomiędzy Polską a krajami rozwiniętymi świadczy o możliwościach rozwoju polskiego rynku ubezpieczeniowego. W szczególności szansę mają ubezpieczenia na życie, np. ubezpieczenie na dożycie, posagowe oraz ubezpieczenie z funduszem inwestycyjnym. Będą one konkurencyjne wobec oferty banków, funduszy emerytalnych i funduszy inwestycyjnych prowadzonych przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Przede wszystkim konkurencja

¹¹ E. Wierzbicka, *Rynek ubezpieczeniowy*, [w:] *System finansowy w Polsce*, s. 369.

ta ujawnia się na rynku aktywów o długich terminach zapadalności – ze względu na podobne strategie inwestycyjne. Będzie to dobra możliwość do inwestowania oszczędności osób indywidualnych.

5. FUNDUSZE EMERYTALNE

Obok banków komercyjnych i instytucji ubezpieczeniowych na życie na światowych rynkach finansowych jako inwestorzy instytucjonalni inwestujący pieniądze osób indywidualnych występują fundusze emerytalne. Ich podstawowym zadaniem jest zapewnienie środków finansowych osobom przechodzącym na emeryturę. Do wzrostu ich aktywów w świecie przyczyniają się przeprowadzane w wielu krajach reformy systemów emerytalnych oraz wzrost świadomości oszczędzania na starość i stosowanie określonych bodźców stymulujących ten sposób oszczędzania, np. ulg podatkowych.

Fundusze emerytalne są tworzone w celu dodatkowego zabezpieczenia osób indywidualnych na starość, niezależnie od państwowego systemu ubezpieczeń społecznych. Ich uczestnicy wnoszą regularne wpłaty (w niektórych przypadkach można wpłacić jednorazowo wymaganą kwotę), aby po przejściu na emeryturę uzyskać określone świadczenie regularne, lub całą należną kwotę w uzgodnionym terminie. Na ogół jest również tak, iż konto uczestnika funduszu jest dodatkowo zasilane ze środków pracodawcy. Celem funduszu jest tak inwestować zebrane środki, aby zagwarantować jego uczestnikom wymagane świadczenia emerytalne. Dodatkowo środki te są powiększane poprzez kapitalizację wynikającą z ich inwestowania na rynkach finansowych.

Na rynkach finansowych w świecie fundusze emerytalne znane są już od kilkudziesięciu lat. Stąd też mają one już wykształcone procedury działania, doświadczoną kadre i sprawdzone strategie inwestowania. Ze względu na ich podstawowy cel fundusze emerytalne są poddane działaniu ustawowych regulacji zabezpieczających ich wypłacalność. Dla zachęcenia oszczędzania poprzez fundusz emerytalny państwo stwarza niejednokrotnie osobom do nich należącym możliwość dokonywania pewnych odpisów podatkowych. Dla przykładu równowartość wpłat na konto funduszu jest odejmowana od podstawy opodatkowania, a podatek jest odroczony do momentu pobierania świadczenia emerytalnego. Wtedy dochody są niższe i mniejszy (z uwagi na stosowany z reguły progresywny system opodatkowania dochodów) płaci się podatek. Doświadczenia rozwiniętych gospodarek wskazują, iż motywacja podatkowa powoduje wzrost popularności funduszy emerytalnych w społeczeństwie i przyczynia się do zwiększania jego skłonności do oszczędzania.

Z kolei ze względu na fakt w miarę bezpiecznego sposobu lokowania środków, fundusze emerytalne stanowią dobry przykład inwestowania oszczędności osób indywidualnych.

Ponieważ podstawowym celem funduszy emerytalnych jest finansowe zabezpieczenie ich uczestników w przyszłości, to instytucje te nie mogą sobie pozwolić na zbyt agresywne lokowanie zgromadzonych pieniędzy na rynku finansowym. Stąd inwestują one na ogół w instrumenty bezpieczne z punktu widzenia ryzyka inwestycyjnego, tzn. najczęściej w papiery skarbowe i municypalne oraz akcje i obligacje renomowanych firm. Mogą to być również inwestycje pośrednie w określony fundusz lub grupę funduszy powierniczych. Ten sposób inwestowania wynika także z ograniczeń nakładanych na fundusze emerytalne przez przepisy prawne, które określają górne limity zaangażowania ich środków w poszczególne rodzaje papierów wartościowych, a także z chęci dywersyfikacji portfela, która prowadzi do minimalizowania ryzyka.

W Polsce fundusze emerytalne są organizowane i działają na mocy ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych¹². Przedmiotem ich działalności jest gromadzenie środków i ich lokowanie na rynku finansowym, by po osiągnięciu wieku emerytalnego przeznaczyć je na wypłatę członkom funduszu. Fundusz taki jest tworzony przez towarzystwo emerytalne mające postać powszechnego lub pracowniczego towarzystwa, zorganizowanego w formie spółki akcyjnej. Przyjęto zasadę, iż powszechne towarzystwo tworzy fundusz otwarty, natomiast pracownicze – fundusz pracowniczy.

Uczestnikiem otwartego funduszu emerytalnego (OFE) może zostać osoba pracująca, która zawarła z nim umowę, przy czym można należeć tylko do jednego takiego funduszu, a dla niektórych kategorii wiekowych przynależność do OFE jest obowiązkowa. Składki do OFE są wnoszone z dochodu pracownika przed opodatkowaniem, natomiast wypłacana emerytura będzie opodatkowana podatkiem dochodowym od osób fizycznych. Zawierając umowę z funduszem pracownik może wskazać jedną lub więcej osób, na rzecz których chciałby, po swojej śmierci, przekazać niewykorzystane środki zgromadzone na swoim rachunku w funduszu. Rachunek taki jest otwierany dla każdego członka przystępującego do funduszu. Gromadzone są na nim wnoszone składki oraz wpłaty transferowe w przypadku zmiany funduszu. Wpłaty do otwartego funduszu emerytalnego mogą być także dokonywane w formie akceptowanych przez fundusz papierów wartościowych.

¹² Zob. ustawa z 28 VIII 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, Dz.U. Nr 139, poz. 934 z późn. zm., w tym najszerszą z 27 VIII 2003 r. o zmianie ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych oraz niektórych innych ustaw, Dz.U. Nr 170, poz. 1651.

Aktywa otwartego funduszu emerytalnego mogą być lokowane w wielu instrumentach rynku finansowego, będących zarówno w obrocie publicznym, jak również niepublicznym, w tym także w obligacje komunalne oraz przedsiębiorstw, jednakże w tym ostatnim przypadku muszą one być odpowiednio zabezpieczone. Szczególnie zalecane, z uwagi na bezpieczeństwo, są inwestycje w papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa i Narodowy Bank Polski lub przez nie gwarantowane. Takimi inwestycjami mogą być również inwestycje w bankowe papiery wartościowe i depozyty bankowe oraz za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych, a także lokaty w instrumenty pochodne, z tym że muszą one mieć na celu wyłącznie ograniczenie ryzyka inwestycyjnego związanego ze zmianą kursu walutowego, odnoszącego się do papierów wartościowych zakupionych poza granicami kraju ze środków funduszu. Mogą również inwestować w listy zastawne. Przepisy nakładają także pewne górne limity inwestycji w przytoczone wyżej instrumenty, np. łączna wartość lokat aktywów funduszu we wszystkich papierach jednego emitenta albo dwóch lub większej liczby emitentów będących podmiotami związanymi nie może przekroczyć 5% wartości tych aktywów.

W momencie tworzenia otwartych funduszy emerytalnych w Polsce (kwiecień 1999 r.) powstało ich 21. Przystąpiło do nich 10,1 mln Polaków. Na koniec 2003 r. było już 16 OFE i dysponowały one aktywami wartości 44,8 mld PLN¹³. Uczestnikami tych funduszy było 11,4 mln osób a największy udział w rynku miały: Commercial Union (28,3%), ING Nationale-Nederlanden (22,3%) i PZU Złota Jesień (14,1%). Dominującymi w portfelach inwestycyjnych lokatami były skarbowe instrumenty dłużne. Ich udział wynosił 61,6%. Inwestycje w akcje wynosiły 32,4% a w depozyty bankowe 3,9%. Od początku 2003 r. zaczęto obserwować powolny spadek udziału instrumentów dłużnych w portfelach OFE oraz zwiększający się udział instrumentów udziałowych. Szacuje się, iż w roku 2010 fundusze te będą dysponować aktywami powyżej 160 mld PLN¹⁴. Oznaczać to będzie istotny wzrost zapotrzebowania na instrumenty rynku finansowego w Polsce, czyli możliwość realizacji coraz większej liczby projektów inwestycyjnych.

Z kolei uczestnikiem funduszu pracowniczego może zostać osoba pracująca, która spełnia warunki określone w ustawie o pracowniczych programach emerytalnych¹⁵. Mogą one być prowadzone według jednej z następujących form:

¹³ Biuletyn Miesięczny Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych, nr 1, styczeń 2004.

¹⁴ *Perspektywy rozwoju otwartych funduszy emerytalnych na rynku finansowym do roku 2010.*

¹⁵ Ustawa z dnia 22 VIII 1997 r. o pracowniczych programach emerytalnych, Dz.U. Nr 139, poz. 932 z późn. zm.

- a) pracowniczego funduszu emerytalnego,
- b) umowy o wnoszenie przez pracodawcę składek pracowników do funduszu inwestycyjnego,
- c) umowy grupowego inwestycyjnego ubezpieczenia na życie pracowników z zakładem ubezpieczeń,
- d) umowy grupowego inwestycyjnego ubezpieczenia na życie pracowników z towarzystwem ubezpieczeń, na podstawie której pracownicy stają się jego członkami (towarzystwo ubezpieczeń wzajemnych).

Dwie pierwsze formy nazywane są kapitałowymi, natomiast pozostałe ubezpieczeniowymi. Środki gromadzone poprzez pracownicze programy emerytalne są inwestowane na rynku finansowym, a środki pracowniczego funduszu emerytalnego w podobny sposób jak środki otwartego funduszu emerytalnego. Środki w tych programach pochodzą ze składek podstawowych finansowanych przez pracodawców oraz składek dodatkowych finansowanych przez pracowników. Składka podstawowa nie może być wyższa od 7% wynagrodzenia pracownika. Z tytułu jej ponoszenia pracodawca ma korzyść, ponieważ nie jest ona wliczana do wynagrodzenia stanowiącego podstawę ustalenia obowiązkowych składek na ubezpieczenie społeczne. Stanowi ona jednak przychód pracownika podlegający opodatkowaniu. Natomiast wysokość składki dodatkowej określa sam pracownik i jest ona potrącana z jego wynagrodzenia po opodatkowaniu. Z kolei wypłaty środków z pracowniczych programów emerytalnych są wolne od podatku dochodowego od osób fizycznych.

Pracownicze programy emerytalne dają pracownikom możliwość dodatkowego gromadzenia środków (inwestowania swoich oszczędności) na potrzeby osobistego zabezpieczenia swojej przyszłości. Uczestnictwo w nich zależy przede wszystkim od świadomości pracowników, iż to oni ponoszą odpowiedzialność za wysokość swojej przyszłej emerytury. Im więcej środków zdołają odłożyć w wieku produkcyjnym, tym wyższe środki będą mieli w wieku poprodukcyjnym. Po prawie pięciu latach funkcjonowania reformy emerytalnej w Polsce do połowy grudnia 2003 r. było zarejestrowanych nieco ponad 240 pracowniczych programów emerytalnych (szacowano, iż obejmowały one około 93 tys. pracowników). Wśród nich było prawie 90 programów prowadzonych samodzielnie przez przedsiębiorstwa lub w formie programu międzyzakładowego, około 80 przedsiębiorstw wybrało formę ubezpieczenia na życie z funduszem inwestycyjnym, a nieco ponad 70 formę umowy z funduszem inwestycyjnym. Nie widać więc, aby któraś z form pracowniczych programów emerytalnych (poza oczywiście towarzystwem ubezpieczeń wzajemnych) była wyraźnie preferowana. Za prowadzeniem samodzielnie takiego programu przez przedsiębiorstwo może przemawiać fakt, iż

pracodawca pragnie zaoferować swoim pracownikom jednolity i interesujący pod względem finansowym instrument motywowania do pracy bądź związania z firmą oraz to, że wspólnie z pracownikami mogą decydować o kształcie programu.

Rozszerzeniem rynku pracowniczych programów emerytalnych mogą być indywidualne konta emerytalne¹⁶, poprzez które mogłoby nastąpić jeszcze pewne zwiększenie oszczędności na przyszłe świadczenia emerytalne. Jest to stworzenie możliwości dodatkowego oszczędzania dla wszystkich pracowników, a w szczególności dla tych, którzy nie uczestniczą w pracowniczych programach emerytalnych. Zakłada się, iż indywidualne konta emerytalne (IKE) będą tworzyć przede wszystkim pracownicy osiągający wysokie i średnie dochody. Zachętą do tej formy oszczędzania na starość mają być pewne odpisy podatkowe, np. zwolnienie z podatku od dochodów kapitałowych. Konta te byłyby prowadzone przez określone instytucje finansowe (bank, zakłady ubezpieczeniowe, towarzystwa funduszy inwestycyjnych), które gromadzone na nich środki inwestowałyby na rynku finansowym dodatkowo je powiększając. Korzystający z tej formy oszczędzania na przyszłą emeryturę mogliby mieć tylko jedno IKE, jednakże mieliby prawo do zmiany instytucji prowadzącej IKE oraz sposobu gromadzenia oszczędności, np. mogliby przenieść zgromadzone środki do pracowniczego programu emerytalnego. W projekcie ustawy założono, iż roczna wpłata na indywidualne konto emerytalne nie będzie mogła przekroczyć 150% prognozowanego przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia w gospodarce narodowej ogłaszanego na dany rok. Wprowadzenie indywidualnych kont emerytalnych może zmienić nawyki inwestycyjne Polaków, którzy w końcu roku 2003 nieco ponad 70% swoich oszczędności lokowali w bankach. Gwarantują one pewien stabilny ich wzrost, jednakże wzrost ten może być wyższy, jeżeli oszczędności te będą lokowane na rynku kapitałowym, a więc poza systemem bankowym.

Indywidualne konta emerytalne dają szansę na wzrost oszczędności długoterminowych. Będzie to wynikać z faktu, iż zgromadzone na nich pieniądze będą wypłacane osobie po ukończeniu 60. roku życia, chyba że osoba ta wcześniej nabyła świadczenia emerytalne. Osoby wypłacające wcześniej swe środki mogą je wycofać w całości, ale muszą uiścić niezapłacony podatek. Ponadto określa się minimalny okres oszczędzania wynoszący 5 lat, aby mobilizować do oszczędności długoterminowych. Instytucje finansowe prowadzące IKE nie będą miały w sposobach inwestowania gromadzonych na nich środków ograniczeń

¹⁶ Obecnie trwają prace legislacyjne w sejmie nad odpowiednią ustawą w tej sprawie.

podobnych do tych, które dotyczą otwartych funduszy emerytalnych i pracowniczych programów emerytalnych. Wszystko to w dłuższej perspektywie przyczyni się jeszcze bardziej do rozwoju polskiego rynku finansowego. Wzrost oszczędności winien wywołać zmniejszenie się kosztu kapitału pozyskiwanego przez przedsiębiorstwa i zwiększenie możliwości finansowania realizowanych przez nie projektów inwestycyjnych. To z kolei pobudzi rozwój przedsiębiorczości, co będzie skutkowało wzrostem zatrudnienia w gospodarce i w dalszej kolejności wzrostem dochodów społeczeństwa i oszczędności kierowanych na rynek finansowy.

Reasumując należy stwierdzić, iż oszczędzanie poprzez fundusze emerytalne i inne formy z nimi związane wywiera pozytywny wpływ na rozwój rynku finansowego i całej gospodarki w Polsce. Ponadto rola ta będzie wzrastać w miarę zwiększania się puli gromadzonych oszczędności, a będą one się zwiększać systematycznie. Polska pod tym względem będzie upodabniać się do innych rozwiniętych krajów, gdzie fundusze emerytalne funkcjonują już od wielu lat i zajmują czołowe miejsce w systemie finansowym pod względem zgromadzonych aktywów, pełniąc zarazem funkcję znaczącego inwestora instytucjonalnego zarządzającego środkami finansowymi osób indywidualnych.

6. FUNDUSZE INWESTYCYJNE

Fundusze inwestycyjne w wysoko rozwiniętych gospodarkach zaliczane są do najpoważniejszych inwestorów instytucjonalnych, głównie ze względu na fakt dysponowania ogromnymi kwotami kapitału do zagospodarowania i ich lokowaniem na długie okresy. Na rynku kapitałowym odgrywają rolę inwestorów długoterminowych, określanych inaczej mianem preferencyjnych, a ich aktywa w niektórych krajach przekraczają aktywa sektora bankowego. Dla inwestorów indywidualnych fundusze inwestycyjne odgrywają rolę głównego pośrednika rynku finansowego, tzw. instytucji, poprzez którą inwestorzy ci mogą lokować swoje nadwyżki finansowe (oszczędności) w różnorakie instrumenty finansowe. Inwestorzy indywidualni chętnie oddają funduszom inwestycyjnym swoje środki do zagospodarowania, przede wszystkim ze względu na fakt zatrudniania przez fundusze wysoko kwalifikowanej kadry, która ma duże doświadczenie w inwestowaniu na rynku finansowym oraz sprawdzone strategie inwestycyjne.

Wysoka pozycja funduszy inwestycyjnych na współczesnym rynku finansowym wynika z istoty wspólnego inwestowania, gdyż ich funkcjonowanie opiera się na idei połączenia wolnych nadwyżek środków finansowych inwestorów indywidualnych w celu ich wspólnego inwesto-

wania na rynku kapitałowym lub szerzej finansowym¹⁷. Wspólne inwestowanie oznacza dokonywanie inwestycji ze zgromadzonych środków od inwestorów indywidualnych przez fundusz oraz solidarne dzielenie, tzn. zgodnie z udziałem każdego uczestnika funduszu w zgromadzonych aktywach ogółem, korzyści i strat z tych inwestycji. Gromadzone od swoich uczestników środki finansowe (do niektórych funduszy można także wносить określone papiery wartościowe) fundusze inwestycyjne inwestują w różnorodne instrumenty finansowe, przy czym najczęściej zakupują akcje, obligacje oraz instrumenty pochodne. Fundusze także inwestują w instrumenty rynku pieniężnego, np. bony skarbowe oraz na rynkach towarowych.

Do podstawowych zalet wspólnego inwestowania środków poprzez fundusze inwestycyjne można zaliczyć następujące¹⁸:

1. Dywersyfikacja portfela inwestycyjnego funduszu. Gromadzenie środków przez fundusz od wielu jego uczestników pozwala pokonać barierę ich niedoboru, która występuje u indywidualnego inwestora, i ulokować je w różnych instrumentach rynku finansowego, zgodnie ze strategią rozpraszania pozwalającą na minimalizowanie ryzyka inwestycyjnego. Oznacza to, iż inwestor indywidualny inwestując poprzez fundusz nawet niewielką kwotę swoich środków ma możliwość ograniczania swego ryzyka w takim samym stopniu jak inwestorzy instytucjonalni dysponujący w porównaniu z nim ogromnymi kwotami. Dywersyfikacja portfela oznacza także, iż strata ponoszona na jednym instrumencie finansowym może być rekompensowana zyskiem na innym instrumencie, gdyż przy inwestycjach w akcje fundusz inwestuje swe środki w akcje różnych emitentów, np. tej samej branży bądź należących do różnych branż. Może także dywersyfikować swe portfele inwestując na różnych rynkach, np. krajowym i zagranicznych, co powoduje, iż ewentualna strata na jednym rynku może być zrekomensowana zyskiem odniesionym na drugim rynku.
2. Wybór strategii odpowiadającej skłonności do ponoszenia ryzyka. Towarzystwo inwestycyjne prowadzi z reguły rodzinę funduszy, stwarzając swoim klientom możliwość wyboru określonego sposobu inwestowania, zgodnie z ich indywidualnymi preferencjami. Sposób inwestowania to wybór strategii inwestycyjnej odpowiadającej skłonności inwestora do ponoszenia ryzyka inwestycyjnego

¹⁷ W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 536.

¹⁸ Idem, *Fundusze inwestycyjne na polskim rynku kapitałowym*, Studia i Monografie Społecznej Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania w Łodzi, nr 8, Łódź 2003, s. 26–27.

i oczekiwanej przez niego stopy zwrotu. Tak więc inwestor posiadający wysoką awersję do ryzyka może wybrać fundusz inwestujący w instrumenty nie obciążone ryzykiem, np. papiery skarbowe, które przynoszą stały, aczkolwiek niski dochód, natomiast inwestor preferujący ryzyko może wybrać fundusz inwestujący w akcje przedsiębiorstw obciążone wysokim ryzykiem, ale o dużym potencjale wzrostu kursu. Poprzez wybór odpowiedniej strategii inwestor może mieć również dostęp do rynków zagranicznych, wybierając np. fundusz inwestujący w papiery wartościowe emitowane przez firmy z innych krajów. Realizuje się tutaj zarazem prostota inwestowania poprzez fundusz inwestycyjny, która jest ważna dla inwestora indywidualnego. Polega ona na tym, iż inwestor ten może tylko wpłacać pieniądze do funduszu, wybierając jego określony rodzaj, czyli strategię inwestowania, a następnie jedynie śledzić wartość swojej jednostki uczestnictwa w funduszu.

3. Bezpieczeństwo lokowanych środków. Zarówno funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych, jak i lokowanie zgromadzonych przez nie środków podlega odpowiednim regulacjom prawnym, które między innymi narzucają określony limit ulokowania środków w dany instrument finansowy oraz przechowywanie aktywów w banku depozytowym, którym może być bank dysponujący odpowiednio wysokimi kapitałami własnymi lub Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych. Oznacza to, iż w przypadku bankructwa takiego banku przechowywane aktywa funduszu są wyłączone z jego masy upadłościowej, czyli uczestnicy funduszu nie ponoszą z tego tytułu żadnej straty. Odpowiedni stopień bezpieczeństwa środków powierzonych funduszowi przez inwestorów indywidualnych łączy się także z inną zaletą wspólnego inwestowania, która wynika z zarządzania nimi przez wyspecjalizowane w tym procesie firmy menedżerskie. Trzeba jednakże pamiętać, że bezpieczne inwestowanie poprzez fundusz inwestycyjny nie oznacza całkowitego wyeliminowania ryzyka inwestycyjnego, na które narażony jest inwestor indywidualny.
4. Profesjonalne zarządzanie portfelem funduszu. Środki gromadzone przez fundusze inwestycyjne są zarządzane przez firmy specjalizujące się w zarządzaniu aktywami (*asset management*) na zlecenie, a regulacje prawne narzucają im obowiązek zatrudnienia odpowiedniej liczby licencjonowanych doradców w zakresie obrotu papierami wartościowymi, którzy zazwyczaj pełnią funkcję menedżera portfela funduszu. Doradcy ci, zwani także inwestycyjnymi, posiadając wysoko kwalifikowaną wiedzę z zakresu mechanizmów funkcjonowania rynku finansowego, każdą lokatę funduszu na rynku finansowym poprzedzają odpowiednią analizą jej opłacalności, analizą tendencji rynkowych i warunków gospodarczych kraju,

w którym jest dokonywana inwestycja. Oznacza to konieczność ustawicznego śledzenia systematycznie napływających na rynek finansowy informacji, a także ich zestawiania i analizowania oraz podejmowania decyzji, które skutkowałyby wysokimi stopami zwrotu z poczynionych inwestycji. A zatem inwestor indywidualny powierzając środki funduszowi inwestycyjnemu może czuć się zwolniony z obowiązku systematycznego śledzenia i analizowania tego ogromu informacji oraz wie, iż w jego imieniu decyzje inwestycyjne są podejmowane profesjonalnie i po niezbędnej analizie. Ponadto kadra zarządzająca aktywami funduszu posiada duże doświadczenie w inwestowaniu środków na rynku finansowym oraz sprawdzone strategie i metody inwestowania.

5. Niższe koszty transakcyjne ponoszone przez fundusz. Koszty te rozpatruje się w porównaniu do kosztów transakcyjnych, które poniósłby inwestor indywidualny, gdyby inwestował samodzielnie. Z reguły dysponuje on niewielką kwotą w porównaniu do tych, którymi obracają fundusze inwestycyjne, a koszty transakcyjne są opłatami prowizyjnymi w stosunku do inwestowanych kwot kapitału. Oznacza to, iż inwestorzy indywidualni płacą na ogół najwyższe stawki, a fundusze mogą stawki negocjować – w związku z tym są z reguły najniższymi prowizjami. Niższe koszty transakcyjne przekładają się następnie na wyższe zyski, które mogą osiągać fundusze z dokonywanych inwestycji.
6. Możliwość szybkiej zamiany dokonanej inwestycji na gotówkę. Uczestnik funduszu inwestycyjnego może praktycznie w każdym czasie przedstawić posiadane jednostki uczestnictwa do umorzenia lub sprzedać na rynku wtórnym certyfikaty inwestycyjne, a więc papiery wartościowe emitowane przez fundusze inwestycyjne. Umorzenie lub sprzedaż tych papierów odbywa się według aktualnej ceny rynkowej, a więc wraz z naliczonymi korzyściami wynikającymi z czasu trwania inwestycji. Korzyścią z uczestnictwa w funduszu jest wzrost wartości jego aktywów lub ceny rynkowej wyemitowanego certyfikatu inwestycyjnego. Inwestycja w fundusz inwestycyjny jest bardziej płynna w stosunku do wielu innych inwestycji czynionych na rynku kapitałowym, np. zakupu nieruchomości, udziałów w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością czy akcji spółki nie notowanej na rynku publicznym, gdyż w tym drugim przypadku wyjście z inwestycji jest trudne i wymaga nieraz długiego czasu. Tak więc inwestycja w fundusz może być traktowana jako dobry środek na przechowywanie kapitału, zarówno w krótkim, jak i długim okresie. Czasami inwestycja ta jest określana jako nieograniczona w stosunku do czasu, co oznacza, iż w każdej chwili może być zamieniona na gotówkę.

7. Inne udogodnienia stwarzane przez fundusz. Rozwój rynku kapitałowego i występująca na nim konkurencja powodują, iż fundusze inwestycyjne proponują swym uczestnikom dodatkowe, najczęściej bezpłatne, usługi, takie jak: infolinia, składanie zleceń za pomocą telefonu, faksu lub Internetu, dokonywanie konwersji pomiędzy funduszami w ramach prowadzącego je towarzystwa, dokonywanie wpłat przelewem z konta, automatyczne odkupywanie jednostek uczestnictwa itp. Wszystko to stwarza określone udogodnienia w zakresie miejsca i czasu inwestowania za pośrednictwem funduszu inwestycyjnego, czyli uatrakcyjnia go w porównaniu do innych możliwości lokowania środków na rynku finansowym. Uczestnicy funduszu bardzo sobie cenią tego typu usługi. Ponadto zwiększa się ustawicznie dostępność samych jednostek uczestnictwa, które obecnie poza domami maklerskimi można nabywać także w placówkach bankowych i od osób fizycznych pełniących funkcję pośredników. Innym jeszcze udogodnieniem stwarzanym przez fundusz inwestycyjny swoim uczestnikom może być oferowanie wspólnych produktów wynikających z ich współpracy z firmami ubezpieczeniowymi. Produkty te mogą łączyć systematyczne oszczędzanie z ubezpieczeniem na życie lub też proponować inne rodzaje ubezpieczeń, np. od następstw nieszczęśliwych wypadków, odpowiedzialności cywilnej etc. Dodatkowo fundusze inwestycyjne organizują szereg akcji promocyjnych, w ramach których obniżają lub nie pobierają w ogóle opłaty manipulacyjnej od wnoszonych środków.

Należy także dodać, iż niektóre fundusze inwestycyjne, oprócz swojej standardowej oferty, stwarzają swoim klientom coraz częściej dodatkowe możliwości inwestowania. Takim przykładem mogą być plany systematycznego oszczędzania polegające na wnoszeniu przez uczestnika danego funduszu na swoje konto periodycznych stałych wpłat przez pewien określony czas. Łączą się z tym, z reguły stwarzane przez fundusz dla zachęcenia skorzystania z takiego planu, pewne zniżki w opłatach manipulacyjnych lub ich zniesienie w ogóle. Plan systematycznego oszczędzania może przyjąć formę, opisywanego wcześniej, indywidualnego konta emerytalnego lub może służyć zebraniu środków na budowę domu, zakup działki, mieszkania czy samochodu, pokrycie kosztów kształcenia bądź stanowić rezerwę finansową na trudny czas. Inną możliwością może być program rentierski. Oferowany jest on zazwyczaj ludziom w średnim wieku, chcącym otrzymywać regularne dochody po określonym czasie, np. po przejściu na emeryturę. Dochody te będą pochodzić z systematycznego odkupywania jednostek uczestnictwa w funduszu, w którym zgromadziła je osoba uczestnicząca w programie rentierskim.

Inwestując swoje środki finansowe poprzez fundusz inwestycyjny, inwestor indywidualny musi jednakże pamiętać o ponoszonym ryzyku inwestycyjnym, które towarzyszy każdej inwestycji dokonywanej na rynku finansowym. Idea wspólnego inwestowania pozwala ograniczać to ryzyko, ale nie oznacza całkowitej jego eliminacji. Wynika ono z oddziaływania na rynek finansowy takich czynników, które mogą spowodować spadek wartości aktywów funduszu tworzących jego portfel. Ryzyko to jest zmienne w czasie, a jego poziom zależy przede wszystkim od długości trwania dokonanej inwestycji oraz strategii inwestycyjnej przyjętej przez inwestora, np. inne jest ryzyko przy strategii agresywnego inwestowania i inne przy strategii bezpiecznego inwestowania, a więc polegającej na inwestowaniu w papiery Skarbu Państwa, obligacje komunalne itp. Dłuższy horyzont inwestycji wiąże się zawsze z ponoszeniem wyższego ryzyka, które jest wynikiem większej niepewności odnośnie do realizacji przewidywanych warunków gospodarowania w przyszłości. Jednakże z wyższym ryzykiem wiąże się zawsze wyższa jego cena, której żąda inwestor za dokonanie takiej inwestycji, a jej odzwierciedleniem jest wyższa oczekiwana stopa zwrotu z tej inwestycji. Oznacza to, iż inwestorzy indywidualni inwestujący za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych ponoszą ryzyko inwestycyjne zgodnie ze swoją skłonnością do tego ryzyka. Ich ceną za jego zwiększanie się jest żądanie odpowiednio wyższej stopy zwrotu z dokonanej inwestycji, czyli uwzględnienie odpowiedniej premii za ryzyko.

Do najważniejszych rodzajów ryzyka towarzyszącego inwestowaniu za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych należą następujące¹⁹:

1. Ryzyko zmienności warunków gospodarowania, zwane też ryzykiem zmienności rynku. Wynika ono ze zmiany ogólnych warunków gospodarowania w stosunku do tych, których oczekuje inwestor w okresie trwania swojej inwestycji na skutek zewnętrznych oraz wewnętrznych uwarunkowań, którym podlega gospodarka danego kraju. Ryzyko to dotyczy w szczególności inwestowania w fundusze akcji, przy czym najwyższe jest ono w przypadku gdy fundusze te inwestują w akcje agresywne, czyli takie, których kursy mają duży potencjał wzrostu w przyszłości, ale obciążone są wysokim ryzykiem. Generalnie inwestowanie w akcje jest określane powszechnie mianem „ryzykownego” ze względu na fakt, iż ceny akcji mogą podlegać nieoczekiwanym i gwałtownym spadkom lub wzrostom niezależnie od fundamentalnych podstaw, na podstawie których analizowano opłacalność dokonanej inwestycji. Zależą one bowiem między innymi od takich czynników, jak: wyniki finanso-

¹⁹ Ibidem, s. 28–29.

we emitenta, poziom inflacji, poziom bezrobocia, poziom deficytu budżetowego, kryzys międzynarodowy, klęska żywiołowa itp., a także jest wiele irracjonalnych przesłanek wywołujących spadki kursów akcji bądź też wynikają one z tzw. psychologii rynku. Zmiany kursów akcji mogą być związane z ogólnymi tendencjami cen na rynku (ryzyko systematyczne) oraz mogą wynikać z informacji płynących od emitenta na rynek (ryzyko specyficzne). Mogą one dotyczyć zarówno krótkiego okresu – są bardziej prawdopodobne, jak i okresu długiego – są mniej prawdopodobne, bo spadek ceny akcji w jednym subokresie może być zrekompensowany przez jej wzrost w drugim.

2. Ryzyko inflacyjne. Ryzyko to jest związane z tendencją do wzrostu cen dóbr konsumpcyjnych i usług, co powoduje obniżenie realnej siły nabywczej pieniądza w momencie wyjścia z dokonanej inwestycji w stosunku do momentu zainwestowania kapitału. Uwidacznia się ono szczególnie w dłuższym okresie, gdy pieniądze zainwestowano w papiery wierzytelnościowe, np. fundusz inwestujący w obligacje, o stałym oprocentowaniu, czyli gdy za uzyskiwane stałe odsetki można kupić coraz mniej towarów i usług. Zjawisko inflacji w dużym stopniu rzutuje na wybór odpowiedniego funduszu inwestycyjnego. Na ogół w przypadku niskiej inflacji inwestorzy wybierają fundusze inwestujące w akcje, a przy wysokiej inflacji preferują fundusze inwestujące w obligacje i inne papiery wierzytelnościowe. Dla dokonania prawidłowego wyboru strategii inwestycyjnej należy śledzić zachowanie się indeksu wzrostu cen dóbr i usług, którego poziom w znaczącym stopniu jest skorelowany z poziomem stóp procentowych. A zatem przy wysokich poziomach stóp procentowych inwestorzy będą inwestować swoje pieniądze w fundusze obligacyjne, ponieważ zwiększa się wtedy ich nominalne (dotyczy to głównie obligacji długoterminowych) oprocentowanie, natomiast przy niższych poziomach stóp procentowych większym zainteresowaniem cieszyć się będą fundusze akcji. Wzrost poziomu stóp procentowych powodujący odpływ kapitału lokowanego w akcje na rzecz zakupu obligacji oznacza spadek popytu na akcje i będzie powodować obniżanie się poziomu ich notowań. Ten element ryzyka inwestowania na rynku kapitałowym przyjęto nazywać ryzykiem stopy procentowej.
3. Ryzyko kredytowe. Ryzyko to dotyczy tych funduszy, które swe środki inwestują w obligacje i inne papiery wierzytelnościowe. Jest ono związane z ewentualną niewypłacalnością emitenta, czyli brakiem możliwości terminowej zapłaty odsetek i wykupu obligacji. Stąd też fundusz inwestujący w obligacje bierze pod uwagę możliwość, iż emitent nie będzie w stanie ich wykupić bądź zapłacić

odsetek w naznaczonych terminach. Taką niepewność fundusz rekompensuje sobie oczekiwaniem wyższej stopy zwrotu w porównaniu do obligacji charakteryzujących się niższym ryzykiem, np. emitowanych przez Skarb Państwa.

W celu ograniczenia ryzyka inwestycyjnego fundusze inwestycyjne stosują, opisaną wyżej, dywersyfikację swoich portfeli, co nazywa się inaczej strategią rozpraszania ryzyka. Pozwala im ona na minimalizowanie ewentualnych strat z poczynionych na rynku finansowym inwestycji. Fundusze czynią to głównie poprzez²⁰:

- a) inwestowanie w różne rodzaje papierów wartościowych, np. akcje, obligacje, bony skarbowe, instrumenty pochodne,
- b) rozpraszanie lokat między emitentów należących do różnych sektorów gospodarki,
- c) rozpraszanie lokat pod względem geograficznym, np. inwestowanie w różnych regionach świata, krajach czy regionach danego kraju.

Na świecie fundusze inwestycyjne, jako instytucje wspólnego inwestowania, istnieją od początku dwudziestego wieku, jednakże ich szczególny rozwój nastąpił dopiero w latach dziewięćdziesiątych. Na koniec pierwszego półrocza 2003 r. ich ogólną liczbę szacowano na 53 500, a łączna suma ich aktywów przekroczyła kwotę 10,8 bln EUR (12,4 bln USD)²¹. Wartość aktywów mierzona w dolarach w stosunku do końca 1998 r. wzrosła o 33,3%. Największe aktywa fundusze te zgromadziły w USA – nieco ponad 55% oraz w Europie – nieco ponad 32% (następnym krajem pod tym względem jest Australia: 3,5%). Aktywa te w USA wyniosły prawie 6 bln EUR (6,8 bln USD) i 3,5 bln EUR (prawie 4 bln USD) w Europie. W Stanach Zjednoczonych oznacza to prawie siedmiokrotny wzrost aktywów funduszy inwestycyjnych w stosunku do 1990 r. Z kolei w Europie najwyższe aktywa posiadały fundusze inwestycyjne ulokowane we Francji – 960,5 mld EUR (21,4% rynku), Luksemburgu – 876,6 mld EUR (19,5%) oraz Niemczech – 797,5 mld EUR (17,8%).

Natomiast na rynku europejskim największe środki fundusze inwestycyjne ulokowały w funduszach obligacji – ich udział w rynku wyniósł 32%²². Fundusze te były najbardziej popularne w Danii i na Węgrzech, gdzie stanowiły ponad 70% rynku. W funduszach akcji ulokowano 31,2% ogółu aktywów, przy czym największym zainteresowaniem

²⁰ G. Kościelniak, *Fundusze powiernicze*, Kantor Wydawniczy Zakamycze, Kraków 1998, s. 122.

²¹ Na podstawie *International Statistical Release* – statystyki z 38 krajów opublikowanej przez FEFISI (Fédération Européenne des Fonds et Sociétés d'Investissement) – Europejskie Stowarzyszenie Towarzystw i Funduszy Inwestycyjnych, 2003:Q2, www.fefisi.org

²² T. Miziołek, *Europejski rynek funduszy inwestycyjnych w I półroczu 2003 r.*, *Nasz Rynek Kapitałowy* 2003, nr 10.

fundusze te cieszyły się w Wielkiej Brytanii (ponad 70% rynku) i w Szwecji (ponad 60% rynku).

Powyższe typy funduszy inwestycyjnych zostały wyróżnione ze względu na rodzaj dokonywanych przez nie lokat. Jest to jedno z najważniejszych kryteriów podziału tych funduszy, którym interesują się inwestorzy indywidualni lokujący pieniądze na rynku finansowym za ich pośrednictwem. I tak fundusze akcji należą do inwestycji obciążonych stosunkowo wysokim ryzykiem ze względu na fakt, iż ceny akcji, na co wskazywaliśmy wcześniej, zależą od bardzo wielu czynników, do których między innymi można zaliczyć: wyniki finansowe, w tym rentowność, zadłużenie, płynność, jak również perspektywy rozwoju spółki, jej pozycja konkurencyjna na rynku czy ogólna sytuacja gospodarcza kraju. Inwestorzy inwestują w akcje głównie z powodu potencjalnego wzrostu ich cen w przyszłości wynikających z podstaw fundamentalnych, czyli osiągnięcia zysku kapitałowego, i możliwości wypłat dywidendy. Jednakże mają oni świadomość zmienności cen akcji pod wpływem tzw. klimatu gospodarczego i nastrojów uczestników rynku. Inwestorzy wiedzą, iż ceny akcji zmieniają się w czasie każdej sesji giełdowej oraz że skala tych zmian może być duża – w zależności od zmian otoczenia rynkowego i informacji płynących ze spółki. Stąd też inwestycje w akcje należy traktować jako długoterminowe, tzn. takie, w których korzyści określane są czynnikami fundamentalnymi, czyli zdolnością spółki do generowania zysku i jej rozwoju w perspektywie kilku lat, a nie kilku miesięcy bądź roku.

Z kolei fundusze rynku pieniężnego, zwane też funduszami pieniężnymi, inwestują swe środki w instrumenty rynku pieniężnego, a więc takie papiery wartościowe, których okres do wykupu nie przekracza roku. Najczęściej są to lokaty w bony skarbowe, krótkoterminowe obligacje skarbowe, bony komercyjne przedsiębiorstw, lokaty bankowe etc. Z punktu widzenia ponoszonego ryzyka fundusze te zaliczane są do najbezpieczniejszych, gdyż emitentami zakupywanych papierów są: Skarb Państwa, banki, duże przedsiębiorstwa, a więc podmioty o wysokiej wiarygodności kredytowej. Podstawowym celem inwestycyjnym funduszu rynku pieniężnego jest ochrona realnej wartości swoich aktywów, a więc uzyskanie stopy zwrotu z dokonanych inwestycji na poziomie przewyższającym wskaźnik inflacji. Uzyskiwane przez te fundusze stopy zwrotu są porównywalne do stóp oprocentowania lokat bankowych, jednakże dla tych ostatnich stanowią istotną konkurencję. Wynika ona z faktu, iż fundusze pieniężne przynoszą nieco wyższe stopy zwrotu niż lokaty bankowe, a poza tym umarzając jednostki uczestnictwa w takim funduszu nie traci się narosłych odsetek – jak przy niektórych lokatach terminowych.

Fundusze obligacji inwestują w różnorodne obligacje emitowane przez Skarb Państwa, jednostki samorządu terytorialnego, banki oraz

przedsiębiorstwa. Od samych obligacji fundusz ten odróżnia się tym, iż nie ma określonego terminu wykupu. Przedłużanie terminu wykupu w funduszu obligacji następuje poprzez zastępowanie obligacji, których termin wykupu mija, nowymi ich emisjami, dla których generalnie wydłuża się termin zapadalności. Inwestycja w fundusz obligacji jest korzystna ze względu na dwa rodzaje dochodu – odsetki i zysk kapitałowy. Odsetki to nominalnie określone oprocentowanie, które może być naliczane według stałej lub zmiennej stopy, a zysk kapitałowy wynika z wahań stóp procentowych na rynku. Generalnie obowiązuje tutaj zasada, że gdy stopy spadają, to ceny obligacji idą w górę – dotyczy to jednakże obligacji o stałej stopie oprocentowania, ale one zdecydowanie dominują na rynku. Ponadto obligacje o dłuższych terminach wykupu podlegają większym wahaniom cen niż obligacje krótkoterminowe przy zmianach stóp procentowych. Fundusze obligacji inwestujące w obligacje komunalne i obligacje przedsiębiorstw muszą zwracać uwagę na ryzyko kredytowe, o którym pisaliśmy wcześniej. W tym kontekście warto zwrócić uwagę na fakt, iż przy wyborze obligacji do portfela inwestycyjnego istotną rolę odgrywa rating obligacji, czyli ocena wiarygodności ich emitenta dokonywana przez specjalizujące się w tym agencje.

Fundusze zrównoważone-mieszane stanowią najmniej jednorodną grupę. Generalnie są to fundusze, których portfel składa się w określonej proporcji z akcji, obligacji i papierów rynku pieniężnego. Jego struktura jest uzależniona od sytuacji gospodarczej. Dla przykładu w przypadku hossy na giełdzie w funduszu takim będą przeważać akcje, a w przypadku wysokich stóp procentowych i bessy na giełdzie przeważać będą papiery wierzycielskie. Fundusze te charakteryzuje z reguły umiarkowane ryzyko inwestycyjne. Przeznaczone są dla inwestorów tolerujących jednak wyższe ryzyko niż uczestnicy funduszy bezpiecznych (np. obligacji i bonów skarbowych) i oczekujących w zamian wyższych stóp zwrotu w dłuższym czasie. Przykładowo w funduszach zrównoważonego wzrostu udział akcji wynosić może przeciętnie od 50 do 70%, a udział papierów wierzycielskich od 50 do 30%.

Jeżeli chodzi o Polskę, to fundusze inwestycyjne mające siedzibę na jej terytorium są tworzone i działają na mocy ustawy z 28 sierpnia 1997 r. o funduszach inwestycyjnych oraz ustawy o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych z 16 listopada 2000 r.²³ Zgodnie z tymi przepi-

²³ Ustawa z 28. VIII 1997 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz.U. Nr 139, poz. 933 z późn. zm. oraz ustawa z 16 XI 2000 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych, Dz.U. Nr 114, poz. 1192. W końcu 2003 r. w sejmie trwały zaawansowane prace nad nową ustawą o funduszach inwestycyjnych.

sami przedmiotem działalności funduszy inwestycyjnych w Polsce jest inwestowanie zebranych publicznie lub niepublicznie środków pieniężnych w określone w ustawie papiery wartościowe i inne prawa majątkowe, natomiast ich uczestnikami mogą być między innymi osoby fizyczne, które wpłacając do funduszu swoje środki nabywają od niego jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne. Wniesione środki, jak również korzyści uzyskiwane z tytułu ich inwestowania przez fundusz na rynku finansowym stanowią aktywa funduszu, który jest zobowiązany do przeprowadzania rynkowej wyceny ich wartości netto. Fundusze inwestycyjne w Polsce mogą być zakładane i reprezentowane przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych, które musi być zorganizowane w formie spółki akcyjnej. Towarzystwo takie, z uwagi na oszczędności w kosztach, prowadzi z reguły kilka funduszy, tzw. rodzinę funduszy. W ramach towarzystwa różnią się one strategiami inwestycyjnymi, co jest wygodne dla inwestorów, którzy mogą inwestować wnoszone środki zgodnie ze swymi skłonnościami do ryzyka.

Generalnie w Polsce fundusz inwestycyjny może być zorganizowany jako²⁴:

- a) fundusz otwarty,
- b) fundusz zamknięty.

Fundusz inwestycyjny otwarty emituje permanentnie jednostki uczestnictwa, które zbywa swoim uczestnikom w momencie wnoszenia przez nich wpłat, jak również dokonuje ich odkupywania w momencie gdy chcą oni wycofać z funduszu swoje środki. Liczba jednostek uczestnictwa jest wobec tego zmienna w czasie (fundusz może je emitować w sposób nieograniczony), jednakże nie są one papierami wartościowymi w sensie ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Oznacza to, iż są papierami wartościowymi w sensie ogólnym, tzn. jako instrument finansowy, ale nie mogą być przedmiotem obrotu publicznego, natomiast mogą być dziedziczone. Podstawową cechą charakterystyczną funduszu otwartego jest fakt rozdziału jego majątku od majątku towarzystwa prowadzącego dany fundusz. Jego majątek pochodzi z zebranych lokat inwestorów indywidualnych oraz korzyści, które fundusz odnosi nabywając papiery wartościowe za zgromadzone środki. Oznacza to, iż w funduszu otwartym stosunek prawny pomiędzy jego uczestnikiem, czyli inwestorem, a towarzystwem zarządzającym funduszem nie ma znamion prawa korporacyjnego, czyli inwestor nie jest akcjonariuszem tego towarzystwa. Jest to wygodne dla inwestora, gdyż w przypadku bankructwa towarzystwa środki funduszu nie wchodzą w skład jego masy upadłościowej. Korzyścią finansową inwestora z ty-

²⁴ Jest to podział ze względu na formę organizacyjno-prawną.

tułu uczestnictwa w funduszu otwartym jest wzrost wartości jednostki uczestnictwa pomiędzy momentem jej wycofania i zakupu.

Z kolei fundusz inwestycyjny zamknięty emituje certyfikaty inwestycyjne, które są papierami wartościowymi w myśl ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, co oznacza, iż są przedmiotem obrotu publicznego. Certyfikaty te mają charakter niepodzielnego papieru wartościowego na okaziciela, z których każdy reprezentuje jednakowe prawa majątkowe i korporacyjne. Wynika to z faktu, iż w funduszu zamkniętym nie ma rozdziału majątku funduszu od majątku towarzystwa nim zarządzającego. Fundusz ten jest więc własnością tego towarzystwa, a jego uczestnik, czyli inwestor, jest jednocześnie akcjonariuszem towarzystwa. Towarzystwo inwestycyjne prowadzące fundusz zamknięty emituje certyfikaty inwestycyjne, które sprzedaje inwestorom, i uzyskane środki przeznacza na zakup innych papierów wartościowych. Akcje takiego funduszu nie są umarżane, ale podlegają normalnemu obrotowi giełdowemu i tam mogą być sprzedawane. Wobec tego korzyścią inwestora z uczestnictwa w takim funduszu jest różnica pomiędzy ceną sprzedaży i nabycia certyfikatu inwestycyjnego (zysk kapitałowy) oraz dywidenda, którą towarzystwo prowadzące fundusz może wypłacać. Przyjęto zasadę, iż fundusz zamknięty może dokonywać wielokrotnych emisji certyfikatów inwestycyjnych.

Wspomniana wyżej nowelizacja ustawy o funduszach inwestycyjnych z 2000 r. wprowadziła dodatkowo możliwość tworzenia zbiorczego portfela papierów wartościowych (jest to odpowiednik angielskiego *unit investment trust*), zwanego inaczej portfelem na zamówienie. Portfel taki nie ma osobowości prawnej, a jest wyodrębnioną częścią majątku towarzystwa funduszy inwestycyjnych powstałą poprzez nabycie papierów wartościowych na rachunek własny tego towarzystwa. Po nabyciu papierów tworzących zbiorczy portfel towarzystwo przydziela jego uczestnikom jednostki uczestnictwa, z których każda reprezentuje prawo jej posiadania do żądania zbycia proporcjonalnej części aktywów zbiorczego portfela papierów wartościowych i przeniesienia na rzecz towarzystwa środków pieniężnych uzyskanych w wyniku tego zbycia. Może być również tak, iż towarzystwo funduszy inwestycyjnych przed powołaniem do życia zbiorczego portfela papierów wartościowych przeprowadza odpowiednie konsultacje z potencjalnymi inwestorami i następnie tworzy portfel według uzgodnionej struktury. Portfel ten daje więc możliwość uwzględniania indywidualnych zamówień inwestorów.

Na świecie znane są również fundusze inwestycyjne (Exchange Traded Funds) emitujące jednostki w oparciu na stworzonym portfelu inwestycyjnym papierów wartościowych, odzwierciedlającym najczęściej portfel określonego indeksu giełdowego. Może nim być zarówno in-

deks najbardziej znany inwestorom, jak i mniej znany, np. któryś z indeksów sektorowych lub indeks utworzony na bazie określonego koszyka papierów wartościowych, w tym także w pewnym przekroju, np. państw czy sektorów gospodarki. Niewykluczone mogą być także inne indeksy, będące benchmarkiem do naśladowania tworzonego portfela inwestycyjnego, np. indeks cen energii elektrycznej, stopa rynku międzybankowego czy kompozycja określonych indeksów giełdowych. Głównym celem takiego funduszu jest naśladowanie zmian procentowych wybranego indeksu, na portfelu którego jest on oparty. Praktycznie sprowadza to się do minimalizowania odchyłeń pomiędzy notowaniem jednostki emitowanej przez ten fundusz a jego indeksem bazowym (*tracking error*). Fundusze tego typu umożliwiają inwestorowi osiągnięcie stopy zwrotu bardzo zbliżonej do tej, którą by osiągnął inwestując bezpośrednio w portfel indeksu bazowego. Inwestując w taki fundusz inwestor ponosi znacznie niższe koszty transakcyjne, niż kupując papiery wartościowe tworzące portfel indeksu bazowego zgodnie z przypisaną mu strukturą. W Polsce projekt nowej ustawy o funduszach inwestycyjnych przewiduje tworzenie takiego funduszu, który ma się nazywać funduszem portfelowym, a emitowane przez niego jednostki certyfikatami inwestycyjnymi funduszu portfelowego. Będą one mogły być notowane na rynku publicznym. Fundusze te będą mogły opierać swoje portfele inwestycyjne albo na portfelu uznanego indeksu regulowanego rynku urzędowego papierów wartościowych, albo na portfelu o składzie określonym nie przez taki indeks, ale w statucie funduszu.

W Polsce pierwszy fundusz inwestycyjny rozpoczął działalność w 1992 r., natomiast rozwój rynku tych funduszy nastąpił w latach 1997–1999. Na koniec 1999 r. aktywa netto 62 działających wówczas funduszy wynosiły prawie 3,2 mld PLN. Dalszy wzrost atrakcyjności lokowania oszczędności poprzez fundusze inwestycyjne nastąpił w 2002 r. Na koniec tamtego roku 114 funduszy dysponowało aktywami w wysokości 22,8 mld PLN i oznaczało to o 10,7 mld PLN więcej niż rok wcześniej i ponad siedmiokrotny wzrost w stosunku do końca roku 1999. Poprawiło się w związku z tym wiele wskaźników opisujących ten rynek. Dla przykładu relacja aktywów netto funduszy do PKB na koniec 2002 r. w porównaniu do końca 2001 r. wzrosła prawie dwukrotnie, tzn. z poziomu 1,6% do 2,96%, natomiast wielkość zgromadzonych aktywów zwiększyła się w stosunku do depozytów gospodarstw domowych z 5,95% do 11,62%²⁵. Pomimo takiego wzrostu wartość aktywów funduszy na koniec 2002 r. w przeliczeniu na jednego mieszkańca wyniosła tylko

²⁵ Fundusze inwestycyjne w Polsce, www.stfi.pl

142 USD, natomiast w Czechach 321 USD, na Węgrzech 393 USD, a w Stanach Zjednoczonych 22425 USD. Świadczy to o ogromnym potencjale rozwoju rynku funduszy w stosunku do krajów wysoko rozwiniętych. W ostatnich trzech latach obserwuje się w Polsce wyraźną tendencję odpływu pieniędzy z depozytów bankowych do bardziej zyskowych form oszczędzania, w szczególności do funduszy inwestycyjnych. Podczas gdy oszczędności gospodarstw domowych ulokowane w bankach na koniec 2001 r. stanowiły 80,6% ogółu oszczędności, a w funduszach inwestycyjnych 3,6%, to na koniec 2002 r. było to odpowiednio 74,1% i 7,9%, a na koniec pierwszego półrocza 2003 r. 71,3% i 10,2%²⁶. Na koniec czerwca 2003 r. we wszystkich 119 funduszach inwestycyjnych działających w Polsce było zgromadzonych nieco ponad 31,5 mld PLN (z czego szacowano, iż 28–29 mld PLN pochodziło od osób fizycznych). Stanowiło to 7,035 mld EUR i zaledwie 0,16% aktywów całego rynku europejskiego²⁷. Na koniec 2003 r. aktywa funduszy inwestycyjnych w Polsce wyniosły 33,2 mld PLN, co oznaczało wzrost o ponad 10 mld PLN w stosunku do końca roku 2002. Interesujący jest rozkład oszczędności Polaków zainwestowanych w poszczególne rodzaje funduszy inwestycyjnych w ostatnich latach. Obrazuje to poniższa tabela (według stanu na koniec roku).

Tabela. Udział w rynku funduszy inwestycyjnych (w %)

| WYSZCZEGÓLNIENIE | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Fundusze akcyjne | 22,5 | 34,7 | 27,3 | 24,0 | 14,9 | 9,3 | 4,8 | 7,5 |
| Fundusze obligacji | 3,3 | 3,5 | 14,1 | 28,3 | 17,1 | 55,7 | 66,8 | 48,6 |
| Fundusze zrównoważone-mieszane | 74,2 | 61,0 | 49,9 | 38,9 | 21,8 | 14,9 | 10,7 | 27,6 |
| Fundusze rynku pieniężnego | 0 | 0,8 | 8,7 | 8,8 | 46,2 | 20,1 | 17,7 | 16,6 |
| Fundusze ogółem | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |

Źródło: obliczenia własne na podstawie raportów Stowarzyszenia Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych.

Reasumując należy podkreślić bardzo intensywny rozwój w ostatnich latach rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce i ich udziału w zagospodarowywaniu oszczędności gospodarstw domowych. Zauważa się również przemieszczanie oszczędności z lokat bankowych do funduszy inwestycyjnych. Bardzo istotną rolę w tym zakresie odgrywają fundusze emerytalne, które zaczęły powstawać w Polsce dopiero w 1999 r. Niewątpliwe znaczenie dla takiego przewartościowania na rynku finanso-

²⁶ S. Karpiński, op. cit.

²⁷ T. Miziołek, op. cit.

wym ma jego ciągły rozwój, a w szczególności powstanie i dostępność określonych instrumentów finansowych oraz wygoda korzystania z nich. Do tego należy także zaliczyć powstanie nowych form pośrednictwa finansowego, w tym głównie funduszy inwestycyjnych, które konkurując np. z bankami o oszczędności gospodarstw domowych rozwijają formy ich zagospodarowywania poprzez wprowadzanie coraz nowszych strategii inwestycyjnych, kreowanie nowych rodzajów papierów wartościowych itd. Wszystko to będzie w coraz większym stopniu upodabniać sposób zagospodarowywania oszczędności osób indywidualnych w Polsce do sposobu wypracowywanego w rozwiniętych gospodarkach.

ELŻBIETA OSTROWSKA

DZIAŁALNOŚĆ INWESTYCYJNA BANKÓW NA RYNKACH KAPITAŁOWYCH

I. WPROWADZENIE

Wśród przedsięwzięć banku komercyjnego należy wymienić dwie ściśle ze sobą powiązane sfery działalności: depozytowo-kredytową i na rynkach kapitałowych. Mają one istotny wpływ na ogólny wynik finansowy banku. Działalność depozytowo-kredytowa ma charakter *stricte* bankowy. Obejmuje ona wszystkie czynności związane z lokatami pieniężnymi i udzielaniem kredytów. Z kolei działalność banków na rynkach kapitałowych – w tym działalność inwestycyjna – jest utożsamiana z całokształtem przedsięwzięć związanych z zarządzaniem operacjami finansowymi na tych rynkach, głównie papierów wartościowych. Przy niekorzystnych uwarunkowaniach (np. ciągle obniżającej się stopie procentowej, wzroście koniunktury giełdowej) może nastąpić znaczne wycofywanie depozytów przez klientów i większe ich zainteresowanie innymi produktami bankowymi związanymi z inwestowaniem na giełdzie papierów wartościowych. Wówczas efektywność działalności banków na krajowych i zagranicznych rynkach giełdowych może skutecznie zrekompensować straty lub wygenerować nowe zyski banków wynikające z braku utrzymania depozytów na odpowiednim poziomie oraz z braku dopływu nowych depozytów.

Cechą polskiego rynku kapitałowego i pieniężnego – u progu wstąpienia do Unii Europejskiej – jest relatywnie duża jego liberalizacja i standaryzacja. W nowych uwarunkowaniach banki zaczęły dążyć do wzmacniania swojej konkurencyjności, głównie dzięki rozwojowi wielokierunkowej działalności na rynkach kapitałowych, do wspierania przedsiębiorczości oraz budowy sprawnego i efektywnego mechanizmu alo-

kacji kapitału głównie wśród potencjalnych klientów – inwestorów szukających alternatywnych form inwestowania. W przyszłym zintegrowanym rynku finansowym rola rynku depozytowo-kredytowego w procesach alokacji kapitału będzie bowiem malała, a rosnąć będzie znaczenie mobilizacji oszczędności osób fizycznych na rzecz efektywnej względem ryzyka alokacji kapitału na rynkach giełdowych. Stąd w Polsce istnieje pilna potrzeba budowy społeczeństwa inwestorów indywidualnych, a zarazem ograniczania barier skłonności do oszczędzania oraz wzrostu bodźców do inwestowania. Wśród instytucji finansowych właśnie banki powinny opracowywać (promować) programy i narzędzia zachęcające do oszczędzania i inwestowania.

Wobec powyższego coraz ważniejsze są determinanty i obszary działalności inwestycyjnej banków na rynkach kapitałowych, a także dobór kryteriów oceny tej działalności.

2. DETERMINANTY DZIAŁALNOŚCI INWESTYCYJNEJ BANKÓW

Rozwój działalności inwestycyjnej banków na rynkach kapitałowych – będący ważnym obszarem rozwoju bankowości inwestycyjnej – jest związany z:

- otoczeniem makroekonomicznym,
- polityką państwa w zakresie ustawodawstwa prawnego dotyczącego ograniczeń inwestycyjnych banków na rynkach giełdowych,
- tendencjami na rynkach kapitałowych, głównie rynkach papierów wartościowych,
- polityką inwestycyjną banków.

Otoczenie makroekonomiczne. Jego ranga wynika z procesów globalizacji i integracji gospodarki oraz rynków kapitałowych, a także sytuacji ogólnogospodarczej kraju, tzn. recesji lub koniunktury, produktu krajowego brutto, popytu krajowego, inflacji, polityki monetarnej, celnej i legislacyjnej. Ponadto zależy od kondycji sektorów w aspekcie możliwości i zagrożeń dla potencjalnych inwestorów alokujących swój kapitał w poszczególne sektory (struktura portfela papierów wartościowych).

Ustawodawstwo prawne. W Polsce banki komercyjne działają zgodnie ze znowelizowaną w 2002 roku ustawą – Prawo bankowe (z 29 sierpnia 1997 r.), w której wśród czynności bankowych – obok tradycyjnych – są wymienione:

- emitowanie bankowych papierów wartościowych,
- przechowywanie papierów wartościowych,
- wykonywanie czynności zleconych, związanych z emisją papierów wartościowych,
- obejmowanie lub nabywanie akcji i praw z akcji, udziałów innej osoby prawnej i jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych,

- zaciąganie zobowiązań związanych z emisją papierów wartościowych,
- dokonywanie obrotu papierami wartościowymi,
- świadczenie usług konsultacyjno-doradczych w sprawach finansowych i inne.

Podczas analizy możliwych czynności bankowych wskazane jest wyodrębnienie tych bezpośrednio związanych z działalnością inwestycyjną banków na rynku papierów wartościowych. Głównie chodzi tu o operacje, których przedmiotem są: czek i weksle oraz warranty, a także terminowe operacje finansowe, objęcie lub nabycie akcji i praw z akcji, udziałów innej osoby prawnej i jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych oraz dokonywanie obrotu papierami wartościowymi.

W stosunku do powyższych przedsięwzięć banku – związanych z inwestowaniem na rynku papierów wartościowych – w zapisie ustawy – Prawo bankowe z 2002 r. nie ma żadnych bezpośrednich ograniczeń¹. Ograniczenia występujące wcześniej, jeszcze przed tą nowelizacją – mające charakter norm ostrożnościowych ujętych procentowo odnośnie do tylko wybranych czynności bankowych – zastąpiono nowymi, bardziej liberalnymi zapisami ustawy. Dzięki temu banki otrzymały określony wolny wybór dotyczący dywersyfikacji inwestowania na rynku papierów wartościowych, któremu zawsze towarzyszą określone ryzyka występujące na rynku papierów wartościowych.

Ustawodawca zobowiązał banki komercyjne do tego, aby ich przedsięwzięcia inwestycyjne zmierzały do minimalizacji ryzyka w zakresie utrzymania na odpowiednim poziomie:

- płynności płatniczej banku przystosowanej do rodzaju i zakresu realizowanej działalności,
- funduszy własnych banku i innych elementów bilansu z uwzględnieniem koncentracji kapitału głównie w celu absorbowania ewentualnych strat banku,
- współczynnika wypłacalności banku będącego uznanym międzynarodowym miernikiem bezpieczeństwa systemu bankowego; jego interpretacja jest pomocna w zarządzaniu ryzykiem banku,
- obowiązkowej rezerwy odprowadzanej przez bank na nieoprotentowany rachunek do Narodowego Banku Polskiego; ta obowiązkowa rezerwa stanowi barierę rozwoju działalności inwestycyjnej banków, ponieważ powoduje utratę potencjalnych korzyści finansowych,
- wpłat wnoszonych przez bank na konto Bankowego Funduszu Gwarancyjnego; są to: wpłaty na fundusz ochrony środków gwarantowanych oraz opłaty roczne do Bankowego Funduszu Gwarancyjnego; celem ich jest zapewnienie zwrotu depozytów gwarantowanych oraz pomoc bankom będącym w złej kondycji finansowej.

¹ Ustawa – Prawo bankowe: Dz.U. z 2002 r., Nr 72.

Uogólniając, wśród uwarunkowań prawnych działalności inwestycyjnej banków na rynkach kapitałowych są regulacje prawne wynikające z:

- prawa bankowego oraz przepisów wykonawczych dotyczących bankowości inwestycyjnej,
- prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi,
- ustawy o giełdach towarowych i związanymi z obrotem na nich prawami majątkowymi,
- ustawy o obligacjach i przepisów wykonawczych,
- ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych.
- ustawy o funduszach inwestycyjnych i emerytalnych oraz pracowniczych programach emerytalnych.

Ustawy te i ich nowelizacje były uzupełniane kolejnymi rozporządzeniami Rady Ministrów i Ministra Finansów w miarę rozwoju rynku kapitałowego w Polsce i wzrostu roli bankowości na tym rynku, jak również wskutek dalszych procesów dostosowawczych do wymogów OECD i Unii Europejskiej.

Tendencje na rynkach papierów wartościowych. Analiza tych tendencji (hossy, bessy, stagnacji) zmierza do identyfikacji przewartościowanych lub niedowartościowanych papierów wartościowych oraz ich płynności, wyraźnych tendencji wzrostu lub spadku ich kursów giełdowych (stóp zwrotu). Identyfikacja ta ma na celu minimalizację ryzyka działalności inwestycyjnej banków w zakresie operacji kupna–sprzedaży papierów wartościowych na giełdzie. Analiza ta dotyczy identyfikacji ryzyka rynkowego i specyficznego – mających wpływ na osiągnięcie oczekiwanych stóp zwrotu z akcji – i jest pomocna w podejmowaniu optymalnych decyzji dotyczących zakresu i kierunków działalności banków na rynkach kapitałowych. Zazwyczaj w okresie hossy giełdowej banki są bardziej skłonne do zawierania transakcji związanych z obrotem papierami wartościowymi. Natomiast w czasie bessy lub stagnacji ich aktywność inwestycyjna na giełdzie zmniejsza się. Barometrem koniunktury na giełdzie papierów wartościowych są indeksy giełdowe, utożsamiane z portfelem rynkowym, które są punktem odniesienia przy ocenie atrakcyjności inwestowania w różne akcje.

Brak koniunktury giełdowej i wysokie ryzyko banki mogą ograniczać przez realizację strategii krótkiej sprzedaży papierów wartościowych, a także krótkich pozycji w kontraktach terminowych oraz innych instrumentów finansowych będących szansą na uzyskanie określonych stóp zwrotu z inwestycji w okresie bessy.

Niekorzystne tendencje na rynku papierów wartościowych powodują, że banki znacznie bardziej angażują się w operacje związane z instrumentami finansowymi o stałym dochodzie, nie obciążonymi ryzykiem. Natomiast są one mniej zainteresowane operacjami na instrumentach finansowych o zmiennym dochodzie i o relatywnie wysokim ryzyku.

Te zjawiska znajdują odzwierciedlenie w partycypacji papierów wartościowych w aktywach finansowych banków komercyjnych oraz w ich dynamice przyrostu w relacji do innych składników tych aktywów.

Wyznacznikiem stopnia aktywności banków na rynku papierów wartościowych i awersji do ryzyka jest struktura ich portfeli inwestycyjnych, a więc udział wolnych od ryzyka (bezpiecznych) papierów dłużnych (obligacji), których emitentami są Skarb Państwa i Narodowy Bank Polski. W całym portfelu inwestycyjnym banku mały udział papierów wartościowych z prawem do kapitału obciążonych ryzykiem świadczy o pasywnym charakterze tego portfela. Struktura pasywnego portfela papierów wartościowych banku o niskim stopniu ryzyka (znaczny udział pozbawionych ryzyka papierów dłużnych) ma bezpośredni wpływ na niewielkie przychody banków komercyjnych z tytułu transakcji na papierach wartościowych.

Niski udział przychodów z akcji, udziałów i innych papierów wartościowych w całkowitych przychodach banków komercyjnych wskazuje na to, że są one mało aktywne na rynkach giełdowych. Ich zbyt ostrożna działalność inwestycyjna na tych rynkach – charakteryzująca się awersją do ryzyka – ma marginalny wpływ na kreowanie zysków tych banków.

Jednak przy właściwym przestrzeganiu ograniczeń prawa bankowego, poprawie tendencji na polskiej giełdzie papierów wartościowych i na giełdach światowych, a także efektywnej analizie zjawisk giełdowych – jako podstawie optymalnych decyzji – banki powinny zwiększać intensywność kreowania nowych i rozwijać dotychczasowe obszary przedsięwzięć na rynkach papierów wartościowych związanych z bankowością inwestycyjną.

Ważne są również transakcje banków komercyjnych związane z instrumentami pochodnymi, gdy ich wartość wykazuje tendencje do wzrostu. Głównie dotyczy to transakcji bazujących na stopach procentowych i terminowych transakcji bazujących na kursach walutowych. Wobec tego niekorzystne tendencje giełdowe nie muszą mieć wielkiego wpływu na ten obszar działalności banków. Jednocześnie ważne jest zainteresowanie banków w zakresie terminowych transakcji związanych z papierami wartościowymi i opcji giełdowych oraz transakcji dotyczących innych instrumentów giełdowych, np. warrantów.

Polityka inwestycyjna banków. Banki działają w ciągle zmieniającym się makrootoczeniu krajowym i globalnym, a więc podejmowanie trafnych decyzji inwestycyjnych jest obciążone specyficzną odpowiedzialnością zarządzających ich aktywami finansowymi. Inwestowanie (lokoowanie) powierzzonego i własnego kapitału na dynamicznych i niepewnych rynkach giełdowych jest często związane z relatywnie długim horyzontem czasu. Stąd bardzo ważne jest wyznaczenie polityki inwestycyjnej banku, będącej fundamentem do podejmowania decyzji inwesty-

cyjnych przez menedżerów zarządzających portfelami aktywów, którzy posiadają dużą wiedzę i doświadczenie. Polityka ta powinna mieć charakter strategiczny (dotyczyć długiego horyzontu czasu) i operacyjny dla krótkich i średnich okresów, celem weryfikacji różnych, wcześniej przyjętych zmiennych (założeń), np. wskutek zmian stóp procentowych i koniunktury giełdowej w kraju i na rynkach międzynarodowych oraz zmian w ustawodawstwie prawnym. Polityka inwestycyjna banków jest integralną częścią ogólnej strategii ich rozwoju i powinna służyć wzrostowi generowania zysków. Zatem strategiczne cele funkcjonowania banków są wyznacznikami ich polityki inwestycyjnej zgodnie z potrzebami, wymogami i oczekiwaniami potencjalnych klientów. Głównie dotyczy ona konstrukcji portfela inwestycyjnego banku i jego klientów – inwestorów w celu optymalnego pomnażania kapitału będącego w dyspozycji banku. Chodzi tu o konkurencyjność tych portfeli na rynku usług finansowych, szczególnie portfeli indywidualnych inwestorów. Generalnie banki w swojej polityce inwestycyjnej realizują zasadę złotego trójkąta inwestora, czyli zasadę płynności, zyskowności i bezpieczeństwa.

3. OBSZARY DZIAŁALNOŚCI INWESTYCYJNEJ BANKÓW

W Polsce tradycyjne czynności banków komercyjnych – utożsamiane z przyjmowaniem depozytów i udzielaniem na ich podstawie kredytów – zostały wzbogacone działalnością inwestycyjną na rynkach kapitałowych. Działalność inwestycyjną banku należy rozpatrywać w dwóch głównych obszarach:

- zarządzania własnymi aktywami finansowymi (portfele inwestycyjne banków),
- zarządzania aktywami finansowymi powierzonymi przez klientów (portfele inwestycyjne klientów banków).

W zarządzaniu własnymi aktywami finansowymi banków komercyjnych ważne są:

- wartość i partycypacja papierów wartościowych w ich aktywach netto,
- struktura portfela papierów wartościowych banków, a są to: po pierwsze papiery wartościowe z prawem do kapitału (emitowane przez podmioty krajowe i zagraniczne); po drugie papiery wartościowe dłużne (bony skarbowe i obligacje emitowane przez Skarb Państwa oraz bony pieniężne i obligacje emitowane przez NBP, a także przez inne podmioty krajowe i zagraniczne) i pozostałe papiery wartościowe (tabela 1),
- wartość transakcji pochodnych o charakterze zabezpieczającym i spekulacyjnym; są to: transakcje terminowe (stopy procentowej, walutowe i związane z papierami wartościowymi), opcje (giełdowe

i pozagiełdowe) oraz inne instrumenty (giełdowe i pozagiełdowe) (tabela 2);

- wartość i partycypacja przychodów z akcji, udziałów i innych papierów wartościowych w przychodach ogółem banków komercyjnych;
- wyniki finansowe działalności biur maklerskich i domów maklerskich.

Tabela 1. Struktura portfela papierów wartościowych banków komercyjnych w Polsce w latach 2000–2002

| WYSZCZEGÓLNIENIE | WARTOŚĆ NETTO (MLN ZŁ) | | |
|--|------------------------|----------|-----------|
| | 2000 | 2001 | 2002 |
| Z prawem do kapitału | 1 535,6 | 1 573,5 | 1 487,0 |
| – notowane na giełdach | 1 089,8 | 845,5 | 320,0 |
| – pozostałe | 445,8 | 727,9 | 1 167,0 |
| Dłużne, w tym emitowane przez: | 91 409,0 | 92 735,4 | 102 228,1 |
| – banki centralne i pozostałe monetarne instytucje finansowe | 33 808,9 | 24 625,1 | 22 147,7 |
| – banki centralne | 33 115,2 | 23 823,9 | 20 265,8 |
| – bony pieniężne | 19 897,2 | 13 954,0 | 6 830,6 |
| – obligacje | 13 222,4 | 9 869,9 | 13 435,1 |
| w tym wyrażone w walutach obcych | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| – pozostałe monetarne instytucje finansowe | 695,9 | 801,2 | 1 882,0 |
| w tym wyrażone w walutach obcych | 228,9 | 312,6 | 493,0 |
| – pozostałe podmioty sektora finansowego | 1 635,8 | 2 712,7 | 2 411,1 |
| w tym wyrażone w walutach obcych | 686,3 | 1 536,5 | 1 675,2 |
| – podmioty sektora niefinansowego | 3 273,6 | 3 010,0 | 3 209,8 |
| w tym wyrażone w walutach obcych | 1 122,7 | 1 062,7 | 680,2 |
| – instytucje rządowe i samorządowe | 52 690,7 | 62 387,5 | 74 459,4 |
| – instytucje rządowe szczebla centralnego | 51 892,7 | 60 956,8 | 72 417,0 |
| – bony skarbowe | 10 862,7 | 18 209,1 | 22 612,2 |
| – obligacje restrukturyzacyjne | 7 386,1 | 7 077,6 | 6 263,1 |
| – pozostałe obligacje | 33 643,9 | 35 670,1 | 43 541,7 |
| w tym wyrażone w walutach obcych | 6 242,8 | 5 372,9 | 4 046,4 |
| – instytucje samorządowe | 797,9 | 1 430,8 | 2 042,4 |
| w tym wyrażone w walutach obcych | 58,3 | 35,4 | 40,4 |
| – fundusze ubezpieczeń społecznych | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| w tym wyrażone w walutach obcych | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Pozostałe | 705,2 | 408,7 | 209,7 |
| Razem | 93 649,9 | 94 717,5 | 103 924,9 |

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

Tabela 2. Wartość transakcji instrumentami pochodnymi banków komercyjnych w Polsce w latach 2000-2002

| WYSZCZEGÓLNIENIE | WARTOŚĆ TRANSAKcji POCHODNYCH (MLN ZŁ) | | |
|--------------------------------------|--|-----------|-----------|
| | 2000 | 2001 | 2002 |
| Transakcje ogółem z tego: | 386 817,3 | 849 647,9 | 929 927,9 |
| Transakcje terminowe, w tym: | 339 616,3 | 811 647,9 | 893 240,9 |
| – stopy procentowe | 157 773,0 | 294 757,4 | 482 562,9 |
| – walutowe | 181 282,7 | 515 965,6 | 408 073,2 |
| – związane z papierami wartościowymi | 560,6 | 1 095,4 | 2 604,8 |
| Opcje w tym: | 42 945,0 | 35 780,6 | 42 994,5 |
| – opcje giełdowe | 20,6 | 169,2 | 882,4 |
| – opcje pozagiełdowe | 42 924,5 | 35 611,4 | 4 212,1 |
| Inne instrumenty w tym: | 4 256,0 | 2 048,9 | 3 471,8 |
| – giełdowe | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| – pozagiełdowe | 4 256,0 | 2 048,9 | 3 471,8 |

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

W zarządzaniu swoimi portfelami papierów wartościowych banki dążą do pomnażania własnych kapitałów (aktywów). Poprzez kreowanie zysków na rynkach kapitałowych mają one możliwość rekompensaty ewentualnych strat na działalności depozytowo-kredytowej.

Działalność inwestycyjna banków jest w pewnym zakresie ograniczona ze strony ustawodawcy (prawo bankowe). Banki, a także inne konkurencyjne instytucje rynku kapitałowego (fundusze inwestycyjne i emerytalne, towarzystwa ubezpieczeniowe) zarządzają kapitałami finansowymi powierzonymi im przez klientów indywidualnych oraz przedsiębiorstwa i różne instytucje. Tej działalności towarzyszą konkretne rodzaje ryzyka. Z uwagi na bezpieczeństwo różnych indywidualnych i instytucjonalnych klientów banku państwo ingeruje w kierunki i zakres zarządzania ryzykiem banków.

Ustawodawca umożliwił bankom pomnażanie zysków w obszarze bankowości inwestycyjnej związanej z inwestycjami na rynku papierów wartościowych, a zatem umożliwił oferowanie inwestorom indywidualnym i instytucjonalnym produktów bankowych związanych z rynkiem giełdowym, takich jak fundusze inwestycyjne. Wynikało to z nowych uwarunkowań prawno-ekonomicznych funkcjonowania banków, sprzyjających wprowadzeniu funduszy inwestycyjnych do oferty ich produktów innowacyjnych. Wśród tych uwarunkowań można wymienić:

- transformację systemu finansowo-bankowego,
- wzrost konkurencyjności w krajowym sektorze bankowym oraz konkurencyjności ze strony instytucji pozabankowych i banków zagranicznych,
- nowelizację ustawy o funduszach inwestycyjnych,
- zmniejszanie inflacji i stóp procentowych,
- konieczność wzrostu dochodów pozaodsetkowych banku.

Wskutek procesów przygotowawczych przystąpienia do Unii Europejskiej oraz uczestnictwa w OECD Polska była zobligowana do usunięcia ograniczeń swobody świadczenia usług finansowych przez banki zagraniczne. Przyspieszyło to zainteresowanie banków działalnością inwestycyjną w zakresie zarządzania funduszami inwestycyjnymi. W ostatnich kilku latach na decyzję wprowadzenia obsługi tych funduszy w bankach duży wpływ miało obniżanie oprocentowania lokat terminowych i wzrost liczby klientów poszukujących alternatywnego lokowania swoich środków pieniężnych. Ponadto nowe możliwości w obszarze rozbudowy oferty banków otworzyła nowelizacja ustawy o funduszach inwestycyjnych, która zezwoliła na dystrybucję funduszy inwestycyjnych przez podmioty nieprowadzące działalności maklerskiej. Banki zaczęły angażować się w tworzenie towarzystw funduszy inwestycyjnych i dystrybucję funduszy inwestycyjnych w swoich placówkach. Obecnie banki preferują alokację kapitału pod większą efektywność funduszy inwestycyjnych, a nie lokat terminowych.

W okresie spadku stóp procentowych i wycofywania się klientów z depozytów terminowych banki stanęły przed wyzwaniem wzrostu własnych dochodów pozaodsetkowych. Dochody banku z tytułu depozytów terminowych malały, a więc należało znaleźć alternatywne źródło dochodów w celu pokrycia tego niedoboru. Zaczęto między innymi ograniczać koszty, podwyższać opłaty i prowizje związane z działalnością bankową, zwalniać pracowników, a w rezultacie dążono do utrzymania i wzrostu pozycji banku na rynku oraz wzrostu stopy zysku i wartości cen ich akcji. W Polsce zmienia się obecnie podejście klientów banków do inwestowania w fundusze inwestycyjne. Coraz częściej są wybierane fundusze inwestycyjne jako sposób zapewnienia sobie bezpieczeństwa finansowego w dłuższym okresie. Związane to jest głównie z reformą emerytalną i trudnym rynkiem pracy.

W połowie roku w strukturze wartości aktywów funduszy inwestycyjnych na świecie największy udział miały: Stany Zjednoczone Ameryki Północnej – na poziomie aż 57% i Europa (29%), a znacznie mniej Azja i Pacyfik (9%) oraz pozostałe rejony świata (5%). Z kolei analizując strukturę wartości zgromadzonych aktywów należy zauważyć, że w:

- Stanach Zjednoczonych było 51% depozytów bankowych i 49% funduszy inwestycyjnych,

- Europie było 75% depozytów bankowych i 25% funduszy inwestycyjnych,
- Polsce 90% depozytów bankowych i 10% funduszy inwestycyjnych.

Aktywa funduszy inwestycyjnych w Europie w przeliczeniu na 1 mieszkańca największe były we Francji (13 300 EUR), Szwajcarii (12 100 EUR), w Szwecji (8 200 EUR), a w Polsce tylko 87 EUR².

Głównymi przyczynami włączenia funduszy inwestycyjnych do oferty banków w Polsce były:

- poszerzenie oferty produktów dla klientów banku,
- wzrost prestiżu banku jako nowoczesnej instytucji finansowej,
- wzrost korzyści finansowych dla banku i jego klientów,
- zmniejszenie ryzyka odsetkowego.

Wzbogacenie oferty banku – w obszarze możliwości lokowania środków – o fundusze inwestycyjne okazało się bardzo trafną decyzją. Wcześniej banki mogły oferować swoim klientom tylko lokaty terminowe (standardowe, negocjowane, rentierskie). Dla niewielu podmiotów gospodarczych o bardzo wysokich depozytach na rachunkach bankowych i dla nielicznej grupy bardzo bogatych klientów – z uwagi na wysokie kwoty minimalne uprawniające do zakupu – bank mógł sprzedawać bony skarbowe. Wobec tego klienci detaliczni o średnich dochodach nie mieli dostępu do tej oferty banku.

Tymczasem bank prestiżowy, posiadający duży udział w rynku, liczną sieć placówek, bogatą i nowoczesną ofertę produktów, nastawiony na realizację oczekiwań swoich klientów, silny kapitałowo, generujący zyski oraz właściwie zarządzany jest wiarygodnym partnerem dla klientów, kontrahentów i akcjonariuszy. Jest to ważne dla kreowania wizerunku banku jako konkurencyjnej instytucji finansowej.

W okresie spadku dochodów odsetkowych banków ważne stało się dążenie do wzrostu ich korzyści finansowych, związanych również z funduszami inwestycyjnymi. Dla przykładu Bank PeKaO S.A. zaangażował się kapitałowo w Pioneer PeKaO Investments Management S.A. Spółka ta zarządza: portfelem papierów wartościowych klientów, aktywami zarządzanymi przez Pioneer PeKaO TFI S.A. i portfelem inwestycyjnym banku. Korzyścią finansową jest opłata dystrybucyjna płacona bankowi PeKaO S.A. za dystrybucję funduszy inwestycyjnych Pioneer w placówkach banku. Opłata ta stanowi całość opłaty manipulacyjnej, jaką płaci klient za nabycie lub odkupienie jednostek uczestnictwa za pośrednictwem banku. Jest to opłata naliczana procentowo do kwoty nabywanych jednostek uczestnictwa.

Ryzyko stopy procentowej stanowi ważne zagrożenie pozycji finansowej banku i jego klientów (inwestorów). Zagrożenie to odnosi się

² Materiały Pionier PeKaO S.A. 2003.

z punktu widzenia banku do wyniku odsetkowego oraz wartości ekonomicznej funduszy własnych banku. Z punktu widzenia klienta owo ryzyko odnosi się zaś do utrzymania dochodu z odsetek od depozytów. Wyróżnia się różne rodzaje ryzyka stopy procentowej (ryzyko dochodu, inwestycji, bazowe, opcji klienta).

Ryzyko dochodu polega na obniżaniu się wyniku odsetkowego banku wskutek niedopasowania wielkości aktywów i pasywów w poszczególnych terminach zapadalności (wymagalności) przeszacowania, oznaczających moment zmiany stawki oprocentowania danej pozycji bilansu. Ryzyko inwestycji wynika ze spadku wartości rynkowej portfela handlowego banku z powodu zmian poziomu rynkowych stóp procentowych. Ryzyko bazowe jest zdeterminowane zróżnicowanym tempem zmian stóp procentowych, na podstawie których wyznaczane są stopy procentowe aktywów i pasywów banku. Ryzyko opcji (preferencji) klienta jest utożsamiane z ryzykiem spadku dochodów banku wskutek wcześniejszej spłaty zobowiązania lub wycofania wkładu przez klienta.

Właśnie dążenie do minimalizacji ryzyka stopy procentowej stanowiło kolejną przyczynę włączenia funduszy inwestycyjnych do ofert banków. Nastąpiło bowiem wykorzystanie możliwości wzrostu dochodów pozaodsetkowych z tytułu prowizji i opłat w sytuacji silnego nacisku na sprzedaż jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych. Było to rekompensatą wolniejszego wzrostu dochodów odsetkowych, wolniejszego przyrostu kredytów oraz zmniejszania depozytów terminowych spowodowanych drastycznymi spadkami stóp procentowych.

4. KRYTERIA OCENY PRZEDSIĘWZIĘĆ INWESTYCYJNYCH BANKU

Kierunki, zakres i specyfika działalności inwestycyjnej banków na rynkach kapitałowych powodują, że jest ona coraz ważniejszym elementem strategii finansowej banków komercyjnych. Analiza i ocena tej działalności inwestycyjnej banków jest istotnym źródłem informacji o ich sytuacji finansowej, pozycji na rynku usług finansowych oraz jakości zarządzania kapitałami własnymi i kapitałami powierzonymi przez klientów – inwestorów. Jednocześnie jest ona źródłem informacji o możliwościach dalszego rozwoju banków w tym obszarze przedsięwzięć inwestycyjnych w warunkach integracji i globalizacji usług finansowych.

W celu oceny przedsięwzięć inwestycyjnych banków należy posłużyć się odpowiednimi kryteriami. Wśród **jakościowych kryteriów** oceny można wymienić następujące:

- partycypacja w transformacji polskiego systemu finansowego,
- rozwój w obszarze ofert bankowości inwestycyjnej,

- prestiż banku aspirującego do wizerunku nowoczesnej instytucji finansowej,
- konkurencyjność wewnątrz sektora bankowego,
- wachlarz możliwości lokowania kapitałów (depozytów) oferowany przez bank.

Kryteria jakościowe związane są z oceną zjawisk niewymiernych.

Według nich ważna jest ocena:

- udziału w transformacji polskiego systemu finansowego; obejmuje ona przedstawienie działań banku w kierunku dostosowania się do zachodzących zmian w polskim systemie finansowym i wykorzystania istniejących możliwości,
- rozwoju w zakresie bankowości inwestycyjnej; sprowadza się do przedstawienia konkretnych usług bankowości inwestycyjnej, o jakie bank wzbogacił swoją ofertę, oraz ocenę zainteresowania tymi usługami wśród klientów-inwestorów,
- prestiżu banku będącego nowoczesną instytucją finansową – dotyczy wskazania, w jaki sposób wprowadzenie funduszy inwestycyjnych do oferty banku przyczyniło się do podniesienia wizerunku banku jako profesjonalnego doradcy dla klientów, ukierunkowanego na ich potrzeby i preferencje oraz wiarygodnego partnera dla akcjonariuszy,
- konkurencyjności w sektorze bankowym; uwzględnia miejsce banku na rynku usług bankowych dzięki wzbogaceniu oferty między innymi o fundusze inwestycyjne,
- możliwości lokowania kapitałów (depozytów) w placówkach banku; obejmuje rodzaje lokat terminowych i funduszy inwestycyjnych dostępnych w placówkach banku.

Wśród **ilościowych kryteriów** oceny działalności inwestycyjnej banku można wymienić:

- korzyści finansowe banku dzięki zwiększeniu przychodów,
- obniżenie ryzyka odsetkowego,
- wzrost stopy zwrotu (zysku),
- wzrost wartości banku.

Kryteria ilościowe uwzględniają głównie korzyści ekonomiczne banku. Chodzi tu o ocenę:

- korzyści finansowych, która sprowadza się do przedstawienia znaczenia, jakie miało wprowadzenie innowacyjnych produktów, np. dystrybucji funduszy inwestycyjnych na pozycje przychodów pozaodsetkowych banku z tytułu sprzedaży jednostek funduszy inwestycyjnych, a pośrednio również na osiągnięte wyniki finansowe banku w danym okresie,
- obniżenie ryzyka odsetkowego, czyli ustalenie, jaki wpływ miało wprowadzenie nowych produktów, np. funduszy inwestycyjnych, do oferty banku na zmniejszenie tego rodzaju ryzyka,

- stopy zwrotu, która dotyczy ustalenia czy sprzedaż nowych produktów, np. dystrybucja funduszy inwestycyjnych, jest dla banku opłacalna, czy przynosi relatywnie wysoką stopę zysku głównie z jego działalności inwestycyjnej,
- wartości rynkowej banku wskutek kształtowania się kursów (cen) akcji na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych, co przekłada się na kreowanie wartości dla akcjonariuszy (wzrost stopy zwrotu z akcji banku i wypłaty dywidendy przez bank).

Ocenę przedsięwzięć inwestycyjnych banków na rynkach kapitałowych z uwzględnieniem ich ogólnej działalności należy przeprowadzić w aspekcie **skuteczności zarządzania**, a zarazem:

- pomnażania kapitałów banków,
 - pomnażania kapitałów inwestorów będących klientami banków.
- W tym celu można wykorzystać następujące mierniki oceny:
- wartości, struktury i dynamiki portfela inwestycyjnego banków ogółem oraz według rodzajów papierów wartościowych i ich emitentów,
 - wartości, struktury i dynamiki portfeli inwestycyjnych klientów banków ogółem i według rodzajów aktywów (lokaty terminowe, fundusze inwestycyjne i inne produkty finansowe),
 - wskaźniki ustawowe oraz wskaźniki rentowności i rynkowe.

Grupę wskaźników ustawowych stanowią te, które zostały narzucone bankom przez przepisy ustawy o działalności banków z uwzględnieniem przedsięwzięć inwestycyjnych i do przestrzegania których banki zostały zobligowane pod rygorem interwencji organów nadzoru.

Wskaźniki rentowności ilustrują skuteczność realizacji strategii banków, a wskaźniki rynkowe informują o ocenie spółki akcyjnej (banku) przez rynek – głównie przez inwestorów. Wśród nich – typowych dla instytucji finansowych (banków) – są wskaźniki:

- zyskowności (stopa zwrotu z kapitału własnego – ROE, stopa zwrotu z aktywów – ROA),
- ryzyka (współczynnik wypłacalności – WW, aktywa płynne do aktywów ogółem – AP/AO),
- ceny rynkowej (cena akcji do zysku przypadającego na akcję – P/E, dywidenda na akcję),
- stopa zwrotu i ryzyko portfeli inwestycyjnych banków i jego klientów – inwestorów.

W ocenie atrakcyjności korzystania z usług finansowych banków – w obszarze inwestycji na rynkach kapitałowych – duże znaczenie ma konkurencyjność zdywersyfikowanych portfeli inwestycyjnych klientów z uwzględnieniem ich celów w porównaniu do ofert innych instytucji finansowych. Wśród głównych celów inwestorów-klientów banki w swojej strategii powinny uwzględniać bezpieczeństwo inwestycji, osiągnięcie sta-

łych dochodów w postaci gotówki oraz wzrost wartości zainwestowanego kapitału akcyjnego. Z kolei wśród celów drugorzędnych inwestorów-klientów należy wziąć pod uwagę głównie płynność inwestycji, ograniczanie podatków od dochodów, minimalizację skutków inflacji³. W związku z tym w strategii inwestycyjnej banków wobec indywidualnych inwestorów fundamentalne znaczenie ma maksymalizacja stopy zwrotu z inwestycji względem ryzyka.

Zatem banki w swoich ofertach produktów związanych z rynkiem kapitałowym powinny uwzględniać typ inwestora-klienta zależny od jego preferencji, głównie stopy zwrotu, względem ryzyka (preferujący ryzyko i jego skutki, neutralny i mający awersję do ryzyka). Ponadto powinny uwzględniać źródła i wielkość zainwestowanego kapitału zdeterminowanego dochodami klienta-inwestora oraz jego skłonność do oszczędzania. W tym zakresie pewne oczekiwania klientów banków spełniają oferty funduszy inwestycyjnych.

Można wyróżnić trzy podstawowe rodzaje funduszy inwestycyjnych, głównie z uwagi na współzależność skali ryzyka i potencjalną stopę zwrotu inwestycji:

- **fundusze bezpieczne:** małe ryzyko inwestycyjne, ukierunkowane na stabilny wzrost wartości jednostek uczestnictwa, spodziewany zysk ponad wskaźnik inflacji, skierowane do klientów ceniących bezpieczeństwo i pewność inwestycji przy małym poziomie ryzyka jako alternatywa dla lokat bankowych,
- **fundusze zrównoważone:** utrzymanie równowagi między potencjałem wzrostu a bezpieczeństwem inwestycji, zachowanie pośredniego (umiarkowanego) poziomu ryzyka inwestycyjnego między funduszem bezpiecznym a agresywnym,
- **fundusze aktywne (agresywne):** przy wysokim poziomie ryzyka możliwość osiągnięcia relatywnie większych zysków w dłuższym horyzoncie czasu (dynamiczny wzrost), ich wyniki są bezpośrednio związane z sytuacją na giełdzie; oferta dla klientów preferujących zysk znacznie większy w porównaniu do lokaty bankowej, ale równocześnie akceptujących wyższy poziom ryzyka inwestycyjnego wynikający ze zmienności koniunktury giełdowej.

Fundusze inwestycyjne to usługi doświadczonych specjalistów do spraw inwestowania w instrumenty finansowe. Dywersyfikacja portfeli funduszy (akcje różnych spółek, obligacje i inne papiery wartościowe) zależy od rodzaju funduszu wybranego przez klienta-inwestora i od wielkości powierzonych kapitałów finansowych. Generalnie dłuższy horyzont czasowy funduszy inwestycyjnych umożliwia osiągnięcie wyższej ocze-

³ E. Ostrowska, *Inwestycje finansowe*, Wyd. Uniwersytet Gdański, Gdańsk 2003.

kiwanej efektywności inwestycji. Przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych o alokacji powierzonych kapitałów oraz doborze papierów wartościowych do portfeli funduszy ważne są następujące kryteria: stopa zwrotu papierów wartościowych, bieżące i prognozowane poziomy stóp procentowych, bieżący i prognozowany poziom inflacji, płynność instrumentów finansowych, ryzyko wypłacalności emitenta papierów wartościowych. Dla każdego rodzaju funduszu jest określony cel, np. ochrona realnej wartości aktywów przez inwestowanie w określone papiery wartościowe, a zarazem dążenie do osiągnięcia stopy zwrotu wyższej niż stopa zwrotu z portfela wzorcowego – benchmarku. Jest określony również skład portfela, ograniczenia inwestycyjne odnośnie do udziału papierów wartościowych oraz opłaty za zarządzanie funduszem.

5. PODSUMOWANIE

Istnieją tendencje do ograniczania dotychczasowych barier integracji różnych sektorów usług finansowych i powstania aliansów usług kapitałowo-bankowo-ubezpieczeniowych (w tym *bancassurance*, czyli związków bankowo-ubezpieczeniowych). Banki tworzą własne fundusze inwestycyjne i ubezpieczeniowe, a towarzystwa (zakłady) ubezpieczeniowe coraz mocniej wchodzą na rynek bankowy i kapitałowy. Mają one wspólny cel, a mianowicie zaproponowanie swoim obecnym klientom optymalnej oferty dodatkowych, zróżnicowanych usług finansowych. W tym zakresie banki mają dużą przewagę, ponieważ ich bazy danych i informacje o klientach oraz częstotliwość kontaktów z nimi są większe. Często prywatne oszczędności odpływają z banków na rynek kapitałowy (w tym w różne w fundusze). Jednak banki mające stały kontakt ze swoimi klientami (np. obsługa rachunku bieżącego, bankomaty) powinny wykorzystywać szansę na efektywną sprzedaż dodatkowych produktów (fundusze inwestycyjne, ubezpieczenia). Banki mogą efektywnie wspierać dystrybucję usług ubezpieczeń życiowo-emerytalnych przez sprzedaż indywidualnych polis życiowych w swoich placówkach. Zatem mogą one skutecznie uczestniczyć w pozyskiwaniu klientów i zbieraniu o nich danych, prognozie ubezpieczeń oraz prezentacji i sprzedaży usług.

Wśród przyczyn podejmowania przez banki takich przedsięwzięć (dystrybucja funduszy inwestycyjnych, działalność *bancassurance*) należy wymienić:

- obecny stan rynku finansowego, głównie: zmniejszające się marże odsetkowe wskutek intensywnej konkurencji instytucji finansowych, poziom inflacji i stóp procentowych,
- niekorzystne dla banków zmiany w dynamice i strukturze oszczędności społeczeństwa (odpływ depozytów bankowych na rzecz róż-

nych funduszy i inwestowania w papiery wartościowe) oraz konieczność budowy lojalności klientów przez możliwości nabywania jak największej liczby usług finansowych w jednym banku, spełniających ich oczekiwania z wykorzystaniem prestiżu (pozycji) banku na rynku,

- potrzebę poprawy efektywności działalności banku – działalność *bancassurance* daje możliwości redukcji kosztów banku, ponieważ występuje duża dynamika wzrostu przychodów składkowych podmiotów sprzedających ubezpieczenia życiowe.

Z punktu widzenia rozwoju działalności inwestycyjnej banków na rynkach kapitałowych, w tym na rzecz klientów indywidualnych, ważna jest struktura oszczędności Polaków. Poziom oszczędności oraz ich stabilizacja i wzrost są powszechnie uznawane za istotny miernik bezpieczeństwa materialnego danego społeczeństwa. Jednak badania CBOS z 2001 roku wskazały, iż znaczna większość Polaków (ponad 80%) nie posiada żadnych oszczędności finansowych w postaci pieniędzy, lokat bankowych lub papierów wartościowych. W warunkach dokonanej w latach dziewięćdziesiątych transformacji polityczno-gospodarczej, a zarazem stworzenia możliwości funkcjonowania na polskim rynku finansowym największych światowych funduszy inwestycyjnych i ubezpieczeniowych oraz oferowania złożonych innowacyjnych instrumentów finansowych, oszczędności polskiego społeczeństwa ciągle gromadzone są głównie w bankach. Struktura oszczędności ludności w Polsce w połowie 2001 roku była następująca: lokaty złotowe – 64,5%, lokaty dewizowe – 12,8%, ubezpieczenia na życie – 14%, akcje – 5,2%, obligacje – 2,5%, a fundusze inwestycyjne 1%⁴. To ciągłe zaufanie polskiego społeczeństwa do banków może sprzyjać rozwojowi ich działalności na rynkach kapitałowych. Zatem banki powinny wykorzystywać swoją przewagę licznej sieci placówek, w których klient dodatkowo może korzystać z ofert różnych funduszy.

Reasumując: w Polsce głównymi konkurentami banków na rynku usług finansowych są fundusze inwestycyjne i inne fundusze zarządzające aktywami, domy maklerskie, biura brokerskie oraz kasy oszczędnościowo-budowlane. Banki stają się coraz ważniejszą instytucją finansową działającą na rzecz upowszechniania inwestowania między innymi dzięki dystrybucji funduszy inwestycyjnych.

⁴ M. Śliperski, *Bancassurance. Związki bankowo-ubezpieczeniowe*, Difin, Warszawa 2002.

LESZEK DZIAWGO

INDYWIDUALNI INWESTORZY A BANKOWOŚĆ PRYWATNA W POLSCE

1. WPROWADZENIE

W Polsce coraz popularniejsza staje się oferta *private banking* – określana też jako bankowość prywatna. Oferta bankowości prywatnej to także dodatkowa możliwość oferowania produktów rynku kapitałowego dla wybranych, zamożnych inwestorów indywidualnych. Klienci *private banking* decydujący się na zainwestowanie własnych zasobów finansowych na rynku kapitałowym mają do dyspozycji licznych specjalistów finansowych, co istotnie ułatwia im proces inwestowania. Ze względu na merytoryczne wsparcie wspomnianych specjalistów zaangażowanych w świadczenie usług *private banking*, można mówić o kreowaniu przez bankowość prywatną popytu o określonej jakości na produkty rynku kapitałowego.

Mając na uwadze rosnący poziom komplikacji rynku kapitałowego i wynikające stąd ryzyko tym bardziej należy docenić rolę bankowości prywatnej w ukierunkowaniu popytu klientów banków na ofertę rynku kapitałowego. W ten sposób klienci banków stają się również klientami rynku kapitałowego, a więc inwestorami indywidualnymi. Niewątpliwie oferta *private banking* pomaga zamożnym indywidualnym inwestorom w penetracji rynku kapitałowego.

2. ISTOTA PRIVATE BANKING

Klienci instytucji finansowych, w tym również banków podlegają szczegółowej segmentacji ze względu na pewne wybrane kryteria. Jeden

z podstawowych podziałów stosowany w bankowości to podział klientów na instytucjonalnych oraz osoby fizyczne. Z kolei podstawowa segmentacja klientów z kategorii osób fizycznych dokonywana jest ze względu na status finansowy klienta. Najprostszy podział przewiduje dwie grupy klientów, jakimi są osoby fizyczne. Klientom o wysokim statusie materialnym oferowana jest usługa określana jako *private banking*, natomiast – pozostałym – bankowość detaliczna – *retail banking*¹ (schemat 1).

Grupa klientów bankowości detalicznej jest grupą liczną, ale generującą dla banku niewielki dochód jednostkowy z klienta, natomiast grupa klientów bankowości prywatnej jest wprawdzie stosunkowo nieliczną grupą klientów banków, ale jej zaletą jest generowanie dla banku wysokiego dochodu jednostkowego z klienta. Jest to zatem grupa klientów szczególnie atrakcyjna dla banków, zważywszy także na pozycję społeczno-gospodarczą wielu klientów *private banking*.

W literaturze przedmiotu występuje wiele definicji bankowości prywatnej. Wydaje się jednak, że najpełniej istotę *private banking* oddaje następująca: „Bankowość prywatna jest to zindywidualizowany i kompleksowy system finansowej obsługi przez bank zamożnych klientów indywidualnych”². W powyższej definicji zwraca się uwagę, na tak istotne cechy bankowości prywatnej, jak:

- obsługa zamożnych osób fizycznych,
- obsługa finansowa, a nie tylko bankowa,
- obsługa zindywidualizowana,
- obsługa realizowana przez instytucję bankową,
- obsługa stanowiąca spójną całość ze względu na dobór klienta, zakres oferowanych produktów i usług, serwis i inne parametry.

Warunkiem skorzystania z oferty *private banking* w Polsce jest dysponowanie wolnymi środkami finansowymi o wartości minimum kilkuset tysięcy złotych. Oczywiście klienci bankowości prywatnej w zależności od zainwestowanej kwoty mogą podlegać dalszej segmentacji i korzystać ze zróżnicowanego pakietu *private banking*.

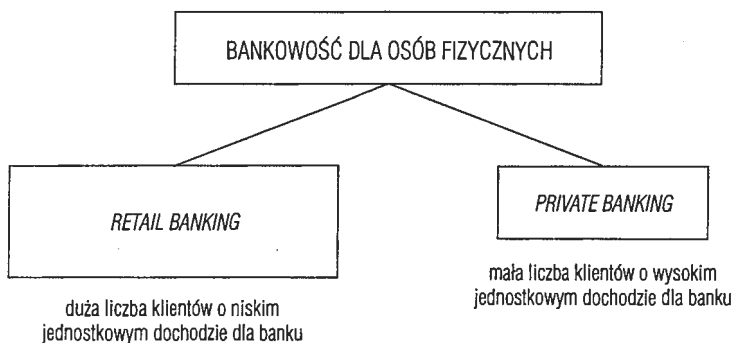
Klienci o wysokim statusie materialnym ze względu na posiadane zasoby finansowe i związane z tym oczekiwania wymagają wysokiego standardu obsługi bankowej. Wprowadzenie oferty bankowości prywatnej wymaga zatem od instytucji bankowej poważnego wysiłku finansowego, organizacyjnego, a także kadrowego, tym bardziej iż do zapewnienia sprawnej obsługi i odpowiedniego zróżnicowania produktów

¹ Pomiedzy wskazanymi podstawowymi podziałami, jakimi są *retail banking* i *private banking*, można wyodrębnić jeszcze inne bardziej szczegółowo opracowane pakiety usług (np. *personal banking*).

² L. Działgo, *Private banking – istotny element współczesnej bankowości*, Bank i Kredyt 2003, nr 2.

i usług trzeba koordynacji nie tylko w ramach samego banku, ale skoordynowania także z ofertą spółek zależnych, takich jak np.: dom maklerski, towarzystwo funduszy inwestycyjnych czy też towarzystwo ubezpieczeniowe.

Schemat 1. Podstawowa segmentacja osób fizycznych w banku ze względu na status materialny.



Źródło: opracowanie własne.

3. OFERTA PRIVATE BANKING

Oferta *private banking* nie ogranicza się jedynie do produktów i usług bankowych. Poważną jej część stanowią także inne produkty i usługi o charakterze finansowym (schemat 2).

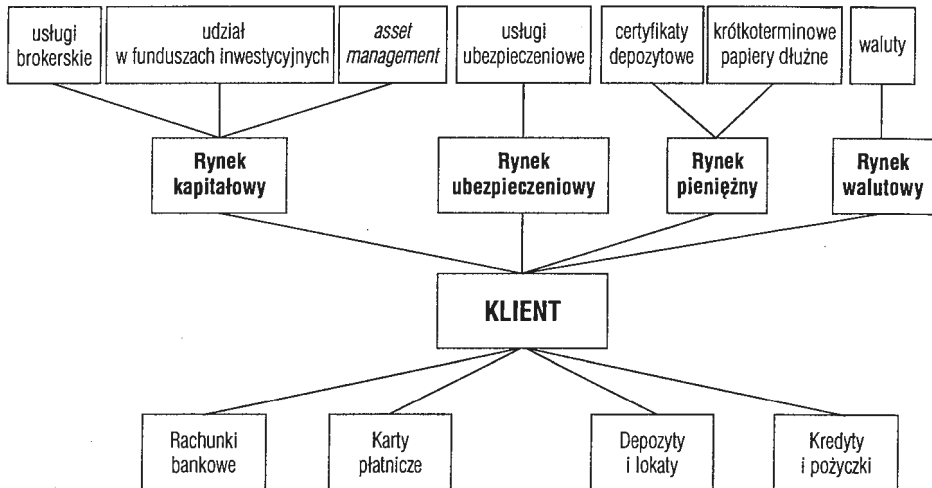
Na ogół oferta bankowości prywatnej obejmuje: prowadzenie rachunków bankowych, wydawanie kart płatniczych, przyjmowanie depozytów, udzielanie kredytów, zakup i sprzedaż na zlecenie papierów wartościowych na rynku kapitałowym i pieniężnym, zakup tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych, operacje walutowe, operacje na instrumentach terminowych i pochodnych, operacje ubezpieczeniowe, programy emerytalne, doradztwo finansowe, ubezpieczeniowe i podatkowe, usługi *asset management*, wynajem skrytek bankowych.

Oferta bankowości prywatnej dla najważniejszej części jej klientów powiązana jest z planowaniem finansowym dotyczącym szeregu produktów i usług finansowych z uwzględnieniem krótko- i długoterminowych planów życiowych klienta oraz jego preferencji w zakresie ryzyka finansowego.

Zdarza się, że oferta *private banking* wykracza znacznie nawet poza produkty i usługi związane z rynkami finansowymi. Wspomina się o m.in.

o ofercie powiązanej także z turystyką, opieką medyczną³ czy też ze sztuką⁴. Pozostając jednak na płaszczyźnie operacji gospodarczych można wskazać na pojawienie się na rozwiniętych rynkach finansowych nowej usługi, określonej jako *private wealth management*⁵. Jest to usługa, w której m.in. uwzględnia się nie tylko aktywa finansowe klienta, ale także inne jego aktywa.

Schemat 2. Klient a oferta private banking – wybrane przykłady



Źródło: opracowanie własne.

Obecnie na międzynarodowym rynku finansowym *private banking* oferowany jest nie tylko przez wyspecjalizowane w ofercie *private banking* tzw. banki prywatne, ale również przez banki uniwersalne i banki inwestycyjne (schemat 3). Zaangażowanie banków inwestycyjnych w świadczenie usług *private banking* wyraźnie zwraca uwagę na znaczenie grupy najzamożniejszych klientów indywidualnych dla rynku kapitałowego i jednocześnie na znaczenie oferty rynku kapitałowego dla wybranych klientów banku. Nowoczesny, konkurencyjny *private banking* kreowany jest w dużym stopniu właśnie na rynku kapitałowym, na którym banki inwestycyjne dysponują przewagą konkurencyjną nad innymi bankami. W ostatnich latach zauważalna jest nawet istotna intensyfikacja działań wielu europejskich banków uniwersalnych w celu wzmoc-

³ D. Turner, P. Turner, P. Voysey, *Financial service today*, Macmillan Press, London 1996, s. 59

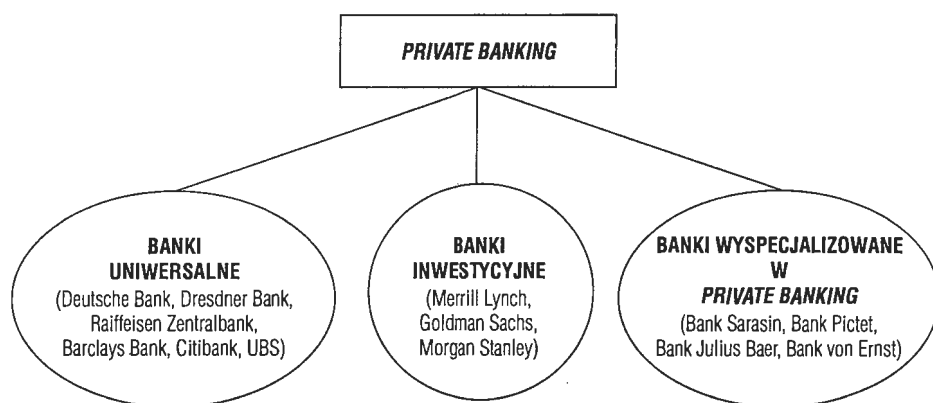
⁴ L. Dziawgo, op. cit.

⁵ A. I. Gusiew (red.), *Private banking w Rosji*, Firma Finansist, Moskwa 2003, s. 11.

nienia własnej pozycji w bankowości inwestycyjnej, m.in. dlatego, aby zaoferować klientom atrakcyjną ofertę *private banking* (np. zakup przez Dresdner Bank banku Kleinwort Benson, czy też zakup przez UBS banku S.G. Warburg)⁶.

Za pewną konkurencją dla instytucji bankowych w zakresie *private banking*, dotyczącą także rynku kapitałowego, uznawane są nawet towarzystwa funduszy inwestycyjnych⁷. Możliwości konkurencyjne tego typu instytucji finansowych na rynku *private banking* są jednak ograniczone i nie można ich uwzględniać jako instytucji oferujących usługę bankowości prywatnej.

Schemat 3. Organizacja międzynarodowego rynku *private banking*



Źródło: opracowanie własne.

4. OFERTA *PRIVATE BANKING* DLA INDYWIDUALNYCH INWESTORÓW

Jak już wspomniano, oferta *private banking* nie dotyczy jedynie produktów typowo bankowych, ale m.in. również produktów rynku kapitałowego. Zaletą dla rynku kapitałowego wprowadzenia w bankowości w Polsce oferty *private banking* jest zidentyfikowanie grupy zamożnych klientów, z których wielu wymaga zróżnicowanych produktów i usług finansowych, a w tym także oferty dotyczącej rynku kapitałowe-

⁶ E. P. M. Gardener, P. Molyneux, *United Kingdom*, [w:] E. P. M. Gardener, P. Molyneux, B. Moore, *Banking in the New Europe*, Palgrave Macmillan, New York 2002, s. 295, 309.

⁷ U. Gerlach, *Aufbau globaler Markenimages im international Private Banking*, Tecum Verlag, Marburg 2001, s. 116.

go. To zapotrzebowanie klientów na produkty rynku finansowego bardziej zaawansowane niż wykorzystywane dotąd np. depozyty bankowe⁸ można w dużym stopniu wykreować i ukierunkować. W ten sposób wyzwalany jest dodatkowy popyt na akcje, obligacje, tytuły uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych i inne produkty rynku kapitałowego.

Wykorzystanie oferty rynku kapitałowego w ramach *private banking* może następować na trzy sposoby (schemat 4):

- inwestowanie bezpośrednie,
- inwestowanie pośrednie,
- połączenie powyższych⁹.

Klienci mogą inwestować bezpośrednio, korzystając z usług brokerskich oferowanych w ramach *private banking*. Samodzielnie podejmują wówczas decyzje inwestycyjne dotyczące zakupu, sprzedaży bądź zachowania w portfelu konkretnych instrumentów finansowych rynku kapitałowego. W procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych mogą też korzystać z rekomendacji licencjonowanych doradców inwestycyjnych oraz analiz sporządzanych przez analityków rynku kapitałowego. Takich inwestorów można określić jako bezpośrednich inwestorów indywidualnych.

Klienci mogą też inwestować pośrednio, korzystając z dostępnej w *private banking* oferty funduszy inwestycyjnych bądź oferty *asset management*. Klientów, którzy powierzają swoje kapitały w zarządzanie wyspecjalizowanym pośrednikom finansowym, można określić jako pośrednich inwestorów indywidualnych.

Klienci *private banking* mogą także korzystać jednocześnie z obu wymienionych powyżej sposobów inwestowania.

Prezentując znaczenie usługi *private banking* dla rynku kapitałowego należy zwrócić uwagę przede wszystkim na usługę *asset management*. Jest to bardzo ważna część oferty bankowości prywatnej¹⁰. Zasadniczą kwestią jest oczywiście wartość zasobów finansowych klienta. W zależności od wartości zasobów finansowych można klientowi zaoferować portfel standardowy bądź niestandardowy. Zarządzanie portfelem na zlecenie wymaga uprzedniego określenia tzw. profilu ryzyka inwestycyjnego klienta, aby dopasować politykę inwestycyjną do oczekiwań klienta. W zależności od skłonności klienta do ryzyka można określić odpowiedni portfel (przykłady portfeli zdefiniowanych ze względu na

⁸ Z. Zawadzka, *Zmiany w bankowości światowej*, [w:] W. L. Jaworski, Z. Zawadzka, *Bankowość*, Poltext, Warszawa 2001, s. 74–75.

⁹ D. Dziawgo, *Stowarzyszenia indywidualnych inwestorów i kluby inwestycyjne na rynku papierów wartościowych*, Wyd. UMK, Toruń 2004.

¹⁰ Znaczenie *asset management* w ofercie *private banking* często jest określane dosadniej (i słusznie) jako główna część oferty (...the main business of the private banking), D. Maude, P. Molyneux, *Private banking. Maximising performance in a competitive market*, Euromoney Publications, London 2001, s. 83.

ryzyko zawarte są w tabeli 1). Innymi ważnymi parametrami w zarządzaniu portfelem, powiązаны z ryzykiem, są płynność i dochodowość portfela, przy czym relacje pomiędzy ryzykiem, płynnością a dochodowością są oczywiste – np. im mniejsza skłonność do ryzyka, tym mniejszy dochód. Uwzględniając ryzyko, płynność oraz dochodowość można w odpowiednich proporcjach dobrać do portfela poszczególne kategorie instrumentów finansowych, w tym instrumentów rynku kapitałowego. W procesie wyboru odpowiedniego portfela ważne jest, aby zwrócić uwagę także na oczekiwania klienta związane z zarządzaniem portfelem, jak np. cele inwestycyjne, horyzont czasowy inwestycji itd.

Portfele o bardzo dużej wartości można konstruować także niestandardowo, stosując indywidualną strategię inwestycyjną, opracowaną wspólnie ze specjalistami *asset management*. Pamiętać jednak należy, że w im większym stopniu portfel jest standardowy, tym jest bardziej płynny¹¹.

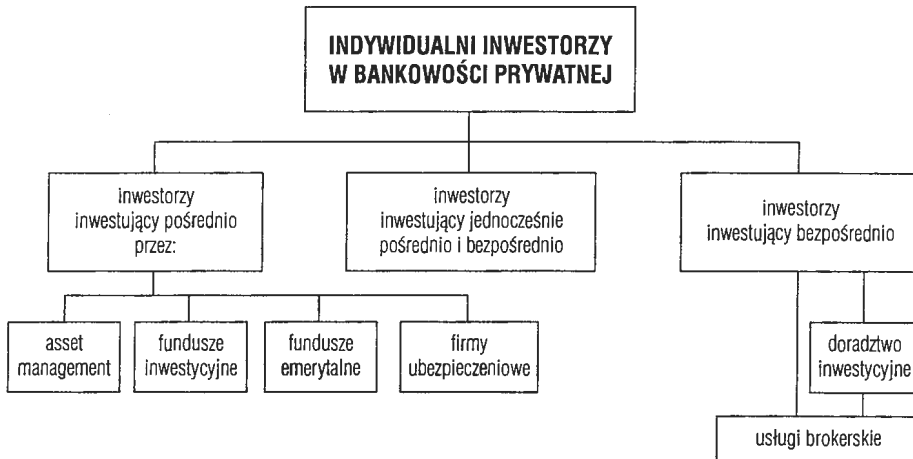
Natomiast portfele o mniejszej wartości mogą być budowane w sposób standardowy, a także z wykorzystaniem tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych, skorelowanych ze skłonnością klienta do ryzyka. Klient ma do wyboru takie podstawowe rodzaje funduszy inwestycyjnych, jak: fundusze akcji, fundusze zrównoważone, fundusze stabilnego wzrostu, fundusze rynku pieniężnego, fundusze papierów dłużnych i inne. Można tu zaznaczyć, iż klient ma do wyboru nie tylko fundusze inwestycyjne oferowane przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych zależnych od danego banku.

Można jeszcze wskazać na inne jeszcze możliwości wykorzystania oferty rynku kapitałowego w bankowości prywatnej. Spotykane są m.in. tzw. lokaty inwestycyjne. Lokata inwestycyjna to produkt, w którym zagwarantowane są odsetki od kapitału, co jest typowe dla lokaty bankowej, oraz występuje możliwość uzyskania dodatkowego przychodu z tytułu zainwestowania powierzonych środków finansowych na rynku kapitałowym (tzw. odsetki opcjonalne). Odsetki ustalane są na ogół na niższym poziomie niż w typowej lokacie bankowej i stanowią minimum przychodu z inwestycji tego typu. Natomiast maksymalny przychód określany jest poprzez przyrost wartości zainwestowanego kapitału w relacji do wskazanego benchmarku rynku kapitałowego (np. wybrany indeks giełdowy, wybrany koszyk wyselekcjonowanych akcji). Na rozwiniętych rynkach finansowych produkty tego typu są dość rozpowszechnione – do tego stopnia, że występują nawet w odmianach uwzględniających specyficzne wymagania klienta, jak np. uwzględnianie odpowiedzialności ekologicznej emitentów papierów wartościowych. Zbliżonymi produktami są m.in. tzw. ekologiczne certyfikaty inwestycyjne. Jako przy-

¹¹ R. Walkiewicz, *Bankowość inwestycyjna*, Poltext, Warszawa 2001, s. 41.

kład można wskazać certyfikaty inwestycyjne uznanych instytucji finansowych: UBS Warburg investment certificate „Fuel Cell II” (oparty na koszyku wyselekcjonowanych akcji) bądź Merrill Lynch – investment certificate SAM Top-50 Sustainability (oparty na indeksie giełdowym)¹².

Schemat 4. Klasyfikacja indywidualnych inwestorów ze względu na zakres podejmowanych decyzji inwestycyjnych w ofercie *private banking*



Źródło: opracowanie własne na podst. D. Dziawgo, *Stowarzyszenia indywidualnych inwestorów i kluby inwestycyjne na rynku papierów wartościowych*, UMK, Toruń 2004.

Tabela 1. Przykłady portfela inwestycyjnego z uwzględnieniem lokat bankowych

| TYP PORTFELA | KATEGORIA INSTRUMENTU FINANSOWEGO | % PORTFELA |
|----------------------|---|-------------------|
| Bezpieczny | – dłużne papiery wartościowe – lokaty bankowe | 50% 50% |
| Zrównoważony | – dłużne papiery wartościowe – lokaty bankowe – akcje | 35% 35% 30% |
| Ograniczonego ryzyka | – dłużne papiery wartościowe – lokaty bankowe – akcje | 35% 15% 50% |
| Agresywny | – dłużne papiery wartościowe i lokaty bankowe – akcje | 20% 80% |

gdzie: akcje oraz dłużne papiery wartościowe są instrumentami dopuszczonymi do publicznego obrotu.

Źródło: opracowanie własne.

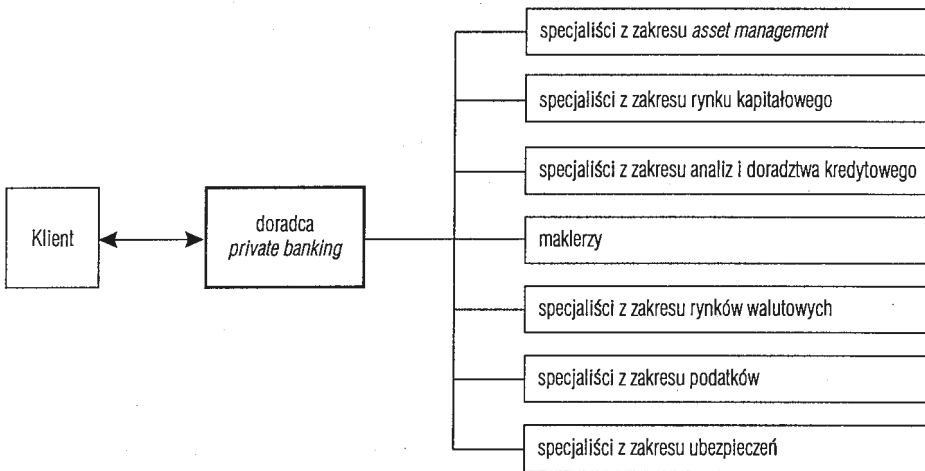
¹² L. Dziawgo, *Eco-offers of banks and investment funds. Poland & international trends*, UMK, Toruń 2003, s. 72.

5. SPRZEDAŻ I SERWIS W BANKOWOŚCI PRYWATNEJ

A OFERTA RYNKU KAPITAŁOWEGO

Na współczesnym rynku finansowym można zaobserwować proces powstawania grup bankowo-kapitałowych. Ich powstawanie i rozwój spowodowane jest wieloma czynnikami, m.in. koniecznością dywersyfikacji działalności na rynku finansowym, ale także koniecznością zapewnienia kompleksowej obsługi klienta. W ramach grup bankowo-kapitałowych funkcjonują domy maklerskie, towarzystwa funduszy inwestycyjnych, towarzystwa ubezpieczeniowe, banki hipoteczne, firmy factoringowe, firmy leasingowe, fundusze *venture capital* i inne¹³. Z wykorzystaniem zasad *cross-sellingu* oferty poszczególnych podmiotów grupy są składane w jedną spójną ofertę skierowaną do danego klienta korporacyjnego bądź klienta – osoby fizycznej.

Schemat 5. Wsparcie doradcy *private banking* w procesie obsługi klienta – wybrane przykłady



Źródło: opracowanie własne.

Klienci korzystający z oferty *private banking* mają do dyspozycji szeroką gamę produktów i usług finansowych. Część oferty *private banking* wykracza poza typową ofertę bankową i dotyczy np. produk-

¹³ S. Flejterski, *Dywersyfikacja struktury sektora i przedsiębiorstwa bankowego*, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Oddział Wojewódzki w Szczecinie, Szczecin 1998, s. 224.

tów i usług rynku kapitałowego. W takim przypadku należy zapewnić koordynację sprzedaży i serwisu w ramach instytucji bankowej. Podstawowym kanałem komunikacji z klientem, sprzedaży i serwisu (a więc całość relacji z klientem) jest pracownik banku zatrudniony w charakterze doradcy klienta¹⁴. To na nim spoczywa obowiązek koordynowania kontaktów z klientem zarówno w zakresie oferty bankowej, jak i pozabankowej. Pracownik ten ma zapewnione wsparcie doradców inwestycyjnych, maklerów, specjalistów ds. rynku kapitałowego, pieniężnego, walutowego, ubezpieczeniowego, doradców podatkowych i innych specjalistów (schemat 5). Jest oczywiście możliwe, a w niektórych przypadkach konieczne, aby klient kontaktował się także bezpośrednio z wybranym specjalistą, ale osobą odpowiedzialną za całość relacji z klientem pozostaje nadal doradca bankowości prywatnej. Taka organizacja zarządzania relacjami z klientem pozwala klientowi na komfort współpracy z jednym pracownikiem grupy bankowo-kapitałowej, a bankowi – na skoordynowane, a zatem efektywne, zarządzanie współpracą z klientem.

5. KONKLUZJA

Oferta *private banking* jest coraz popularniejsza na polskim rynku bankowym. Jej pojawienie się w Polsce świadczy o pewnej dojrzałości polskiego rynku finansowego. Wprowadzenie usługi bankowości prywatnej wymaga od banków istotnego wysiłku, ale jest to konieczne, aby zwiększać przychody bankowe i skutecznie rywalizować z konkurencją.

Jedną z zalet bankowości prywatnej jest jej ukierunkowanie także na rynek kapitałowy. *Private banking* wzmacnia zatem popyt na produkty i usługi związane z rynkiem kapitałowym, przy czym klienci bankowości prywatnej mają swobodę wyboru, czy będą inwestować pośrednio, czy też bezpośrednio.

Ze względu na rozbieżne szacunki, jak i zróżnicowane kryteria korzystania z usług *private banking* w poszczególnych bankach trudno jeszcze oszacować potencjał rynku *private banking* w Polsce, a tym bardziej jego wpływ na polski rynek kapitałowy. Z pewnością jednak bankowość prywatna nie powinna być lekceważona. Poprzez *private banking* na rynek kapitałowy kierowani są kolejni klienci – inwestorzy indywidualni o poważnym potencjale finansowym, a przy tym wspierani przez licznych specjalistów. Jest to zatem popyt bardzo pożądanym ze względu na wartość kapitałów oraz jakość zarządzania kapitałami, który powinien sprzyjać rozwojowi polskiego rynku kapitałowego.

¹⁴ Stosowane są różne określenia dla tego stanowiska: bankowy doradca klienta, *relationship manager*, *account manager* itp.

ADAM DROZDOWSKI

PORTFELE LOKAT FINANSOWYCH I OCENA ICH EFEKTYWNOŚCI Z PERSPEKTYWY INDYWIDUALNEGO INWESTORA

I. WPROWADZENIE

Nowoczesna teoria zarządzania portfelem datowana jest na połowę lat pięćdziesiątych XX wieku, gdy H. Markowitz ogłosił pionierską na owe czasy teorię modelu jednowskaźnikowego¹, który następnie stał się podwaliną dla nowoczesnej teorii portfelowej. Zakładała ona budowanie portfela charakteryzującego się maksymalizacją stopy zwrotu przy danym poziomie ryzyka. Przyjmuje się, że inwestorzy mogą przewidzieć przyszłe stopy zwrotu i na tej podstawie podejmują racjonalne decyzje inwestycyjne. Portfele dobrane w ten sposób charakteryzują się maksymalizacją stopy zwrotu w stosunku do ponoszonego ryzyka lub minimalizacją ryzyka w stosunku do zakładanej przyszłej stopy zwrotu.

Celem niniejszego opracowania jest przedstawienie wybranych aspektów związanych z kształtowaniem portfela lokat finansowych przez inwestorów indywidualnych oraz ocena efektywności inwestycji w wybrane instrumenty finansowe.

2. PODEJŚCIE DO INWESTOWANIA INWESTORÓW INDYWIDUALNYCH I INSTYTUCJONALNYCH

Odmienne od opisanego powyżej podejście do inwestowania można zaobserwować w przypadku inwestorów indywidualnych, którzy

¹ E. J. Elton, M. J. Gruber, *Nowoczesna teoria portfelowa i analiza papierów wartościowych*, WIGPress, Warszawa 1998, s. 149.

często podejmują decyzje inwestycyjne w sposób irracjonalny, popełniając przy tym błędy w ocenie przyszłej oczekiwanej stopy zwrotu lub kierując się jedynie maksymalizacją stopy zwrotu bądź wyłącznie minimalizacją ryzyka². Analizując rynki finansowe można zauważyć, że największy strumień środków finansowych zaczyna napływać na rynek w końcowym momencie trwającego ruchu wzrostowego, ponieważ wówczas większość nieinstytucjonalnych uczestników rynków finansowych dowiaduje się o tym, ile można było zarobić na danej inwestycji w przeszłości. Z drugiej zaś strony największa fala zamykania pozycji następuje w okresie końcowym bessy, gdy ceny instrumentów finansowych są najniższe. Można więc powiedzieć, że inwestorzy indywidualni działają często wbrew zasadzie „kupuj tanio i sprzedawaj drogo”.

W literaturze przedmiotu można się spotkać ze stwierdzeniem, że inwestorzy instytucjonalni podchodzą do inwestowania w sposób racjonalny, inwestorzy indywidualni zaś w sposób behawioralny, a więc kierując się głównie emocjami związanymi z podejmowaniem decyzji inwestycyjnych. Podejście behawioralne do inwestowania, które przeważa w zachowaniu inwestorów indywidualnych, można scharakteryzować następującymi czynnikami:

- inwestorzy są zbyt pewni siebie (ang. *overconfident*)³ – co przejawia się w zbyt dużej liczbie zawieranych transakcji. Skutkuje to ponadprzeciętnymi kosztami transakcyjnymi, co przekłada się na niższą od możliwej do uzyskania stopę zwrotu. W Stanach Zjednoczonych dla lat 1991–1996⁴ przeprowadzono badanie, w ramach którego oceniano relację pomiędzy częstotliwością i wielkością dokonywanego obrotu aktywów wchodzących w skład portfela akcji a osiąganą stopą zwrotu. Okazało się, że inwestorzy bez względu na częstotliwość dokonywanych transakcji osiągnęli taką samą stopę zwrotu brutto wynoszącą 18,7%, a więc liczoną przed zapłaceniem prowizji maklerskich. Natomiast na poziomie netto (a więc najbardziej istotnym dla inwestorów) różnice w stopach zwrotu sięgnęły prawie 40%. Dla grupy inwestorów, która wymieniała jedynie 2,4% swojego portfela, stopa zwrotu netto była niemal równa stopie zwrotu brutto, dla grupy inwestorów dokonujących największej liczby transakcji – wymieniających średnio 2,5 razy w ciągu roku cały portfel – stopa zwrotu netto wyniosła zaś jedynie 11,4%;

² J. R. Nofsinger, *The Psychology of Investing*, Price Hill 2002, s. 1.

³ A. S. Wood, *Behavioral Risk: Anecdotes and Disturbing Evidence*, AIMR 2002, s. 75.

⁴ J. R. Nofsinger, op. cit., s. 12.

- inwestorzy mają tendencję do sprzedaży akcji, które przyniosły dodatnią stopę zwrotu, i powstrzymywania się od sprzedaży tych, na których stracili, aby nie realizować straty. Taka tendencja prowadzi do utrzymywania w portfelu aktywów gorszych i sprzedaży lepszych, co skutkuje osiągnięciem niższej stopy zwrotu;
- inwestorzy indywidualni często dzielą oszczędności ze względu na cel, w jakim są one utrzymywane (ang. *mental accounting*)⁵, co powoduje, że portfel nie jest zbudowany w sposób optymalny, a więc przynosi niższą od możliwej do uzyskania stopę zwrotu.

3. DOBÓR ODPOWIEDNIEJ STRATEGII INWESTYCYJNEJ DLA INWESTORA INDYWIDUALNEGO

Aby konstruować portfel lokat finansowych z sukcesem, należy rozpocząć proces inwestowania od określenia celów i oczekiwań oraz zdefiniowania wysokości ryzyka, jakie skłonny jest ponieść inwestor, czyli od opisanie strategii inwestycyjnej. Jest to niezwykle ważny moment, ponieważ na tym etapie ustalane są podwaliny pod później podejmowane decyzje inwestycyjne. Standardowa strategia inwestycyjna składa się z następujących elementów⁶:

1) oczekiwań:

- oczekiwania co do stopy zwrotu,
- możliwy do zaakceptowania poziom ryzyka;

2) ograniczeń:

- przewidywany horyzont inwestycyjny,
- konieczność zachowania płynności,
- rozwiązania podatkowe,
- zagadnienia prawne i regulacyjne,
- okoliczności właściwe jedynie dla danego inwestora.

Wymagana stopa zwrotu dla inwestorów indywidualnych kształtuje się pod wpływem wielu czynników, z których najważniejsze są: aktualny etap życia inwestora oraz oczekiwany poziom zgromadzonego kapitału na koniec okresu oszczędzania w stosunku do obecnego kapitału i możliwości jego generowania.

W celu prawidłowego określenia oczekiwanej kwoty kapitału na koniec okresu oszczędzania, która przekłada się na oczekiwaną stopę zwrotu, istotne jest postawienie celów oszczędzania. Zasadniczo może-

⁵ A. Tversky, *The Psychology of Risk*, AIMR 2002, s. 76.

⁶ J. L. Maginn, D. L. Tuttle, D. W. McLeavey, J. E. Pinto, *The portfolio management process and the investment policy statement*, AIMR 2002, s. 10–16.

my wyróżnić, w zależności od horyzontu i priorytetu, trzy podstawowe grupy celów inwestycyjnych:

- cele ważne i realizowane w krótkim terminie,
- cele ważne i realizowane w długim terminie,
- cele o niższych priorytetach.

Do celów ważnych w krótkim okresie można zaliczyć m.in. zakup nowego domu/mieszkania czy też zgromadzenie środków na edukację dzieci. Z racji tego, że cele te są priorytetowe, horyzont zaś na ich zrealizowanie stosunkowo krótki, inwestycje powinny koncentrować się na instrumentach o niskim poziomie ryzyka, głównie instrumentach rynku dłużnego i pieniężnego.

Następnie inwestor powinien starać się zabezpieczyć realizację celów długoterminowych, ale istotnych z jego punktu widzenia. Celem takim jest głównie zgromadzenie odpowiednich środków w celu utrzymania niezależności finansowej po zakończeniu okresu aktywności zawodowej. W tym wypadku horyzont inwestycyjny jest bardzo długi, a zatem powinno się inwestować w instrumenty przynoszące potencjalnie wyższą stopę zwrotu, która jednak okupiona jest koniecznością ponoszenia wyższego ryzyka.

Po zapewnieniu finansowania celów priorytetowych zarówno krótko-, jak i długoterminowych inwestor może przystąpić do budowania części portfela inwestycyjnego zapewniającego finansowanie celów mniejszej wagi. Do celów takich należy zgromadzenie środków na np. dobra luksusowe, droższe wakacje, egzotyczne wyjazdy. W tym wypadku spektrum możliwości inwestycyjnych może być poszerzone o instrumenty zdecydowanie bardziej ryzykowne, ponieważ nieosiągnięcie tych celów nie będzie miało negatywnego wpływu na poziom życia inwestora.

Przełożenie powyższych celów na wspólną płaszczyznę daje szansę zbudowania odpowiednio zdywersyfikowanego portfela inwestycyjnego, który umożliwi uzyskanie zarówno krótko-, jak i długoterminowych efektów inwestycyjnych. Należy pamiętać o tym, że wynikająca z celów oczekiwana stopa zwrotu powinna być realna do osiągnięcia. Nie można więc zakładać osiągnięcia średniorocznej stopy zwrotu na poziomie np. 10% przy inwestycjach głównie w bezpieczne instrumenty rynku pieniężnego.

Poziom możliwego do poniesienia ryzyka wyrażonego np. przez miarę odchylenia standardowego rocznych stóp zwrotu ma tendencję wzrostową w przypadku dłuższego horyzontu inwestycyjnego oraz mniejszych potrzeb płynnościowych. Generalnie poziom akceptowanego ryzyka uzależniony jest z jednej strony od subiektywnych odczuć danego inwestora wynikających z jego profilu psychologicznego (ang. *willingness to take risk*), z drugiej zaś od horyzontu inwestycyjnego oraz

wielkości portfela w stosunku do celów inwestycyjnych (ang. *ability to take risk*)⁷.

Inwestorzy indywidualni bardzo często jako ryzyko oceniają możliwość utraty części zainwestowanego kapitału. Wart podkreślenia jest fakt, że w wielu przypadkach odczuwają oni stratę dopiero w momencie sprzedaży danego aktywu. Inwestorzy indywidualni jako bardziej ryzykowne oceniają te aktywa, których konstrukcja jest im mniej znana lub bardziej złożona. Prowadzi to często do zaniechania inwestowania w nowoczesne instrumenty finansowe. Sprzedaż ze stratą w przeszłości danego instrumentu finansowego czyni go w oczach inwestora indywidualnego bardziej ryzykownym. Należy dodać, że większość inwestorów indywidualnych zachowuje się w sposób stadny, ponieważ wówczas czuje, że ich inwestycje są bezpieczniejsze, natomiast faktycznie sytuacja wygląda zupełnie inaczej.

Ze względu na możliwości do zaakceptowania poziom ryzyka, inwestorów możemy podzielić na cztery grupy⁸, które zaprezentowano w tabeli 1.

Tabela 1. Typy inwestorów indywidualnych

| | | DECYZJE MAJĄ PODSTAWY | |
|-------------------|------|-------------------------|--------------------|
| | | RACJONALNE | ŻYCZENIOWE |
| AWERSJA DO RYZYKA | DUŻA | Inwestor systematyczny | Inwestor ostrożny |
| | MALĄ | Inwestor indywidualista | Inwestor żywiołowy |

Źródło: J. W. Bronson, M. H. Scanlan, J. R. Squires, *Managing Individual Investment Portfolios*, AIMR 2002, s. 14.

Inwestor systematyczny cechuje się szukaniem informacji i znajomością analiz rynkowych. Kieruje się on zdyscyplinowanym podejściem do inwestowania bez wpływu emocji.

Inwestor ostrożny z kolei jest bardzo czuły na nawet potencjalną możliwość poniesienia straty, co wiąże się z chęcią posiadania stabilizacji finansowej. Portfel takiego inwestora cechuje się małą wymianą aktywów.

⁷ J. L. Maginn, D. L. Tuttle, D. W. McLeavey, J. E. Pinto, op.cit., s. 11.

⁸ J. W. Bronson, M. H. Scanlan, J. R. Squires, *Managing Individual Investment Portfolios*, AIMR 2002, s. 14 i dalsze.

Inwestor indywidualista stara się sam podejmować decyzje inwestycyjne, w tym celu sam zbiera informacje z różnych dostępnych źródeł. Inwestor indywidualista nie cofnie się przed zajęciem pozycji przeciwstawnej do głównego nurtu rynkowego. Inwestor żywiołowy zaś bardzo często podejmuje istotne decyzje inwestycyjne, stale zmienia skład swojego portfela, co w konsekwencji prowadzi do nadmiernych kosztów transakcyjnych i sprowadza osiąganą stopę zwrotu netto poniżej średniej.

Natomiast wśród ograniczeń można wskazać następujące. Pierwszym ograniczeniem jest horyzont inwestycyjny, który jest uzależniony od wieku inwestora oraz od jego sytuacji materialnej. Należy przyjąć zasadę, że im dłuższy horyzont inwestycyjny, tym wyższy poziom ponoszonego ryzyka inwestor może i powinien tolerować.

Można wyróżnić cztery fazy życia inwestora indywidualnego. Faza akumulacji występuje u progu kariery zawodowej i w związku z tym inwestor posiada długi horyzont inwestycyjny. Dodatkowo posiadany majątek jest stosunkowo niewielki w stosunku do ciężących na nim zobowiązań (np. kredytów zaciągniętych na zakup mieszkania). W tym okresie priorytety to odkładanie środków finansowych na przyszłą edukację dzieci, na zakup większego mieszkania, utrzymywanie rezerwy płynności. Inwestycje w tym okresie powinny koncentrować się na aktywach przynoszących potencjalnie wyższą stopę zwrotu przy podwyższonym poziomie ryzyka.

Faza konsolidacji natomiast to okres ustabilizowanej kariery zawodowej. W tym okresie bieżące dochody z reguły przewyższają bieżące wydatki, a więc łatwiej powiększać kwotę oszczędności. W tym więc okresie rozpoczyna się faktyczne akumulowanie kapitału, horyzont inwestycyjny zaś w dalszym ciągu pozostaje stosunkowo długi. Inwestycje powinny koncentrować się w dalszym ciągu na aktywach przynoszących potencjalnie wyższą stopę zwrotu z powolnym zastępowaniem ich inwestycjami charakteryzującymi się mniejszym poziomem ryzyka.

Faza wydatkowania powinna rozpocząć się wraz z zakończeniem aktywności zawodowej. W tym okresie, dla utrzymania dotychczasowego standardu życia, wydatki przewyższają bieżące dochody, a wynikająca stąd różnica powinna pochodzić ze zgromadzonego wcześniej kapitału. W tym okresie podstawę portfela inwestycyjnego powinny stanowić instrumenty charakteryzujące się niższą stopą zwrotu, co idzie w parze ze znacznym ograniczeniem ryzyka.

Faza obdarowywania jest okresem, gdy inwestor posiada nadwyżkę środków finansowych w stosunku do możliwości ich wydatkowania i dzieli się tymi środkami z innymi. Zależnie od rozwiązań podatkowych redystrybucja może następować w tej fazie lub po zakończeniu życia przez inwestora.

Potrzeba utrzymywania odpowiedniej płynności portfela inwestycyjnego jest jednym z kluczowych czynników kształtowania jego skła-

du. Na konieczność utrzymania odpowiedniej płynności wpływają czynniki takie jak:

- konieczność utrzymywania rezerwy płynności na wypadek zaistnienia nieprzewidzianych wydatków – zwykle w wysokości 2–3-miesięcznych wydatków bieżących,
- konieczność zaspokojenia celów krótkoterminowych bez konieczności sprzedaży aktywów w niedogodnym terminie,
- utrzymywanie płynnych środków w celu poszukiwania okazji inwestycyjnych.

Potrzeba utrzymywania odpowiedniego stopnia płynności portfela wpływa na możliwość generowania odpowiedniej stopy zwrotu. Generalnie im wyższe potrzeby w zakresie płynności, tym większa część portfela powinna być ulokowana w instrumentach krótkoterminowych z gwarantowaną ceną wykupu, co wpływa negatywnie na wysokość możliwej do osiągnięcia stopy zwrotu.

Nierównomierne traktowanie pod względem podatkowym przychodów uzyskiwanych z różnych rodzajów lokat finansowych może prowadzić do sytuacji większego niż optymalny udział danego instrumentu w całym portfelu inwestycyjnym. Dodatkowo różne rozwiązania podatkowe dotyczące na przykład opodatkowania przychodów z dywidend (np. podatek ryczałtowy) i zysków związanych z aprecjacją cen instrumentów finansowych (np. doliczanie dochodów i rozliczanie w ogólnym sprawozdaniu podatkowym) mogą doprowadzić do sytuacji innego niż optymalny doboru portfela. Co więcej, dla inwestorów, których krańcowa stopa podatkowa znajduje się w różnych przedziałach skali podatkowej, mogą występować różne preferencje co do sposobu opodatkowania, a więc nabywania różnych instrumentów finansowych. Należy pamiętać, że oczekiwana stopa zwrotu powinna zawsze być liczona po odjęciu koniecznych do zapłacenia podatków. Efektywność poszczególnych lokat powinna być porównywana po uwzględnieniu płaconych podatków.

Zagadnienia prawne, regulacyjne i indywidualne właściwości w przypadku inwestorów indywidualnych mają mniejsze znaczenie i mogą zostać pominięte.

4. OSZCZĘDNOŚCI POLSKIEGO SPOŁECZEŃSTWA

Zgodnie z metodologią stosowaną przez Narodowy Bank Polski⁹ do oszczędności finansowych gospodarstw domowych zaliczamy depozyty bankowe, zasoby gotówkowe będące w posiadaniu gospodarstw

⁹ NBP, Rada Polityki Pieniężnej, *Raport o inflacji w III kwartale 2003 roku*, www.nbp.pl

domowych oraz wartości lokat w papiery wartościowe nabywane zarówno bezpośrednio, jak i za pośrednictwem wehikułów inwestycyjnych stworzonych w tym celu (funduszy inwestycyjnych, produktów inwestycyjnych służących gromadzeniu kapitału). Są to więc środki finansowe do dyspozycji, nie przeznaczone na bieżące spożycie. Aby mieć pełen obraz poziomu oszczędności finansowych netto, należy odjąć wielkość kredytów gospodarstw domowych.

Niewielkie dochody powodują, że tylko 21% gospodarstw domowych dysponowało w połowie 2003 roku zasobami finansowymi w jakiegokolwiek formie. W latach 1998–2000 takich gospodarstw było 25–26%. W okresie spowolnienia gospodarki wydano zatem część zgromadzonych wcześniej oszczędności. W 2003 na ich uzupełnienie mogło sobie bez problemu pozwolić 12% gospodarstw, około 33% mogło odłożyć bardzo niewiele, a 56% – nic. Według szacunków GUS w połowie 2003 roku zadłużonych było 35% gospodarstw domowych, nieco więcej niż w poprzednich latach. Ponad trzy czwarte obciążonych pożyczkami i kredytami gospodarstw miało trudności z pokryciem bieżących wydatków, kłopotów nie sprawiało to jedynie co trzynastemu z nich¹⁰.

Zgodnie ze stanem na koniec sierpnia 2003 roku depozyty gospodarstw domowych wynosiły 208,4 mld PLN, z czego 83% stanowiły środki w walucie krajowej i 17% w walutach obcych. Ich wartość była niższa o prawie 15 mld PLN od poziomu z marca 2002 roku¹¹, przy czym struktura walutowa pozostała bez zmian. Należy jednak zauważyć, że w omawianym okresie aktywa funduszy inwestycyjnych wzrosły z 13,2 mld PLN do 34,8 mld PLN¹². Oczywiście nie cały ten wzrost był zasługą aktywów napływających od inwestorów indywidualnych, jednak tak duży napływ środków finansowych do funduszy inwestycyjnych świadczy o zmianie struktury lokat finansowych inwestorów. Spadek depozytów gospodarstw domowych wynika także z wykorzystywania części oszczędności na bieżącą konsumpcję w celu utrzymania odpowiedniego standardu życia w okresie spowolnienia gospodarczego. W sierpniu 2003 kredyty gospodarstw domowych wynosiły 96 mld PLN, z czego 71% było nominowanych w walucie polskiej, a 29% w walutach obcych. W okresie od marca 2002 roku do sierpnia 2003 roku wielkość kredytów ogółem wzrosła o 10 mld PLN, co daje 11,8% przyrostu. Przy czym w marcu 2002 roku jedynie 19,5% zaciągniętych kredytów było nominowanych w walucie obcej.

Oszczędności netto gospodarstw domowych wynosiły na koniec sierpnia 2003 roku 112,4 mld PLN, z czego 93% było nominowanych w walucie polskiej, 7% zaś w walutach obcych. W stosunku do marca

¹⁰ H. Bińczak, *Żyje nam się raczej skromnie*, Rzeczpospolita, 06.02.2004.

¹¹ NBP, Biuletyn informacyjny 2003, 8, www.nbp.pl

¹² Aktywa TFI, www.tfi.hoga.pl

2002 spadły one o 17,6%, z czego 9% spadek został zanotowany dla oszczędności w walucie krajowej i aż prawie 65% dla oszczędności w walutach obcych.

Warto dodać, że w Eurolandzie poziom oszczędności gospodarstw domowych zgromadzonych w bankach wynosił na koniec listopada 2003 roku 3928,4 mld EUR i w okresie ostatnich dwóch lat wykazywał stabilną tendencję wzrostową o ponad 3% rocznie¹³ mimo osłabienia koniunktury gospodarczej.

5. DETERMINANTY OSIĄGNIĘCIA ZAKŁADANEGO CELU INWESTYCYJNEGO

Posiadane oszczędności niezależnie od ich wysokości należy inwestować w przemyślany sposób, zgodny ze strategią inwestycyjną opisaną we wcześniejszej części niniejszego opracowania. Należy wziąć pod uwagę fakt, czy środki finansowe będą systematycznie dopłacane do portfela inwestycyjnego czy też już na początku okresu oszczędzania inwestor dysponuje określoną kwotą, która będzie inwestowana długoterminowo i w późniejszym okresie nie będą dokonywane żadne dopłaty. Praktycznie w większości przypadków mamy do czynienia z sytuacją opisaną jako pierwsza, a więc kapitał jest budowany w długim okresie poprzez mniej lub bardziej systematyczne dopłaty oraz kapitalizację osiągniętych stóp zwrotu.

Na końcowy wynik, a więc osiągniętą stopę zwrotu, która przekłada się w zasadniczy sposób na wysokość zgromadzonego kapitału, istotny wpływ ma rentowność inwestycji, na którą składają się zarówno wypracowywana stopa zwrotu, jak i koszty zarządzania oraz horyzont inwestycyjny. Poniżej zaprezentowano, jakie czynniki mają zasadniczy wpływ na osiągnięcie zakładanych celów (zgromadzenie określonej kwoty środków finansowych).

W tabeli 2 pokazano, jak zmienia się wartość przyszła na koniec okresu oszczędzania, gdy inwestor zainwestuje kwotę początkowego kapitału w wysokości 1000 jednostek pieniężnych bez dokonywania dalszych dopłat, w zależności od osiągniętej stopy zwrotu i czasu trwania inwestycji.

Można zauważyć, że przy stopie zwrotu na poziomie 2% w skali roku pomiędzy okresem oszczędzania 5 a 40 lat następuje zaledwie podwojenie posiadanego kapitału, a przy stopie zwrotu na poziomie 10% w takim samym okresie wartość zgromadzonego kapitału powiększa się aż osiemnastokrotnie. Przy stopie zwrotu w wysokości 20% w omawianym okresie zgromadzony kapitał wzrasta aż 590 razy.

¹³ ECB, Monthly Bulletin, January 2004, www.ecb.int

Tabela 2. Wartość przyszła inwestycji dla przykładowych poziomów rentowności i okresu oszczędzania

| | | RENTOWNOŚĆ W SKALI ROKU W PROCENTACH | | | | | | | | | | |
|-------------------|-------|--------------------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|----------|---------|
| | | 0 | 2 | 4 | 6 | 8 | 10 | 12 | 14 | 16 | 18 | 20 |
| LATA OSZCZĘDZANIA | 5 | 1 000 | 1 104 | 1 217 | 1 338 | 1 469 | 1 611 | 1 762 | 1 925 | 2 100 | 2 288 | 2 488 |
| | 10 | 1 000 | 1 219 | 1 480 | 1 791 | 2 159 | 2 594 | 3 106 | 3 707 | 4 411 | 5 234 | 6 192 |
| | 15 | 1 000 | 1 346 | 1 801 | 2 397 | 3 172 | 4 177 | 5 474 | 7 138 | 9 266 | 11 974 | 15 407 |
| | 20 | 1 000 | 1 486 | 2 191 | 3 207 | 4 661 | 6 727 | 9 646 | 13 743 | 19 461 | 27 393 | 38 338 |
| | 25 | 1 000 | 1 641 | 2 666 | 4 292 | 6 848 | 10 835 | 17 000 | 26 462 | 40 874 | 62 669 | 95 396 |
| | 30 | 1 000 | 1 811 | 3 243 | 5 743 | 10 063 | 17 449 | 29 960 | 50 950 | 85 850 | 14 3371 | 237 376 |
| | 35 | 1 000 | 2 000 | 3 946 | 7 686 | 14 785 | 28 102 | 52 800 | 98 100 | 180 314 | 327 997 | 590 668 |
| 40 | 1 000 | 2 208 | 4 801 | 10 286 | 21 725 | 45 259 | 93 051 | 188 884 | 378 721 | 750 378 | 146 9772 | |

Źródło: opracowanie własne.

Znacznie częściej mamy do czynienia z sytuacją dokonywania systematycznych wpłat. Załóżmy, że wpłaty dokonywane są przez 30 lat co miesiąc w wysokości 100 PLN (z dołu, a więc na początku każdego miesiąca), dodatkowo można przyjąć założenie, że osiągnięta stopa zwrotu wyniesie w każdym roku 10% (co daje miesięczną stopę zwrotu na poziomie 0,7974%, którą otrzymujemy poprzez obliczenie $1,10^{(1/12)} - 1$, a więc geometryczne równomierne rozłożenie zakładanej stopy zwrotu w ciągu roku). Przyjmując powyższe założenia możemy policzyć, że po trzydziestu latach wartość portfela będzie wynosiła 207 929,27 PLN¹⁴, przy skumulowanej wartości wpłat na poziomie 36 000 PLN. Warto jednak zauważyć, co stanie się, gdy zakładaną rentowność obniżymy o 4%, tj. do 9,60% stopy zwrotu w ciągu roku. Wówczas zgromadzona kwota na koniec okresu oszczędzania wyniesie 192 420,55 PLN i będzie o 7,46% niższa od obliczonej przy poprzednich założeniach. Zakładając stałą średnioroczną stopę zwrotu na poziomie 5%, możemy się spodziewać uzyskania z tej inwestycji „tylko” 81 869,78 PLN, co jest wielkością aż o 60,63% niższą, przy spadku o połowę oczekiwanej stopy zwrotu (w tym wypadku o 5 pkt %).

W przypadku lokowania środków w jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych występuje przy wpłacie tzw. opłata wstępna (ang. *load fee*). Opłata ta powoduje proporcjonalny spadek zgromadzonej kwoty, tj. przy 4% *load fee* i 10% stopie zwrotu wysokość zgromadzonego kapitału wyniosłaby 199 612,10 PLN, tj. byłaby niższa o 4%. Dzieje się tak, ponieważ efektywnie z każdego wpłaconych 100 PLN „pracuje” tylko 96 PLN.

Z punktu widzenia końcowego efektu oszczędzania, jakim jest niewątpliwie osiągnięcie jak najwyższej kwoty końcowej, niezmiernie istotny jest horyzont inwestycyjny. W przypadku skrócenia go o 1,5 roku, tj. zaledwie o 5% pierwotnego okresu oszczędzania wartość końcowa inwestycji zmniejsza się o 14,13%, przy zakładanej 10% stopie zwrotu. Im niższa zakładana stopa zwrotu, tym mniejsze różnice wynikają z różnicy horyzontu inwestycyjnego.

Z tego powodu można postawić tezę, że największy wpływ na ostateczny osiągnięty wynik będzie miała stopa zwrotu osiągnięta w końcowym okresie oszczędzania. To bowiem wówczas, oszczędzając na przykład na przyszłą emeryturę, inwestor jest narażony na największe ryzyko zmiany wartości końcowej zgromadzonego kapitału. Co więcej, istotna jest nie tylko stopa zwrotu uzyskana w całym okresie inwestowania, która w przypadku funduszy inwestycyjnych i emerytalnych obrazowana jest

¹⁴ Obliczyć to można na kalkulatorze finansowym, gdy n (liczba okresów) = 360, i (miesięczna stopa zwrotu) = 0,797414%, PV (wartość bieżąca) = 0, PMT (wpłaty okresowe) = 100, FV (wartość końcowa) = szukana = 207 929,27 zł, przy ustawieniu kalkulatora na funkcję BGN (wpłaty dokonywane z góry).

poprzez zmianę wartości jednostki uczestnictwa, ale również rozkład tej stopy zwrotu w poszczególnych okresach.

Załóżmy, że podobnie jak w powyższym przykładzie fundusz osiąga co roku 10% stopę zwrotu. W takim przypadku po okresie 30 lat z początkowej wartości jednostki wynoszącej 10 PLN jej cena urośnie do 174,49 PLN ($10 \times 1,007974^{360} = 174,49$). Taką samą wartość będzie miała jednostka funduszu, który przez pierwsze 15 lat będzie osiągał 4,88% stopę zwrotu, w okresie zaś następnych 15 lat 15,37% ($10 \times 1,003979^{180} \times 1,01198^{180} = 10 \times 1,007974^{360} = 174,49$). Patrząc jednak na wartość zgromadzonego kapitału przy systematycznym oszczędzaniu okazuje się, że efekt końcowy różni się aż o 38,75%. W drugim przypadku kwota zgromadzona po 30 latach wyniesie 288 499,16 PLN, w pierwszym wariantcie zaś 207 929,27 PLN.

Również wartość jednostki funduszu osiągającego przez pierwsze 15 lat stopę zwrotu w wysokości 15,37%, a w okresie następnych 15 lat 4,88%, z początkowej wartości 10 PLN po trzydziestu latach będzie wynosiła 174,49 PLN. Kwota zgromadzonego na koniec okresu oszczędzania kapitału w takim funduszu wyniesie zaledwie 156 410,90 PLN, co jest kwotą niższą o 24,78% od scenariusza bazowego z równomiernymi stopami zwrotu w całym okresie oszczędzania oraz aż o 45,79% niższą od korzystniejszego rozkładu stóp zwrotu (wypracowywania wyższej rentowności w końcowym okresie oszczędzania).

W przypadku gdyby inwestor dysponował na początku okresu oszczędzania kwotą 11 916,13 PLN i zainwestowałby ją w taki sposób, że nabyłby 1191,613 jednostek uczestnictwa po 10 każda, to bez względu na to, jaką ścieżką podążałaby wartość jednostki uczestnictwa, gdy po trzydziestu latach jej wartość wzrosłaby do 174,49 PLN (w każdym z trzech powyższych przykładów jednostka ma taką samą wartość), inwestor zawsze miałby na rachunku 207 929,27 PLN.

Jak pokazują powyższe przykłady, osiągnięcie przez fundusz inwestycyjny lub emerytalny takiej samej stopy wzrostu jednostki uczestnictwa w długim okresie nie musi oznaczać zgromadzenia takiej samej kwoty w przypadku, gdy inwestor dokonuje dopłat do posiadanego portfela.

6. KONSEKWENCJA W PODEJMOWANIU DECYZJI INWESTYCYJNYCH

Inwestor indywidualny po opracowaniu odpowiedniej strategii inwestycyjnej powinien konsekwentnie ją realizować oraz oceniać uzyskiwane wyniki zarządzania. Zasadniczo co najmniej corocznie powinno być dokonywane porównanie efektów inwestycji z zakładanymi celami oraz z bazą odniesienia (ang. *benchmark*). Porównanie inwestycji z celami daje odpowiedź na pytanie, czy w dalszym ciągu realne i możliwe

do realizacji jest spełnienie zakładanych celów. Jest to niezmiernie istotne w sytuacji dużego wzrostu lub spadku wartości portfela. W pierwszym przypadku do realizacji celów wystarczające będzie w przyszłości uzyskiwanie niższej stopy zwrotu, w sytuacji przeceny wartości portfela konieczne będzie zaś albo zwiększenie podejmowanego ryzyka w celu uzyskania oczekiwanej wyższej stopy zwrotu w przyszłości, albo dokonanie korekty celów inwestycyjnych *in minus*. W drugiej opisaney sytuacji, tj. w przypadku systematycznego niepokonywania benchmarku, należy dokonać zmiany zarządzającego odpowiadającego za zarządzanie portfelem lub skorzystać z usług innego doradcy w przypadku samodzielnego podejmowania decyzji inwestycyjnych.

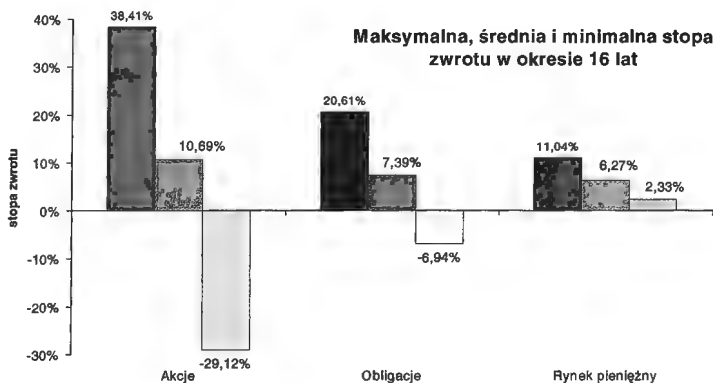
Głównymi klasami aktywów, które wchodziły w skład portfeli inwestycyjnych inwestorów indywidualnych, są udziałowe papiery wartościowe (akcje), długoterminowe dłużne papiery wartościowe (obligacje) oraz instrumenty rynku pieniężnego (krótkoterminowe obligacje oraz bony skarbowe). Dwie ostatnie grupy instrumentów finansowych można dodatkowo podzielić ze względu na podmiot je emitujący (na skarbowe i nieskarbowe) oraz ze względu na sposób naliczania odsetek (na stałokuponowe, wliczając zerokuponowe oraz zmiennokuponowe). Dodatkowo przedmiotem inwestycji mogą być instrumenty rynku terminowego takie jak opcje, *futures*. W niniejszym opracowaniu analizowane będą jedynie trzy podstawowe grupy instrumentów finansowych: akcje, obligacje i instrumenty rynku pieniężnego.

Portfel inwestycyjny powinien być zbudowany z wielu klas aktywów, tak aby w przypadku spadku wartości, np. części akcyjnej, część dłużna i zainwestowana w instrumenty rynku pieniężnego amortyzowała spadki. Jak można zobaczyć w tabeli 3, na europejskim rynku finansowym nie ma klas aktywów, w które inwestycja nieprzerwanie przynosiłaby najwyższą stopę zwrotu. Może się nawet okazać, że stopa zwrotu na tym samym lub bardzo zbliżonym poziomie w jednym okresie będzie uznawana za bardzo dobrą, w innym zaś będzie najniższą z możliwych do uzyskania na rynku finansowym. Jak można zaobserwować, w okresie ostatnich szesnastu lat na rynku europejskim aż dziewięciokrotnie najlepszymi inwestycjami okazały się akcje opisywane indeksem MSCI Europe Index. Natomiast aż sześciokrotnie były to najgorsze inwestycje w danym roku. Obligacje opisywane indeksem JP Morgan European Traded Bond Index czterokrotnie były najlepszą klasą aktywów, jedynie w jednym roku ustąpiły miejsca zarówno akcjom, jak i instrumentom rynku pieniężnego. Instrumenty rynku pieniężnego opisywane odnawialnym 3-miesięcznym depozytem w ECU/EURO na bazie 3-miesięcznego LIBOR-u okazały się inwestycjami przynoszącymi najniższą stopę zwrotu aż w dziewięciu z szesnastu ostatnich lat. Ta klasa aktywów okazała się najlepsza głównie w okresach spadków zarówno na rynku akcji, jak i obligacji.

Tabela 3. Efektywność wybranych inwestycji na rynku europejskim

| ROK | AKCJE | OBLIGACJE | RYNEK PIENIĘŻNY |
|------|---------|-----------|-----------------|
| 1988 | 7,00% | 8,60% | 7,31% |
| 1989 | 31,90% | 3,92% | 9,88% |
| 1990 | -16,45% | 6,74% | 10,70% |
| 1991 | 16,80% | 14,60% | 10,37% |
| 1992 | 9,93% | 12,88% | 11,04% |
| 1993 | 17,87% | 20,61% | 8,33% |
| 1994 | -6,14% | -4,40% | 5,26% |
| 1995 | 15,57% | 7,04% | 6,20% |
| 1996 | 23,10% | 11,96% | 4,52% |
| 1997 | 2,11% | 9,55% | 4,39% |
| 1998 | 10,66% | 13,37% | 4,19% |
| 1999 | 10,24% | -2,36% | 2,96% |
| 2000 | -1,89% | 7,64% | 4,48% |
| 2001 | -16,48% | 1,08% | 4,28% |
| 2002 | -29,12% | -6,94% | 3,80% |
| 2003 | 7,00% | 3,76% | 2,33% |

Źródło: Opracowanie własne na podst. Bloomberg.



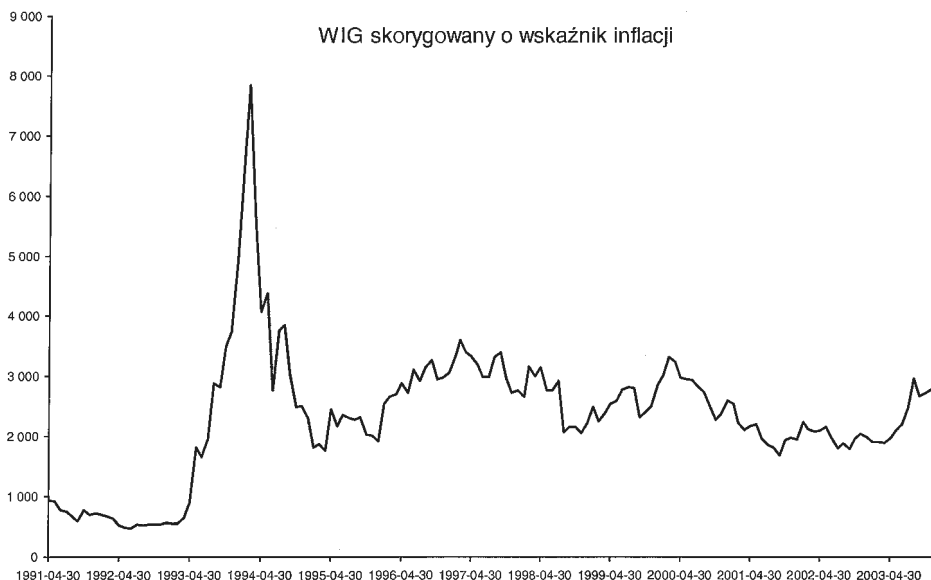
Wykres 1. Rozkład stóp zwrotu

Źródło: obliczenia własne na bazie danych z tabeli 3.

Rozkład rocznych stóp zwrotu zaprezentowanych powyżej można opisać za pomocą średniej stopy zwrotu oraz zakresu jej zmienności (wykres 1). Zarówno najwyższą średnią stopą zwrotu, jak i najwyższą zmiennością charakteryzują się inwestycje w akcje. Natomiast najmniejszą zmiennością i zarazem stopą zwrotu charakteryzują się inwestycje w instrumenty rynku pieniężnego.

Każda z głównych klas aktywów jest „odpowiedzialna” za pewien fragment realizacji celów inwestycyjnych. Część akcyjna „odpowiada” za uzyskanie w długim terminie wyższej stopy zwrotu niż na instrumentach dłużnych. Inwestycje na rynku pieniężnym wpływają na stabilizowanie wahań wartości portfela i dodatkowo zabezpieczają płynność portfela. Wykres 1 pokazuje, że nawet inwestorzy ostrożni powinni w portfelu inwestycyjnym posiadać ekspozycję na rynku akcji, szczególnie w przypadku oszczędzania w celu realizacji celów długoterminowych.

Niewątpliwie powyższy wykres wskazuje na to, że bardziej ryzykowne klasy aktywów (w tym wypadku akcje) mogą przynieść wyższą oczekiwaną stopę zwrotu. Należy jednak pamiętać o tym, że zachowanie stadne może doprowadzić do zakupu akcji w okresach najwyższych ich cen, co może skutkować uzyskaniem ujemnej stopy zwrotu nawet przy inwestycjach długoterminowych. Podczas pamiętnej hossy na polskim rynku kapitałowym z lat 1993–1994 ustanowiony wówczas szczyt indeksu WIG w warunkach nominalnych został pokonany dopiero w wyniku hossy internetowej z roku 2000. Natomiast w warunkach realnych, tj. skorygowanych o wskaźnik inflacji nie został dotychczas pokonany (wykres 2).



Wykres 2. WIG skorygowany o wskaźnik inflacji

Źródło: obliczenia własne na bazie danych GPW i GUS.

Najbardziej znany indeks giełdowy Dow Jones Industrial Average, po tym jak w wyniku hossy lat dwudziestych XX wieku zanotował w dru-

giej połowie 1929 roku najwyższą wartość, następnie zaś w wyniku wielkiego kryzysu gwałtownie zniżył, uzyskał w wartościach nominalnych poprzednią wartość dopiero pod koniec 1954 roku.

Przykłady te pokazują, że nie zawsze te inwestycje, które od strony teoretycznej powinny być najlepsze, będą przynosiły satysfakcjonującą stopę zwrotu.

Przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych bardzo istotny jest nie tylko właściwy wybór klasy aktywów, w które będzie się inwestowało (akcyjne, dłużne, czy rynku pieniężnego), ale również który konkretny instrument finansowy powinien się znaleźć w portfelu. Analizując stopę zwrotu polskich akcyjnych funduszy inwestycyjnych łatwo dostrzec, że występują pomiędzy nimi istotne różnice.

Wśród polskich funduszy akcyjnych najlepszy w perspektywie pięciu lat (1999–2003) osiągnął stopę zwrotu 119,31%, co daje 17,01% średniorocznego wzrostu. Najgorszy zaś przyniósł posiadaczom stratę w wysokości 10,24%, co przekłada się na średnioroczną stratę w wysokości 2,14%. Tak więc w tym wypadku inwestując teoretycznie w instrumenty charakteryzujące się bardzo zbliżonym profilem ryzyka rozpiętość możliwych do uzyskania stóp zwrotu wyniosła prawie 130%. Natomiast w okresie ostatnich trzech lat najlepszy polski fundusz akcyjny przyniósł 24,81% zysku (7,67% średniorocznie), a najgorszy zanotował stratę w wysokości 21,5% (6,71% średniorocznie). W tym wypadku różnica w stopie zwrotu wyniosła ponad 46%.

Dodatkowo inwestor powinien odpowiedzieć sobie na pytanie, czy decyzje inwestycyjne podejmować w sposób samodzielny, czy też swoje środki powierzyć zarządzającym aktywami. Inwestorzy dysponujący większymi oszczędnościami mają dostęp do usług *asset management*, fundusze inwestycyjne zaś dają możliwość zwolnienia z konieczności ciągłego śledzenia rynków finansowych praktycznie dla każdego inwestora, dysponującego nawet niewielkimi oszczędnościami.

Warto zauważyć, że inwestorzy indywidualni mają ograniczony dostęp do najlepszych możliwości inwestycyjnych. Autor niniejszego opracowania przeanalizował rentowność obligacji dwuletnich zerokuponowych sprzedawanych na przetargach inwestorom instytucjonalnym, o symbolu emisji „OK” i porównał je z rentownościami możliwymi do uzyskania przez inwestorów indywidualnych z obligacji dwuletnich detalicznych, o symbolu emisji „DOS”. Na 51 obserwacji w okresie od października 1999 roku do grudnia 2003 roku rentowność obligacji detalicznych była korzystniejsza w 19 przypadkach, natomiast w pozostałych 32 miesiącach wyższą stopę zwrotu uzyskiwali inwestorzy instytucjonalni dokonujący inwestycji na rynku hurtowym obligacji podczas organizowanych przetargów. Jednak liczba lepszych miesięcy niewiele mówi o różnicach w możliwych do uzyskania stopach zwrotu. Inwestu-

jąc przez pierwsze 24 miesiące równą kwotę środków finansowych zarówno w obligacje hurtowe, jak i detaliczne, następnie zaś reinwestując co miesiąc uzyskane środki, w okresie omawianych 51 miesięcy można było zgromadzić o 2,27% więcej końcowego kapitału w przypadku inwestycji w obligacje hurtowe. Oznacza to, że rentowność obligacji oferowanych inwestorom instytucjonalnym przewyższa tę oferowaną inwestorom indywidualnym.

7. PODSUMOWANIE

Na efektywność lokat finansowych wpływa zarówno osiągnięta stopa zwrotu (wypracowywany zysk minus koszty), jak i poziom ponoszonego ryzyka. Z racji tego, że inwestowanie jest z reguły procesem długotrwałym możliwości osiągnięcia zakładanego celu inwestycyjnego zależą od wielu czynników, wśród których możemy wymienić realizowanie ustalonych zasad inwestycyjnych i kontrolowanie wynikających z nich efektów. W procesie inwestycyjnym niezmiernie istotnym czynnikiem jest przyjęcie właściwej strategii inwestycyjnej oraz następnie kontrolowanie w określonych okresach czasu jej realizacji. Trzeba bowiem pamiętać o tym, że nawet właściwie skonstruowana strategia inwestycyjna nie zapewni końcowego sukcesu, jeżeli nie będzie realizowana w prawidłowy sposób. Jeżeli okaże się, że wybrana strategia inwestycyjna nie jest optymalna dla danego inwestora, to należy ją zmienić, tak aby zapewnić uzyskanie finalnego efektu, jakim będzie zrealizowanie celów inwestycyjnych.

Zwykle zdyscyplinowane podejście do inwestowania przynosi w dłuższym okresie lepsze efekty niż podążanie za aktualnymi trendami rynkowymi. Zainwestowanie części portfela w akcje spółek internetowych w czasie ostatniej hossy internetowej było z pewnością dobrą decyzją, natomiast zainwestowanie w tym segmencie rynku całego portfela akcji, w przypadku zbyt późnej sprzedaży aktywów, mogło się okazać bardzo kosztowną strategią i skończyć utratą nawet znacznej części zainwestowanego kapitału.

WIESŁAWA PRZYBYLSKA-KAPUŚCIŃSKA, KATARZYNA GABRYELCZYK

CZYNNIKI DETERMINUJĄCE
DECYZJE INWESTORÓW INDYWIDUALNYCH
O WYBORZE FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH
JAKO FORMY ALOKACJI KAPITAŁU W POLSCE

I. WPROWADZENIE

Jedną z integralnych części każdej współczesnej gospodarki stanowi rynek kapitałów pieniężnych¹, będący miejscem dokonywania transakcji, których przedmiotem są kapitały pieniężne. Uczestnikami tego rynku są kapitałobiorcy oraz kapitałodawcy. Pierwsza grupa, występująca na rynku kapitałów pieniężnych w roli emitentów, to zgłaszający popyt na kapitał, czyli poszukujący kapitału do sfinansowania swoich przedsięwzięć inwestycyjnych lub konsumpcyjnych. Podmioty te otrzymują kapitał dwoma kanałami:

- pośrednio – poprzez instytucje finansowe, np. kredyty bankowe,
- bezpośrednio – poprzez wejście na rynek kapitałowy, np. emisję akcji czy obligacji.

Generalnie do podmiotów tych zaliczyć można państwo i organy samorządowe oraz przedsiębiorstwa państwowe i prywatne.

Druga grupa to zgłaszający podaż kapitału, czyli ci, którzy dysponują jego nadmiarem i chcą dokonać jego alokacji, w celu zwiększenia jego wartości. Podmioty te dostarczają kapitału również dwoma kanałami:

¹ Na temat szczegółów dotyczących klasyfikacji oraz podziału rynku kapitałów pieniężnych w: *Rynek papierów wartościowych. Wybrane problemy*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2002, s. 14–21.

- pośrednio – poprzez inwestycje w instytucjach finansowych, np. depozyty bankowe,
- bezpośrednio – poprzez dokonywanie samodzielnych inwestycji na rynku kapitałów pieniężnych².

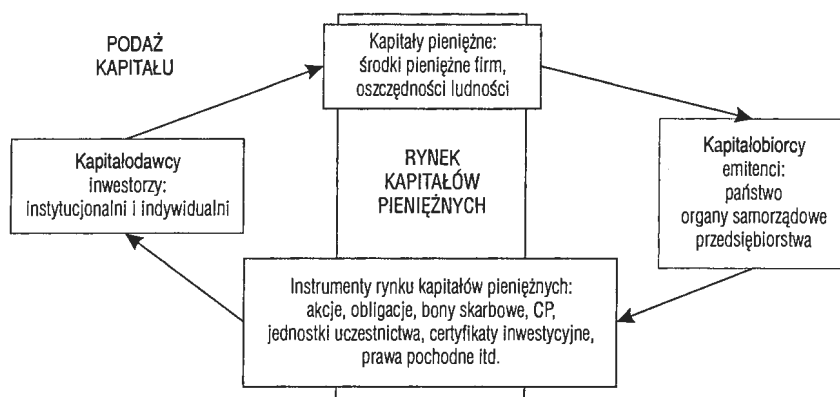
Kapitałodawcy występują na rynku kapitałów pieniężnych w roli **inwestorów**. Biorąc pod uwagę wielkość inwestowanego przez nich kapitału, można wśród nich wyróżnić dwa rodzaje podmiotów:

- podmioty instytucjonalne, dysponujące znacznymi środkami pieniężnymi; do grupy tej należą instytucje finansowe, np.: banki, instytucje ubezpieczeniowe, fundusze inwestycyjne i emerytalne, a także pozafinansowe, czyli przedsiębiorstwa,
- podmioty indywidualne, czyli indywidualni inwestorzy.

Zarówno inwestorzy instytucjonalni, jak i indywidualni, chcący angażować swoje kapitały w inwestycje na rynku kapitałów pieniężnych, mają do wyboru szereg różnych oferowanych na nim instrumentów. W zależności od motywu podejmowanej decyzji inwestycyjnej, preferencji danego podmiotu czy podejścia do ryzyka inwestycyjnego inwestorzy mogą dokonywać alokacji swoich środków w instrumenty krótko- bądź długoterminowe, o charakterze wierzycielskim, udziałowym bądź terminowym, czy też cechujących się wysokim lub niskim ryzykiem inwestycyjnym. Inwestorzy instytucjonalni i indywidualni nabywają atrakcyjne dla nich instrumenty w zamian za przekazane na rynek kapitały pieniężne.

Mechanizm transferu kapitałów pieniężnych od kapitałodawców do kapitałobiorców poprzez rynek kapitałów pieniężnych prezentuje schemat 1.

Schemat 1. Mechanizm transferu kapitałów pieniężnych



Źródło: opracowanie własne.

² K. Jajuga, K. Kuziak, P. Markowski, *Inwestycje finansowe*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 1997, s. 69–70.

W literaturze przedmiotu bardzo często podkreśla się znaczącą rolę inwestorów instytucjonalnych jako tych, którzy stanowią główne źródło zaspokajania popytu na kapitały pieniężne. Z racji bowiem wielkości posiadanych kapitałów inwestorzy instytucjonalni charakteryzują się większymi niż osoby indywidualne możliwościami inwestycyjnymi, co wiąże się z dokonywaniem przez nich inwestycji na szeroką skalę. Nie bez znaczenia jest również fakt posiadania przez nich zaplecza kadrowego, technicznego czy technologicznego, umożliwiającego przeprowadzanie skrupulatnych, skomplikowanych i nierzadko kosztownych analiz rynku, które pozwalają im na profesjonalne zarządzanie swoimi środkami.

Inwestorzy indywidualni to gospodarstwa domowe, które posiadają kapitały, charakteryzujące się najczęściej niewielkimi rozmiarami. Na rynku kapitałów pieniężnych podmioty te poszukują atrakcyjnych form lokaty swoich oszczędności. Choć wielkość dokonywanych przez nie pojedynczych transakcji nie cechuje się tak dużymi rozmiarami, jak te realizowane przez podmioty instytucjonalne, to jednak nie należy umniejszać ich znaczenia dla współczesnego rynku kapitałów pieniężnych. Inwestorzy indywidualni stanowią bowiem pewną przeciwwagę dla inwestorów instytucjonalnych. Poza tym powodują stały dopływ części oszczędności społeczeństwa na giełdę papierów wartościowych, co oznacza zmiany w realokacji zasobów pieniężnych społeczeństwa i zwiększenie oszczędności w danej gospodarce krajowej³.

Rynek kapitałów pieniężnych w Polsce, choć jest rynkiem młodym i ciągle ulegającym przeobrażeniom, dzięki swojemu rozwojowi, w tym coraz większej liczbie instrumentów na nim występujących, stanowi dla inwestorów atrakcyjne miejsce lokaty zgromadzonego przez nich kapitału. Różnorodność walorów oraz swoista konkurencja między nimi powodują, iż podjęcie decyzji inwestycyjnej o wyborze jednego bądź też kilku alternatywnych form inwestowania nie jest łatwe. Wymaga ponadto nie tylko przeanalizowania potrzeb i oczekiwań inwestora, ale również wzięcia pod uwagę wielu obiektywnych czynników decydujących o trafnej ocenie, a następnie wyborze danego instrumentu. Szczególnie ważne jest to w przypadku inwestorów indywidualnych, którzy, mimo iż dysponują ograniczonymi kapitałami, powinni aktywnie uczestniczyć na rynku kapitałów pieniężnych w celu jego dalszego rozwoju, jak również rozwoju całej gospodarki polskiej.

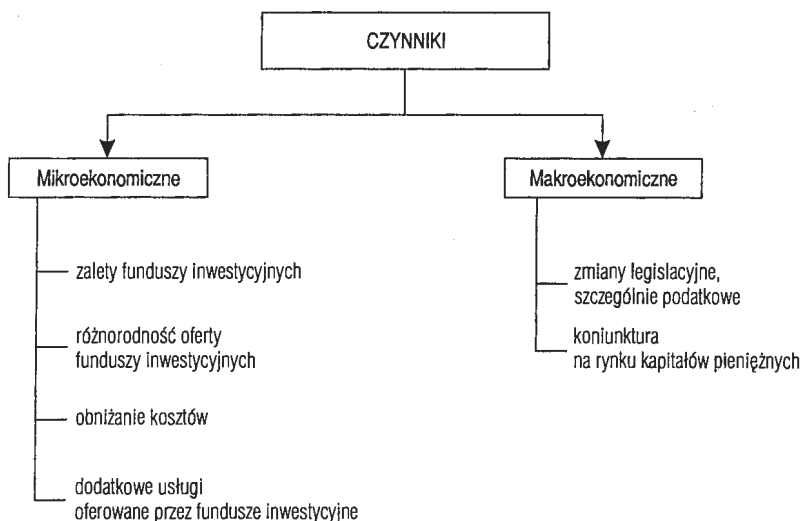
Przedmiotem niniejszego opracowania są czynniki determinujące decyzje inwestycyjne podmiotów indywidualnych w zakresie wyboru fun-

³ D. Dziawgo, *Perspektywy rozwoju indywidualnego inwestowania w Polsce*, Nasz Rynek Kapitałowy 2003, nr 1, s. 39.

duszy inwestycyjnych jako formy alokacji ich oszczędności w Polsce. Głównymi przesłankami do podjęcia niniejszego tematu stały się zaobserwowanie wzrastającej świadomości inwestowania wśród polskich inwestorów indywidualnych oraz – co się z tym wiąże – wzmożone od kilku lat zainteresowanie tychże podmiotów rynkiem funduszy inwestycyjnych w Polsce. Zainteresowanie to nie tylko związane jest z faktem sukcesywnego poszerzania oferty funduszy inwestycyjnych dostosowanej do różnych potrzeb inwestorów, ale wynika również z innych czynników.

Biorąc pod uwagę powyższe, czynniki decydujące o wyborze tej formy lokaty ich kapitału zostały podzielone na dwie grupy, które prezentuje schemat 2.

Schemat 2. Czynniki decydujące o wyborze przez podmioty indywidualne funduszy inwestycyjnych jako formy lokaty ich kapitału

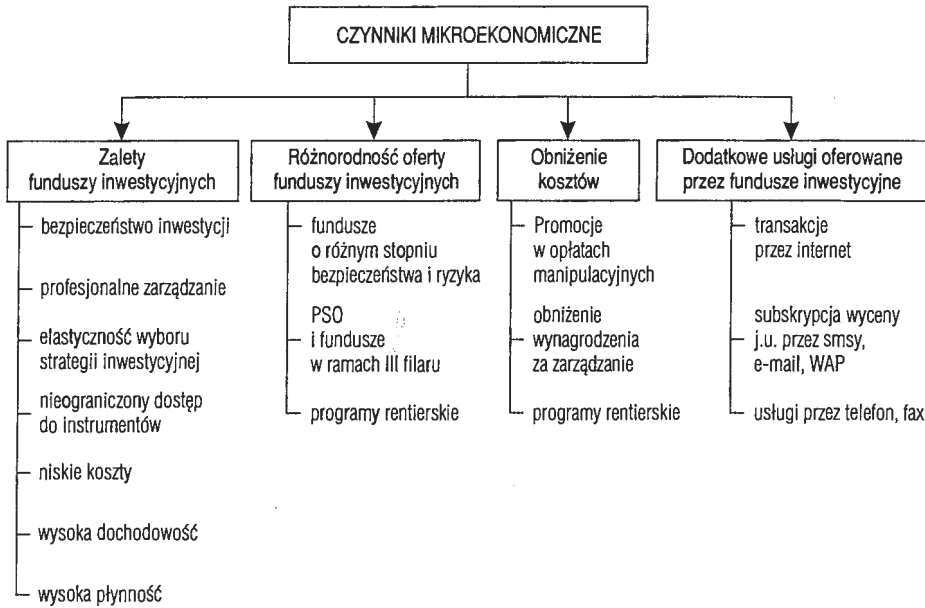


Źródło: opracowanie własne.

2. CZYNNIKI MIKROEKONOMICZNE

Czynniki mikroekonomiczne determinujące decyzje inwestycyjne podmiotów indywidualnych o lokowaniu ich oszczędności w fundusze inwestycyjne prezentuje schemat 3.

Schemat 3. Czynniki mikroekonomiczne determinujące decyzje inwestorów indywidualnych o inwestowaniu w fundusze inwestycyjne



Źródło: opracowanie własne.

2.1. ZALETY FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH

Zgodnie z ustawodawstwem polskim⁴ fundusz inwestycyjny stanowi prawną formę zbiorowego lokowania w papiery wartościowe i prawa majątkowe. Jego majątek powstaje poprzez połączenie rozproszonych środków pieniężnych wielu drobnych inwestorów indywidualnych. Środki te są inwestowane przez fundusz w papiery wartościowe i prawa majątkowe we wspólnym interesie uczestników funduszu⁵. W zależności od wybranego przez inwestorów rodzaju funduszu⁶, dokonane przez nich wpłaty do funduszu przeliczane są na jednostki uczestnictwa (w przy-

⁴ Aktem prawnym regulującym działalność funduszy inwestycyjnych jest ustawa z 28 sierpnia 1997 roku o funduszach inwestycyjnych, Dz.U. z 1997 r. Nr 139, poz. 933, z 1999 r. Nr 72, poz. 801 oraz z 2000 r. Nr 103, poz. 1099 i Nr 114, poz. 1192.

⁵ *Poradnik inwestora. Podstawowe informacje o funduszach inwestycyjnych*, KPWiG, Warszawa 2003, s. 3.

⁶ Zgodnie z ustawą o funduszach inwestycyjnych, fundusz inwestycyjny może być utworzony jako: fundusz otwarty, specjalistyczny fundusz otwarty, fundusz zamknięty, specjalistyczny fundusz zamknięty oraz fundusz mieszany. Poszczególne rodzaje funduszy różnią się od siebie przede wszystkim: konstrukcją prawną, zakresem dopuszczalnych lokat i limitów inwestycyjnych (tabela 1) oraz organami funduszu.

padku funduszy otwartych i specjalistycznych otwartych) lub na certyfikaty inwestycyjne (w przypadku funduszy zamkniętych, specjalistycznych zamkniętych i mieszanych), wyrażające proporcjonalny udział inwestorów w majątku danego funduszu inwestycyjnego.

Jednym z głównych motywów powstania funduszy inwestycyjnych, a zarazem czynnikiem branym pod uwagę przez inwestorów indywidualnych w związku z inwestowaniem w ten instrument jest fakt braku posiadania przez nich umiejętności, narzędzi lub czasu na zapoznanie się z istotą rynku papierów wartościowych, samodzielne dokonywanie analiz finansowych, śledzenie na bieżąco zmian zachodzących na rynku kapitałów pieniężnych, a w konsekwencji na podejmowanie samodzielnych decyzji inwestycyjnych. Fundusze, będące zinstytucjonalizowaną formą zbiorowego inwestowania, są podmiotami, które wyłączały inwestorów indywidualnych w podejmowaniu decyzji dotyczących zarówno krótko-, jak i długoterminowej alokacji ich kapitałów, co stanowi jedną z podstawowych ich zalet.

Z konstrukcji funduszy inwestycyjnych wynikają także inne, niezmierznie ważne, a również rozpatrywane przez inwestorów indywidualnych, korzyści związane z lokowaniem oszczędności w te, a nie w alternatywne wobec funduszy, instrumenty. Zaliczyć do nich należy przede wszystkim:

- bezpieczeństwo powierzonych środków,
- profesjonalne zarządzanie,
- elastyczność wyboru strategii inwestycyjnej,
- nieograniczony pośredni dostęp do instrumentów rynku kapitałów pieniężnych,
- niskie w porównaniu z indywidualnym inwestowaniem koszty funkcjonowania na rynku kapitałów pieniężnych,
- relatywnie wyższą dochodowość,
- płynność inwestycji.

Z punktu widzenia przeciętnego inwestora najważniejszą spośród wymienionych zalet jest z pewnością bezpieczeństwo powierzonych danemu funduszowi inwestycyjnemu środków pieniężnych, które może być rozpatrywane na kilku poziomach.

Po pierwsze, wynika ono z podstawowej zasady, na której opiera się działalność funduszy zbiorowego inwestowania, a mianowicie na ograniczaniu ryzyka związanego z błędnymi decyzjami inwestycyjnymi pojedynczych inwestorów zamierzających dokonywać lokat na rynku kapitałów pieniężnych. Ograniczanie ryzyka inwestycyjnego polega na jego rozproszeniu poprzez dywersyfikację portfela inwestycyjnego danego funduszu. To z kolei zapewnia jego uczestnikom znacznie wyższy stopień bezpieczeństwa inwestycji niż w przypadku indywidualnego dokonywania inwestycji.

Po drugie, wynika ono z istnienia niezależnego od towarzystwa zarządzającego aktywami funduszu podmiotu – tzw. depozytariusza⁷, który pełni funkcję przechowawcy majątku inwestorów, czuwając tym samym nad bezpieczeństwem kapitałów uczestników funduszy. Depozytariusz sprawuje również pieczę nad prawidłowością wyceny aktywów oraz obliczenia wartości aktywów netto funduszu. Dodatkowo, podmiot ten jest rzecznikiem interesów uczestników funduszu, występując w ich imieniu przeciwko zarządzającym danym funduszem, gdy ci nieprawidłowo wykonują obowiązki związane z pełnieniem przez nich funkcji organu funduszu.

Po trzecie, bezpieczeństwo kapitałów powierzonych funduszowi przez indywidualnych inwestorów wynika z rozdzielenia środków pozyskanych przez fundusz od majątku towarzystwa nim zarządzającego bądź depozytariusza. Z prawnego punktu widzenia z chwilą wpisu do rejestru fundusz inwestycyjny nabywa osobowość prawną. Jeśli depozytariusz lub towarzystwo funduszy inwestycyjnych zbankrutują, to zainwestowane w fundusz inwestycyjny pieniądze są bezpieczne, ponieważ nie wchodzi w skład masy upadłościowej tych podmiotów.

Po czwarte zaś, bezpieczeństwo zainwestowanych przez drobnych inwestorów środków wiąże się z limitami inwestycyjnymi. Każdy fundusz inwestycyjny jest zobowiązany w swoim statucie do określenia limitów zaangażowania zgromadzonego kapitału w poszczególne rodzaje instrumentów. Limity te muszą być zgodne z zapisanymi w ustawie o funduszach inwestycyjnych ograniczeniami dotyczącymi polityki inwestycyjnej oraz zasadami dywersyfikacji lokat obowiązującymi poszczególne rodzaje funduszy (tabela 1). Wiedza na ten temat umożliwia inwestorom ocenę ryzyka inwestycyjnego związanego z danym funduszem⁸.

Kolejną istotną korzyścią dla drobnych inwestorów, rozpatrujących inwestycje w fundusze inwestycyjne jest fakt, iż są one zarządzane przez wyspecjalizowane firmy menedżerskie – towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Towarzystwa dysponują wykwalifikowaną kadrą, posiadającą przygotowanie zawodowe oraz doświadczenie na rynku kapitałowym, co daje gwarancję profesjonalnego zarządzania powierzonymi środkami⁹.

⁷ Zgodnie z art. 50 ustawy o funduszach inwestycyjnych depozytariuszem może być bank, którego siedziba znajduje się na obszarze Rzeczypospolitej Polskiej i którego fundusze własne wynoszą co najmniej 100 mln PLN, albo krajowym oddziałem banku zagranicznego, którego siedziba znajduje się na obszarze państwa będącego członkiem Unii Europejskiej, jeżeli fundusze własne przydzielone do dyspozycji tego oddziału wynoszą co najmniej 100 000 000 PLN, albo Krajowym Depozytem Papierów Wartościowych.

⁸ T. Miziołek, *Fundusze bezpieczniejsze od banków?*, Fakty. Rynek funduszy inwestycyjnych 2002, nr 1, Internet: www.stfi.pl

⁹ G. Kościelniak, *Fundusze powiernicze*, Kantor Wydawniczy Zakamycze, Kraków 1998, s. 21.

Tabela 1. Polityka inwestycyjna oraz zasady dywersyfikacji lokat funduszy inwestycyjnych zgodnie z ustawą o funduszach inwestycyjnych

| RODZAJ FUNDUSZU | POLITYKA INWESTYCYJNA | ZASADY DYWERSYFIKACJI LOKAT |
|--|--|---|
| Otwarty fundusz inwestycyjny i specjalistyczny fundusz otwarty | papiery wartościowe emitowane lub gwarantowane przez SP lub NBP, dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym; papiery wartościowe dopuszczone do obrotu publicznego nabywane w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej; inne papiery wartościowe i wierzytelności pieniężne o okresie wymagalności nie dłuższym niż rok, pod warunkiem, że są zbywalne i ich wartość rynkowa może być ustalona w każdym czasie, nie rzadziej jednak niż w dniu wyceny, z tym że wartość tych lokat nie może przewyższyć 10% wartości aktywów funduszu; j.u. innych funduszy inwestycyjnych otwartych (polskich i zagranicznych) | do 5% wartości aktywów w papiery wyemitowane przez jeden podmiot i w wierzytelności wobec tego podmiotu; jeżeli statut tak stanowi – do 10% WAN w papiery jednego podmiotu i wierzytelności wobec niego; łączna wartość takich lokat nie może jednak przekroczyć 40% wartości wszystkich aktywów (w odniesieniu do papierów emitowanych przez SP lub NBP, jednostki samorządu terytorialnego, państwa należące do OECD – suma lokat nie może przewyższać 35% wartości aktywów); |
| Fundusz inwestycyjny mieszany | jak wyżej + j.u. innych funduszy inwestycyjnych, udziały w spółkach z o.o., waluty (warunek: muszą być zbywalne i ich wartość może być ustalona nie rzadziej niż w każdym dniu wyceny aktywów funduszu) <u>uwaga:</u> jeżeli statut tak stanowi, może dokonywać lokat w prawa pochodne, inne prawa pochodne od praw majątkowych będących przedmiotem lokat oraz transakcje terminowe, przy uwzględnieniu celu inwestycyjnego funduszu | listy zastawne 1 banku hipotecznego – do 25% wartości aktywów funduszu, suma lokat w listy zastawne nie może przekraczać 80% wartości aktywów funduszu |
| Fundusz inwestycyjny zamknięty | jak wyżej + waluty (bezwarunkowo), transakcje terminowe oraz prawa pochodne od praw majątkowych, towary giełdowe | do 10% wartości aktywów funduszu w poszczególne walory; listy zastawne – do 25% wartości aktywów funduszu |
| Specjalistyczny fundusz zamknięty | jak wyżej + nieruchomości | walory takie jak w funduszach zamkniętych do 20% wartości aktywów funduszu; nieruchomości – 10% |

Źródło: E. Gruszczyńska-Brozbar, K. Gabryelczyk, U. Ziarko-Siwiek, *Instrumenty rynku kapitałów pieniężnych*, Materiały dydaktyczne nr 129, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2003, s. 104.

Każdy inwestor indywidualny, chcący ulokować swój kapitał w fundusze inwestycyjne, ma możliwość wyboru różnego rodzaju funduszy, charakteryzujących się zasadami dywersyfikacji portfela i strategiami inwestycyjnymi odpowiadającymi jego indywidualnym preferencjom. Fundusze dysponują odpowiednio dużym kapitałem, żeby tworzyć dowolnie zdywersyfikowane portfele inwestycyjne, oczywiście w ramach przyjętej polityki inwestycyjnej wyznaczonej przez ustawę o funduszach inwestycyjnych oraz statut danego funduszu. Mogą one zatem proponować inwestorom indywidualnym strategię inwestycyjną o różnym poziomie ryzyka inwestycyjnego¹⁰, co odpowiada różnemu ich podejściu do tego zagadnienia.

¹⁰ *Poradnik inwestora...*, s. 8.

Niektóre instrumenty emitowane na rynku kapitałów pieniężnych cechują się bardzo wysoką wartością nominalną pojedynczego waloru. Stąd wymagają one od ich potencjalnych nabywców posiadania znacznych kapitałów. Wielkość zgromadzonego przez fundusze zbiorowego inwestowania majątku jest porównywalna do kapitałów inwestorów instytucjonalnych, posiadających duże możliwości inwestycyjne. Oznacza to, że fundusze mogą brać udział w transakcjach na kapitałach pieniężnych dostępnych jedynie dla znaczących inwestorów. Mogą np. brać udział w operacjach rynku pieniężnego, uczestniczyć w przetargach na bony skarbowe i obligacje czy nabywać duże pakiety akcji na rynku pierwotnym¹¹. Poprzez inwestowanie w jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne inwestorzy indywidualni mogą uczestniczyć w dokonywaniu transakcji na takich instrumentach, a w konsekwencji w sposób pośredni stać się ich posiadaczami. Choć pośrednio, to jednak dzięki funduszom dostęp do walorów, które w „normalnych” warunkach byłyby ze względu na brak kapitału o odpowiednich rozmiarach dla drobnych inwestorów niedostępne (gdyby chcieli nabywać je bezpośrednio na rynku), staje się zatem niemal nieograniczony.

Inwestowanie za pośrednictwem funduszu inwestycyjnego wiąże się z niższymi kosztami funkcjonowania na rynku kapitałów pieniężnych w stosunku do tych, które inwestor ponosiłby, inwestując samodzielnie. Koszty funkcjonowania funduszu rozkładają się bowiem na wielu uczestników. Koszty związane z inwestowaniem w papiery wartościowe i prawa majątkowe, w tym opłaty i prowizje związane z dokonywaniem transakcji oraz koszty ewentualnego doradztwa określają poziom opłacalności inwestycji. Zwykle drobni inwestorzy nie posiadają odpowiednich środków, które zapewniłyby rentowność inwestycji przy danym poziomie kosztów inwestycyjnych na rynku. Z kolei fundusz jako duży inwestor ma wpływ na poziom kosztów swego funkcjonowania na rynku. W przypadku zatem drobnych inwestorów, którzy powinni ponosić jak najmniejsze koszty, inwestowanie w fundusze inwestycyjne jest pod tym względem idealnym rozwiązaniem.

Przy tej okazji należy wspomnieć, iż – aby stać się uczestnikiem funduszu – inwestor nie musi dysponować odpowiednio dużym kapitałem. W wielu funduszach wysokość minimalnej wpłaty na jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne jest ustalona na poziomie możliwym do zaakceptowania nawet przez inwestorów niezamożnych¹².

Niższe koszty związane z dokonywaniem inwestycji na rynku kapitałów pieniężnych oznaczają relatywnie wyższą w porównaniu z indywidualnym inwestowaniem dochodowość. Wyższe zyski są możliwe

¹¹ Ibidem.

¹² Ibidem, s. 9.

do osiągnięcia również dzięki temu, iż portfele funduszy inwestycyjnych są zdywersyfikowane. Oznacza to, iż w skład danego portfela wchodzi różne rodzaje instrumentów, o różnym ryzyku oraz dochodowości, dzięki czemu istnieje bardzo duże prawdopodobieństwo osiągnięcia większych korzyści finansowych niż w przypadku podejmowania samodzielnych decyzji inwestycyjnych w pojedyncze instrumenty.

Ostatnią wyróżnioną korzyścią z punktu widzenia oszczędzania przez inwestorów indywidualnych w funduszach inwestycyjnych jest płynność inwestycji. Tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych są instrumentami cechującymi się wysoką płynnością. Dotyczy to przede wszystkim jednostek uczestnictwa emitowanych przez fundusze otwarte oraz specjalistyczne otwarte. Inwestor może wybrać dogodny dla siebie moment na rozpoczęcie inwestycji i nabycie jednostek uczestnictwa¹³. Wyjście z inwestycji w jednostki uczestnictwa również zależy od decyzji inwestora, ponieważ fundusze te mają obowiązek odkupywania jednostek uczestnictwa na każde żądanie uczestnika.

Tabela 2. Wartość emisji oraz liczba wyemitowanych certyfikatów inwestycyjnych a faktyczny obrót tymi instrumentami na GPW w okresie 01-11.2003

| FUNDUSZE | NAZWA FUNDUSZU | LICZBA CERTYFIKATÓW W OBROcie | IŁOŚĆ OBROTU CERTYFIKATAMI (01-11.2003) | WARTOŚĆ EMISJI W TYS. PLN | WARTOŚĆ OBROTU CERTYFIKATAMI W TYS. PLN (10-11.2003) |
|----------------------------------|----------------|-------------------------------|---|---------------------------|--|
| Pioneer Arbitrażowy SFIZ | ARBITER05 | 600 000 | 62 263 | 60 000 | 12 813 |
| Pioneer Obligacji 2 FIM | PIO2FIM03 | 4 805 126 | 106 911 | 4 80 512 | 22 242 |
| Millennium FIZ Arbitraż Plus 20 | MILARB03 | 1 500 000 | 147 551 | 150 000 | 30 472 |
| Millennium FIZ Gwarantowany Plus | MILGWA | 1 239 555 | 53 693 | 123 955 | 10 866 |
| Skarbiec Obligacja Plus SFIZ | SOPLUS03 | 1 606 805 | 37 359 | 160 680 | 7 921 |
| ING FIZ Lokata Plus | INGFIZ04 | 1 602 662 | 14 314 | 160 266 | 2 719 |
| KB Pieniądz Skarbiec | KBPLUS1 | 730 171 | 6 792 | 73 017 | 1 341 |
| Skarbiec Obligacja Plus B SFIZ | SOPLUS03B | 1 000 000 | 6 685 | 100 000 | 1 413 |
| CA IB FIM Pro Lokata | PROLOK | 5 292 835 | 1 559 | 529 283 | 328 |
| DWS Polska FIM Rynku Pieniężnego | DWSFMRP | 610 439 | 1 160 | 61 044 | 228 |

Źródło: opracowanie własne.

¹³ W przypadku funduszy zamkniętych, specjalistycznych zamkniętych oraz mieszanych nabywanie certyfikatów inwestycyjnych możliwe jest tylko poprzez dokonywanie zapisów na nie w trakcie trwania ich subskrypcji.

Certyfikaty inwestycyjne są papierami wartościowymi, a zatem można obracać nimi na rynku wtórnym. Inwestor nie musi czekać z uzyskaniem zainwestowanych środków do momentu zamknięcia funduszu, ale może zbyć te walory – w zależności od miejsca ich notowania – na giełdzie papierów wartościowych lub na regulowanym rynku pozagiełdowym. W związku z tym instrumenty te cechują się również wysoką płynnością. W przypadku rynku kapitałów pieniężnych w Polsce cecha ta wydaje się jak dotąd mieć jednak raczej znaczenie teoretyczne. Dowodem na takie stwierdzenie może być porównanie wartości emisji oraz liczby wyemitowanych certyfikatów inwestycyjnych z faktyczną wielkością obrotu tymi instrumentami na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w 2003 roku¹⁴ (tabela 2). Wyraźnie wskazuje ono na bardzo niewielki obrót tymi instrumentami na rynku wtórnym.

Zaprezentowane powyżej zalety inwestowania oszczędności inwestorów indywidualnych w fundusze inwestycyjne sprawiają, iż w porównaniu z innymi formami alokacji kapitału instrumenty te postrzegane są jako bardzo atrakcyjne. Szczególnie jest to widoczne, gdy porówna się je z tradycyjnymi lokatami terminowymi oferowanymi przez banki komercyjne. W przypadku lokat zgromadzone środki są bezpieczne, gwarantowane bowiem przez Bankowy Fundusz Gwarancyjny, ale tylko do pewnej wysokości. Zakładając depozyt w banku, inwestor indywidualny ma pewność co do otrzymanej stopy zwrotu z kapitału, ale nie ma ani możliwości wyboru strategii inwestycyjnej o różnym ryzyku, ani wpływu na dalsze lokowanie jego środków przez bank. Ponadto, likwidacja lokaty terminowej przed czasem niesie ze sobą konsekwencje finansowe, co nie występuje przypadku funduszy inwestycyjnych, gdzie można wypłacać zainwestowane pieniądze w preferowanym przez inwestora czasie. Mimo iż fundusze inwestycyjne mogą okresowo przynosić straty (co nie zachodzi w przypadku lokat), doświadczenie pokazuje, że zyski z inwestycji w fundusz inwestycyjny są w dłuższym okresie wyższe niż zyski z tradycyjnych lokat bankowych.

Przedstawione powyżej czynniki związane z zaletami funduszy inwestycyjnych, a mające wpływ na podejmowanie decyzji alokacyjnych inwestorów indywidualnych, z pewnością działają na korzyść tych instrumentów. Należy jednak pamiętać, że wiele gospodarstw domowych w naszym kraju ciągle uczy się inwestować (jeśli nie oszczędzać) i nie

¹⁴ Przykład dotyczy tzw. **funduszy antyopodatkowych**, które zostały utworzone na przełomie 2002 i 2003 roku, z zamiarem zamknięcia ich do końca 2003 roku. W tabeli nie uwzględniono danych z grudnia 2003 roku. W tym miesiącu inwestorzy dokonywali bowiem sprzedaży wszystkich certyfikatów inwestycyjnych na GPW po cenie wynikającej z bieżącej wartości aktywów. Uwzględnienie danych z grudnia 2003 r. spowodowałoby zatem znaczne zniekształcenie faktycznie panującej przez niemal cały okres notowań sytuacji.

zdaje sobie sprawę ze wszystkich korzyści, które mogą przynieść inwestycje w fundusze inwestycyjne.

Do pozostałych mikroekonomicznych czynników determinujących decyzje inwestycyjne inwestorów indywidualnych o wyborze funduszy inwestycyjnych jako formy lokaty ich kapitału zaliczono:

- różnorodność oferty funduszy inwestycyjnych,
- obniżanie kosztów związanych z nabywaniem i zbywaniem tytułów uczestnictwa funduszy inwestycyjnych,
- dodatkowe usługi oferowane przez fundusze inwestycyjne.

Wszystkie one wiążą się z działaniami podejmowanymi przez fundusze inwestycyjne, w celu przyciągnięcia jak największej liczby potencjalnych posiadaczy jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych.

2.2. RÓŻNORODNOŚĆ OFERTY FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH

W miarę rozwoju rynku kapitałów pieniężnych w Polsce, związanego z liberalizacją zasad i regulacji na nim panujących, przeobrażeniom ulegał również rynek funduszy inwestycyjnych, a wraz z nim oferta funduszy skierowana do bardzo istotnej grupy ich klientów, a mianowicie inwestorów indywidualnych. W kolejnych latach działalności funduszy, towarzystwa nimi zarządzające tworzyły coraz to bardziej **różnorodne produkty**, charakteryzujące się odmienną strategią inwestycyjną, wielkością ryzyka i oczekiwanego dochodu, obszarem geograficznym inwestycji czy wreszcie horyzontem czasowym ich życia.

Głównymi elementami różnorodnej oferty funduszy inwestycyjnych skierowanej do inwestorów indywidualnych są:

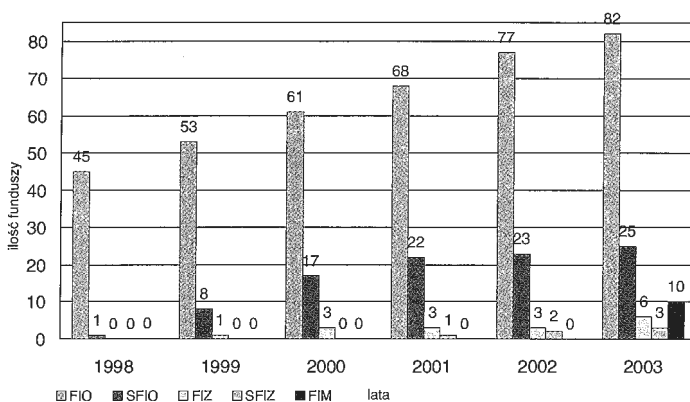
- fundusze o różnym stopniu bezpieczeństwa oraz ryzyka inwestycyjnego w ofercie standardowej,
- plany systematycznego oszczędzania i fundusze oferowane w ramach III filaru,
- programy rentierskie.

Jednym z pierwszych wniosków, jaki nasuwa się po przejrzeniu oferty funduszy inwestycyjnych w Polsce adresowanej do inwestorów indywidualnych, jest to, iż proponują one tym podmiotom fundusze, które można sklasyfikować według dwóch kryteriów:

- kryterium konstrukcji prawnej,
- kryterium ryzyka inwestycyjnego.

Pod względem **konstrukcji prawnej** do tej pory inwestorzy indywidualni w Polsce mają do wyboru głównie **fundusze inwestycyjne otwarte** (FIO) oraz **specjalistyczne otwarte** (SFIO), emitujące jednostki uczestnictwa. Od 2003 roku można jednak zaobserwować znaczny wzrost liczby utworzonych funduszy zamkniętych (FIZ), specjalistycznych za-

mkniętych (SFIZ) oraz mieszanych (FIM), które emitują certyfikaty inwestycyjne (wykres 1)¹⁵. Szczególnie widoczna zmiana w tym zakresie występuje w przypadku funduszy mieszanych. Jednym z głównych powodów rozpoczęcia tworzenia tego rodzaju funduszy przez polskie towarzystwa, a zarazem dużej ich popularności (w 2003 roku utworzono ich aż 10), może być wyższa – w porównaniu do funduszy zamkniętych i specjalistycznych zamkniętych – płynność emitowanych przez nie certyfikatów inwestycyjnych. Wynika ona z tego, iż oprócz możliwości zbywania tych walorów na rynku wtórnym inwestor może je upłynnić, odsprzedając je funduszowi. Ten bowiem zobowiązany jest do dokonywania wykupu certyfikatów na żądanie uczestników funduszu¹⁶. Z chwilą wykupienia certyfikatów przez fundusz są one umarżane z mocy prawa.



Wykres 1. Liczba poszczególnych rodzajów funduszy inwestycyjnych w Polsce w latach 1998–2003

Źródło: opracowanie własne na podstawie: T. Miziołek, *10 lat funduszy inwestycyjnych w Polsce. Raport*, Nasz Rynek Kapitałowy 2002, nr 7/8, s. 61.

Przedstawiona na powyższym wykresie struktura rodzajów funduszy inwestycyjnych adresowanych do drobnych podmiotów jest zrozumiała, jeśli weźmie się pod uwagę fakt, iż fundusze otwarte oraz specjalistyczne fundusze otwarte muszą – zgodnie z ustawą o funduszach inwestycyjnych – w konstrukcji swych strategii inwestycyjnych uwzględnić najbardziej restrykcyjne (w porównaniu do pozostałych rodzajów funduszy) reguły związane z polityką inwestycyjną oraz dywersyfikacją lokat (tabela 1), które zgodnie z zamiarem ustawodawcy mają na celu

¹⁵ Główną przyczyną powstania w 2003 funduszy emitujących certyfikaty inwestycyjne związana była z tzw. „podatkim Belki”, o czym mowa w dalszej części niniejszego opracowania.

¹⁶ Certyfikaty inwestycyjne są wykupywane przez fundusz mieszany z częstotliwością określoną w statucie, nie rzadziej jednak niż raz w roku.

zachowanie wysokiego stopnia bezpieczeństwa powierzonych tym funduszom środków pieniężnych.

Z definicji fundusze te przeznaczone są dla bardzo szerokiego kręgu inwestorów, a więc głównie inwestorów posiadających nieznaczne oszczędności, których ewentualna utrata z pewnością wpłynęłaby negatywnie na sytuację finansową danego gospodarstwa domowego. Stąd fundusze te powinny inwestować zgromadzone kapitały w instrumenty nie obciążone wysokim ryzykiem inwestycyjnym, a dodatkowo charakteryzować się największym stopniem dywersyfikacji lokat, która powoduje zredukowanie ryzyka, a co za tym idzie – zapewnia największe bezpieczeństwo powierzonych funduszowi środków pieniężnych.

W związku z powyższym inwestorzy indywidualni najczęściej lokują swoje kapitały właśnie w fundusze emitujące jednostki uczestnictwa. Nie bez znaczenia jest również fakt cechowania się przez te fundusze wyższą płynnością niż w przypadku funduszy emitujących certyfikaty inwestycyjne, nie wspominając o alternatywnych formach lokaty kapitału, dostępnych dla indywidualnych podmiotów, np. lokatach bankowych.

Drugie kryterium, którym inwestorzy indywidualni mogą kierować się inwestując w fundusze inwestycyjne, jest ich stosunek do ryzyka inwestycyjnego. W literaturze przedmiotu podkreśla się istnienie trzech grup podmiotów, mających odmienny stosunek do ryzyka. Pierwszą z nich stanowią inwestorzy, którzy nie lubią ponosić ryzyka – mają do niego awersję. Mając do wyboru dwie inwestycje o takiej samej oczekiwanej stopie zwrotu, zawsze wybiorą tę o mniejszym ryzyku. Drugą grupę stanowią inwestorzy neutralni, czyli tacy, którzy nie rozważają ryzyka podczas podejmowania decyzji inwestycyjnych. Gdy mają do wyboru dwie inwestycje o takim samym oczekiwanym zwrocie, a różnym stopniu ryzyka, jest im obojętne, którą inwestycję wybiorą. Przy wyborze kierują się tylko wysokością stopy zwrotu. Trzecia grupa to inwestorzy podejmujący ryzyko, skłonni do ryzyka, czyli tacy, których bawi ryzyko. Gdy mają do wyboru dwie inwestycje o takim samym oczekiwanym dochodzie, wybiorą tę o większym stopniu ryzyka, ponieważ zawsze istnieje jakaś szansa wyższego zarobku¹⁷.

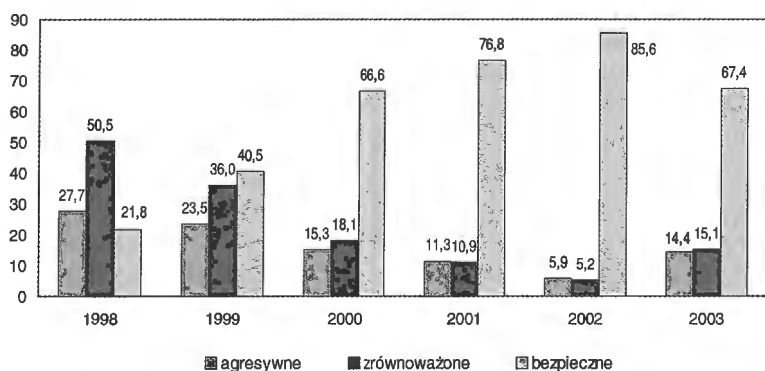
W zależności od tolerancji ryzyka inwestycyjnego inwestorzy indywidualni mają możliwość zainwestowania swoich kapitałów w trzy podstawowe rodzaje polskich funduszy, charakteryzujące się odmienną polityką inwestycyjną z tym związaną, a mianowicie w fundusze agresywne, zrównoważone oraz bezpieczne.

Fundusze agresywne tworzą portfele złożone z akcji spółek notowanych na giełdzie papierów wartościowych, przede wszystkim w kra-

¹⁷ Z. Willimowska, *Metodyka budowy efektywnego portfela projektów inwestycyjnych*, Oficyna Wydawnicza Politechniki Wrocławskiej, Wrocław 1997, s. 79–80.

ju, ale i za granicą. Fundusze zrównoważone deklarują inwestowanie w równych częściach w akcje oraz papiery dłużne, wśród których dominują obligacje. Trzecia grupa funduszy to instrumenty skierowane przede wszystkim do inwestorów, którzy nie chcą ponosić nadmiernego ryzyka. W związku z tym polityka inwestycyjna funduszy bezpiecznych zakłada inwestowanie głównie w wierzycielskie papiery wartościowe dostępne na rynku pieniężnym, które uważane są za te o najmniejszym (jeśli nie zerowym) ryzyku inwestycyjnym.

Sledząc udział wyżej wymienionych grup funduszy inwestycyjnych na rynku w ciągu ostatnich kilku lat (lat największej ich aktywności), należy zauważyć, iż aż do roku 2003 z roku na rok coraz większą popularność, przekładającą się bezpośrednio na wartość aktywów netto danej grupy, zyskiwały fundusze bezpieczne (wykres 2). Nie należy wysuwać stąd wniosku, iż podmioty inwestujące w polskie fundusze chciały w ten sposób uniknąć ryzyka (choć nie można tego wykluczyć). Sytuacja taka była w dużym stopniu rezultatem panującej w tym czasie bessy na warszawskiej giełdzie, w związku z którą największe zyski osiągały podmioty najmniej w nią kapitałowo zaangażowane (bezpośrednio bądź też za pośrednictwem funduszy)¹⁸.



Wykres 2. Udział w rynku funduszy agresywnych, zrównoważonych i bezpiecznych w Polsce w latach 1998-2003 (w %)

Źródło: opracowanie własne.

Tendencja panująca przez ostatnie lata, w 2003 roku wyraźnie zaczęła się zmieniać. Głównym tego powodem był powrót hossy na rynku akcji oraz dekoniunktura na rynku papierów dłużnych, związana ze znacznym spadkiem oprocentowania tych instrumentów. Oba czynniki

¹⁸ K. Gabryelczyk, *Sposoby pozyskiwania inwestorów przez fundusze inwestycyjne w Polsce*, [w:] *Finanse, bankowość i ubezpieczenia wobec wyzwań współczesności*, t. I, Wydawnictwo AE im. Karola Adamieckiego w Katowicach, Katowice 2002, s. 311.

znalazły odzwierciedlenie w wynikach osiągniętych przez wszystkie trzy rodzaje funduszy inwestycyjnych. Świadomi tego inwestorzy indywidualni zaczęli przenosić swoje kapitały do coraz bardziej dochodowych funduszy agresywnych i zrównoważonych. Można przypuszczać, iż działania takie będą przez inwestorów kontynuowane i znajdą odzwierciedlenie w strukturze funduszy inwestycyjnych ze względu na ryzyko inwestycyjne również w 2004 roku.

Oprócz standardowej oferty oszczędzania w dowolnie wybranym funduszu inwestycyjnym, klienci indywidualni mają do wyboru szereg innych produktów. Jednym z najczęściej proponowanych są **plany systematycznego oszczędzania**, które w zależności od towarzystwa mogą występować pod różnymi nazwami.

Plany systematycznego oszczędzania (PSO) to mająca najczęściej charakter celowy forma oszczędzania, polegająca na systematycznych wpłatach określonych sum pieniędzy na zakup jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych oraz utrzymywaniu zainwestowanych środków przez dłuższy czas. Dzięki okresowemu (najczęściej comiesięcznemu) inwestowaniu niewielkich kwot w jednostki wybranych funduszy znajdujących się w ofercie danego towarzystwa, po kilku lub kilkunastu latach klient gromadzi na swoim rejestrze znaczny kapitał. Adresatami planów systematycznego oszczędzania są więc także osoby, które nie mogą zainwestować jednorazowo dużych kwot w tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, a chcą w regularny sposób oszczędzać na założony wcześniej cel.

Najczęściej PSO wykorzystywane są do zabezpieczenia dodatkowego źródła dochodu po przejściu na emeryturę (plany emerytalne), w celu ułatwienia dziecku samodzielnego startu w dorosłe życie bądź pokrycia kosztów jego wykształcenia (plany edukacyjne) czy zachowania rezerw finansowych na nieprzewidziane wydatki.

Gromadzone środki podmiotów indywidualnych lokowane są za pośrednictwem funduszy na rynku kapitałów krótko- i długoterminowych – profil inwestycyjny zależy od klienta. Główne znaczenie ma w tym przypadku wysokość wpłat, długość czasu inwestowania (okres uczestnictwa w planie) i stopień akceptacji ryzyka inwestycyjnego.

Podstawowymi korzyściami, jakie odnosi uczestnik planu systematycznego oszczędzania są:

- profesjonalne zarządzanie powierzonymi środkami pieniężnymi, zgodne z reprezentowanym przez klienta stylem inwestycyjnym,
- zmniejszenie wysokości opłat manipulacyjnych od tego rodzaju wpłat; w stosunku do zakupu jednostek uczestnictwa funduszu inwestycyjnego dokonywanych poza planem.

Doświadczenia państw o rozwiniętej gospodarce rynkowej pokazują, iż lokowanie środków w fundusze inwestycyjne jest jedną z najlepszych form pomnażania oszczędności gospodarstw domowych w dłu-

gim okresie¹⁹. Plany systematycznego oszczędzania zaproponowane polskim inwestorom indywidualnym to zatem nowa, atrakcyjna forma długoterminowego oszczędzania, która stanowi konkurencję chociażby dla programów ubezpieczeń (np. posagowych lub emerytalnych) oferowanych przez polskie towarzystwa ubezpieczeniowe²⁰. Wpływa to na pewno na podniesienie jakości tych produktów, a także na obniżenie ich kosztów, co jest niezmiernie ważne dla indywidualnych inwestorów.

W chwili obecnej niemal każde towarzystwo funduszy inwestycyjnych działających w Polsce oferuje inwestorom indywidualnym kilka programów związanych z systematycznym długoterminowym oszczędzaniem. Charakterystykę planów systematycznego oszczędzania dostępnych dla inwestorów indywidualnych na rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce prezentuje tabela 3.

Obok typowych planów systematycznego oszczędzania, wiążących się z inwestowaniem w otwarte fundusze inwestycyjne, inwestorzy indywidualni, którzy chcą uzupełnić podstawowe świadczenia emerytalne dodatkowym źródłem dochodów, mogą również zainwestować swoje oszczędności w specjalnie dla tych celów skonstruowanych specjalistycznych funduszach inwestycyjnych otwartych, które związane są z tzw. **trzecim filarem reformy systemu emerytalnego**.

W III filarze zakłada się działanie programów emerytalnych zarówno o charakterze indywidualnym (przedstawionych indywidualnych programów oszczędzania), skierowanych do zamożnej części społeczeństwa, a oferowanych na zasadach komercyjnych przez różne instytucje finansowe, takie jak towarzystwa ubezpieczeniowe, banki oraz fundusze inwestycyjne, jak i o charakterze zakładowym (branżowym), sponsorowanych w całości lub częściowo przez pracodawców (pracownicze programy emerytalne). Pracownicze programy emerytalne mają umożliwić pracodawcom zapewnienie pracownikom, czyli gospodarstwom domowym, dodatkowych dochodów w wieku emerytalnym. Programy te mogą być prowadzone w jednej z czterech form:

- umowy grupowego ubezpieczenia pracowników w zakładzie ubezpieczeń na życie działającym w formie spółki akcyjnej,
- umowy o wnoszeniu przez pracodawcę składek pracowników do towarzystwa ubezpieczeń wzajemnych na życie, którego pracownicy są członkami,
- pracowniczego funduszu emerytalnego,
- umowy o wnoszeniu przez pracodawcę składek pracowników do funduszu inwestycyjnego otwartego lub specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego.

¹⁹ T. Miziołek, *Plany systematycznego oszczędzania – nowy sposób na przyciągnięcie klientów*, Nasz Rynek Kapitałowy 1998, nr 11, s. 82–83.

²⁰ Idem, *Dwa oblicza rynku funduszy*, Nasz Rynek Kapitałowy 1999, nr 1, s. 41.

Tabela 3. Charakterystyka planów systematycznego oszczędzania oferowanych przez TFI w Polsce

| NAZWA PLANU | TOWARZYSTWO | DATA URUCHOMIENIA | CHARAKTERYSTYKA |
|---|--------------------------------|-------------------|--|
| 1 | 2 | 3 | 4 |
| Program Systematycznego Oszczędzania Pewny Start Dziecka | BZ WBK AIB TFI | 01.12.1998 | program głównie dla rodziców oszczędzających na edukację swojego dziecka; min. wpłata miesięczna 50 zł |
| Indywidualne Przedsięwzięcie Emerytalne Pewna Emerytura | | 01.01.2000 | oszczędzanie na cele emerytalne w ramach III filaru; min. wpłata miesięczna 50 zł |
| Plan Systematycznego Oszczędzania | CA IB TFI | 18.09.2000 | plan dla osób, które pragną korzystać z inwestowania z funduszem inwestycyjnym w dłuższym okresie; uczestnikiem może być osoba fizyczna, bez względu na wiek; minimalny okres trwania planu 3 lata; minimalna wpłata 50 zł, nie mniej niż 600 zł w ciągu roku, 40% zniżki w prowizji |
| Indywidualny Program Inwestycyjny CU | Commercial Union Polska TFI | 06.05.2002 | klient może wybrać jedną z sześciu strategii inwestycyjnych; minimalna pierwsza wpłata w ramach programu (wariant regularny) wynosi 150 zł; klient może również wybrać wariant nieregularny – wtedy minimalna wpłata początkowa wynosi 10 000 zł |
| Indywidualny Program Inwestycyjny dla Twojego Dziecka „Pierwszy krok” | | 06.05.2002 | jw. |
| Plan Systematycznego Oszczędzania | DWS Polska TFI | | przeznaczone dla klientów indywidualnych i oferowane za pośrednictwem kanałów dystrybucji, oferujących fundusze DWS |
| Plan Systematycznego Oszczędzania (PSO) w ramach funduszu GTFI FIO Skarbowy Rynek Pieniężnego | Górnośląskie TFI | 31.08.2000 | uczestnik programu zobowiązuje się do dokonywania wpłat na nabycie j.u. w kwocie nie niższej niż 2500 zł w każdym roku począwszy od dnia dokonania pierwszej wpłaty w ramach programu; uczestnik może wpłacić powyższą kwotę w dowolnym czasie w dowolnej liczbie rat, przy czym minimalna wysokość jednorazowej wpłaty wynosi 250 zł; środki przewyższające kwotę 2500 zł zgromadzoną w danym roku zaliczane są na konto obowiązkowych wpłat w następnym roku; stawki obniżonej prowizji uzależnione są od okresu oszczędzania i stanowią procent opłaty za zbywanie j.u. określonej w tabeli |
| PSO w ramach GTFI FIO Obligacji Skarbowych | | 31.08.2000 | |
| PSO w ramach GTFI Salomon FIO AAA | | 16.07.2001 | |

Ciąg dalszy tabeli 3.

| 1 | 2 | 3 | 4 |
|---|-------------------|------------|--|
| Program Systematycznego Oszczędzania STRATEG | ING TFI | 10.1999 | w ramach programu klient ma do wyboru 4 fundusze: ING Akcji, ING Zrównoważony, ING Obligacji i ING Emerytura Plus; czas oszczędzania: min. 3 lata; pierwsza wpłata: min. 200 zł, każda kolejna 50 zł; w ciągu każdego roku oszczędzania klient powinien wpłacić min. 600 zł; opłaty dystrybucyjne są niższe o 50% od zwykłych opłat w funduszach inwestycyjnych ING przez cały okres oszczędzania w ramach tego programu |
| Program Inwestycyjny INVESCO | Invesco TFI | 29.09.2001 | program polegający na dokonywaniu wpłat w celu nabycia j.u. jednego lub kilku funduszy inwestycyjnych otwartych (FIO) INVESCO; uczestnik programu sam decyduje o wysokości wpłat (pojedyncza wpłata co najmniej 100 zł) i o podziale wpłat między funduszami: Invesco ZFIO, Invesco Akcji OFI, Invesco Papierów Dłużnych FIO; należy zadeklarować minimalny okres oszczędzania; w zamian za deklarację kilkuletniego oszczędzania, fundusze udziela od 25% do nawet 90% obniżki w opłacie manipulacyjnej |
| Plan Systematycznego Oszczędzania | Millennium TFI | | produkt jedno- lub wielofunduszowy; klient sam dobiera fundusze i ich procentowy udział w programie |
| PAO – Program Aktywnego Oszczędzania (dawniej Indywidualny Plan Emerytalny) | Pioneer Pekao TFI | 02.1995 | systematyczne odkładanie dowolnej sumy pieniędzy (powyżej 50 zł) do wybranego funduszu inwestycyjnego: Pioneer Zrównoważony FIO, Pioneer Wierzyielskich Papierów Wartościowych FIO, Pioneer Agresywnego Inwestowania FIO, Pioneer Sektora Usług FIO; pieniądze wpłacane do PAO są lokowane w jednym lub kilku funduszach – sposób inwestowania jest więc kwestią indywidualnych preferencji i decyzji inwestorów; w każdej chwili można przerwać uczestnictwo w programie; uczestnicy PAO korzystają z 25% zniżki w opłacie manipulacyjnej; min. wpłata miesięczna – 50 zł; kwota ta może być od początku wyższa, ale można ją również zwiększyć później |
| AS – Oszczędzanie w Amerykańskim Stylu | | 20.10.2000 | program umożliwia nabywanie jednostek Pioneer Akcji Amerykańskich FIO bez opłaty manipulacyjnej, pod warunkiem inwestowania każdorazowo co najmniej 250 zł, systematycznych miesięcznych wpłat, oszczędzania przez min. 10 lat; w chwili przystąpienia do programu uczestnik ponosi opłatę wstępną w wysokości 160 zł (potrącona z pierwszej wpłaty) |
| Plan Systematycznego Oszczędzania | PKO/CS TFI | 1998 | 8 rodzajów planów uzależnionych od wielkości wpłat i typu jednostek; min. wpłata miesięczna 50 zł; już po 3 latach systematycznych wpłat uzyskuje się zniżki w opłatach manipulacyjnych, które mogą sięgać 100% |
| Plan Systematycznego Oszczędzania | SEB TFI | 10.1999 | przystępując do planu uczestnik deklaruje wysokość i częstotliwość wpłat; min. wpłata 50 zł; pierwsza wpłata minimalna – 100 zł; uczestnik ma prawo wyboru jednego lub kilku funduszy SEB; w ramach PSO uczestnik otrzymuje zniżki w opłatach manipulacyjnych: 50% dla funduszy SEB 1, SEB 3 i SEB 4 oraz 25% dla SEB 2 |
| Przyszłość Dziecka | Skarbiec TFI | 01.06.1998 | min. 8-letni okres uczestnictwa oraz min. 4-letni okres dokonywania wpłat; min. pierwsza wpłata 100 zł; każda następna – co najmniej 50 zł, pod warunkiem, że będzie wnoszona nie rzadziej niż raz w miesiącu; min. roczne – 600 zł |
| Pewne Jutro | | | plan przeznaczony dla tych, którzy chcą zaoszczędzić na poważny wydatek lub na źródło dochodu po przejściu na emeryturę; min. okres uczestnictwa w planie i regularnych wpłat – 5 lat; zniżka początkowa w opłacie manipulacyjnej 25%, dodatkowa (po wpłaceniu co najmniej 1200 zł) – 35% |

Ciąg dalszy tabeli 3.

| 1 | 2 | 3 | 4 |
|--------------------------------------|-------------------------|------------|---|
| Celowe Plany Oszczędnościowe | TFI Banku Handlowego | 04.01.1999 | działają w oparciu na CitiFunduszach; SKARBONKA – plan dla osób zamierzających stworzyć rezerwę finansową na realizację przyszłych planów; DZIECKO – plan dla rodziców, dziadków i przyjaciół rodziny zamierzających zebrać oszczędności, które w przyszłości ułatwią dziecku rozpoczęcie dorosłego życia; PEWNE JUTRO – plan dla osób planujących uzupełnić podstawowe świadczenia emerytalne dodatkowym źródłem dochodów; TWÓJ PLAN – dla osób, które chcą samodzielnie skonstruować własny plan, który odpowiada ich indywidualnym potrzebom |
| Indywidualny Program Oszczędnościowy | TFI Kredyt Banku | 08.2002 | celem programu jest gromadzenie i pomnażanie środków pieniężnych w dłuższym okresie w oparciu na utworzonych przez TFI KB funduszach; min. długość okresu inwestycji – 3 lata; min. wpłata miesięczna – 25 zł |
| Program Oszczędnościowy | TFI PZU | 11.2001 | możliwość indywidualnego określenia częstotliwości wpłat oraz ich wysokości (nie mniej niż 10 zł); zniżki w opłacie manipulacyjnej za zakup j.u. uzależnione są od zadeklarowanego okresu oszczędzania |
| Plan Jednofunduszowy | Union Investment TFI | 10. 2001 | uczestnicy inwestują w jeden wybrany fundusz Union Investment na 5 lub 10 lat; min. wpłata miesięczna – 100 zł lub 1200 zł rocznie; zniżka w opłacie manipulacyjnej – 50% |
| Plan Indywidualny | | | uczestnicy inwestują w maksymalnie 4 wybrane fundusze Union Investment na 5 lub 10 lat; min. wpłata miesięczna – 200 zł lub 2400 zł rocznie; zniżka w opłacie manipulacyjnej – 70% |
| Plany Oszczędnościowe | Warta TFI | | plany w oparciu na funduszach utworzonych przez towarzystwo; w wariantach regularnym i nieregularnym; służą średnio- i długoterminowym oszczędzaniu |

Źródło: opracowanie własne na podstawie: T. Miziołek, *10 lat...*, s. 92-111.

Oszczędzanie w dwóch pierwszych formach może odbywać się wyłącznie w ramach ubezpieczenia na życie z funduszem inwestycyjnym, które dodatkowo może być uzupełnione ubezpieczeniem wypadkowym i chorobowym²¹.

Jak więc wynika z powyższego, fundusze inwestycyjne, w tym przede wszystkim specjalistyczne fundusze otwarte, odgrywają istotną rolę dla osób indywidualnych inwestujących w III filarze – przede wszystkim, ponieważ forma funduszy do tej pory działających w Polsce w obszarze III filaru to właśnie specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte.

W chwili obecnej na polskim rynku funduszy inwestycyjnych działa około 10 specjalistycznych funduszy otwartych, których uczestnikami są podmioty indywidualne inwestujące w ramach III filaru. Podobnie jak liczba osób i produktów związanych z indywidualnymi programami systematycznego oszczędzania, z dnia na dzień liczba uczestników tych funduszy, jak i liczba samych funduszy ulegają zwiększeniu. Ma to związek przede wszystkim z tym, iż chętnych do zadbania o swoją przyszłość jest coraz więcej. Jak dotąd wszystkie tego typu fundusze są – z punktu widzenia podejmowanego ryzyka – funduszami bezpiecznymi, inwestującymi zgromadzone środki głównie w dłużne papiery wartościowe oraz obligacje, czyli w instrumenty charakteryzujące się zerowym bądź minimalnym ryzykiem inwestycyjnym. Stosowanie takiej polityki inwestycyjnej nie powinno dziwić, jako że głównym celem tego typu funduszy jest gromadzenie środków pieniężnych przeznaczonych do wypłat świadczeń emerytalnych bądź rentowych oraz bezpieczne lokowanie nadwyżek finansowych w długim horyzoncie czasowym²².

Innym udogodnieniem oferowanym przez niektóre towarzystwa funduszy inwestycyjnych osobom indywidualnym są **programy rentierskie**, umożliwiające odkupywanie jednostek uczestnictwa w ustalonych odstępach czasu. Programy te adresowane są do osób w średnim i starszym wieku, którym zależy na uzyskiwaniu regularnych, okresowych dochodów. Poniższa tabela prezentuje charakterystykę wybranych programów tego typu.

Coraz częściej towarzystwa funduszy inwestycyjnych nawiązują współpracę z firmami ubezpieczeniowymi, oferując wspólne produkty, łączące systematyczne oszczędzanie z ubezpieczeniem na życie. Inną propozycją jest ochrona ubezpieczeniowa od następstw nieszczęśliwych wypadków, oferowana klientom bezpłatnie przez niektóre z towarzystw. Dodatkowym udogodnieniem dla klientów jest również możliwość konwersji – przenoszenia zainwestowanych środków między funduszami.

²¹ K. Sas-Kulczycka, D. Choryło, J. Król, Z. Lasota, *Inwestycje wspólnego inwestowania w Polsce. Fundusze inwestycyjne i emerytalne*, WIGPress, Warszawa 1998, s. 34–36.

²² K. Gabryelczyk, *Rola specjalistycznych funduszy inwestycyjnych otwartych na rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce*, Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny, Rok LXV, z. 2, Poznań 2003, s. 185–186.

Tabela 4. Charakterystyka programów rentierskich oferowanych podmiotom indywidualnym

| NAZWA PLANU | TOWARZYSTWO | DATA URUCHOMIENIA | CHARAKTERYSTYKA |
|---|----------------------|-------------------|---|
| Program Rentier | PKO/CS TFI | 1998 | program oparty na Funduszu Skarbowym lub Funduszu Obligacji; umożliwia uzyskiwanie regularnych dochodów z inwestycji |
| Systematyczne Odkupienie | Millennium TFI | | klient ma możliwość wskazania kwoty, jaka ma być systematycznie wypłacana ze środków zgromadzonych w funduszu |
| Nabycie z listem intencyjnym | | | klient ma możliwość podpisania listu intencyjnego, w którym w zamian za obniżenie opłaty manipulacyjnej deklaruje dokonywanie w określonym czasie wpłat na łączną sumę przekraczającą 100 tys. zł |
| Plan UniRentier – Specjalistyczny Plan Inwestycyjny | Union Investment TFI | 05.2003 | plan umożliwia systematyczne korzystanie z wypracowanych zysków z wpłaconej jednorazowo kwoty środków, bez naruszenia ulokowania kapitału początkowego; oferowany w 2 wariantach: UniRentier 30 (klient wpłaca 30 tys. zł, a wypłata zysków następuje co 3 miesiące) lub UniRentier 60 (klient wpłaca 30 tys. zł, a wypłata zysków następuje co miesiąc); brak opłat manipulacyjnych; do planu można przystąpić na dowolnie długi okres; w każdym momencie można dokonywać kolejnych wpłat lub wycyływać cały zgromadzony kapitał |

Źródło: opracowanie własne na podstawie: T. Miziołek, *10 lat...*, s. 92-111 oraz *White label na polskim rynku*, Nasz Rynek Kapitałowy 2003, nr 6, s. 89.

2.3. OBNIŻANIE KOSZTÓW

Kolejnym czynnikiem determinującym decyzje inwestorów indywidualnych, którzy rozpatrują alternatywne formy alokacji ich kapitałów pieniężnych, jest wspomniana już sprawa kosztów. Koszty związane z dokonywaniem transakcji na rynku kapitałów pieniężnych stanowią bardzo często jedno z podstawowych zagadnień, branych pod uwagę przez podmioty indywidualne. Jak wskazano wyżej, osoby te dysponują niewielkimi środkami pieniężnymi. Dlatego zanim je zainwestują, powinny rozpatrzyć, czy przy danym zaangażowaniu kapitałowym istnieje niebezpieczeństwo utraty części (bądź nawet całości) uzyskanych z danej inwestycji dochodów, w związku właśnie z koniecznością poniesienia kosztów transakcyjnych.

W przypadku funduszy inwestycyjnych inwestorzy ponoszą koszty zarówno w momencie zakupu tytułów uczestnictwa, w trakcie trwania inwestycji, jak i w momencie sprzedaży jednostek. Podstawowymi kosztami są tu opłaty manipulacyjne oraz wynagrodzenie towarzystwa za zarządzanie środkami powierzonymi przez inwestorów. Ich wysokość różni się w zależności od wielkości zainwestowanego kapitału lub stopnia ponoszonego ryzyka inwestycyjnego. Generalną zasadą jest, iż w miarę wzrostu wartości zainwestowanego kapitału opłaty manipulacyjne maleją. Z kolei w miarę wzrostu stopnia ryzyka inwestycyjnego wzra-

stają opłaty związane z wynagrodzeniem za zarządzanie kapitałem ulokowanym w danym funduszu.

Koszty ponoszone przez polskie towarzystwa są, w porównaniu z tymi ponoszonymi przez tego typu instytucje na rozwiniętych rynkach finansowych, stosunkowo wysokie. Jednakże, w miarę napływu kapitału i zwiększania się wartości aktywów towarzystw, instytucje te starają się je zmniejszać, tak, aby być bardziej konkurencyjnymi i interesującymi dla inwestorów. Przejawia się to głównie w oferowaniu **funduszy bezprowizyjnych** bądź też w różnego rodzaju **promocjach**, polegających na okresowym znoszeniu bądź obniżaniu opłat manipulacyjnych za zakup jednostek uczestnictwa w danych funduszach inwestycyjnych oraz, choć jest to rzadkością, obniżaniu opłat dotyczących wynagrodzenia za zarządzanie. Należy przy tej okazji zwrócić uwagę na fakt, iż działania te dotyczą funduszy otwartych, które skierowane są do szerokiej rzeszy inwestorów indywidualnych.

2.4. DODATKOWE USŁUGI OFEROWANE PRZEZ FUNDUSZE INWESTYCYJNE

Kolejnym argumentem przemawiającym na korzyść wyboru funduszy inwestycyjnych jako formy alokacji kapitałów inwestorów indywidualnych są dodatkowe usługi oferowane przez fundusze inwestycyjne. Chodzi głównie o udogodnienia związane z nabywaniem tytułów uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, dokonywaniem innych operacji czy też otrzymywaniem informacji o wydarzeniach na rynku funduszy inwestycyjnych, w tym o nowych produktach.

Fundusze inwestycyjne są jednymi z pierwszych instytucji rynku kapitałów pieniężnych, których udziały można nabywać w sposób wirtualny, a mianowicie w Internecie. Jest to bardzo wygodna, a zarazem szybka forma nabycia tego instrumentu. Obecnie w Internecie można kupować jednostki uczestnictwa funduszy otwartych i specjalistycznych otwartych na stronach internetowych poszczególnych towarzystw funduszy inwestycyjnych (jako pierwszy w czerwcu 1999 roku usługę taką wprowadził TFI Banku Handlowego) bądź też na specjalnie w tym celu utworzonych stronach internetowych. Pierwszą taką stroną jest Supermarket Funduszy Inwestycyjnych mBanku, w którym można nabywać kilkadziesiąt funduszy inwestycyjnych, zarządzanych przez różne towarzystwa (min. Skarbiec, GTFI, PZU, SEB czy Banku Handlowego). Niewątpliwą zaletą takiego rozwiązania jest fakt nieuiszczania przez nabywającego żadnych opłat manipulacyjnych, co, jak już podkreślano, jest szczególnie ważne dla podmiotów indywidualnych.

Innymi usługami oferowanymi przez fundusze inwestycyjne drobnym inwestorom są:

- możliwość subskrybowania wyceny jednostek uczestnictwa funduszy na telefon komórkowy w formie sms-ów oraz na konto poczty

elektronicznej (taką usługę proponuje dla swoich klientów np. BZ WBK AIB TFI) bądź też WAP,

— nabywanie bądź dokonywanie innych operacji przez telefon i fax.

Wszystkie przedstawione powyżej czynniki o charakterze mikroekonomicznym mają bardzo duże znaczenie z punktu widzenia inwestowania w fundusze inwestycyjne i z pewnością stanowią zachętę dla inwestorów indywidualnych, aby podjąć decyzję o wyborze tej formy alokacji ich kapitału. Oprócz nich istnieją jednak jeszcze inne cechy, dzięki którym podmioty indywidualne skłaniają się do zainwestowania swoich oszczędności w tytuły uczestnictwa funduszy inwestycyjnych. Mają one charakter makroekonomiczny.

3. CZYNNIKI MAKROEKONOMICZNE

Do podstawowych czynników makroekonomicznych, dzięki którym inwestorzy indywidualni decydują się na ulokowanie swoich oszczędności w fundusze inwestycyjne, należą:

- zmiany legislacyjne,
- koniunktura na rynku kapitałów pieniężnych.

Przyczyny występowania tych czynników są niezależne od działań inwestorów indywidualnych oraz funduszy inwestycyjnych, powstają niejako poza ich zasięgiem, ale powodują, iż instytucje wspólnego inwestowania wykorzystują pojawiające się dzięki nim sytuacje do wzbogacenia swojej oferty i zainteresowania nią jak największej liczby potencjalnych uczestników funduszy, a podmioty indywidualne mają możliwość przyjrzeniu się kolejnym istotnym elementom z punktu widzenia podejmowania przez nich decyzji inwestycyjnych.

3.1. ZMIANY LEGISLACYJNE

Generalnie czynniki związane ze zmianami legislacyjnymi w naszym kraju dotyczącymi osób indywidualnych to: zmiany w podatku dochodowym od zysków i dochodów kapitałowych oraz zmiany w prawie dewizowym. O ile drugi czynnik jest oceniany przez inwestorów jako pozytywny, ponieważ przyczynił się do liberalizacji rynku kapitałów pieniężnych w Polsce, o tyle pierwszy jest do dziś postrzegany w sposób negatywny. W obu przypadkach fundusze inwestycyjne podjęły działania mające na celu wyjście naprzeciw nastrojom oraz potrzebom inwestorów indywidualnych. Szczególnie wiązały się one ze zmianami podatkowymi.

Zgodnie z ustawodawstwem polskim od grudnia 2001 roku nastąpiły zmiany w podatku dochodowym od osób fizycznych, zakładające 20% podatek od zysków z lokat bankowych i dochodów kapitałowych. W związku z tym wydawać by się mogło, iż oferta towarzystw funduszy inwestycyjnych nie będzie od tego roku już tak atrakcyjna dla inwestorów indywidualnych. Należy jednak podkreślić, iż w przypadku inwestowania w fundusze inwestycyjne przez pewien okres podatek ten odnosił się tylko do jednostek uczestnictwa, a nie certyfikatów inwestycyjnych, które będąc papierami wartościowymi notowanymi na giełdzie były do końca 2003 roku zwolnione z podatku od zysków. Taka sytuacja wynikała ze wspomnianej ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych, zgodnie z którą dochody ze sprzedaży nabytych w publicznej ofercie papierów wartościowych były do końca 2003 roku zwolnione ze wspomnianego podatku.

Sytuację tę, negatywną dla inwestorów indywidualnych z punktu widzenia dokonywania inwestycji na rynku kapitałów pieniężnych, wykorzystali zarządzający funduszami inwestycyjnymi, którzy zaoferowali im fundusze zamknięte, specjalistyczne zamknięte oraz mieszane w tzw. „ofercie antypodatkowej”.

Przy tej okazji należy zauważyć, iż do tej pory inwestorzy indywidualni, chcący zainwestować swoje oszczędności w fundusze inwestycyjne, mieli do wyboru głównie fundusze emitujące jednostki uczestnictwa, a zatem te posiadające bardzo zdywersyfikowane portfele. Dzięki ofercie antypodatkowej, która jest nadal kontynuowana, zyskali oni możliwość zainwestowania swoich środków w instrumenty bardziej ryzykowne, a zarazem notowane bezpośrednio na giełdzie.

Pierwszym emitentem certyfikatów inwestycyjnych w tej grupie był fundusz inwestycyjny zamknięty Pioneer Arbitrażowy SFIZ zarządzany przez Pioneer Pekao TFI. Fundusz ten zakładał stosowanie strategii arbitrażowej, polegającej na wykorzystaniu chwilowych nieefektywności (różnic) w kształtowaniu się cen tych samych instrumentów finansowych na dwóch różnych rynkach, lub różnic w cenach instrumentów powiązanych ze sobą, notowanych na tym samym rynku (np. akcje i *futures* na te akcje). Strategia taka pozwala osiągać zyski niezależnie od aktualnej koniunktury na rynku akcji.

Jak można się było spodziewać, fundusz cieszył się dużym zainteresowaniem ze strony inwestorów. Minimalny poziom emisji (200 tys. certyfikatów) został przekroczony w czwartym dniu zapisów, cała subskrypcja, planowana początkowo na sześć tygodni (do 12 marca 2002 r.), zakończyła się zaś po zaledwie dwóch²³.

²³ T. Miziołek, *Arbitrażowy i nieruchomości już na rynku*, Nasz Rynek Kapitałowy 2002, nr 3, s. 91.

Kolejnym funduszem antypodatkowym był utworzony również na czas określony Skarbiec – Obligacja Plus SFIZ zarządzany przez TFI Skarbiec. Dodatkową zaletą tego funduszu, oprócz korzyści podatkowych, była możliwość sprzedaży certyfikatów funduszu tuż przed jego likwidacją (w dniach 4–5 grudnia 2003 roku) na specjalnych sesjach GPW w Warszawie po cenie wynikającej z bieżącej wartości aktywów netto. Jest to o tyle istotne, że sprzedaż certyfikatów po cenie rynkowej na giełdzie jest zwykle mniej opłacalna, z uwagi na to, iż certyfikaty funduszy zamkniętych notowane są zazwyczaj na rynku wtórnym z dyskontem²⁴.

Podobne korzyści oferował pierwszy na naszym rynku fundusz inwestycyjny mieszany Pioneer Obligacja 2 FIM. Inwestujący w ten fundusz mogli wycofać się z inwestycji w dwojaki sposób: albo poprzez sprzedaż certyfikatów inwestycyjnych na rynku wtórnym, albo w wyniku ich odkupienia przez fundusz (co trzy miesiące), co wynika z charakteru tego funduszu.

Jak się spodziewano, szeroką ofertę funduszy antypodatkowych zaproponowano inwestorom w listopadzie oraz grudniu 2002 roku, kiedy to większości z nich skończyły się założone przed rokiem „antypodatkowe” lokaty bankowe. Cztery spośród tych funduszy (Skarbiec – Obligacja Plus, ING Lokata Plus, KB Pieniądz Plus oraz CA IB Pro Lokata) były produktami o charakterze *stricte* podatkowym, mającymi bowiem ulec likwidacji do końca 2003 roku, a zatem wówczas, gdy kończyło się zwolnienie inwestycji giełdowych z podatku. Wszystkie te fundusze podpisały także z bankami, z ich grup kapitałowych, umowy odkupu certyfikatów na GPW w Warszawie tuż przed końcem notowań na parkiecie. Dwa pozostałe fundusze – DWS Polska Rynku Pieniężnego i CitiObligacji Dolarowych – zostały utworzone na czas nieokreślony²⁵.

Oferta funduszy emitujących certyfikaty inwestycyjne i związanych z ofertą antypodatkową cieszyła się dużym zainteresowaniem inwestorów, choć w większości przypadków nie objęto całych emisji (w sumie podmioty te pozyskały od inwestorów około 1,7 mld PLN). Jednym z głównych powodów takiej sytuacji były wysokie koszty związane z zakupem certyfikatów inwestycyjnych. Po dokonaniu kalkulacji opłacalności funduszy antypodatkowych wielu inwestorów zdecydowało się na powierzenie swojego kapitału funduszom otwartym emitującym jednostki uczestnictwa, które, charakteryzując się znacznie większą płynnością, nawet po zapłaceniu 20% podatku przyniosły w 2003 roku wyższe stopy zwrotu. Fundusze antypodatkowe zarobiły bowiem dla ich uczestników tylko niespełna 3–6% w skali roku, co miało się znacznie z początkowymi założeniami dotyczącymi ich finalnego wyniku. Poza tym na

²⁴ Idem, *Będzie pierwszy polski ETF*, *Nasz Rynek Kapitałowy* 2002, nr 6, s. 90.

²⁵ Idem, *Antypodatkowy urodzaj*, *Nasz Rynek Kapitałowy* 2002, nr 12, s. 123.

rynku zaistniały również konkurencyjne względem funduszy antypodatkowych obligacje antypodatkowe, wyemitowane przez banki Pekao oraz BZ WBK na kwotę około 1,4 mld PLN.

Z punktu widzenia dokonywania alokacji kapitału, zmiany podatkowe były najważniejszym czynnikiem brany pod uwagę przez inwestorów indywidualnych w związku z inwestowaniem w fundusze inwestycyjne w ostatnim czasie. Obok nich nastąpiły jeszcze zmiany w prawie dewizowym, dzięki którym osoby indywidualne mogą inwestować bez przeszkód w instrumenty notowane na zagranicznych rynkach kapitałów pieniężnych. Z pewnością szansę taką wykorzystały i wykorzystają w przyszłości osoby bardzo zamożne. Te posiadające drobne oszczędności mają możliwość ich ulokowania w fundusze inwestycyjne, opierające się w swych strategiach na inwestycjach za granicą naszego kraju. Najczęściej są to fundusze inwestujące w akcje, obligacje rządowe oraz krótkoterminowe papiery dłużne, o niskim ryzyku inwestycyjnym. Często opierają się również na indeksach największych giełd światowych.

3.2. SYTUACJA NA RYNKU FINANSOWYM

Poza zmianami legislacyjnymi, z makroekonomicznego punktu widzenia inwestorzy indywidualni przy wyborze formy alokacji kapitału kierują się również sytuacją na rynku kapitałów pieniężnych, co ma bezpośredni związek z dochodowością poszczególnych rodzajów instrumentów tego rynku. W związku z panującą od kilku lat bessą na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych, szczególnie w latach 2000–2002, większość inwestorów skłaniała się ku inwestowaniu swoich środków na rynku instrumentów dłużnych. Dodatkowym bodźcem do dokonywania inwestycji w te walory była ich duża atrakcyjność pod względem otrzymywanej ówczesnie stopy zwrotu.

Nie inaczej było w przypadku zainteresowania inwestorów pośrednim uczestnictwem na rynku poprzez bezpieczne fundusze inwestycyjne. Dowodem na to jest zgromadzony przez nie w tym czasie kapitał oraz ich udział w strukturze funduszy, zaprezentowany na wykresie 2. Inwestorzy indywidualni, którzy zdecydowali się na inwestycje w fundusze bezpieczne w latach 2000–2002, mieli wiele powodów do satysfakcji, instytucje te zarabiały bowiem dla swych uczestników znacznie więcej niż wynosiły dochody z lokat bankowych czy osiągnane na rynku przeciętne stopy zwrotu.

Wydaje się, iż rok 2003 oraz kolejne najbliższe lata będą okresem prosperity na rynku funduszy akcji. Już dziś zaobserwować można ich coraz lepsze wyniki inwestycyjne oraz wzmożony napływ kapitału do nich, co jest również z pewnością zasługą trafnie podjętych decyzji inwestorów indywidualnych o wyborze tej formy alokacji ich oszczędności.

4. PODSUMOWANIE

W niniejszym opracowaniu zwrócono uwagę na czynniki determinujące decyzje inwestycyjne inwestorów indywidualnych o wyborze funduszy inwestycyjnych jako formy lokaty ich kapitału. Czynniki te podzielono na dwie grupy. Na pewno w praktyce nie występują one oddzielnie, a raczej są przez inwestorów traktowane w sposób kompleksowy.

Należy zauważyć, iż w przypadku rozpatrywania wszystkich czynników popularność tej formy inwestowania kapitału wśród inwestorów indywidualnych zależy nie tylko od nich samych, ale również od funduszy inwestycyjnych. Chcąc rozwijać swoją działalność, czyli zwiększać krąg swoich uczestników, fundusze inwestycyjne powinny szybko reagować na zmieniające się warunki społeczno-ekonomiczne, a następnie dokonywać działań, związanych z poszerzaniem i elastycznością oferty, które spowodują, iż będą one bardziej konkurencyjne oraz atrakcyjniejsze od innych instrumentów dostępnych dla inwestorów indywidualnych na rynku kapitałów pieniężnych.

Czynniki determinujące decyzje inwestorów o preferowaniu funduszy inwestycyjnych ponad inne, alternatywne formy lokaty kapitału są zatem czynnikami, które wynikają również z aktywności funduszy inwestycyjnych, mającej na celu przyciągnięcie jak największej liczby podmiotów indywidualnych, a tym samym jak największych kapitałów pieniężnych.

Wydaje się, iż inwestorzy indywidualni w naszym kraju, których ogrom środków ciągle jest w rękach instytucji bankowych, rozumieją działania funduszy inwestycyjnych, zwracają na nie uwagę i oceniają pozytywnie, czego wyrazem jest bardzo dynamicznie zwiększająca się wartość zgromadzonych w funduszach aktywów. Należy żywić nadzieję, iż w przyszłości, kiedy polskie fundusze inwestycyjne staną się częścią konkurencyjnych rynków funduszy inwestycyjnych w Unii Europejskiej, działania mające na celu przyciągnięcie coraz większej liczby inwestorów indywidualnych będą kontynuowane ze wzmożoną siłą. Należy również żywić przekonanie, że inwestorzy indywidualni, coraz bardziej świadomi korzyści płynących z długoterminowego inwestowania w polskie fundusze inwestycyjne, będą właśnie do nich kierować swoje wzrastające oszczędności.

WIESŁAWA PRZYBYLSKA-KAPUŚCIŃSKA, GRZEGORZ BOROWSKI

OPODATKOWANIE INWESTYCJI JAKO CZYNNIK DETERMINUJĄCY ROZWÓJ POLSKIEGO RYNKU INSTYTUCJI WSPÓLNEGO INWESTOWANIA

Przedmiotem niniejszego opracowania jest wskazanie historycznych zależności pomiędzy sposobem opodatkowania dochodów uzyskanych z tytułu uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych a rozwojem rynku funduszy oraz próba odpowiedzi na pytanie, w jaki sposób planowane zmiany sposobu w prawie podatkowym mogą wpłynąć na rozwój tego rynku.

I. GENEZA I CHARAKTERYSTYKA PODATKU OD DOCHODÓW Z KAPITAŁU

Celem prawidłowego zrozumienia pojęcia podatku niezbędne jest odwołanie się do samej idei państwa jako wspólnoty obywateli opartej na dwóch filarach: wolności (wolności osobistej oraz powiązanych z nią praw ekonomicznych) i obowiązku (niegdyś obowiązku obrony, obecnie obowiązku ponoszenia świadczeń publicznych).

Opodatkowanie należy rozpatrywać z punktu widzenia ustrojowego, ekonomicznego i prawnego. W aspekcie ustrojowym podatek dotyczy bezpośrednio relacji państwo–obywatel i stąd ma duże znaczenie polityczne. W państwach demokratycznych decyzja, jakiego rodzaju podatki mają być ustanawiane oraz jakie formy winny przybierać, należy do organów ustawodawczych jako reprezentacji obywateli. Ograniczeniem dowolności w ustanawianiu podatków powinny być zapisy konstytucji, która zawierać winna gwarancje dotyczące praw ekonomicznych

obywateli, w tym w szczególności dotyczących ochrony przysługującego im prawa własności. Istnieje bowiem możliwość rozkładania obciążeń podatkowych zgodnie z wolą większości, a z pogwałceniem praw podmiotowych mniejszości. Unormowania podatkowe w konstytucji mają zatem charakter gwarancji przeciw samowoli politycznej. Ponadto konstytucja jest fundamentem prawodawstwa i wskazuje zasady zarówno stanowienia, jak i stosowania prawa podatkowego¹.

Respektując powyższe postulaty ustawodawca tradycyjnie umieszczał regulacje dotyczące zasad opodatkowania w ustawie zasadniczej. Już art. 6 Konstytucji marcowej z 1921 roku wskazywał, że wyłącznym sposobem nakładania podatków jest ustawa. Zasadę tę utrzymano w art. 31 Konstytucji kwietniowej z 1935 roku. Z oczywistych względów brak takiej gwarancji w Konstytucji z 1952 roku, dzięki czemu możliwe było wprowadzanie podatków aktami niższego rzędu niż ustawy, co sprzyjało rozwojowi fiskalizmu i pozwalało realizować doraźne potrzeby polityczne².

Obecnie uregulowania dotyczące opodatkowania znajdują się w art. 217 Konstytucji stanowiącym, iż nakładanie podatków, innych danin publicznych, określanie podmiotów, przedmiotów opodatkowania i stawek podatkowych, a także zasad przyznawania ulg i umorzeń oraz kategorii podmiotów zwolnionych od podatków następuje w drodze ustawy. Zasadę powszechności opodatkowania statuuje art. 84 Konstytucji stanowiący, że każdy jest obowiązany do ponoszenia ciężarów i świadczeń publicznych, w tym podatków.

W ujęciu ekonomicznym podatek jest formą przewłaszczenia na rzecz związku publicznoprawnego (państwa, samorządu), od podmiotów pozostających z nim w stosunku podporządkowania, części ich przychodów, dochodów lub majątku. Wielkość i zakres tego przewłaszczenia nie może być ustalana w sposób dowolny, lecz musi uwzględniać zdolność płatniczą podatnika oraz uwzględniać fakt, iż każde źródło podatku ma swoje granice wydajności fiskalnej, po których przekroczeniu następuje jego degradacja, w konsekwencji powodująca spadek dochodów publicznych.

W ujęciu prawnym podatek jest – zgodnie z art. 6 Ordynacji podatkowej³ – publicznoprawnym, nieodpłatnym, przymusowym oraz bez-

¹ R. Mastalski, *Interpretacja prawa podatkowego. Źródła prawa podatkowego i jego wykładni*, Prawo CXCI, Wrocław 1989, s. 107–112; C. Kosikowski, *Wybrane zagadnienia tworzenia prawa finansowego*, Warszawa 1995, s. 22–23; idem, *Źródła prawa podatkowego w świetle Konstytucji RP (wybrane problemy)*, Glosa 1999, nr 7, s. 1 i n.

² A. Gomułowicz, J. Małecki, *Podatki i prawo podatkowe*, Ars Boni et Aequi, Poznań 1999, s. 75.

³ Ustawa z 29 sierpnia 1997 roku – Ordynacja podatkowa (Dz.U. Nr 137, poz. 926 ze zm.).

zwrotnym świadczeniem na rzecz Skarbu Państwa, województwa, powiatu lub gminy, wynikającym z ustawy podatkowej. Publicznoprawny charakter podatku jest pochodną faktu, iż władnym do jego nałożenia jest wyłącznie ustawodawca, który czyni to jednostronnie, korzystając z przysługującej mu władzy. Konsekwencją nieodpłatności podatku jest fakt, że obowiązek jego uiszczenia jest niezależny od tego, czy podatnik korzysta ze świadczeń wzajemnych ze strony państwa (dóbr publicznych). Obowiązek zapłaty podatku obwarowany jest przymusem ze strony państwa. Bezzwrotność podatku oznacza, że z chwilą jego zapłaty podatek staje się częścią budżetu państwa i co do zasady nie ma ono obowiązku jego zwrotu.

Podstawowym zadaniem podatków jest pokrywanie zapotrzebowania państwa na dochód. W związku z nieustannym rozszerzaniem się funkcji państwa to zapotrzebowanie systematycznie rośnie⁴. Stąd państwo nie ustaje w poszukiwaniu źródeł podatków spełniających wymogi wydajności, dogodności i taniości poboru oraz elastyczności rozumianej jako możliwość reagowania w krótkim czasie na wzrost lub spadek zapotrzebowania państwa na dochód publiczny.

Jak wynika z powyższego, podstawową funkcją realizowaną przez opodatkowanie jest funkcja fiskalna. Oprócz niej za pomocą opodatkowania państwo może stymulować albo ograniczać aktywność gospodarczą w wybranej dziedzinie (cel ekonomiczny opodatkowania) bądź zmieniać istniejący podział dochodu narodowego na inwestycje i konsumpcję⁵. Należy zwrócić uwagę, że funkcje pozafiskalne pełnią wyłącznie podatki, którym ustawodawca świadomie przypisał taką rolę. Przyjąć należy, że podatek od dochodów kapitałowych realizuje funkcję fiskalną, a wysuwany przez teorię opodatkowania postulatami wobec tego rodzaju podatku jest utrzymanie zasady niedyskryminowania przez podatek (neutralności podatkowej) w aspekcie makro- i mikroekonomicznym.

Neutralność w aspekcie makroekonomicznym oznacza niewpływanie podatku na alokację zasobów rozumianą jako rozmieszczenie czynników produkcji w różnych rodzajach działalności⁶ przy założeniu, że wyłącznie właściwa jest alokacja dokonana pod wpływem konkurencji.

Zachowanie neutralności w ujęciu mikroekonomicznym nakazuje stworzenie takiej konstrukcji podatku (podstawa, wymiar), by nie wpływała ona na decyzje podejmowane przez podmioty gospodarcze i nie dyskryminowała podatników znajdujących się w takiej samej sytuacji ekonomicznej.

⁴ N. Gajl, *Teorie podatkowe w świecie*, PWN, Warszawa 1992, s. 124 i n.

⁵ A. Komar, *Finanse publiczne w gospodarce rynkowej*, OW Branta, Bydgoszcz 1996, s. 22–30.

⁶ *Ibidem*, s. 63–66.

I.1. ZOBOWIĄZANIE PODATKOWE I OBOWIĄZEK PODATKOWY W PODATKU DOCHODOWYM OD DOCHODÓW Z TYTUŁU UCZESTNICTWA W FUNDUSZACH INWESTYCYJNYCH

Pod pojęciem obowiązku podatkowego ordynacja podatkowa nakazuje rozumieć nieskonkretyzowaną powinność poniesienia przymusowego świadczenia pieniężnego w związku z zaistnieniem zdarzenia określonego w ustawie (art. 4 § 1). Zobowiązaniem podatkowym natomiast jest wynikające z obowiązku podatkowego zobowiązanie podatnika do zapłacenia na rzecz Skarbu Państwa albo gminy podatku w wysokości, terminie oraz miejscu określonym w przepisach prawa podatkowego (art. 5).

W odniesieniu do osób fizycznych obowiązek podatkowy ciąży w razie uzyskiwania przychodów z tytułu udziału w funduszach kapitałowych (art. 17 ust. 1 pkt 5 ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych⁷ – dalej: Ustawa o PIT), a zobowiązanie podatkowe powstaje z chwilą postawienia do dyspozycji podatnika środków pieniężnych z tytułu odkupienia przez fundusz jednostek uczestnictwa. Podmiotem zobowiązanym do obliczenia, potrącenia i odprowadzenia należnego podatku (płatnikiem) jest fundusz inwestycyjny (art. 41 ust. 5 Ustawy o PIT).

W stosunku do osób prawnych przychodem jest dochód otrzymany z tytułu zysków osób prawnych (art. 10 ust. 1 ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych⁸ – dalej: Ustawa o CIT), a także otrzymane dochody funduszu, w przypadku gdy statut funduszu przewiduje wypłacanie tych dochodów bez odkupywania jednostek uczestnictwa albo wykupywania certyfikatów inwestycyjnych (art. 12 ust. 1 pkt 4a Ustawy o CIT). Kosztami uzyskania przychodów ustalonymi przy zbyciu tytułów uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych są koszty poniesione w celu osiągnięcia przychodów, tj. kwoty wydatkowane na zakup jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych wraz z poniesionymi opłatami manipulacyjnymi. Odmiennie niż w przypadku osób fizycznych uzyskany w ten sposób dochód dolicza się do innych dochodów osoby prawnej i opodatkowuje na zasadach ogólnych – w 2004 roku podatek wynosi 19% podstawy opodatkowania (art. 19 ust. 1 Ustawy o CIT) i jest płatny w formie zaliczek według deklaracji składanych do

⁷ Ustawa z 26 lipca 1991 roku o podatku dochodowym od osób fizycznych (tekst jednolity Dz.U. z 2000 r., Nr 14, poz. 176 ze zm.).

⁸ Ustawa z 15 lutego 1992 roku o podatku dochodowym od osób prawnych (tekst jednolity Dz.U. z 2000 r., Nr 54, poz. 654 ze zm.).

dwudziestego dnia miesiąca następującego po miesiącu osiągnięcia dochodu (art. 25 ust. 1 Ustawy o CIT).

Powyższe oznacza, że podatek związany z udziałem zarówno osób prawnych, jak i osób fizycznych w funduszach inwestycyjnych otwartych i specjalistycznych funduszach inwestycyjnych otwartych ma charakter podatku dochodowego. Tak długo bowiem, jak długo podmiot posiada jednostki uczestnictwa, zobowiązanie podatkowe nie powstaje (powstaje ono dopiero z chwilą postawienia do dyspozycji podatnika środków pieniężnych uzyskanych z tytułu odkupienia przez fundusz jednostek uczestnictwa). W przypadku funduszy dystrybucyjnych, tj. wypłacających dochody uczestnikom bez konieczności odkupywania jednostek uczestnictwa, podatek należny jest przy każdej dokonywanej wypłacie.

Podatek z tytułu sprzedaży papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu (akcji, ale także certyfikatów inwestycyjnych emitowanych przez fundusze inwestycyjne mieszane, fundusze inwestycyjne zamknięte oraz specjalistyczne fundusze inwestycyjne zamknięte) ma charakter zbliżony do podatku związanego z udziałem w funduszach otwartych. Różni się sposobem jego pobierania oraz możliwością kompensacji strat poniesionych w bieżącym i poprzednich latach podatkowych, o czym szerzej mowa będzie w dalszej części niniejszego opracowania.

2. RYNEK FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH W POLSCE

2.1. SPOSÓB MIERZENIA WIELKOŚCI RYNKU FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH

Polski rynek instytucji wspólnego inwestowania istnieje od 1992 roku, kiedy powstało pierwsze towarzystwo funduszy powierniczych zarządzające przez trzy lata jednym funduszem inwestycyjnym. Prawnym fundamentem rozwoju tego rynku była ustawa z dnia 22 marca 1991 roku – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych⁹.

W pierwszych latach swojego istnienia rynek instytucji wspólnego inwestowania rozwijał się bardzo wolno. Przyspieszenie rozwoju tych instytucji należy wiązać z uchwaleniem nowej ustawy o funduszach inwestycyjnych¹⁰ oraz z gwałtowną hossą na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. W latach 1997–2000 zakładano kilka towarzystw funduszy inwestycyjnych rocznie, co spowodowało, że obecnie działa 16 towarzystw zarządzających ok. 140 funduszami inwestycyjnymi.

⁹ Ustawa z 22 marca 1991 roku – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (tekst jednolity Dz.U. z 1994 r., Nr 58, poz. 239 ze zm.).

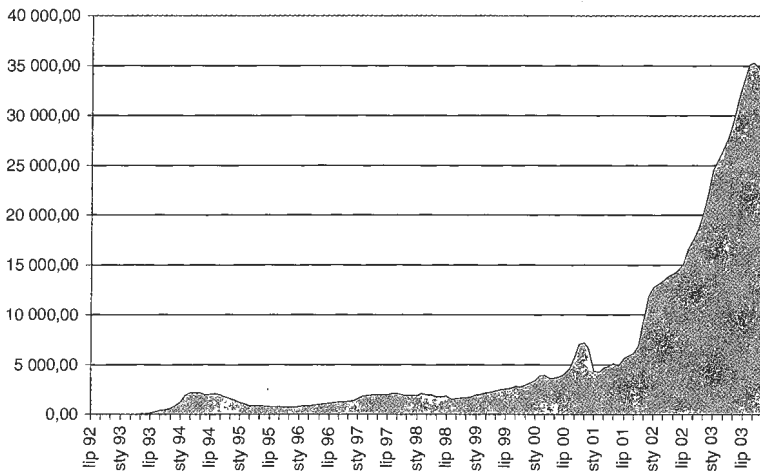
¹⁰ Ustawa z 28 sierpnia 1997 roku o funduszach inwestycyjnych (tekst jednolity Dz.U. z 2002 r., Nr 49, poz. 448 ze zm.).

Ogólnie przyjętym miernikiem, za pomocą którego określa się wielkość i jej zmiany w odniesieniu do polskiego rynku funduszy inwestycyjnych, jest wartość netto aktywów funduszy na zakończenie każdego miesiąca kalendarzowego.

Jednakże powyższy miernik nie może być uznany za całkowicie miarodajny. Przeciwko jego przyjęciu przemawia przede wszystkim argument, że na określoną w powyższy sposób wielkość rynku – oprócz wysokości wpłat na nabycie jednostek uczestnictwa i certyfikatów inwestycyjnych oraz wypłat z tytułu odkupienia przez fundusze jednostek uczestnictwa i certyfikatów inwestycyjnych oraz ich umorzenia – znaczący wpływ mają ponadto wyniki zarządzania środkami pieniężnymi wcześniej powierzonymi funduszom. W konsekwencji należy przyjąć, że zniekształcenie wielkości rynku spowodowane wynikami inwestycyjnymi funduszy opisują dwie zależności:

- jest ono tym silniejsze, im w danym okresie saldo wpłat i wypłat ma procentowo niższy udział w aktywach netto funduszy,
- jest tym większe, im większa jest zmienność na rynku akcji i obligacji.

Bardziej właściwym miernikiem mogącym służyć ocenie wielkości rynku funduszy inwestycyjnych wydają się wpłaty pomniejszone o wypłaty dokonane z tych instytucji (saldo). Z uwagi jednak na brak danych dotyczących wpłat i wypłat do funduszy inwestycyjnych, oceniając wielkość rynku tych instytucji w dalszej części opracowania posłużono się wielkością aktywów netto na koniec każdego miesiąca kalendarzowego, zwracając jednak uwagę na ograniczenia tego miernika, o których mowa powyżej.



Wykres 1. Wartość aktywów netto polskich funduszy inwestycyjnych w latach 1992-2003 (mld PLN)

Źródło: dane za Stowarzyszeniem Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych.

Wykres 1 przedstawia porównanie wartości aktywów netto polskich funduszy inwestycyjnych w latach 1992–2003 oraz przyrosty bezwzględne i stopy wzrostu tych aktywów.

Pomijając znaczne przyrosty bezwzględne wartości aktywów powierzonych w zarządzanie funduszom inwestycyjnym w okresie od marca 1993 roku do kwietnia 1994 roku stóp wzrostu aktywów funduszy inwestycyjnych były okresy:

- od lipca do listopada 2000 roku (wzrost odpowiednio o: 7,05%, 12,25%, 26,28% i 21,83% w ujęciu miesięcznym),
- styczeń 2001 roku (spadek aktywów netto funduszy miesiąc do miesiąca o 34,05%),
- od października do grudnia 2001 roku (wzrost odpowiednio o: 12,21%, 38,26% i 24,89% w ujęciu miesięcznym),
- od grudnia 2002 roku do stycznia 2003 roku (wzrost o 11,22% i 10,02%).

2.2. FUNDUSZE DYWIDENDOWE

Znaczny wzrost wielkości rynku funduszy inwestycyjnych w okresie od lipca do listopada 2000 roku wiązać należy z wprowadzeniem na rynek tzw. funduszy dywidendowych. Był to historycznie pierwszy z sposobów, jakie zostały użyte przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych dla uatrakcyjnienia swej oferty skierowanej do osób prawnych. Przepisy Ustawy o funduszach nakładają obowiązek określenia w statutach funduszy praw uczestników funduszu (art. 14 ust. 2 pkt 15) oraz zasad wypłacania dochodów ze zrealizowanych zysków (strat) funduszu jego uczestnikom (art. 14 ust. 2 pkt 11), o ile statut funduszu przewiduje ich wypłatę uczestnikom. Wypłacane w ten sposób dochody były traktowane jak „udział w dochodach osoby prawnej” (funduszu) i podlegały zryczałtowanemu podatkowi dochodowemu zgodnie z art. 10 ust. 1 Ustawy o CIT stanowiącym, iż dochodem z udziału w zyskach osób prawnych jest dochód faktycznie uzyskany z tego udziału, w tym także: dochód z umorzenia udziałów lub akcji, wartość majątku otrzymanego w związku z likwidacją osoby prawnej, dochód przeznaczony na podwyższenie kapitału zakładowego lub akcyjnego albo funduszu udziałowego w spółdzielniach, a także dochód stanowiący równowartość kwot przekazanych na ten kapitał (fundusz) z innych kapitałów (funduszy) osoby prawnej¹¹.

¹¹ Art. 10 ust. 1 ustawy z 15 lutego 1992 roku o podatku dochodowym od osób prawnych (Dz.U. z 1993 roku, Nr 106, poz. 482 ze zm.) w brzmieniu nadanym mu przez ustawę z 20 listopada 1998 roku o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych (Dz.U. Nr 144, poz. 931). Nowelizacja weszła w życie 1 stycznia 1999 roku.

Powyższa interpretacja została potwierdzona przez Ministerstwo Finansów pismem z 30 marca 2000 roku, które stanowiło, że w świetle wyżej cytowanego przepisu tytułem prawnym do udziału w zyskach osób prawnych są nie tylko udziały lub akcje, ale mogą to być również inne prawa majątkowe związane z udziałem w zyskach innej osoby prawnej¹².

Dodatkowy zysk dla osób prawnych lokujących aktywa w jednostki uczestnictwa funduszy dywidendowych wynikał z różnicy pomiędzy opodatkowaniem dochodów z tytułu innych lokat podatkiem dochodowym w wysokości 34% uzyskanego dochodu¹³ a opodatkowaniem lokat w fundusze dywidendowe zryczałtowanym podatkiem w wysokości 20% uzyskanego w ten sposób dochodu.

Po wydaniu interpretacji Ministerstwa Finansów w krótkim czasie powstało sześć funduszy dywidendowych. Były to:

- CA IB SFIO Stałego Dochodu utworzony przez CA IB TFI S.A.,
- Arka Bieżący Dochód SFIO utworzony przez WBK AIB TFI S.A.,
- Arka Bieżący Dochód 2 SFIO utworzony przez WBK AIB TFI S.A.,
- Skarbiec Kasa 2 SFIO utworzony przez Skarbiec TFI S.A.,
- DWS Polska Specjalistycznego Funduszu Inwestycyjnego Otwartego Rynku Pieniężnego utworzony przez DWS TFI S.A.,
- ING SFIO Bieżącego Dochodu utworzony przez ING TFI S.A.

Luka pozwalająca na tworzenie funduszy dywidendowych została szybko dostrzeżona również przez prawodawcę, który zlikwidował ją z dniem 1 stycznia 2001 roku, nowelizując Ustawę o CIT i dodając w jej art. 12 ust. 1 wskazującym źródła przychodów nowy punkt 4a stanowiący, iż przychodem dla uczestników funduszy inwestycyjnych są otrzymane dochody funduszu, w przypadku gdy statut przewiduje wypłacanie tych dochodów bez odkupywania jednostek uczestnictwa albo wykupywania certyfikatów inwestycyjnych¹⁴.

Likwidacja luki, o której mowa powyżej, pociągnęła za sobą znaczny odpływ środków z funduszy inwestycyjnych, których aktywa zmniejszyły się na koniec stycznia 2001 roku w stosunku do końca grudnia 2000 roku o 34,05%.

Na początku 2001 roku towarzystwa szukając sposobu na zastąpienie funduszy dywidendowych nowym produktem doszły do przekonania, że przy zastosowaniu odpowiedniej konstrukcji prawnej funduszu nadal istnieje możliwość opodatkowania dochodów z tytułu uczest-

¹² Pismo Ministerstwa Finansów z 30 marca 2000 roku PB3/MD-825-722-123/2000 opublikowane w Serwisie Podatkowym z 2000, nr 9, s. 5

¹³ Zgodnie z obowiązującym w 1999 roku brzmieniem art. 19 ust. 1 pkt 3) Ustawy o CIT.

¹⁴ Brzmienie art. 12 ust. 1 pkt 4a) po nowelizacji Ustawy o CIT na mocy art. 1 pkt 7 lit. a) tiret drugie ustawy z 9 czerwca 2000 roku o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych (Dz.U. Nr 60, poz. 700) zmieniającej Ustawę o CIT z dniem 1 stycznia 2001 roku.

nictwa w nim zryczałtowanym podatkiem dochodowym. Taką możliwością było przekształcenie dotychczasowych funduszy dywidendowych w fundusze terminowe (o określonym z góry terminie zakończenia ich działalności), co pozwalało uczestnikom będącym osobami prawnymi na opodatkowanie według zryczałtowanej stawki podatku w wysokości 15% dochodu na podstawie art. 10 ust. 1 Ustawy o CIT.

Łącznie w trakcie 2001 roku utworzono aż 11 funduszy terminowych, które w większości powstały z przekształcenia dotąd istniejących funduszy dywidendowych. Powstawały jednak także całkiem nowe produkty, np. cztery fundusze terminowe utworzone przez PDM TFI S.A.

Hamulcem dla powstawania większej liczby takich funduszy była negatywna opinia Ministerstwa Finansów z 27 marca 2001 roku, zgodnie z którą dochody osób prawnych uzyskane z tytułu likwidacji funduszy inwestycyjnych opodatkowane winny być na zasadach ogólnych, tj. według ówczesnie obowiązującej stawki 28% dochodu¹⁵. Wart podkreślenia jest fakt, że o ile korzystna interpretacja w przypadku funduszy dywidendowych została wydana wskutek zapytania jednego z towarzystw funduszy inwestycyjnych, o tyle negatywną interpretację wobec funduszy terminowych Ministerstwo Finansów wydało z własnej inicjatywy. Od tego momentu dostrzec można słabnące zainteresowanie osób prawnych lokowaniem w fundusze terminowe i należy wiązać ten stan ze znacznym ryzykiem prawnym, jakie powstało po opublikowaniu interpretacji, o której mowa powyżej. Ryzyko dokonania przez urzędy skarbowe weryfikacji zeznań podatkowych osób prawnych będących uczestnikami funduszy terminowych nabrało realnych kształtów po niekorzystnym wyroku Naczelnego Sądu Administracyjnego, który uznał, że dochody z tytułu likwidacji funduszu inwestycyjnego terminowego winny być opodatkowane na zasadach ogólnych, a nie według preferencyjnej stawki¹⁶.

Najsilniejszy bodziec podatkowy dla rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych pojawił się w listopadzie 2001 roku. Uchwalona wtedy nowelizacja Ustawy o PIT obciążyła dochody osób fizycznych z tytułu udziału w funduszach kapitałowych (w tym w funduszach inwestycyjnych oraz w części inwestycyjnej polis na życie z funduszem inwestycyjnym), uchylając z dniem 1 marca 2002 roku¹⁷ dotąd obowiązujące na mocy art. 21 ust. 1 pkt 56 Ustawy o PIT przedmiotowe zwolnienie dochodów uzyskanych z tytułu udziału w funduszach powierniczych lub inwestycyjnych,

¹⁵ Pismo Ministerstwa Finansów z 27 marca 2001 roku PB3 – MD – 8214 – 63a/2001 opublikowane w Biuletynie Skarbowym z 2001, nr 2, s. 13.

¹⁶ Wyrok Naczelnego Sądu Administracyjnego z 16 października 2003 roku w sprawie III SA 3596/01 opublikowany w Monitorze Podatkowym z 2003, nr 11, s. 4.

¹⁷ Na mocy art. 1 pkt 1 lit. a) tiret piąte ustawy z 21 listopada 2001 roku o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych (Dz.U. Nr 134, poz. 1509).

w tym również z tytułu umorzenia jednostek uczestnictwa w funduszach powierniczych oraz zbycia certyfikatów inwestycyjnych i jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych. Dodatkowo wzmiankowana wyżej nowelizacja wprowadziła nowe zwolnienie przedmiotowe – w stosunku do dochodów z tytułu udziału w funduszach kapitałowych, jeżeli dochody te są wypłacane podatnikowi na podstawie umów zawartych lub zapisów dokonanych przez podatnika przed 1 grudnia 2001 roku¹⁸.

Powyższy sposób wprowadzenia podatku od dochodów uzyskanych między innymi z tytułu uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych stał się powodem wniesienia dwóch wniosków o zbadanie konstytucyjności ustawy nowelizującej Ustawę o PIT oraz – w konsekwencji – dwóch orzeczeń Trybunału Konstytucyjnego.

Zarzuty opierały się głównie na naruszeniu art. 2 Konstytucji statuującego zasadę demokratycznego państwa prawa, z której to zasady w orzecznictwie Trybunału Konstytucyjnego wywiedziono szereg zasad szczegółowych, do których należą: zasada pewności prawa, zasada ochrony zaufania do państwa i stanowionego przez nie prawa oraz będąca ich kwintesencją zasada poszanowania praw niewadliwie nabytych.

Kwestionowano również to, że pomimo iż ustawa nowelizująca Ustawę o PIT weszła w życie z dniem 1 stycznia 2002 roku, jednocześnie zezwoliła na opodatkowanie dochodów z umów o uczestnictwo w funduszu inwestycyjnym zawartych począwszy od 1 grudnia 2001 roku. Taki sposób wprowadzenia zmian stał w jawnej sprzeczności z zasadą *lex retro non agit*.

Trybunał Konstytucyjny wskazał, że regulacje przyjęte w ustawie będącej przedmiotem jego badań nie naruszają zakazu retroaktywnego działania prawa. Podatnicy mieli bowiem pewien czas na podjęcie działań zmierzających do alokacji ich oszczędności. Zwrócił też uwagę, że bezpośrednią przyczyną wprowadzenia opodatkowania jest zamiar zmniejszenia skutków narastającej nierównowagi finansów publicznych i jednocześnie podkreślił, że równowaga budżetowa i stan finansów publicznych są jednymi z podstawowych dóbr ekonomicznych wszystkich obywateli, a obowiązek ich ochrony wynika wprost z przepisów Konstytucji¹⁹, w szczególności z art. 216 oraz art. 220 oraz przede wszystkim z art. 1 stanowiącego, iż Rzeczpospolita jest dobrem wspólnym wszystkich obywateli. W konsekwencji Trybunał uznał, że ustawodawca podatkowy ma, wynikającą z jego pozycji ustrojowej oraz kompeten-

¹⁸ Art. 52b ust. 1 pkt 3) Ustawy o PIT dodany na mocy art. 1 pkt 18) ustawy z 21 listopada 2001 roku o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych (Dz.U. Nr 134, poz. 1509) z dniem 1 stycznia 2002 roku.

¹⁹ Por. wyrok Trybunału Konstytucyjnego z 4 grudnia 2000 roku, sygn. akt K 9/00, opublikowany w Orzecznictwie Trybunału Konstytucyjnego z 2000, nr 8, poz. 294.

cji, swobodę cofnięcia lub ograniczenia konkretnego zwolnienia podatkowego i uznał, że nowelizacja w tej części nie była niezgodna z Konstytucją²⁰. W podobnym duchu utrzymany był również drugi wyrok Trybunału odnoszący się do nowelizacji Ustawy o PIT²¹.

Ustawodawca zdecydował o opodatkowaniu dochodów z tytułu udziału w funduszach inwestycyjnych, pozostawiając jednocześnie podatkowe zwolnienie przedmiotowe dla dochodów uzyskanych z tytułu bezpośrednich inwestycji giełdowych, w tym świadczonych przez wyspecjalizowane podmioty (domy maklerskie typu *asset management*). Stanowiło to przejaw naruszenia zasady neutralności opodatkowania, ponieważ podatnicy podejmujący tożsame z ekonomicznego punktu widzenia decyzje inwestycyjne (o inwestowaniu w udziałowe papiery wartościowe) byli traktowani odmiennie, w zależności od tego, czy realizowali swoje inwestycje za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych (z tytułu uczestnictwa w których podlegali opodatkowaniu) czy też za pośrednictwem innych wyspecjalizowanych podmiotów zarządzających aktywami lub samodzielnie (brak opodatkowania).

3. OPODATKOWANIE W FUNDUSZACH INWESTYCYJNYCH

Od 1 marca 2002 roku towarzystwa funduszy inwestycyjnych rozpoczęły naliczanie podatku, stosując do rozchodowania jednostek uczestnictwa metodę FIFO (*first in, first out*), według której jednostki uczestnictwa zgromadzone w ramach jednego rejestru uczestnika odkupywane są przez fundusz, począwszy od najwcześniejszych nabytych. Metoda ta jest niekorzystna z punktu widzenia uczestników, ponieważ powoduje, że w pierwszej kolejności odkupywane są jednostki nabyte przed wejściem w życie nowelizacji Ustawy wprowadzającej podatek. Biorąc pod uwagę strukturę polskiego rynku funduszy inwestycyjnych, który w ponad 58% (dane na koniec grudnia 2003 roku) należy do funduszy „bezpiecznych” (ryнку pieniężnego i obligacji), których jednostki uczestnictwa charakteryzują się stabilnym w długim okresie wzrostem wartości, stosowanie metody FIFO powoduje, że w pierwszej kolejności odkupieniu ulegają jednostki najstarsze i jednocześnie te, na których uczestnik osiągnął najwyższy dochód.

W listopadzie 2001 roku, z uwagi na bardzo krótki okres pomiędzy pojawieniem się sygnałów o możliwości wprowadzenia podatku od

²⁰ Wyrok Trybunału Konstytucyjnego z 27 lutego 2002 roku, sygn. akt K 47/01, opublikowany w Orzecznictwie Trybunału Konstytucyjnego z 2002, nr 1, poz. 6.

²¹ Wyrok Trybunału Konstytucyjnego z 22 maja 2002 roku, sygn. akt K 6/02, opublikowany w Orzecznictwie Trybunału Konstytucyjnego z 2002, nr 3, poz. 33.

zysków w funduszach kapitałowych (początek listopada) a faktyczną datą wprowadzenia tego podatku (1 grudnia), towarzystwa nie miały możliwości zaoferowania typów funduszy innych niż już przez nie utworzone i zarządzane, w szczególności nie pojawiły się żadne specjalne fundusze „antypodatkowe”. Mimo tego do funduszy inwestycyjnych w okresie od października do grudnia 2001 roku wpłynęło ponad 5,7 mld PLN, co pozwoliło na podwojenie aktywów znajdujących się w zarządzaniu tych instytucji.

Zupełnie inaczej ukształtowała się sytuacja w IV kwartale 2002 roku, kiedy znana była już wielkość środków ulokowanych w bankach w listopadzie 2001 na lokatach „antypodatkowych”. W tym okresie towarzystwa zakończyły prace nad poszerzeniem swojej oferty o fundusze pozwalające na uniknięcie opodatkowania. Fundusze te miały konstrukcję funduszu inwestycyjnego zamkniętego lub funduszu inwestycyjnego mieszanego, które emitują certyfikaty inwestycyjne, będące papierami wartościowymi podlegającymi obowiązkowi wprowadzenia do publicznego obrotu (art. 97 § 1 Ustawy w stosunku do FIZ i art. 107 § 1 Ustawy w stosunku do FIM) i w konsekwencji pozwalają na wykorzystanie istniejącego do 31 grudnia 2003 roku zwolnienia zawartego w art. 52 Ustawy o PIT dotyczącego zbywania papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu. Warto podkreślić, że posiadaczom certyfikatów funduszy antypodatkowych zapewniono możliwość ich zbycia przed datą rozpoczęcia likwidacji funduszy, pokrywającą się zazwyczaj z wygaśnięciem zwolnienia przewidzianego w Ustawie o PIT. Możliwość zbycia certyfikatów polega na zobowiązaniu się podmiotu trzeciego w stosunku do funduszu i uczestnika do złożenia zleceń zakupu wszystkich wyemitowanych certyfikatów o określonych z góry parametrach (w szczególności cenie odkupu).

Tabela 1. Charakterystyka funduszy inwestycyjnych zaoferowanych w IV kwartale 2002 roku

| NAZWA | RODZAJ | TERMIN SUBSKRYPCJI | WIELKOŚĆ EMISJI | ZEBRANE ŚRODKI |
|-----------------------------------|--------|--------------------|-----------------|----------------|
| Millenium Gwarantowany Plus 20 | FIZ | 21.10–03.12.2002 | 50–500 mln | 125 mln |
| Skarbiec Obligacja Plus (seria B) | FIZ | 18.11–06.12.2002 | 21–105 mln | 105 mln |
| ING Lokata Plus | FIZ | 20.11–10.12.2002 | 50–500 mln | 160 mln |
| KB Pieniądz Plus | FIZ | 15.11–13.12.2002 | 60–120 mln | 77 mln |
| CA IB Pro Lokata | FIM | 13.11–06.12.2002 | 160–750 mln | 540 mln |
| DWS Polska Rynku Pieniężnego | FIM | 18.11–06.12.2002 | 30–300 mln | 62 mln |
| Pioneer Obligacji 2 | FIM | 27.06–08.08.2003 | 50–500 mln | 500 mln |
| CitiObligacji Dolarowych | FIM | 18.11–06.12.2002 | 5–100 mln USD | 9,467 mln USD |

Źródło: opracowanie własne na podstawie prospektów emisyjnych funduszy i informacji prasowych.

Powyższa tabela przedstawia charakterystykę emisji certyfikatów inwestycyjnych funduszy inwestycyjnych zaoferowanych w IV kwartale 2002 roku. Należy zwrócić uwagę, że nie wszystkie z nich miały charakter antyopodatkowy (nie miały takiego charakteru Pioneer Obligacji 2 FIM oraz CitiObligacji Dolarowych FIM). Łącznie fundusze planowały zebrać ok. 2,7 mld PLN aktywów, z czego udało się pozyskać nieco ponad 1,6 mld PLN, co uznać należy za wynik bardzo dobry, zwłaszcza biorąc pod uwagę znaczną podaż alternatywnych instrumentów: obligacji banków i produktów ubezpieczeniowych. Trzeba tu zwrócić uwagę na fakt, że w tym czasie nadal istniały konkurencyjne sposoby lokowania środków pieniężnych, które były zwolnione z podatku dochodowego. Były to bezpośrednie inwestycje w papiery wartościowe notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych oraz powierzenie aktywów w zarządzanie (usługi *asset management*).

Wyniki inwestycyjne antyopodatkowych funduszy inwestycyjnych utworzonych w IV kwartale 2002 roku okazały się rozczarowaniem. Fakt ten wynikał z zakończenia procesu obniżania stóp procentowych, które w konsekwencji zahamowało hossę na rynku dłużnych papierów wartościowych. Stopy zwrotu z inwestycji w certyfikaty inwestycyjne tych funduszy zawiera tabela 2.

Tabela 2. Stopa zwrotu z inwestycji w certyfikaty inwestycyjne funduszy oferowanych w IV kwartale 2002 roku

| NAZWA FUNDUSZU | STOPA ZWROTU ZA OKRES OD ROZPOCZĘCIA DZIAŁALNOŚCI DO 31 GRUDNIA 2003 ROKU |
|---------------------------------------|---|
| Millenium Gwarantowany Plus 20 FIZ | 5,07% |
| Skarbiec Obligacja Plus FIZ – seria B | 3,96% |
| ING Lokata Plus FIZ | 5,11% |
| KB Pieniądz Plus FIZ | 5,16% |
| CA IB Pro Lokata FIM | 5,32% |
| DWS Polska Rynku Pieniężnego FIM | 6,65% |
| Pioneer Obligacji 2 FIM | 5,51% |
| CitiObligacji Dolarowych FIM | -1,46% |

Źródło: opracowanie własne.

W IV kwartale 2003 roku stało się jasne, że nie zostanie przedłużone obowiązujące do 31 grudnia 2003 roku zwolnienie z podatku dochodowego dla dochodów uzyskanych z tytułu sprzedaży papierów wartościowych do publicznego obrotu. Ten fakt dał asumpt towarzystwom funduszy inwestycyjnych do tworzenia kolejnej fali funduszy antyopodatkowych. Tym razem uniknięciu opodatkowania miały służyć przepisy przejściowe ustawy nowelizującej Ustawę o PIT w części, w której wska-

zywały one, że obowiązek podatkowy nie powstaje, jeżeli papiery wartościowe zostały nabyte przed 1 stycznia 2004 roku²². Momentem decydującym o możliwości skorzystania z tego zwolnienia jest chwila nabycia certyfikatów inwestycyjnych. Wydaje się, że nabycie certyfikatów inwestycyjnych następuje z chwilą ich wydania uczestnikowi, tj. zapisania na jego rachunku maklerskim, co nastąpić winno niezwłocznie po przydziale certyfikatów, wpisaniu funduszu do rejestru funduszy inwestycyjnych przez Sąd Okręgowy w Warszawie i dokonaniu ich rejestracji w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych S.A.²³

Tabela 3. Charakterystyka funduszy inwestycyjnych oferowanych w IV kwartale 2003 roku

| NAZWA | RODZAJ | TERMIN SUBSKRYPCJI | WIELKOŚĆ EMISJI (PLN) | ZEBRANE ŚRODKI (PLN) |
|-------------------------------|--------|--------------------|-----------------------|----------------------|
| Arka GLOBAL INDEX 2007 | FIZ | 10–25.11.03 | 19,6–196 mln | 27,3 mln |
| Skarbiec Lokacyjny | FIM | 3–23.12.03 | 30–300 mln | 118,5 mln |
| Skarbiec Profit Plus | FIM | 3–23.12.03 | 50–400 mln | 51,8 mln |
| KB Kapitał Plus | FIM | 17.11–24.12.03 | 30–150 mln | 30,0 mln |
| KB Dolar Plus | FIM | 15.12.03–30.01.04 | 10–50 mln USD | 10,3 mln USD |
| ING Akcji | FIM | 2–17.12.03 | 20–200 mln | 22,7 mln |
| ING Stabilnego Wzrostu | FIM | 2–17.12.03 | 50–500 mln | 142,4 mln |
| CA IB Sektora Nieruchomości | FIZ | 18.11–8.12.03 | 160–400 mln | ok. 80 mln* |
| CA IB Bezpiecznej Alokacji | FIM | 1–10.12.03 | 50–160 mln | brak danych* |
| UniStoProcent | FIM | 3–26.11.03 | 60–1.000 mln | ok. 25 mln* |
| DWS Polska Stabilnego Wzrostu | FIM | 27.11–09.12.03 | 50–500 mln | 54,4 mln |
| Pioneer Obligacji | FIM | 21.10–10.12.03 | 100–700 mln | brak danych* |
| Pioneer Stabilnego Wzrostu | FIM | 21.10–10.12.03 | 100–1.500 mln | brak danych* |

* fundusze, które nie doszły do skutku wobec niezbrania w ramach zapisów minimalnej kwoty

Źródło: opracowanie własne na podstawie prospektów funduszy i informacji towarzystw.

Ogółem w listopadzie i grudniu 2003 roku towarzystwa funduszy inwestycyjnych zaoferowały certyfikaty inwestycyjne 13 nowych funduszy charakteryzujących się zdecydowanie bardziej zróżnicowaną polityką inwestycyjną, niż było to w przypadku funduszy antypodatkowych

²² Art. 19 ust. 1 pkt. 2) ustawy z 12 listopada 2003 roku o zmianie ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. Nr 202, poz. 1956), który wszedł w życie z dniem 1 stycznia 2004 roku.

²³ Powyższe wynika z interpretacji art. 23 ust. 4 w związku z art. 23 ust. 8 Ustawy o Funduszach, choć zdania w tej materii były podzielone. Istniał, jak się wydaje, nietrafny pogląd, jakoby wystarczający dla skorzystania ze zwolnienia podatkowego był sam wpis do rejestru funduszy inwestycyjnych.

w roku 2002. Wśród oferowanych funduszy znalazły się nie tylko fundusze bezpieczne (rynek pieniężnego, dłużnych papierów wartościowych), ale także fundusze inwestujące część aktywów w opcje na indeksy giełd światowych (Arka GLOBAL INDEX 2007 FIZ, Skarbiec Profit Plus FIM), fundusze lokujące aktywa w akcje oraz – co było nowością na polskim rynku – CA IB Sektora Nieruchomości FIZ; fundusz inwestujący pośrednio w nieruchomości (poprzez zakupy papierów wartościowych i udziałów emitowanych przez podmioty działające na rynku nieruchomości).

Antypodatkowa oferta poniosła jednak klęskę. Powiernicy zaoferowali papiery wartościowe 13 funduszy warte łącznie nieco ponad 6,2 mld PLN. Wystarczające zainteresowanie inwestorów wzbudziła jednak oferta zaledwie dziewięciu z nich, w tym emisje sześciu funduszy doszły do skutku w wielkości nieznacznie tylko przekraczającej minimalną wartość subskrypcji. Łącznie inwestorzy objęli certyfikaty inwestycyjne o wartości blisko 500 mln PLN (7,8% oferowanych certyfikatów).

Podstawową przyczyną takiego stanu rzeczy było rozczarowanie inwestorów wynikami inwestycyjnymi funduszy antypodatkowych utworzonych jesienią 2002 roku oraz dobre wyniki inwestycyjne funduszy otwartych w 2003 roku. Tworzone jesienią 2002 roku fundusze prowadziły politykę inwestycyjną opierającą się na instrumentach bezpiecznych (dłużnych papierach wartościowych i bonach skarbowych) i – poza jednym wyjątkiem – nie dopuszczały lokat w instrumenty udziałowe. Wobec zahamowania procesu obniżania stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej, bessy na rynku obligacji oraz wzrastających kursów akcji, zarządzający tymi funduszami nie mieli możliwości zapewnienia inwestorom atrakcyjnych stóp zwrotu. Dodając do tego fakt znacznego spadku oprocentowania długoterminowych antypodatkowych lokat bankowych oferowanych przez banki w 2001 roku w powszechnej opinii antypodatkowość zaczęła być kojarzona z produktami o wątpliwej atrakcyjności z punktu widzenia inwestorów.

Wskutek wprowadzenia nowelizacji Ustawy o PIT w części dotyczącej likwidacji zwolnienia podatkowego z art. 52 Ustawy o PIT w znacznej mierze złagodzone podatkowe uprzywilejowanie dochodów uzyskanych z bezpośrednich inwestycji w papiery wartościowe dopuszczone do publicznego obrotu. Zryczałtowanym podatkiem dochodowym objęte od 1 stycznia 2004 są bowiem zarówno dochody uzyskane z samodzielnego inwestowania w notowane papiery wartościowe, jak i uzyskane wskutek zarządzania na zlecenie (*asset management*). W tym miejscu zauważyć jednak należy, że w stanie prawnym po 1 stycznia 2004 roku nadal dostrzec można przejawy podatkowego dyskryminowania inwestorów lokujących aktywa za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych. Są to:

- niemożność dokonywania kompensacji zysków i strat osiągniętych z tytułu zbycia jednostek uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych w ciągu roku kalendarzowego. Zyski i straty podlegają kompensacji wyłącznie w ramach jednej transakcji. W przypadku dochodów z bezpośrednich inwestycji w papiery wartościowe podstawą opodatkowania jest dochód pomniejszony o zrealizowane straty,
- pobieranie podatku bezpośrednio po każdej transakcji przez fundusz i odprowadzanie go do urzędu skarbowego. W przypadku inwestycji bezpośrednich podatnik samodzielnie składa deklarację i uiszcza podatek, co pozwala mu na zarządzanie środkami przeznaczonymi na pokrycie zobowiązań z tytułu podatku przez okres od zrealizowania transakcji, na której uzyskał dochód, do dnia zapłaty podatku.

4. PERSPEKTYWY ROZWOJU RYNKU FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH

W 2004 roku planowane jest wprowadzenie dwóch nowych regulacji podatkowych, które w sposób znaczący mogą wpłynąć na rozwój rynku funduszy inwestycyjnych. Są to: wygaśnięcie zwolnienia z opodatkowania dochodów giełdowych oraz wprowadzenie indywidualnych kont emerytalnych.

4.1. WYGAŚNIĘCIE ZWOLNIENIA PODATKOWEGO OD DOCHODÓW

ZE ZBYCIA PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH DOPUSZCZONYCH DO PUBLICZNEGO OBROTU

Od 1 stycznia 2004 roku wygasło zwolnienie podatkowe dla dochodów uzyskanych z tytułu odpłatnego zbycia papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu i dochód ten będzie podlegał opodatkowaniu. Wydaje się wysoce prawdopodobne, że wprowadzenie tego podatku w konsekwencji doprowadzi do rezygnacji części inwestorów indywidualnych z bezpośredniego lokowania środków pieniężnych na giełdzie i skłoni ich do poszukiwania alternatywnych sposobów inwestowania.

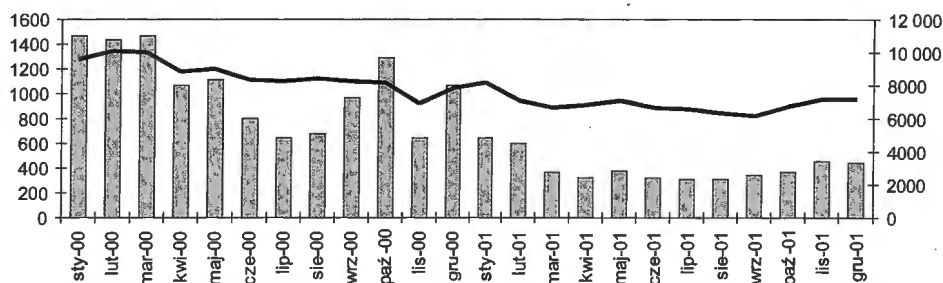
Należy zwrócić uwagę, że w historii polskiego rynku papierów wartościowych był już okres, kiedy obowiązywał podatek z tytułu sprzedaży akcji wprowadzony ustawą z 21 października 1994 roku²⁴, którego wysokość rozporządzeniem określona została na 0,02% wartości sprzedanych akcji²⁵. Podatek ten jednak nie spełnił pokładanych w nim ocze-

²⁴ Ustawa z 21 października 1994 roku o podatku od sprzedaży akcji w publicznym obrocie (Dz.U. Nr 123, poz. 602).

²⁵ Rozporządzenie z 5 grudnia 1994 roku w sprawie wykonania przepisów ustawy o podatku od sprzedaży akcji w publicznym obrocie (Dz.U. Nr 132, poz. 673).

kiwań, a o jego zawieszeniu, a następnie uchyleniu zaledwie w trzy miesiące od wprowadzenia zdecydowały planowane emisje publiczne i obawa przed zmniejszeniem zainteresowania emisjami oraz znaczne koszty poboru podatku, nie rekompensujące przychodów płynących z tego tytułu do budżetu²⁶.

Także i doświadczenia innych rynków rozwijających się nie napawają optymizmem. Na Węgrzech od początku 2001 roku wprowadzono opodatkowanie dochodów osób fizycznych z odpłatnego zbycia papierów wartościowych. Wartość indeksu BUX oraz miesięczne obroty na giełdzie w Budapeszcie wskazuje wykres 2.



Wykres 2. Wartość indeksu BUX (prawa skala) oraz wartość obrotów w ujęciu miesięcznym (w mln EUR - lewa skala) na giełdzie w Budapeszcie w latach 2000-2001

Źródło: dane za Budapest Stock Exchange.

Wprowadzenie podatku spowodowało znaczny spadek obrotów, natomiast nie wpłynęło w zasadniczy sposób na koniunkturę panującą na budapesztańskiej giełdzie papierów wartościowych. Z punktu widzenia przedmiotu opracowania istotne jest, w jaki sposób zachowały się aktywa węgierskich funduszy inwestycyjnych lokujących w akcje.

Tabela 4. Zmiany wartości aktywów netto węgierskich funduszy inwestycyjnych w okresie obowiązywania podatku giełdowego (w mln HUF)

| DATA | PIENIĘŻNE | DŁUŻNE | AKCJI | ZRÓWNOWAŻONE | NIERUCHOMOŚCI | MIĘDZY-NARODOWE | RAZEM |
|------------|-----------|------------|-----------|--------------|---------------|-----------------|------------|
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 |
| Styczeń 00 | 87 226,88 | 327 974,69 | 22 908,32 | 16 302,87 | 7 641,45 | 26 352,21 | 488 406,42 |
| Luty 00 | 94 715,37 | 352 243,50 | 23 762,07 | 17 080,82 | 7 706,88 | 29 981,62 | 525 490,27 |
| Marzec 00 | 94 140,18 | 375 679,43 | 26 921,53 | 17 961,90 | 7 483,68 | 29 906,08 | 552 092,81 |

²⁶ R. Przasnyski, *Wiszący podatek*, Parkiet 2001 r., nr 222.

Ciąg dalszy tabeli 4.

| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 |
|----------------|------------|------------|-----------|-----------|----------|-----------|------------|
| Kwiecień 00 | 92 324,56 | 378 709,57 | 27 433,61 | 18 528,81 | 7 405,93 | 34 822,34 | 559 224,83 |
| Maj 00 | 90 452,93 | 374 934,77 | 29 812,48 | 18 620,85 | 7 377,21 | 36 774,12 | 557 972,35 |
| Czerwiec 00 | 92 932,25 | 371 198,79 | 29 305,82 | 18 550,60 | 7 397,33 | 37 087,66 | 556 472,44 |
| Lipiec 00 | 91 183,58 | 379 636,95 | 30 139,39 | 18 239,71 | 7 485,29 | 36 406,85 | 563 091,78 |
| Sierpień 00 | 93 358,06 | 388 397,04 | 30 721,87 | 18 490,78 | 7 426,97 | 45 290,71 | 583 685,43 |
| Wrzesień 00 | 92 253,91 | 389 498,74 | 30 674,26 | 18 100,82 | 7 425,60 | 45 665,53 | 583 618,86 |
| Październik 00 | 91 093,00 | 385 986,00 | 30 622,00 | 17 943,00 | 7 431,00 | 46 848,00 | 579 923,00 |
| Listopad 00 | 89 286,00 | 377 741,00 | 28 546,00 | 17 120,00 | 6 961,00 | 44 553,00 | 564 207,00 |
| Grudzień 00 | 88 114,46 | 378 305,24 | 29 902,42 | 17 085,72 | 7 541,90 | 43 298,63 | 564 248,36 |
| Styczeń 01 | 94 869,23 | 393 683,70 | 28 695,65 | 16 546,23 | 7 594,55 | 43 381,08 | 584 770,44 |
| Luty 01 | 96 966,18 | 398 792,25 | 25 406,13 | 15 636,97 | 7 663,14 | 40 063,05 | 584 527,72 |
| Marzec 01 | 96 526,53 | 401 305,60 | 23 683,93 | 14 749,95 | 8 074,17 | 38 406,43 | 582 746,61 |
| Kwiecień 01 | 99 126,28 | 401 854,86 | 25 365,57 | 14 352,11 | 7 816,32 | 38 989,10 | 587 504,24 |
| Maj 01 | 100 425,00 | 410 698,00 | 24 842,00 | 14 203,00 | 8 051,00 | 37 426,00 | 595 645,00 |
| Czerwiec 01 | 101 313,23 | 419 467,09 | 23 629,64 | 12 766,71 | 8 181,24 | 35 474,95 | 600 832,86 |
| Lipiec 01 | 104 149,47 | 432 887,32 | 22 226,95 | 12 039,97 | 8 430,30 | 33 813,86 | 613 547,88 |
| Sierpień 01 | 106 224,42 | 447 459,54 | 20 650,59 | 11 470,86 | 8 403,10 | 31 230,36 | 625 438,87 |
| Wrzesień 01 | 105 770,33 | 460 044,58 | 19 181,90 | 10 883,32 | 8 476,15 | 28 349,70 | 632 705,98 |
| Październik 01 | 109 401,29 | 469 711,98 | 19 761,42 | 11 088,46 | 8 715,68 | 31 236,58 | 649 915,41 |
| Listopad 01 | 120 375,14 | 483 037,13 | 20 138,57 | 11 133,23 | 9 134,94 | 31 913,17 | 675 732,18 |
| Grudzień 01 | 126 948,22 | 498 346,36 | 19 838,83 | 10 752,26 | 9 647,59 | 31 837,45 | 697 370,71 |

Źródło: za Befektetési Alapkezelők Magyarországi Szövetsége (www.bamosz.hu).

Jak wynika z powyższych danych, w okresie od grudnia 2000 do grudnia 2001 wielkość aktywów w zarządzaniu węgierskich funduszy inwestycyjnych wzrosła o 23,6%. W tym samym okresie wielkość aktywów funduszy lokujących przynajmniej część pozyskanych środków w akcje (akcyjnych i zrównoważonych) zmniejszyła się odpowiednio o 33,6% w przypadku funduszy akcyjnych oraz o 37% w przypadku funduszy zrównoważonych.

Powyższe dane skłaniają do sformułowania tezy, iż wprowadzenie opodatkowania dochodów osób fizycznych z tytułu zbycia papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu nie tylko nie wpłynie na wzrost zainteresowania funduszami inwestującymi w udziałowe papiery wartościowe, ale może mieć wręcz negatywny wpływ na rynek funduszy inwestujących przynajmniej część swoich aktywów w akcje, niezależnie od istnienia bądź nieistnienia podmiotowego zwolnienia

podatkowego dla funduszy inwestycyjnych z tytułu dokonywanych przez nie transakcji giełdowych.

4.2. WPROWADZENIE INDYWIDUALNYCH KONT EMERYTALNYCH

Drugą ważną regulacją prawną, która w zamiarze ustawodawcy ma zacząć obowiązywać w 2004 roku i w zamyśle ma wprowadzić zachęty do oszczędzania na cele zaopatrzenia emerytalnego, jest projekt ustawy o indywidualnych kontach emerytalnych. Celem kreowania dodatkowych oszczędności Rada Ministrów na posiedzeniu w dniu 21 listopada 2002 roku przyjęła „Założenia systemu zachęt podatkowych w ramach III filaru systemu emerytalnego”. Zgodnie z tym dokumentem oszczędności indywidualne przeznaczone na cele emerytalne będą mogły być gromadzone na Indywidualnych Kontach Emerytalnych (IKE) w formie:

- inwestycji w fundusze inwestycyjne,
- lokat w papiery wartościowe dopuszczone do publicznego obrotu (w tym także w innych krajach OECD),
- ubezpieczeń na życie.

Podmiot prowadzący IKE winien zapewnić możliwość rozróżnienia środków zgromadzonych na cele emerytalne oraz pozostałych oszczędności gromadzonych przez te instytucje oraz winien zapewnić możliwość przenoszenia zgromadzonych w ten sposób środków pomiędzy innymi instytucjami prowadzącymi IKE.

W trakcie prac na Ustawę o IKE na skutek lobbingu Związku Banków Polskich do katalogu instytucji uprawnionych do prowadzenia Indywidualnych Kont Emerytalnych dodano także banki. Biorąc pod uwagę cel tworzenia IKE (zachęty podatkowe mające służyć gromadzeniu oszczędności emerytalnych) powyższe rozszerzenie należy ocenić negatywnie.

Indywidualne plany emerytalne mają być alternatywą dla kulejącego rynku pracowniczych programów emerytalnych, który – mimo wielkich nadziei w nim pokładanych – objął dotąd jedynie niewielką część zatrudnionych (ok. 85 000 osób gromadzących oszczędności w ramach 216 zarejestrowanych pracowniczych programach emerytalnych²⁷). Z założenia, wypłaty z III filaru miały być jedynie uzupełnieniem emerytur otrzymywanych z I i II filaru, z tym że jedynie dla niektórych grup osób (przedsiębiorcy, osoby o wysokich dochodach) wypłaty te mogą być nie mniejsze niż wypłaty z I i II filara.

Zachęta podatkowa do oszczędzania na starość powinna polegać na wdrożeniu zasady, że środki gromadzone we wskazanych wyżej for-

²⁷ Dane na dzień 1 czerwca 2003 roku za Komisją Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych.

mach i w sposób spełniający kryteria ustawowe (w maksymalnej wysokości równej 150% przeciętnego wynagrodzenia) byłyby w momencie wypłaty zwolnione od podatku od dochodów kapitałowych.

Wprowadzenie IKE może mieć znaczące konsekwencje dla rynku funduszy inwestycyjnych. Konsekwencje te będą miały dwojaki charakter.

Po pierwsze, należy liczyć się z zaoferowaniem przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych dedykowanych specjalnie dla IKE. Po drugie, zainteresowanie potencjalną ulgą podatkową może być bodźcem do wzrostu zainteresowania funduszami inwestycyjnymi i znacznego przyrostu ich aktywów.

Jak wynika z analiz przeprowadzonych przez Ministerstwo Finansów, dotyczących skutków wprowadzenia zwolnienia przedmiotowego dochodów uzyskanych ze środków zgromadzonych na IKE, w najbardziej prawdopodobnym scenariuszu zakłada się, że z nowej formy oszczędzania skorzysta od 1,7 do 3,5 mln podatników.

Szacunki dotyczące wielkości środków, jakie mogą zostać zgromadzone w ramach IKE po pierwszym roku funkcjonowania Ustawy o IKE, oparto na następujących założeniach:

1. Przeciętne wynagrodzenie w 2004 roku 2500 PLN
2. Stopień wykorzystania ulgi z tytułu oszczędzania w IKE:

| | |
|-------------------------|---------------------------------|
| I przedział podatkowy | 50% przeciętnego wynagrodzenia |
| II przedział podatkowy | 100% przeciętnego wynagrodzenia |
| III przedział podatkowy | 150% przeciętnego wynagrodzenia |

3. Udział nowych oszczędności w środkach zgromadzonych w ramach IKE:

| | |
|-------------------------|-------------------------|
| I przedział podatkowy | 75% nowych oszczędności |
| II przedział podatkowy | 50% nowych oszczędności |
| III przedział podatkowy | 0% nowych oszczędności |

Biorąc pod uwagę powyższe założenia można przyjąć – za analizą dokonaną przez Ministerstwo Finansów – dwa warianty rozwoju IKE

W wariantcie minimalnym możliwość skorzystania ze zwolnienia podatkowego oszczędności nie przekraczających równowartości 150% przeciętnego wynagrodzenia gromadzonych we wskazanych Ustawą o IKE instytucjach, po upływie określonego w ustawie czasu, wzbudza zainteresowanie nieznacznej części podatników. W wariantcie maksymalnym następuje masowe korzystanie z IKE jako instrumentu zabezpieczenia emerytalnego, choć także zakłada się, że udział nowych oszczędności będzie wynosił dla najniższego przedziału podatkowego 75% zgromadzonych kwot, dla przedziału środkowego – 50%, a oszczędności

zgromadzone w IKE przez podatników osiągających najwyższe dochody będą w całości pochodziły z realokacji wcześniej poczynionych oszczędności tych podatników.

Tabela 5. Minimalny i maksymalny wariant rozwoju Indywidualnych Kont Emerytalnych

| PRZEDZIAŁ PODATKOWY | LICZBA PODATNIKÓW W PRZEDZIALE | UDZIAŁ PRZEDZIAŁU | ODSETEK KORZYSTAJĄCYCH Z IKE | | LICZBA PODATNIKÓW W PRZEDZIALE KORZYSTAJĄCYCH Z IKE | OSZCZĘDNOŚCI PODATNIKÓW Z DANEGO PRZEDZIAŁU W IKE | W TYM: NOWE OSZCZĘDNOŚCI |
|---------------------|--------------------------------|-------------------|------------------------------|-----|---|---|--------------------------|
| | | | min | max | | | |
| I | 21 907 862 | 95,18% | min | 5% | 988 892 | 1 236 115 000 | 927 086 250 |
| | | | max | 12% | 2 677 951 | 3 347 438 750 | 2 510 579 063 |
| II | 882 094 | 3,83% | min | 60% | 529 256 | 1 323 141 000 | 661 570 500 |
| | | | max | 70% | 617 466 | 1 543 664 500 | 771 832 250 |
| III | 227 315 | 0,99% | min | 80% | 181 852 | 681 945 000 | – |
| | | | max | 90% | 204 584 | 767 188 125 | – |
| RAZEM | 23 017 271 | | min | | 1 700 000 | 3 241 201 000 | 1 588 656 750 |
| | | | max | | 3 500 000 | 5 658 291 375 | 3 282 411 313 |

Źródło: dane za Ministerstwem Finansów.

Powyższe dane wskazują na znaczny potencjał oszczędności, które mogą być gromadzone w ramach IKE. Pamiętać jednak należy o tym, że zdecydowana większość środków, które będą wpływały do funduszy inwestycyjnych i innych pomiotów uprawnionych do prowadzenia indywidualnych kont emerytalnych, nie będzie oszczędnościami nowymi i będzie realokowana z innych źródeł, w szczególności z lokat bankowych. Powyższe oznacza, że faktyczne znaczenie wprowadzenia możliwości uzyskania zwolnienia z podatku od dochodów z tytułu zysków kapitałowych uzależnione będzie od stopnia poinformowania podatników odnośnie do możliwości, jakie dają fundusze inwestycyjne i uzależnione będzie od stopnia znajomości tego typu instytucji oraz zaufania, jakim obdarzą je potencjalni uczestnicy IKE. Oznaczać to może również prawdopodobieństwo wystąpienia zjawiska wycofywania środków z funduszy inwestycyjnych, które w minionym okresie przynosiły niesatysfakcjonującą stopę zwrotu, i ich napływu do funduszy potencjalnie atrakcyjniejszych dla inwestorów. Z punktu widzenia rynku funduszy mierzonego wielkością aktywów proces ten nie będzie miał znaczenia, aczkolwiek może przyspieszyć dostosowywanie struktury polskiego rynku funduszy inwestycyjnych do struktury rynku dominującej w państwach o bardziej rozwiniętych instytucjach wspólnego inwestowania. Rozumieć przez to należy nasilenie odpływu aktywów z funduszy bezpiecznych (ryнку pie-

nieżnego i dłużnych papierów wartościowych) i ich alokowanie w funduszach inwestujących co najmniej część środków w udziałowe papiery wartościowe (akcyjnych, zrównoważonych i stabilnego wzrostu).

5. PODSUMOWANIE

Polski rynek instytucji zbiorowego inwestowania znajduje się w fazie intensywnego rozwoju. Wzrasta liczba samych funduszy, jak i ich zróżnicowanie zarówno pod względem konstrukcji prawnej, jak i prowadzonej polityki inwestycyjnej. Przede wszystkim następuje systematyczny wzrost aktywów funduszy powierzonych im przez ich uczestników.

Wydaje się, że uprawniona jest teza, że w znacznej części wyżej opisana sytuacja jest wynikiem wprowadzania w różnym okresie przepisów podatkowych, które z jednej strony stanowiły zachętę dla towarzystw funduszy inwestycyjnych do tworzenia produktów, które w swojej konstrukcji pozwalały na korzystanie przez różne grupy potencjalnych uczestników z różnorodnych przywilejów podatkowych, z drugiej zaś wprowadzane regulacje były zaczynem dyskusji, która powodowała wzrost świadomości inwestorów dotyczącej istnienia i konstrukcji funduszy inwestycyjnych, a także korzyści, jakie potencjalnie wypływają z uczestnictwa w nich.

Podkreślić należy, że pomimo wprowadzenia opodatkowania dochodów płynących z tytułu uczestnictwa w otwartych funduszach inwestycyjnych, jak i opodatkowania dochodów z tytułu odpłatnego zbycia papierów wartościowych emitowanych przez fundusze zamknięte i mieszczone, brak znamion odwrotu inwestorów od tego rynku. W obecnym stanie finansów publicznych nie ma przesłanek, by sądzić, że opodatkowanie wyżej wskazanych dochodów zostanie zniesione lub znacząco zmniejszony zostanie jego wymiar.

Zmiana taka może być rezultatem przystąpienia Polski do Unii Europejskiej, co w konsekwencji otworzy dla polskich inwestorów znacznie szersze możliwości inwestowania poza granicami kraju i w rezultacie może prowadzić do unikania opodatkowania uzyskanych w ten sposób dochodów.

Dodać należy, że po wieloletnich konsultacjach latem 2003 roku przyjęto dyrektywę określającą zasady, jakie winny być spełnione przez przepisy podatkowe państw członkowskich Unii w odniesieniu do opodatkowania dochodów z oszczędności²⁸. Regulacja ta w swoim założeniu

²⁸ Council Directive 2003/48/EC of 3 June 2003 on taxation of savings income in the form of interest payments (OJ L 157, 26/06/2003, p. 38).

niu ma uniemożliwić państwom członkowskim konkurowanie o oszczędności mieszkańców Unii za pomocą przepisów podatkowych, a obywatelom państw członkowskich zablokować możliwość opodatkowania dochodów w innym kraju niż macierzysty.

Wprowadzenie zasad wzajemnego powiadamiania się organów skarbowych o inwestycjach obywateli Unii dokonywanych poza krajem ich zamieszkania może oznaczać, że w nieodległej przyszłości dojdzie do stopniowego wyrównywania się stawek podatkowych z tytułu udziału w instytucjach zbiorowego inwestowania, choć wydaje się, że będzie to proces długotrwały.

Ustanowienie każdego nowego podatku wymaga od ustawodawcy rozważenia argumentów przemawiających za i przeciw opodatkowaniu danego źródła dochodów, w tym potencjalnych skutków w sferze gospodarczej, jakie pociągnie wprowadzenie lub zmiana regulacji podatkowych. Wprowadzenie podatku w jakiegokolwiek formie (dochodowego, majątkowego, obrotowego) dotyczącego rynku kapitału winno być poprzedzone szczególnie wnikliwym rozważeniem potencjalnych skutków opodatkowania. Doraźne korzyści polegające na zwiększeniu przychodów budżetu nie mogą przesłaniać faktu, że rynek kapitałowy jest nie tylko miejscem spekulacji, ale przede wszystkim miejscem, gdzie pozyskiwane są środki pieniężne na prowadzenie i rozwój działalności podmiotów gospodarczych²⁹. Stąd długofalowymi konsekwencjami jakiegokolwiek formy opodatkowania tej sfery może być spadek zainteresowania inwestorów udostępnianiem posiadanych przez nich wolnych środków zarówno poprzez bezpośrednie lokowanie ich na rynku kapitałowym, jak i pośrednio – poprzez powierzenie ich instytucjom pośredniczącym, takim jak fundusze inwestycyjne, i przeznaczanie tych środków na doraźną konsumpcję. W stosunku do funduszy inwestycyjnych konsekwencje te są tym poważniejsze, im większymi aktywami dysponują, wprost przekładają się one bowiem na znaczenie tych instytucji dla finansowania gospodarki.

Powyższe rozważania podsumować można myślą francuskiego filozofa, iż nic nie wymaga większej mądrości i ostrożności niż ustalenie tego, co należy brać od poddanych, a co im pozostawiać³⁰.

²⁹ Szerzej: S. Owsiak, *Podatkowe zagrożenie dla polskiego rynku kapitałowego*, *Nasz Rynek Kapitałowy* 2003, nr 3, s. 4.

³⁰ Ch. Montesquieu, *Espirit de Lois*, księga XII, rozdział I, Paryż (bez rocznika), cyt. za: A. Gomułowicz, J. Małecki, op. cit., s. 15.

JERZY WĘCŁAWSKI

INDYWIDUALNI INWESTORZY
NA RYNKU *VENTURE CAPITAL*I. CHARAKTER INWESTYCJI *VENTURE CAPITAL*

Kilka zjawisk występujących na współczesnym rynku finansowym ma istotne znaczenie dla określenia roli i analizy postępowania indywidualnych inwestorów angażujących bezpośrednio kapitał w przedsiębiorstwach. Zjawiska te dają się ująć w trzech grupach i dotyczą podażowej, popytowej i regulacyjnej strony rynku. Rozważania prowadzone w niniejszym opracowaniu będą dotyczyły głównie dwóch pierwszych grup zjawisk, gdyż trzecia ma nieco inny charakter i związana jest z tworzeniem warunków otoczenia dla rozwoju procesów realnych wynikających z tych zjawisk.

Stały wzrost zamożności społeczeństw powoduje, że coraz liczniejsze grupy osób dysponują znacznymi nadwyżkami finansowymi. Tworzą podaż kapitału, który poszukuje na rynku alternatywnych sposobów zaangażowania. Nadwyżki te osiągają już takie rozmiary, że na nich możliwe jest bezpośrednie finansowanie działalności małych, a nawet średnich przedsiębiorstw. Jednocześnie ich dysponenci, a przynajmniej część, ma wiedzę niezbędną do samodzielnego podejmowania efektywnych decyzji inwestycyjnych.

Coraz szybszy postęp techniczny i ogromna chłonność gospodarki i konsumentów na innowacje są przyczynami kilku dalszych zjawisk. Na rynku pojawia się wiele projektów dotyczących nowych produktów, technologii ich wytwarzania czy świadczenia usług. Oczekują one rynkowej weryfikacji, która zadecyduje o ich praktycznej użyteczności. Nasilająca się konkurencja wymaga szybkiego uruchamiania działalności gospodarczej dla osiągnięcia przewagi czasowej nad innymi. Jedno-

częśnie zaawansowaniu technicznemu towarzyszy z reguły wzrost zapotrzebowania na nakłady finansowe niezbędne do uruchomienia produkcji. Wyzwaniu temu nie jest w stanie sprostać znaczna część dysponentów innowacyjnych projektów. Poszukują zatem źródeł finansowania zewnętrznego.

Trzecim zjawiskiem charakterystycznym dla współczesnego rynku jest jego deregulacja. W kontekście prowadzonych w tym opracowaniu rozważań istotne jest osłabienie roli tradycyjnych pośredników finansowych w dostarczaniu kapitału dla przedsiębiorstw. Właściciele kapitału, jak i podmioty poszukujące dostępu do niego wchodzą w bezpośrednie kontakty, nie korzystając z funkcji transformacyjnej pośrednika, który koncentruje środki pochodzące od jednych podmiotów i alokuje je na własny rachunek wśród innych. Zmiany te mają istotny wpływ na koszty i szybkość pozyskania kapitału.

Jednym z efektów oddziaływania wymienionych czynników jest ukształtowanie się segmentu rynku finansowego, jakim jest rynek *venture capital*. Relatywnie krótki okres funkcjonowania, a jednocześnie duża dynamika zmian, niski stopień uregulowania, a tym samym niewielki zakres zbiorczych informacji dotyczących jego wielkości i struktury, a przede wszystkim ochrona tajemnicą handlową zdarzeń związanych z procesami inwestycyjnymi sprawiają, że analiza i opis tego rynku i jego uczestników nie są zadaniem prostym. W odniesieniu do wielu aspektów jego funkcjonowania można się opierać jedynie na danych o charakterze szacunkowym oraz wynikach wycinkowych badań.

Wspomniane problemy znajdują odzwierciedlenie w trudnościach opisu i klasyfikacji *venture capital*. W ramach prowadzonych tutaj rozważań jako *venture capital* będzie traktowany kapitał własny wnoszony przez zewnętrznych inwestorów do dysponujących innowacyjnym projektem małych i średnich przedsiębiorstw nienotowanych na giełdzie w celu realizacji zysku przez sprzedaż objętych udziałów po osiągnięciu przez przedsiębiorstwo znaczącego sukcesu rynkowego. Charakterystycznym elementem tych inwestycji jest aktywny udział inwestora w działalności przedsiębiorstwa, zmierzający z jednej strony do kontroli wykorzystania zaangażowanego kapitału, a z drugiej – udzielania wsparcia w zarządzaniu mającego zwiększyć szanse osiągnięcia zakładanych rezultatów. Od tej ogólnej charakterystyki inwestycji *venture capital* mogą oczywiście występować określone odstępstwa, wynikające z zachowań poszczególnych inwestorów oraz umownego charakteru transakcji dokonywanych z przedsiębiorstwem. Należy również uwzględnić, że rynek *venture capital* cechuje duża dynamika rozwoju powodująca pojawianie się nowych sposobów i obszarów jego zastosowań.

2. PROBLEMY KAPITAŁOWE INNOWACYJNYCH PRZEDSIĘBIORSTW

Każde przedsiębiorstwo w ramach swojego cyklu życia napotyka na określone problemy determinujące jego rozwój. Problemy te dotyczą różnych obszarów funkcjonowania przedsiębiorstwa: rozwoju wytwarzanych produktów i stosowanej technologii, budowania i wdrażania strategii marketingowych, tworzenia efektywnych systemów zarządzania, dostępu do kapitału własnego i obcego itd. Na poszczególnych etapach rozwoju dochodzi do szczególnego nasilenia określonych problemów, przez co mogą się one stawać barierą dalszego rozwoju przedsiębiorstwa. Właściciele czy zarządzający firmą często nie są w stanie przezwyciężyć pewnych trudności samodzielnie i muszą się uciekać do pomocy podmiotów zewnętrznych. Jest tak szczególnie w odniesieniu do firm małych bądź krótko istniejących, które nie zgromadziły odpowiedniego doświadczenia i zasobów do kontynuowania działalności.

Innowacyjne przedsiębiorstwa będące obiektem inwestowania *venture capital* napotykają w swojej działalności na zróżnicowane problemy, których rodzaj i skala w dużym stopniu związana jest z etapem rozwoju przedsiębiorstwa. Postępując systematycznie, analizę tych kwestii należy zasadniczo rozpocząć od etapu przygotowania do utworzenia przedsiębiorstwa (por. tab. 1). W fazie określanej pojęciem „zasiewów” osoby dysponujące innowacyjnym projektem poszukują kapitału na sfinansowanie dokończenia badań nad produktem bądź technologią i przygotowanie ich do wdrożenia. Ważna jest dla nich także pomoc w opracowaniu koncepcji przedsiębiorstwa i dokonaniu wstępnych analiz rynku. Często dysponenci innowacyjnego projektu mają bowiem przygotowanie i doświadczenie techniczne, a nie dysponują dostateczną wiedzą z zakresu finansów, marketingu czy zarządzania firmą. Nakłady na realizację tych przedsięwzięć są stosunkowo nieduże i mogą być pokrywane ze środków własnych przedsiębiorcy, wsparcia uzyskanego od rodziny czy znajomych bądź z różnych form środków pomocowych przeznaczonych na wspieranie przedsiębiorczości, zwłaszcza w preferowanych przez państwo dziedzinach.

Przejęcie do fazy „startu” oznacza spełnienie wymogów formalno-prawnych związanych z utworzeniem przedsiębiorstwa, ulokowaniem go w odpowiednich obiektach, wyposażenie w maszyny i urządzenia, pozyskanie personelu zarządzającego i wykonawczego oraz rozpoczęcie działalności gospodarczej. Wiążą się z tym rosnące potrzeby kapitałowe oraz szereg problemów związanych z pozyskaniem zasobów materialnych, zarządzaniem nimi oraz sprzedażą rezultatów działalności. Jest to niezmiernie ważny etap w rozwoju przedsiębiorstwa, gdyż ma dopro-

wadzić do rynkowej weryfikacji posiadanej przez nie innowacji i zdecydować o jego sukcesie.

Tabela 1. Zapotrzebowanie przedsiębiorstw na wsparcie zewnętrzne i możliwości jego zaspokojenia

| WYSZCZEGÓLNIENIE | FAZY ROZWOJU PRZEDSIĘBIORSTWA | | | |
|------------------------|--|--|--|---|
| | FAZA ZASIEWÓW | FAZA STARTU | FAZA EKSPANSJI | WEJŚCIE NA GIEŁDĘ |
| Kluczowe zadania | Dokończenie badań nad produktem (technologią). Przygotowanie prototypów Opracowanie koncepcji przedsiębiorstwa Dokonanie analizy rynku | Założenie przedsiębiorstwa Wyposażenie przedsiębiorstwa w czynniki produkcji. Rozpoczęcie produkcji. Wprowadzenie produktu na rynek | Rozbudowa zdolności produkcyjnych. Rozwój kanałów dystrybucji. Wejście na nowe rynki zbytu. Reakcja na pojawiającą się konkurencję. Opracowanie nowych wariantów produktów | Poprawa struktury bilansu Spełnienie wymogów formalnych z dopuszczeniem do obrotu giełdowego |
| Dostępność kapitału | Inwestorzy nieformalni. Środki pomocowe | Inwestorzy nieformalni. Środki pomocowe. Fundusze <i>venture capital</i> | Fundusze <i>venture capital</i> . Kredyty bankowe | Fundusze <i>venture capital</i> . Nowi współwłaściciele |
| Wsparcie w zarządzaniu | Potrzeba udzielenia intensywnego wsparcia głównie w obszarze zarządzania strategicznego, zarządzania finansami i marketingu | | Mniejsza potrzeba wsparcia. Przejście do monitorowania rozwoju przedsiębiorstwa | Przygotowanie do wycofania kapitałowego |

Źródło: opracowanie własne.

Pozytywna reakcja odbiorców na wyroby (usługi) dostarczane przez przedsiębiorstwo stwarza przesłanki przejścia do ekspansji. Pełne wykorzystanie efektów nowości, jaką dysponuje, wymaga szybkiego rozwoju zdolności produkcyjnych oraz efektywnych kanałów dystrybucji. Coraz krótsze cykle życia wyrobów oraz rosnąca konkurencja rynkowa wymagają udoskonalenia oferowanych produktów i ochrony przed efektami naśladownictwa. Szansą na powiększenie skali sukcesu jest wejście na nowe rynki oraz tworzenie *joint venture* z partnerami zagranicznymi. Potrzeba wsparcia ze strony inwestorów zewnętrznych jest już mniejsza, gdyż kadra zarządzająca dysponuje niezbędnym doświadczeniem i kontaktami z otoczeniem. Właściciele kapitału ograniczają się w zasadzie do nadzoru nad rozwojem przedsiębiorstwa i realizacją postawionych celów.

Osiągnięcie przez przedsiębiorstwo dojrzałości rynkowej jest dla inwestorów *venture capital* sygnałem do wycofania zaangażowanych środków. Z założenia nie są oni nastawieni na pozostawanie w przedsiębiorstwach o ustabilizowanej pozycji rynkowej, gdyż nie stwarza im to możliwości realizacji nadzwyczajnych zysków.

W poszczególnych fazach rozwoju przedsiębiorstwa występuje różne zapotrzebowanie na kapitał pieniężny, różne możliwości jego pozyskania oraz zróżnicowane ryzyko związane z jego angażowaniem.

W fazie zasiewów potrzeby kapitałowe są stosunkowo niewielkie. Niekiedy mogą być zaspokojone dzięki własnym środkom przedsiębiorcy. W przypadku ich braku może starać się on o wsparcie finansowe od rodziny, znajomych. Niekiedy do dyspozycji stoją środki publiczne z programów wspierania badań i rozwoju bądź od prywatnych fundacji realizujących takie cele statutowe. Rzadko na tym etapie dostępny jest kapitał od inwestorów indywidualnych, a zupełnie nie wchodzi w grę finansowanie przez banki czy innych pośredników finansowych. Przyczyną trudności pozyskania kapitału jest bardzo wysokie ryzyko związane z produktem czy technologią, które są jeszcze na etapie, co prawda końcowym, prac badawczych. Z drugiej strony zainwestowanie niewielkich środków w innowacyjne przedsięwzięcie, przy odpowiednim skonstruowaniu umowy, może przynieść ogromne zyski w przypadku jego późniejszego sukcesu rynkowego.

Przejęcie do fazy startu zwiększa zapotrzebowanie na środki finansowe, lecz ryzyko jest nadal na tyle wysokie, że finansowanie kapitałem obcym jest nadal w zasadzie niemożliwe. Do dyspozycji przedsiębiorstwa mogą stać, co najwyżej środki pomocowe. Kredyt bankowy jest natomiast nadal niedostępny, gdyż dopiero uruchamiane przedsiębiorstwo nie dysponuje wystarczającym majątkiem rzeczowym dla jego zabezpieczenia. Również brak historii kredytowej i informacji o rynku dla nowych wyrobów bądź efektów zastosowania nowej technologii stoi na przeszkodzie udzieleniu kredytu bankowego z racji niemożności oceny zdolności do jego spłaty. Wysokie ryzyko kredytowe nadal odstręcza większość funduszy *venture capital* od podejmowania inwestycji w tej fazie rozwoju przedsiębiorstwa. Jest to natomiast typowy okres pojawiania się jako kapitałodawców indywidualnych inwestorów kapitału wysokiego ryzyka. Przedsiębiorstwo ma jeszcze stosunkowo niewielkie rozmiary i jego zapotrzebowanie na dodatkowy kapitał może być zaspokojone przez indywidualnego inwestora.

W fazie ekspansji skokowo rośnie zapotrzebowanie na kapitał. Środki pomocowe nie są już dostępne, a indywidualni inwestorzy nie są w stanie sprostać znacznym potrzebom. Ryzyko inwestycyjne jest jednocześnie znacznie niższe niż w poprzednich fazach, co otwiera drogę do korzystania ze środków funduszy *venture capital*, a stopniowo także kredytów bankowych.

Zarysowany powyżej układ zależności pomiędzy zapotrzebowaniem przedsiębiorstwa na kapitał w poszczególnych fazach jego rozwoju, ryzykiem związanym z jego inwestowaniem oraz dostępnością różnych źródeł finansowania ma charakter modelowy. Został on skonstruowany w oparciu na analizie procesów zachodzących w skali masowej. W praktyce mogą występować od niego określone odstępstwa związane z indywidualnymi sytuacjami.

3. RODZAJE RYZYKA ZWIĄZANEGO Z INWESTYCJAMI VENTURE CAPITAL

Z inwestowaniem *venture capital* w sposób nierozzerwalny związane jest ponadprzeciętne ryzyko. Różne rodzaje ryzyka pojawiają się także przy przedsięwzięciach inwestycyjnych finansowanych przy zastosowaniu innych instrumentów. Dla finansowania w oparciu na *venture capital* występują jednak z takim nasileniem, że używa się do określenia tej formy finansowania synonimu „kapitał wysokiego ryzyka”. Ryzyko to, jak już stwierdzono powyżej, jest bardzo wysokie zwłaszcza we wczesnych fazach rozwoju przedsiębiorstwa i wynika z innowacyjnego charakteru wdrażanego przez nie produktu bądź technologii. To wysokie ryzyko ma szereg elementów składowych. Ich prezentacja jest istotna dla analizy przebiegu procesu inwestowania *venture capital* i postępowania jego uczestników.

Można wyróżnić dwie grupy ryzyk towarzyszących inwestycjom *venture capital*. Pierwsze odnoszą się do projektu inwestycyjnego i dotyczą zarówno cech tego przedsięwzięcia, jak i sposobu jego realizacji. Do tej grupy zaliczamy ryzyko techniczne, ryzyko oceny projektu, ryzyko planowania, ryzyko realizacji. Drugi obszar ryzyka związany jest z warunkami prawnymi i rynkowymi, w jakich odbywa się realizacja projektu. Można tutaj wyróżnić ryzyko regulacji normatywnych, ryzyko rynku zaopatrzeniowego, ryzyko rynku zbytu¹.

W odniesieniu do projektów finansowanych przez *venture capital* ze szczególną siłą występuje ryzyko techniczne. Jest to znamienne dla tego typu inwestycji, które poszukując możliwości osiągnięcia ponadprzeciętnych zysków podejmują się wspierania projektów mających charakter innowacji technicznych, technologicznych czy organizacyjnych. Inwestowanie rozpoczyna się we wczesnych fazach rozwoju projektu dla zapewnienia sobie przewagi czasowej nad konkurencją i związanych z tym potencjalnych zysków nadzwyczajnych. Na ryzyko techniczne inwestorzy *venture capital* nie mają praktycznie żadnego wpływu. Mogą je akceptować bądź nie. Stąd podmioty o większej awersji do ryzyka podejmują się finansowania projektów bardziej zaawansowanych technicznie, praktycznie na etapie przejścia do stosowania innowacji w skali masowej.

¹ J. Węcławski, *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 107.

Inwestorzy *venture capital* podejmując się finansowania innowacji technicznych bądź technologicznych obciążonych wysokim ryzykiem próbują zabezpieczyć się przed nim dokonując wnikliwej oceny i selekcji projektów. Prawdopodobność wyniku stosowanych w tym zakresie działań w dużym stopniu zależy od zakresu i jakości posiadanych informacji. Należy zwrócić uwagę na problem asymetrii informacji między przedsiębiorcą poszukującym wsparcia kapitałowego a inwestorem *venture capital*. Dla ograniczenia tego typu ryzyka istotne znaczenia ma także wiedza i doświadczenie odnoszące się zarówno do dziedziny, w której ma nastąpić inwestycja, jak i do samego procesu oceny projektu. Indywidualni inwestorzy *venture capital* mają z reguły mniejsze możliwości ochrony przed ryzykiem oceny projektów niż inwestorzy instytucjonalni. O ile ci pierwsi zdani są praktycznie na siebie przy podejmowaniu decyzji, to fundusze inwestycyjne dysponują większymi zespołami fachowców o zróżnicowanych kwalifikacjach. Instytucjonalni pośrednicy mają przy tym większy przegląd projektów i dokonywana przez nich selekcja może być bardziej miarodajna.

Podobnie jak każde przedsięwzięcie gospodarcze, tak i projekty finansowane przez inwestorów *venture capital* obciążone są ryzykiem związanym z prawidłowością przyjętych dla nich założeń planistycznych oraz zastosowanych procedur budowy planu. Ryzyko planowania jest tym większe, im wcześniejsza jest faza rozwoju przedsiębiorstwa. W szczególным wymiarze są w związku z tym narażeni na nie indywidualni inwestorzy *venture capital*.

Ryzyko inwestycyjne związane jest nie tylko z prawidłowością zaplanowania przedsięwzięcia, ale także jego realizacją. Indywidualni inwestorzy *venture capital* finansują innowacyjne przedsięwzięcia znajdujące się we wczesnych fazach rozwoju. Powstaje pytanie, czy dysponujący wartościowym rozwiązaniem technicznym bądź technologicznym wynalazcy, prekursorzy sprawdzą się w roli przedsiębiorców? Osoby inwestujące samodzielnie kapitał w tych warunkach próbują ograniczyć ryzyko związane z realizacją projektu przez udzielanie przedsiębiorcom wsparcia w zarządzaniu, opierając się na własnej wiedzy i doświadczeniu. Zawsze jest to jednak tylko forma wsparcia, a sukces przedsięwzięcia będzie zależał od inwencji i umiejętności osób zarządzających na bieżąco przedsiębiorstwem.

Możliwości realizacji innowacyjnych przedsięwzięć uzależnione są w określonym zakresie także od warunków rynkowych. Dotyczy to zarówno czynników leżących po stronie rynku zaopatrzenia, jak i rynku zbytu. Im wyższy stopień innowacyjności produktu czy technologii, tym większe mogą być ze względu na jego specyfikę problemy z pozyskaniem odpowiednich surowców, materiałów, komponentów, maszyn i urzą-

dzeń oraz personelu o odpowiednich kwalifikacjach. Z drugiej strony nowość oferowanego przez finansowane przedsiębiorstwo rozwiązania czy produktu wywołuje niepewność co do jego akceptacji przez odbiorców, chłonności rynku i dynamiki jego rozwoju, okresu życia oferowanego rozwiązania, czasu i siły reakcji konkurencji itd.

Wymienione powyżej ryzyka związane z finansowaniem przedsięwzięć gospodarczych, ulegające określonemu wzrostowi w przypadku przedsięwzięć o charakterze innowacyjnym, są w różnym stopniu podatne na ograniczanie w drodze odpowiednich działań podejmowanych przez inwestora. Inwestorowi zależy przede wszystkim na prawidłowym przewidzeniu wielkości tych zagrożeń w celu podjęcia decyzji i określenia warunków, na jakich podejmuje się zaangażowania kapitału, zgodnie z zasadą: im większe ryzyko, tym wyższa oczekiwana stopa zwrotu z zaangażowanego kapitału.

Należy przy tym wskazać, że to dla celów analitycznych wyodrębniono powyżej podstawowe rodzaje ryzyka towarzyszącego przedsięwzięciom innowacyjnym. W praktyce wszystkie te czynniki oddziałują jednocześnie, z różną oczywiście siłą w odniesieniu do poszczególnych projektów, określając warunki inwestowania *venture capital*.

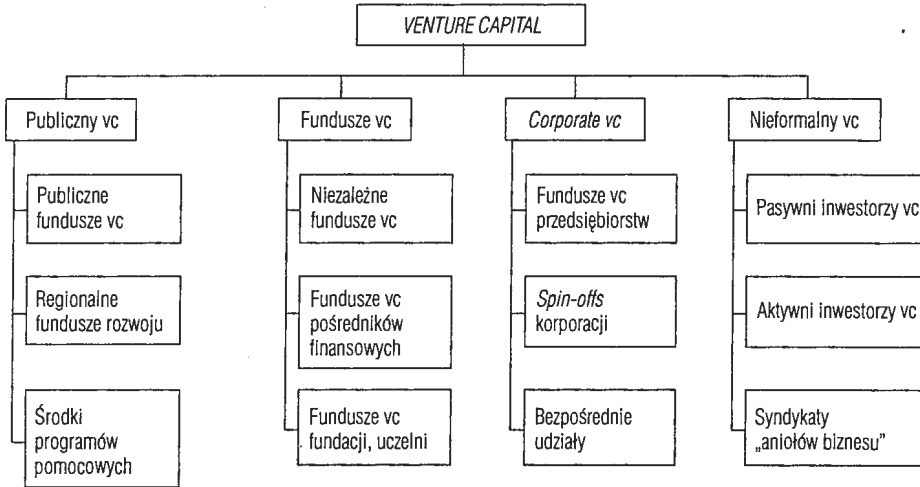
4. SEGMENTACJA INWESTORÓW VENTURE CAPITAL

Rynek *venture capital* w miarę swojego rozwoju podlega coraz głębszej segmentacji. Można jej dokonywać w oparciu na różnych kryteriach. W ramach niniejszego opracowanie przedmiotem analizy jest tylko jeden z tych segmentów, wyodrębniony na podstawie kryterium podmiotowego – rynku indywidualnych inwestorów. Ponieważ posiada on określone powiązania z innymi segmentami, a także dla wskazania jego cech specyficznych, dokonana zostanie ogólna charakterystyka głównych grup inwestorów *venture capital* (por. schemat 1).

Kapitał publiczny pojawia się na rynku *venture capital* w stosunkowo niewielkim zakresie. W wielu krajach państwo angażowało się bezpośrednio w rozwój tego segmentu rynku finansowego w okresie jego powstawania. Ze względu na niską efektywność publicznych spółek *venture capital* dość szybko wycofywało się z tej działalności, pozostawiając ją inwestorom prywatnym. Kapitał publiczny jest jednak nadal obecny na rynku *venture capital* i chociaż jego udział nie jest duży, odgrywa istotną rolę w finansowaniu przedsięwzięć znajdujących się we wczesnych fazach rozwoju, gdy ryzyko jest tak duże, że zniechęca inwestorów prywatnych. Państwo wspiera w ten sposób postęp techniczny finansując badania i rozwój oraz przedsiębiorczość ze środków programów pomocowych (jedynie niektóre z nich mają charakter inwesty-

cji typu *venture capital*) bądź za pośrednictwem regionalnych *quasi-funduszy venture capital* oraz spółek funduszy państwowych.

Schemat 1. Instytucjonalna segmentacja *venture capital*



Źródło: opracowanie własne.

Główną rolę na rozwiniętym rynku *venture capital* odgrywają instytucjonalni pośrednicy finansowi. Występują oni jako niezależne fundusze *venture capital* dokonujące akwizycji środków na rynku kapitałowym oraz fundusze zależne tworzone przez banki, innych pośredników finansowych, fundacje, uniwersytety itp. Cechami charakterystycznymi niezależnych funduszy *venture capital* i funduszy zależnych tworzonych przez pośredników finansowych jest kierowanie się motywem zysku oraz prowadzenie działalności na stosunkowo dużą skalę. Dla ochrony swoich kapitałodawców przed nadmiernym ryzykiem inwestycyjnym stosują one określoną politykę inwestycyjną, która polega w szczególności na dokonywaniu inwestycji głównie w przedsiębiorstwach znajdujących się w fazie ekspansji. Fundusze te ze względu na konieczność ograniczania kosztów administracyjnych wyznaczają minimalne kwoty inwestycyjne, a więc również w ten sposób dyskryminują młode przedsiębiorstwa o niewielkich potrzebach kapitałowych. Tworzenie w celu dywersyfikacji ryzyka inwestycyjnego stosunkowo rozbudowanych portfeli udziałowych ogranicza też możliwości aktywnego wspierania finansowanych przedsiębiorstw. Fundusze fundacji i uczelni wyższych mają nieco inny charakter. Są one w większym stopniu nakierowane na wspieranie postępu technicznego niż osiągnięcie

zysku. Inwestują zatem głównie w projekty znajdujące się w początkowych fazach realizacji. Udział w rynku *venture capital* tych podmiotów jest jednak bardzo mały.

W ostatnich latach rośnie znaczenie funduszy zależnych tworzonych przez korporacje przemysłowe. Głównym celem ich działalności jest penetracja rynku innowacyjnych projektów i zapewnianie szybkiego dostępu do nich. Wydzielenie działalności inwestycyjnej typu *venture capital* w formie funduszu, *spin-off* czy bezpośredniego wnoszenia udziałów kapitałowych do innowacyjnych przedsiębiorstw pozwala na realizację korzyści z wysokiej elastyczności i silnego umotywowania samodzielnych podmiotów w prowadzeniu działalności gospodarczej. *Corporate venture capital* jest bardziej skłonny do inwestowania w warunkach wysokiego ryzyka, a więc we wczesnych fazach rozwoju przedsiębiorstwa niż tradycyjni pośrednicy instytucjonalni, gdyż zapewnia sobie dzięki temu wczesny wgląd w najnowsze rozwiązania techniczne i technologiczne.

Czwartą grupą inwestorów *venture capital* są osoby indywidualne, działające na własny rachunek i dokonujące inwestycji w sposób bezpośredni. W odróżnieniu od trzech poprzednio opisanych grup inwestorów instytucjonalnych, występujących jako inwestorzy formalni, w przypadku osób indywidualnych angażujących swój kapitał bezpośrednio w przedsiębiorstwie mamy do czynienia z inwestorami o charakterze nieformalnym. W tej grupie można wyróżnić kilka rodzajów uczestników. Po pierwsze, są to osoby związane z przedsiębiorcą (krewni, znajomi itp.). Jest to niewątpliwie grupa stosunkowo nieliczna, która kierując się motywem pomocy udziela wsparcia finansowego w początkowym okresie funkcjonowania przedsiębiorstwa. Skala zaangażowania kapitałowego jest niewielka i nie towarzyszy jej profesjonalna pomoc w zarządzaniu przedsiębiorstwem. Drugą grupę inwestorów indywidualnych tworzą osoby obce wobec przedsiębiorcy wnoszące do niego kapitał na zasadach inwestora pasywnego, kierując się motywem zysku. Inwestycje te nie realizują jednej z podstawowych cech finansowania typu *venture capital*, jaką jest udzielanie przez inwestora wsparcia w zarządzaniu, a więc mają bardziej charakter lokat kapitałowych niż zaangażowania typu *venture capital*. Młode, innowacyjne przedsiębiorstwa, ze względu na wysokie ryzyko związane z ich działalnością, nie są najlepszą alternatywą dla tego typu lokat. Trzecią grupę tworzą indywidualni inwestorzy włączający się w określonej formie i zakresie w funkcjonowanie finansowanego przedsiębiorstwa. Ponieważ część z nich realizuje działalność inwestycyjną w ramach syndykatów tworzonych przez kilku inwestorów, można ich wydzielić w czwartą grupę funkcjonującą w segmencie nieformalnych inwestorów indywidualnych. Motywy inwestowania przez dwie ostatnie grupy inwestorów nie ograniczają się do reali-

zacji zysku, są złożone i będą przedmiotem szczegółowej analizy w dalszej części opracowania.

Jak wynika z powyższej charakterystyki inwestorów *venture capital*, ich działalność wykazuje określone zróżnicowanie z punktu widzenia motywów angażowania kapitału, fazy rozwoju przedsiębiorstwa, wielkości wnoszonych do niego środków, możliwości udzielania wsparcia w zarządzaniu. Dlatego działalność pewnych grup inwestorów ma charakter komplementarny i dochodzi między nimi do nawiązywania współpracy.

5. RYNEK NIEFORMALNYCH INWESTYCJI VENTURE CAPITAL W WYBRANYCH KRAJACH

Przedmiotem dalszych rozważań będzie rynek inwestycji *venture capital* dokonywanych bezpośrednio przez osoby indywidualne w innowacyjnych przedsiębiorstwach z jednoczesnym udzielaniem wsparcia w zakresie zarządzania. Analiza będzie obejmować zarówno inwestorów występujących samodzielnie, jak i w ramach syndykatów. Należy od razu zwrócić uwagę, że ze względu na nieformalny charakter tych inwestycji, a w związku z tym brak pełnych, oficjalnych danych sprawozdawczych, analiza ta będzie się opierała na danych o charakterze szacunkowym, które mimo prowadzenia wielu badań w tym zakresie są nadal dla wszystkich krajów niedokładne i wykazują niekiedy dość daleko idące różnice w zależności od ich źródła.

Rynek *venture capital* jest najlepiej rozwinięty w Stanach Zjednoczonych i tutaj jest też najwięcej indywidualnych inwestorów tego rodzaju kapitału. Szacuje się, że wielkość zainwestowanego przez nich kapitału jest dwu-, a nawet trzykrotnie większa niż *venture capital* pochodzącego od inwestorów instytucjonalnych i kształtuje się w granicach 80 do 240 mld USD. Ostrożniejsze szacunki mówią jednak o 30 mld USD. Liczbę wspieranych przez nich firm szacuje się na pięciokrotnie większą niż finansowanych za pośrednictwem rynku akcji i przez fundusze *venture capital*. Uważa się, że w USA jest około 2 mln potencjalnych inwestorów indywidualnych, z których w ciągu roku 250 tys. do 1 mln dokonuje inwestycji na łączną kwotę 10 do 30 mld USD w około 30 do 100 tys. przedsiębiorstw². Rozpiętość tych danych wskazuje na problemy z oceną wielkości rynku, ale uzmysławia, nawet przy przyję-

² I. Nittka, *Informelles Venture capital und Business Angels*, Finanz Betrieb 2000, nr 4, s. 255; C. L. von Boehm-Bezing, *Business Angels und ihre Netzwerke*, Die Bank 1999, nr 9, s. 599.

ciu dolnych progów, jak duża jest skala inwestycji dokonywanych przez nieformalnych inwestorów.

W krajach Unii Europejskiej wartość inwestycji *venture capital* dokonywanych przez nieformalnych inwestorów szacowana jest na 10 do 20 mld euro rocznie³. Jedynie w niewielu krajach prowadzone są badania w tym zakresie, stąd i dostępność danych opisujących ten segment rynku jest ograniczona.

W Wielkiej Brytanii, w której funkcjonuje drugi pod względem rozmiarów rynek *venture capital* na świecie i największy w Europie, liczbę aktywnych inwestorów indywidualnych w 1998 r. szacowano na 18 tys. Wartość dokonanych przez nich inwestycji w 3,5 tys. przedsiębiorstw ocenia się na 500 mln GBP⁴.

W Niemczech liczbę potencjalnych inwestorów indywidualnych szacuje się na 220 tys., z których aktywność wykazuje około 27 tys. Wolumen dokonywanych przez nich inwestycji oceniany jest na 5 do 6 mld EUR, a więc trzykrotnie przekracza wartość inwestycji *venture capital* dokonywanych przez inwestorów instytucjonalnych⁵.

Stosunkowo dobrze rozwinięty rynek nieformalnych inwestorów *venture capital* funkcjonuje w Holandii. W połowie lat dziewięćdziesiątych był on szacowany na 10 do 15 tys. potencjalnych inwestorów, z których 2,5 do 3,5 tys. jest aktywnych. Wartość zainwestowanego przez nich kapitału przekraczała 1 mld euro⁶.

Rynki nieformalnych inwestorów *venture capital* istnieją także w Finlandii, Francji, Danii, Szwecji, Irlandii i Austrii.

Ten krótki przegląd rynków nieformalnych inwestorów *venture capital* w kilku krajach wskazuje, mimo braku dokładnych statystyk, na skalę zjawiska oraz możliwy do wykorzystania potencjał. Podobnie jak formalne rynki *venture capital*, rynki inwestorów nieformalnych odnotowują systematyczny wzrost z okresowymi wahaniami wynikającymi z ogólnej koniunktury gospodarczej.

6. CECHY I TYPOLOGIA „ANIOŁÓW BIZNESU”

Nieformalnych inwestorów indywidualnych stawiających do dyspozycji młodych, innowacyjnych przedsiębiorstw swój kapitał oraz know-

³ H. Hammer, *Himmlische Zeiten für junge Unternehmen?*, Finanz Betrieb 2001, nr 2, s. 152.

⁴ *European Business Angels Network*, European Business Angels Network Country Reports 1998, s. 69.

⁵ C. L. von Boehm-Bezing, op. cit., s. 599.

⁶ *Ibidem*, s. 600.

how określa się pojęciem „aniołów biznesu” (*Business Angels*). Użycie słowa „anioł” związane jest z tym, że inwestorzy ci oprócz funkcji kapitałodawcy realizują na rzecz przedsiębiorstwa szereg innych funkcji pomagających mu w osiągnięciu zamierzonego celu. Jest to grupa podmiotów silnie zróżnicowana i niełatwa do identyfikacji wśród wszystkich zasobnych majątkowo osób prywatnych dokonujących lokat swoich nadwyżek finansowych. Podobnie jak w odniesieniu do analizy rynku, także w tym zakresie występują określone rozbieżności, zwłaszcza w przypadku niektórych cech inwestorów. Poniższa charakterystyka zmierza do wyodrębnienia cech „typowego” inwestora określanego mianem „anioła biznesu”.

Nieformalny inwestor *venture capital* jest najczęściej mężczyzną w wieku pomiędzy 40 a 60 lat. W odniesieniu do wieku inwestorów występują jednak dość duże różnice między poszczególnymi krajami; i tak np. najniższy przeciętny wiek odnotowano dla Australii (40 lat), a najwyższy dla Japonii (60 lat)⁷. Inwestorzy ci posiadają z reguły wykształcenie wyższe o profilu technicznym. Większość z nich miała w przeszłości, bądź ma nadal, do czynienia z zakładaniem przedsiębiorstwa, najczęściej własnego, i kierowała nim. Po osiągnięciu sukcesu zawodowego, zgromadzeniu znacznego majątku wycofała się z biznesu bądź ograniczyła swoją aktywność, i obecnie pragnie zainwestować część swojego kapitału i przekazać doświadczenie innym przedsiębiorcom. Doświadczenia te są stosunkowo obszerne, gdyż odnoszą się z reguły do kilku branż.

Syntetyczne zestawienie cech charakteryzujących „anioły biznesu” w odniesieniu do rynku niemieckiego prezentuje tabela 2.

Nie są natomiast zaliczani do „aniołów biznesu” różnego rodzaju doradcy, mentorzy, „ojcowie chrzestni” firm itp., którzy wspomagają je swoją wiedzą i kontaktami. Osoby te świadczą określone usługi na rzecz przedsiębiorstwa, za co z reguły pobierają wynagrodzenie. Ich pomoc może mieć duże znaczenie dla przedsiębiorcy, ale nie jest związana z inwestowaniem kapitału pieniężnego. Nieformalni inwestorzy *venture capital* w odróżnieniu od nich nie tylko że wnoszą do przedsiębiorstwa kapitał, ale nie pobierają za wsparcie w zarządzaniu wynagrodzenia. Swoją pomoc traktują jako element inwestycji kapitałowej mający podnieść szanse jej powodzenia.

W opracowaniach dotyczących nieformalnych inwestorów *venture capital* wyróżnia się kilka typów „aniołów biznesu”. Jedna z najbardziej rozbudowanych klasyfikacji zaproponowana przez autorów brytyjskich

⁷ H. H. Peters, H. R. Stedler, *Erfolgsbeitrag von Business Angels bei Unternehmensgründung*, Finanz Betrieb 2002, nr 9, s. 556.

dokonana została na podstawie cech związanych z osobą inwestora i wielkością zasobów majątkowych będących w jego posiadaniu i dzieli ich na 6 rodzajów⁸.

Tabela 2. Cechy charakterystyczne „aniołów biznesu”

| KRYTERIUM | CECHY |
|--|---|
| Płeć | 95% mężczyźni 5% kobiety |
| Wiek | 47% 40–55 lat 24% poniżej 40 lat 29% powyżej 55 lat wartość średnia: 48 lat |
| Dotychczasowa działalność | 55% kierowanie własnym przedsiębiorstwem 18% kierowanie obcym przedsiębiorstwem 15% rentierzy |
| Doświadczenie zawodowe w zakresie dziedziny działalności | 44% usługi 40% informatyka 30% przemysł maszynowy 24% handel 21% telekomunikacja 20% elektrotechnika |
| Doświadczenie zawodowe w zakresie wykonywanych funkcji | 82% kierowanie przedsiębiorstwem 45% sprzedaż 45% doradztwo dla przedsiębiorstw 42% marketing 40% finanse 28% sprawy kadrowe, prawne |
| Motywy inwestowania | 82% przekazanie doświadczenia zawodowego 77% osiągnięcie wysokich zysków 73% przyczynienie się do założenia przedsiębiorstwa 66% realizacja osobistych ambicji 61% wspieranie nowych idei |

Źródło: opracowanie własne na podstawie: H. H. Peters, H. R. Stedler, *Erfolgsbeitrag von Business Angels bei Unternehmensgründung*, Finanz Betrieb 2002, nr 9, s. 554.

Mianem „Entrepreneur Angels” określa się bogate osoby prywatne, które udostępniają finansowanemu przedsiębiorstwu także swoje doświadczenia zawodowe. Inwestują z chęci bycia aktywnym oraz w oczekiwaniu na wyższe stopy zwrotu niż na rynku akcji. Inwestorzy ci są nieco starsi od należących do innych grup. Cechuje ich większa ostrożność wyrażająca się w skłonności do tworzenia syndykatów.

⁸ H. Stevenson, P. Coveney, *Survey of Business Angels. Henley on Thames*, Capital Report Ltd, London 1994, s. 5.

Cechami *Income seeking Angels* są: mniejsze zasoby majątkowe, a w związku z tym większa ostrożność i mniejsze udziały wnoszone do przedsiębiorstw. Ich celem jest zapewnienie sobie źródła dochodów bądź zatrudnienia w finansowanym przedsiębiorstwie. Przywiązują, w porównaniu do pozostałych grup nieformalnych inwestorów, największą wagę do niewielkiej odległości przedsiębiorstwa od miejsca ich zamieszkania. Inwestują chętnie wspólnie z innymi „aniołami biznesu”.

Kolejną kategorią są *Wealth maximising Angels*. Należą do niej bogaci inwestorzy i doświadczeni przedsiębiorcy, którzy dokonują licznych, mniejszych inwestycji. Mają wyższe od innych inwestorów oczekiwania odnośnie do stopy zwrotu z wyłożonego kapitału. Częściej też dokonują inwestycji wspólnie z innymi „aniołami biznesu”. Lokalizacja finansowanych przedsiębiorstw nie ma dla nich większego znaczenia.

Jako *Corporate Angels* określa się aktywnych przedsiębiorców, którzy dokonują inwestycji w innym przedsiębiorstwie.

Następną grupą są *Latent Angels*. Są to inwestorzy, którzy z powodu braku stosownych możliwości nie dokonywali inwestycji w trakcie ostatnich trzech lat. Mają wystarczające zasoby finansowe do podjęcia inwestycji i chętnie by jej dokonali w swoim regionie. Czynniki, które by ich do tego skłoniły, byłyby: lepsza znajomość zarządzających przedsiębiorstwem oraz dogodne możliwości wycofania się z inwestycji.

Wreszcie ostatnią grupą są *Virgin Angels*. Dysponują oni relatywnie najmniejszymi zasobami finansowymi i nie mają jeszcze doświadczenia jako nieformalni inwestorzy. Dotychczasowy brak zaangażowania kapitałowego nie wynika z braku środków, lecz nienatrafienia na interesujące ich przedsięwzięcie. Zainteresowanie w podjęciu inwestycji wynika z chęci osiągnięcia wyższej stopy zwrotu niż na rynku akcji bądź poszukiwania dochodów i zatrudnienia.

Podsumowując charakterystykę sylwetki typowego „anioła biznesu” można stwierdzić, że inwestorzy ci muszą posiadać kapitał, odpowiednie know-how i mentalność. Dopiero połączenie tych trzech elementów pozwala w pełni realizować efekty z ich zaangażowania we wspieranie przedsiębiorczości.

7. MOTYWY INWESTOWANIA

W większości opracowań dotyczących nieformalnych inwestorów *venture capital* podkreśla się, że motywem angażowania przez nich kapitału w obarczone wysokim ryzykiem przedsięwzięcia znajdujące się dopiero we wczesnych fazach rozwoju nie jest jedynie dążenie do osiągnięcia wysokich zysków. Nieformalni inwestorzy mogą decydować się na wniesienie kapitału nawet wówczas, gdy oczekiwana stopa zwrotu

jest nieco niższa, a ryzyko inwestycyjne wyższe niż byłyby zaakceptowane przez kapitałodawcę zorientowanego wyłącznie na zysk. Wynika to z tego, że wielu inwestorów nieformalnych kieruje się przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnej także motywami niefinansowymi (por. tab. 2).

Niefinansowe przesłanki dokonywania inwestycji przez „aniołów biznesu” są liczne i różnicowane. Po pierwsze, mogą to być względy społeczne, takie jak: wspieranie rozwoju dziedzin służących dobru ludzkości (np. medycyna), wspieranie rozwoju regionalnego, wkład w rozwój przedsiębiorczości ograniczającej bezrobocie, wspieranie kobiet w roli przedsiębiorców itd. Po drugie, niektórzy inwestorzy kierują się motywami altruistycznymi: przekazanie własnych doświadczeń i znajomości branży młodym przedsiębiorcom, chęć niesienia pomocy innym, udostępnianie posiadanych kontaktów. Po trzecie, część nieformalnych inwestorów kieruje się motywami hedonistycznymi: chęć udziału w tworzeniu nowego przedsiębiorstwa i jego wchodzeniu na rynek, współudział we wprowadzaniu nowych koncepcji w zarządzaniu firmą, ekscytacja nowymi technologiami i możliwościami ich stosowania, poszerzanie własnej wiedzy w nowych dziedzinach, dążenie do utrzymania aktywności w biznesie po zakończeniu pracy we własnej firmie bądź w roli menedżera, poszukiwanie uznania w środowisku z tytułu wspierania przedsiębiorczości⁹. Porównania międzynarodowe wskazują, że zwłaszcza w Japonii „aniołowie biznesu” podejmują działalność inwestycyjną kierując się motywami niefinansowymi, a wysokie stopy zwrotu mają dla nich mniejsze znaczenie¹⁰.

Przedstawiony powyżej obszerny opis niefinansowych motywów podejmowania działalności inwestycyjnej przez „aniołów biznesu” miał wskazać na ich specyfikę w tym względzie i różnicę w stosunku do klasycznych inwestorów nastawionych wyłącznie na zysk. Nie ulega jednak wątpliwości, że także nieformalni inwestorzy *venture capital* zainteresowani są wysokimi zyskami. Tym bardziej że angażując kapitał we wczesnych fazach rozwoju przedsiębiorstwa narażeni są na szczególnie wysokie ryzyko. Stąd ich oczekiwania odnośnie do stopy zwrotu na kapitale są dość wysokie i oscylują w granicach 20 do 50%, a według innego źródła w granicach 25 do 40% w skali roku¹¹. Obowiązuje przy tym ogólna zasada: im wcześniejsza faza rozwoju i wyższe ryzyko, tym wyższa oczekiwana stopa zwrotu. Jeżeli akceptują jednak także niższe stopy zwrotu, to jest to wyrazem omówionego nastawienia na realizację dodatkowych celów. Do ekonomicznych motywów podejmowania zaangażowania kapitałowego przez indywidualnych inwestorów należy tak-

⁹ C. L. von Boehm-Bezing, op. cit., s. 600; I. Nittka, op. cit., s. 254.

¹⁰ H. H. Peters, H. R. Stedler, op. cit., s. 556.

¹¹ C. L. von Boehm-Bezing, s. 600; I. Nittka, op. cit., s. 255.

że w odniesieniu do niektórych z nich dążenie do zapewnienia sobie dodatkowego źródła dochodów bądź nawet znalezienie zatrudnienia w finansowanym przedsiębiorstwie.

Relatywnie niższa niż w przypadku funduszy *venture capital* wysokość oczekiwanych przez nieformalnych inwestorów stóp zwrotu z inwestycji wynika także z tego, że ci pierwsi działając samodzielnie ponoszą mniejsze koszty administracyjne związane w szczególności z analizą projektów inwestycyjnych i wspieraniem ich rozwoju.

Należy również wskazać, że niekiedy celem podejmowania inwestycji przez indywidualnego inwestora jest wrogie przejęcie przedsiębiorstwa. W tym celu musi skupić większościowe udziały. Inwestor taki nie będzie oczywiście zaliczany do „aniołów biznesu”.

8. OBSZARY INWESTOWANIA I RODZAJE INWESTYCJI

Potencjał kapitałowy i motywy inwestowania indywidualnych inwestorów *venture capital* mają wpływ na wielkość inwestycji i rodzaj wspieranych przedsięwzięć.

Nieformalni inwestorzy *venture capital* muszą dysponować takim majątkiem, aby ewentualna strata w wyniku niepowodzenia inwestycji nie odbiła się znacząco na ich sytuacji finansowej. Angażują zresztą w tego typu przedsięwzięcia jedynie część swojego majątku. „Aniołem biznesu” jest osoba, której majątek wynosi przeciętnie kilka milionów dolarów. Z czego w działalność typu *venture capital* inwestowane jest nie więcej niż 20%.

Rozpiętość wielkości inwestycji dokonywanych w jednym przedsiębiorstwie przez indywidualnych inwestorów jest dość duża i wynosi od 25 do 500 tys. USD. Stosunkowo niewielka jest jeszcze grupa inwestorów wnoszących udziały w granicach 0,5–1,0 mln USD (por. tab. 3). Niekiedy kapitał nie jest wnoszony jednorazowo, lecz w ratach. Dla rozproszenia ryzyka część inwestorów nabywa udziały w kilku przedsiębiorstwach, ale nie jest to liczba duża, gdyż ograniczałaby możliwość udzielania wsparcia w zarządzaniu. Przykładowo w Niemczech nabywane są udziały mniejszościowe zawierające się z reguły między 2 i 7%, a maksymalnie opiewające na 10% wartości kapitału przedsiębiorstwa, co wynika z przepisów podatkowych przewidujących opodatkowanie zysków kapitałowych z udziałów powyżej tej granicy¹². Inwestycje dokonywane są najczęściej w przedsiębiorstwach znajdujących się w fazie

¹² E. Färber, *Networking – Corporate Venture Capital – Business Angels*, BVK Jahrbuch 1999, Berlin 1999, s. 46.

startu bądź początkowej fazie rozwoju. Natomiast bardzo rzadko inwestorzy indywidualni decydują się na inwestycje w projekty znajdujące się w fazie zasiewów. Preferowane są przedsiębiorstwa stosujące nowe technologie w sferze produkcji bądź usług. „Aniołowie biznesu” inwestują przy tym często w branżach, w których mają osobiste doświadczenie, gdyż daje im to możliwość przekazywania własnej wiedzy i udostępniania kontaktów. Niezależnie od tego szczególnym zainteresowaniem cieszy się branża informatyczna. Dziedziny związane z dotychczasową działalnością inwestora znajdują się na drugim miejscu¹³.

Porównania międzynarodowe wskazują na występowanie różnic w zakresie zasobności majątkowej „aniołów biznesu” w poszczególnych krajach, wielkości inwestowanych przez nich kwot czy preferowanych branż. Na przykład na rynku brytyjskim większość (70%) nieformalnych inwestorów angażuje kwoty do 50 tys. GBP. Około połowy inwestycji w ujęciu ilościowym i wartościowym dokonywanych jest w przedsiębiorstwach znajdujące się w fazie startu i początkowej fazie rozwoju. Ponad 50% kapitału inwestowane jest w przedsiębiorstwach ze sfery usług. Prawie 40% trafiało do przedsiębiorstw stosujących nowoczesne technologie¹⁴. Jest to zatem nieco inna charakterystyka rynku niż podawana powyżej w odniesieniu do Niemiec.

Inwestycje dokonywane przez nieformalnych inwestorów dotyczą relatywnie krótszych okresów niż w przypadku inwestorów instytucjonalnych. Przeciętny okres zaangażowania w przedsiębiorstwie wynosi 5 do 7 lat¹⁵. Jego długość związana jest z inwestowaniem we wczesne fazy rozwoju przedsiębiorstwa i możliwością dostarczania relatywnie małego kapitału. Przy przechodzeniu firmy do dalszych faz rozwoju zapotrzebowanie na kapitał musi być pokrywane z innych źródeł i inwestorzy indywidualni wykorzystują to do wycofania się z przedsiębiorstwa. Badania rynku nieformalnych inwestorów *venture capital* wskazują jednak, że są oni skłonni akceptować relatywnie dłuższe okresy utrzymywania udziałów kapitałowych w przedsiębiorstwie niż inwestorzy nastawieni wyłącznie na realizację zysku¹⁶.

Syntetyczne zestawienie elementów charakteryzujących inwestycje „aniołów biznesu” w odniesieniu do rynku niemieckiego prezentuje tabela 3.

Zaangażowanie w określonym zakresie nieformalnych inwestorów *venture capital* we wspieranie przedsiębiorstwa w zarządzaniu wpływa

¹³ H. H. Peters, H. R. Stedler, op. cit., s. 556; I. Nittka, op. cit., s. 254.

¹⁴ British *Venture capital Association, Report on Business Angel Investment Activity 1997/1998*, London 1998, s. 4.

¹⁵ I. Nittka, op. cit., s. 255.

¹⁶ C. L. von Boehm-Bezing, op. cit., s. 600.

na wybór przez nich lokalizacji inwestycji. Najczęściej wybierają firmy oddalone nie więcej niż o kilkadziesiąt kilometrów od miejsca ich zamieszkania, aby móc bez zbyt dużego wysiłku utrzymywać z nimi w miarę bieżący kontakt. Sprzyja temu fakt, że działalność „aniołów biznesu” koncentruje się, podobnie jak w odniesieniu do inwestycji *venture capital* dokonywanych przez inne podmioty, w określonych regionach kraju. W USA jest to przede wszystkim „Dolina Krzemowa”, okolice Bostonu, Waszyngtonu, Texas, w Wielkiej Brytanii obszar południowej Anglii, w Niemczech okolice Monachium i Stuttgartu.

Tabela 3. Charakterystyka inwestycji „aniołów biznesu”

| KRYTERIUM | CECHY |
|--|--|
| Dziedzina inwestowania | 52% informatyka 22% medycyna 17% usługi |
| Faza rozwoju przedsiębiorstwa | 45% faza startu 38% faza zasiewów 25% początkowa faza rozwoju 16% faza ekspansji |
| Udział inwestycji w posiadanym majątku | 41% poniżej 10% 27% w granicach 10–20% wartość średnia: 18,3% szacunkowa wartość majątku: 2,5–5,0 mln euro wartość średnia: 2,7 mln euro |
| Wartość inwestycji | 75% poniżej 0,5 mln euro 17% 0,5–1,0 mln euro wartość średnia: 0,5 mln |
| Liczba posiadanych udziałów | 71% od 1 do 5 10% od 6 do 10 wartość średnia: 3,3 |
| Preferowane sposoby dezinwestycji | 54% sprzedaż innemu inwestorowi 45% sprzedaż przez giełdę 24% sprzedaż założycielom przedsiębiorstwa |

Źródło: opracowanie własne na podstawie: H. H. Peters, H. R. Stedler, op. cit., s. 554.

9. PRZEBIEG PROCESU INWESTOWANIA

Proces inwestowania *venture capital* obejmuje w ujęciu modelowym pięć faz: pozyskiwanie kapitału przez inwestora, akwizycję projektów inwestycyjnych, przeprowadzanie analizy i selekcji projektów, negocjacje i sporządzenie umowy o wniesieniu udziałów, nadzór nad przedsiębiorstwem i wspomaganie go w rozwoju, wycofanie kapitału udziałowego. W odniesieniu do nieformalnych inwestorów *venture capital* nie

występuje faza pierwsza, gdyż inwestują oni własne środki znajdujące się już w ich dyspozycji. Natomiast pozostałe etapy procesu inwestycyjnego, z pewnymi różnicami w stosunku do inwestorów instytucjonalnych, na co zostanie zwrócona uwaga, występują także w przypadku inwestycji dokonywanych przez „aniołów biznesu”.

9.1. AKWIZYCJA PROJEKTÓW INWESTYCYJNYCH

Nieformalni inwestorzy *venture capital* pozyskują informacje o potencjalnych projektach najczęściej poprzez dość wąskie kanały informacyjne – od swoich znajomych z kręgów biznesu bądź inne kontakty prywatne. To z reguły oni docierają do interesujących ich projektów inwestycyjnych. Natomiast nawiązywanie pierwszego kontaktu przez drugą stronę, tj. poszukującego wsparcia przedsiębiorcę, jest poważnie utrudnione. Wiele przedsiębiorstw przyjęłoby wsparcie nieformalnego inwestora, ale napotyka na problemy z jego znalezieniem bądź znalezieniem odpowiedniego inwestora. Wynika to głównie z tego, że indywidualni inwestorzy przywiązują dużą wagę do zachowania anonimowości i nie rozprzestrzeniają informacji o swojej aktywności na rynku *venture capital* bądź o zamiarze jej prowadzenia. W związku z tym do zetknięcia potencjalnych partnerów często dochodzi przypadkowo. Można zatem mówić o występowaniu bariery informacyjnej, która uniemożliwia wykorzystanie pełnego potencjału inwestycyjnego „aniołów biznesu”¹⁷. Rynek nieformalnych inwestycji *venture capital* wykazuje w związku z tym niską efektywność alokacyjną. Problem ten do pewnego stopnia starają się rozwiązywać sieci „aniołów biznesu”, o których będzie mowa w dalszej części opracowania.

Z badań przeprowadzonych na rynku niemieckim wynika, że nieformalny inwestor *venture capital* otrzymuje w ciągu roku przeciętnie oferty od 9 przedsiębiorstw poszukujących wsparcia. W większości przypadków chodzi o inwestycje nie przekraczające 1 mln EUR, a wśród nich ponad połowa jest mniejsza od 0,5 mln EUR¹⁸. Oferta ta jest zatem zdecydowanie węższa niż analizowana przez fundusze *venture capital*, które często dokonują wyboru z setek potencjalnych projektów. Ponieważ nieformalny inwestor dokonuje przeciętnie w ciągu roku zaangażowania w jedno bądź dwa przedsięwzięcia, stopień selekcji projektów jest niewiele niższy niż u instytucjonalnych inwestorów *venture capital*.

Szczególnym źródłem akwizycji projektów przez nieformalnych inwestorów *venture capital* są wyższe uczelnie prowadzące działalność badawczo-rozwojową. W Niemczech 6% „aniołów biznesu” za ich po-

¹⁷ Ibidem, s. 255.

¹⁸ H. H. Peters, H. R. Stedler, op. cit., s. 554.

średnictwem nawiązuje kontakty z przedsiębiorstwami stanowiącymi potencjalny obiekt inwestowania. Tymczasem dla innych inwestorów *venture capital* ten sposób docierania do projektów inwestycyjnych wynosi zaledwie około 1%¹⁹.

9.2. ANALIZA I SELEKCJA PROJEKTÓW

Ze względu na z reguły wysoki stopień innowacyjności przedsięwzięć finansowanych przy zastosowaniu *venture capital* towarzyszy im wysokie ryzyko. Potencjalny inwestor obciążony jest nie tylko ryzykiem wynikającym z nowatorstwa projektu i często braku jego odniesienia do występujących już sytuacji rynkowych, ale także nieznaną nieznajomością przedsiębiorstwa, które ma go wytwarzać. W takich warunkach ocena projektów, które mogą być przedmiotem finansowania nabiera podstawowego znaczenia i pozwala na wybór takich, które stwarzają szanse osiągnięcia zysku rekompensującego ponoszone ryzyko. Prawidłowe przeprowadzenie oceny wymaga pozyskania możliwie pełnych informacji o przedsiębiorstwie oraz umiejętności ich wartościowania i przetworzenia w celu podjęcia właściwej decyzji.

O ile przedsiębiorca poszukujący wsparcia kapitałowego zna swój produkt oraz problemy związane z jego wytwarzaniem, to potencjalny inwestor staje wobec problemu konieczności przeprowadzenia dokładnej oceny wszystkich elementów towarzyszących realizacji inwestycji. Podstawowym źródłem informacji o projekcie jest dla niego samo przedsiębiorstwo, a głównym dokumentem, jakiego się od niego wymaga jest biznesplan. Inwestorzy *venture capital* zdają sobie sprawę z występowania zjawiska asymetrii informacji między nimi a przedsiębiorstwem. Dlatego pojawia się kwestia wiarygodności informacji przedstawianych przez przedsiębiorcę. Dla pokonania tych problemów inwestorzy dokonują weryfikacji informacji przekazanych im przez przedsiębiorstwo, jak i starają się pozyskać dodatkowe, ze źródeł zewnętrznych.

Kolejnym etapem jest przeprowadzenie analizy projektów inwestycyjnych. W funduszach *venture capital* ze względu na dużą liczbę rozpatrywanych projektów konieczne jest dokonywanie najpierw analizy ogólnej z punktu widzenia ich zgodności z polityką inwestycyjną funduszu, która prowadzi do odrzucenia około 3 z nich. Dopiero pozostałe projekty poddawane są skrupulatnej analizie szczegółowej. Szczególne znaczenie przy ocenie przedsiębiorstw przypisuje się cechom związanym z ich właścicielami i menadżerami (por. tab. 4). To oni w znacznej mierze zadecydują o sukcesie przedsiębiorstwa. Dla-

¹⁹ Ibidem, s. 556.

tego zwraca się uwagę nie tylko na ich formalne kwalifikacje i dotychczasowe doświadczenie w działalności biznesowej, ale w trakcie licznych bezpośrednich rozmów ocenia się motywę postępowania, zaangażowanie w realizację projektu, zgodność celów kapitałodawcy i kapitałobiorcy, skłonność do współpracy z inwestorem itp. Wzajemne „dopasowanie się” inwestora i przedsiębiorcy jest istotne zwłaszcza przy chęci realizacji przez tego pierwszego pozafinansowych motywów zaangażowania w firmie i utrzymywanie z nią częstego kontaktu w celu wspierania swoją wiedzą i doświadczeniem jej działalności. Dużą wagę przypisuje się w ocenie do samej idei leżącej u podstaw projektu, wyjątkowość produktu (usługi), którym dysponuje przedsiębiorstwo, jego ewentualnej ochrony przed konkurencją, potencjału rynkowego. Dopiero na dalszych miejscach, przynajmniej w deklaracjach inwestorów, pojawiają się czynniki związane z wysokością oczekiwanych stóp zwrotu z angażowanego kapitału czy możliwości wycofania się z inwestycji. Biorąc pod uwagę, że inwestorzy *venture capital* wnoszą z zasady do przedsiębiorstwa udziały mniejszościowe, dla inwestora ważne jest zaangażowanie środków własnych przez jego właściciela. Świadczy to o jego podejściu do prowadzonej działalności i stanowi swoiste zabezpieczenie poważnego traktowania inwestorów zewnętrznych.

Tabela 4. Kryteria oceny przedsiębiorstw poszukujących wsparcia kapitałowego

| KRYTERIUM OCENY | PRZYPISYWANE ZNACZENIE |
|-----------------------------|---|
| Przedsiębiorca/menedżerowie | 81% wrażenia osobiste 50% zdolność do entuzjazmu |
| Produkt/usługa | 67% niepowtarzalność 57% sytuacja w zakresie konkurencji |
| Rynek/zbyt | 66% potencjał wzrostu 29% określenie kanałów dystrybucji |
| Finanse | 34% wysokie stopy zwrotu 28% szybkie osiągnięcie zysków przez przedsiębiorstwo |
| Udział kapitałowy | 39% własny wkład finansowy przedsiębiorcy 38% możliwości dezinwestycji |

Uwaga: wielkości procentowe wskazują udział odpowiedzi uznających daną cechę za „bardzo ważną” w pięciopunktowej skali od „mało istotna” do „bardzo ważna”.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: H. H. Peters, H. R. Stedler, op. cit., s. 555.

Trudność dla nieformalnego inwestora *venture capital* przeprowadzenia analizy potencjalnego kandydata do pozyskania wsparcia kapitałowego polega na tym, że jest on w zasadzie zdany na siebie. Mene-

dżerowie funduszy *venture capital* mogą liczyć na wzajemne wsparcie, uzupełnianie się specjalistyczną wiedzą i często praktykowaną kolegialność podejmowania podstawowych decyzji. Co więcej, w razie konieczności sięgają oni do pomocy zewnętrznych ekspertów. Dlatego też „aniołowie biznesu” podejmują się inwestowania w dziedzinach, w których posiadają wystarczającą wiedzę i doświadczenie. W miarę rozwoju segmentu rynku nieformalnych inwestorów należy się liczyć także z przyjmowaniem określonych jego funkcji przez wyspecjalizowane podmioty. Przykładowo powstają już firmy doradcze oferujące swoje usługi „aniołom biznesu”.

9.3. NEGOCJACJE I UMOWA

O WNIESIENIU UDZIAŁÓW KAPITAŁOWYCH

Pozytywna ocena projektu inwestycyjnego przez inwestora nie musi jeszcze oznaczać jego zaangażowania kapitałowego. Otwiera jedynie drogę do podjęcia negocjacji na temat warunków wniesienia kapitału. Również na tym etapie, w wyniku braku porozumienia między stronami, część transakcji nie dochodzi do skutku. Należy uwzględnić, że w miarę rozwoju rynku *venture capital* dostęp do finansowania tego typu staje się coraz łatwiejszy i przedsiębiorcy też mają określoną możliwość dokonywania wyboru inwestora i próbują określić, który jest w stanie dostarczyć im większych korzyści²⁰.

Umowa o wniesieniu udziałów kapitałowych do przedsiębiorstwa reguluje takie kwestie, jak: wysokość udziałów, cena, po jakiej są obejmowane, forma prawna wnoszonego kapitału, prawa kapitałodawcy do współudziału w zarządzaniu przedsiębiorstwem, otrzymywania informacji o jego działalności, okres utrzymywania udziałów i sposób ich wycofania. Do umowy wprowadza się także postanowienia o czasowej strukturyzacji wnoszenia kapitału w zależności od osiągnięcia przez przedsiębiorstwo określonych efektów ekonomicznych. Może ona także przewidywać określone klauzule negatywne dające ochronę przed działaniami przedsiębiorcy narażającymi na szwank interesy kapitałodawcy, a w szczególności może formułować prawo do wypowiedzenia umowy. Umowy zawierane przez nieformalnych inwestorów są z reguły prostsze od umów formułowanych przez fundusze *venture capital*²¹.

²⁰ M. G. Bell, *Venture capitalist oder Angel – Welcher Kapitalgeber stiftet größeren Nutzen?*, Die Bank 1999, nr 6, s. 374.

²¹ A. Engelmann, B. Heitzer, *Beteiligungsprozess von Venture Capital-Gesellschaften und Business Angels bei Marktvollkommenheiten*, Finanz Betrieb 2001, nr 3, s. 220.

9.4. NADZÓR I WSPARCIE W ROZWOJU

Przedsiębiorcy pozyskujący jako inwestora „anioła biznesu” potrzebują nie tylko kapitału pieniężnego, ale także wsparcia w zarządzaniu. Z reguły posiadają bowiem wykształcenia i doświadczenie o profilu technicznym. Brakuje im natomiast wiedzy i doświadczenia z zakresu zarządzania przedsiębiorstwem. W takiej sytuacji wsparcie ze strony „anioła biznesu” może wnieść do przedsiębiorstwa ogromną wartość dodaną.

Nieformalni inwestorzy *venture capital* oferują wspieranym przez siebie przedsiębiorstwom nie tylko własną wiedzę i doświadczenie, ale także kontakty posiadane z racji obecnej bądź przeszłej aktywności zawodowej z bankami, kancelariami adwokackimi, doradcami finansowymi i podatkowymi, przedsiębiorstwami mogącymi być dostawcami bądź odbiorcami itd. Intensywność kontaktów „aniołów biznesu” z przedsiębiorstwami jest większa niż menedżerów funduszy *venture capital*, którzy mają pod swoją „opieką” z reguły kilka przedsiębiorstw jednocześnie. Badania przeprowadzone w Niemczech wskazują, że 86% nieformalnych inwestorów realizuje bezpośrednią działalność wspierającą, poświęcając na nią kilka dni w miesiącu, a część nawet więcej niż jeden dzień w tygodniu²². Z tego wynika, że aktywność „aniołów biznesu” nie sprowadza się do udziału w radach nadzorczych czy doradztwie na rzecz przedsiębiorstwa, jak jest często w odniesieniu do działalności funduszy *venture capital*, ale dotyczy również rozwiązywania szeregu bieżących problemów.

Ryzyko, jakie podejmuje inwestor *venture capital*, nie może być wyeliminowane na etapie oceny projektu. Związane jest także z postępowaniem kapitałobiorcy w trakcie trwania zaangażowania inwestora zewnętrznego w przedsiębiorstwie, które może być prowadzone na niekorzyść kapitałodawcy. Dlatego oprócz różnych form angażowania się we wsparcie przedsiębiorstwa inwestorzy, zarówno formalni, jak i nieformalni, regularnie wykonują funkcje kontrolne mające na celu ocenę realizacji warunków umowy o wniesieniu udziałów kapitałowych i stopnia wykonania przyjętych celów. Kontrola ta opiera się przede wszystkim na analizie sprawozdań finansowych oraz innych dokumentów planistycznych i sprawozdawczych sporządzanych przez przedsiębiorstwo. Wykonywanie funkcji kontrolnych nie powinno sprawiać trudności doświadczonym inwestorom, może być natomiast trudniejsze dla „aniołów biznesu”, nie posiadających odpowiednich kwalifikacji i doświadczenia w tym zakresie.

²² H. H. Peters, H. R. Stedler, op. cit., s. 555.

9.5. WYCOFANIE Z INWESTYCJI

Ponieważ celem inwestorów *venture capital* nie jest pozostawanie na stałe współwłaścicielami przedsiębiorstwa, a jedynie zaangażowanie kapitału na okres, w którym może być zrealizowany znaczny wzrost jego wartości, z reguły już w umowie o wniesieniu udziałów określa się termin i warunki zakończenia inwestycji. Możliwości stosunkowo łatwego przeprowadzenia dezinwestycji są jednym z istotnych czynników podejmowania aktywności przez inwestorów *venture capital*.

Wycofanie z inwestycji *venture capital* może następować na kilka sposobów (por. tab. 3). Jako najbardziej pożądanym traktuje się sprzedaż udziałów za pośrednictwem rynku giełdowego. Z reguły zapewnia to inwestorom uzyskanie najwyższej ceny. Wprowadzenie przedsiębiorstwa do obrotu giełdowego jest jednak możliwe, jeżeli odniosło ono znaczący sukces rynkowy, co nie zawsze ma miejsce w praktyce. Należy również uwzględnić, że inwestycje „aniołów biznesu” dokonywane są w stosunkowo małych przedsiębiorstwach i to znajdujących się najczęściej we wczesnych fazach rozwoju. Nawet w momencie wycofywania się z inwestycji niewiele z nich osiąga dojrzałość giełdową. Dlatego dla innowacyjnych przedsiębiorstw oraz innych firm o średniej wielkości tworzone są specjalne segmenty rynku kapitałowego stawiające dostosowane do ich możliwości wymagania odnośnie do dopuszczenia do obrotu publicznego. W praktyce najczęściej stosowanym sposobem dezinwestycji jest sprzedaż udziałów inwestorom instytucjonalnym (funduszom *venture capital* bądź przedsiębiorstwom). W przypadku mniejszej wartości udziałów w grę wchodzi również ich odkupienie przez założycieli przedsiębiorstwa, zwłaszcza wówczas, gdy rozwój przedsiębiorstwa nie przebiegał zgodnie z początkowymi założeniami i trudno znaleźć zainteresowanego nim inwestora zewnętrznego.

10. WSPÓŁPRACA „ANIOŁÓW BIZNESU” Z INNYMI INWESTORAMI

Nieformalni inwestorzy *venture capital* podejmują współpracę z innymi inwestorami zarówno w trakcie zaangażowania w przedsiębiorstwie, jak i na etapie wycofywania się z niego. Współpraca ta prowadzona jest zarówno z innymi inwestorami nieformalnymi, jak i z publicznymi i prywatnymi funduszami *venture capital*.

W szczególności duże fundusze *venture capital* podejmują współpracę z „aniołami biznesu” w dziedzinach, w których same mają mniejsze doświadczenie. Należy zauważyć, że fundusze *venture capital* z reguły borykają się z problemem braku dostatecznej liczby wykwalifiko-

wanych i doświadczonych menedżerów, do przeprowadzania oceny projektów inwestycyjnych, ale przede wszystkim do opieki nad przedsiębiorstwami w pierwszych fazach ich rozwoju, gdy niezbędne jest większe zaangażowanie we wspieranie przedsiębiorstwa. Współpraca podejmowana przez „aniołów biznesu” i fundusze *venture capital* na etapie dokonywania analizy projektów inwestycyjnych pozwala na wykorzystywanie specjalistycznej wiedzy i doświadczenia partnerów do oceny atrakcyjności rozpatrywanych ofert. Natomiast w trakcie utrzymywania udziałów w przedsiębiorstwie przyczynia się do lepszej opieki nad nim.

Szczególny rodzaj współpracy między nieformalnymi inwestorami a prywatnymi funduszami *venture capital* zachodzi na etapie dezinwestycji. Wynika on z charakteru działalności obydwu tych grup inwestorów. „Aniołowie biznesu” akceptują wyższe ryzyko, a poza tym często, kierując się pozafinansowymi motywami działalności, wnoszą udziały do przedsiębiorstw na wczesnym etapie ich rozwoju. Większość funduszy *venture capital* nie podejmuje inwestycji w takich warunkach, tym bardziej że zapotrzebowanie na relatywnie małe kwoty kapitału powodowałoby dla nich wysokie koszty administracyjne związane z analizą projektów i późniejszym nadzorem nad nimi. Jeżeli wspierane przez nieformalnych inwestorów przedsiębiorstwo rozwija się pomyślnie i przechodzi do fazy ekspansji, to nie są oni w stanie nadal finansować jego działalności ze względu na duże zapotrzebowanie na kapitał. Dla funduszy *venture capital* pojawia się natomiast dobra okazja do pozyskania wstępnie zweryfikowanego obiektu inwestowania, który obciążony jest już mniejszym ryzykiem. W tym zestawieniu otwiera się pole do współpracy nieformalnych i formalnych inwestorów *venture capital*. Utrzymywanie wzajemnych kontaktów umożliwia płynne dokonywanie wymiany inwestora w przedsiębiorstwie z korzyścią dla wszystkich stron.

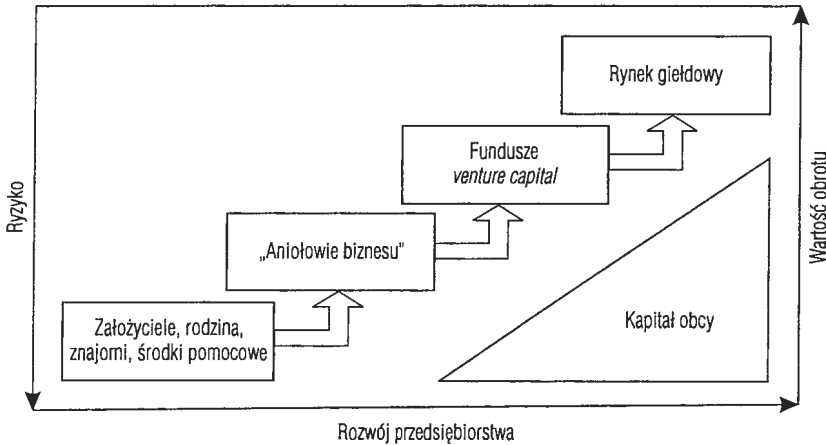
Część nieformalnych inwestorów *venture capital* tworzy mniej bądź bardziej trwałe syndykaty. Wspólne inwestowanie w jednym bądź kilku przedsiębiorstwach ma na celu zmniejszenie ryzyka inwestycyjnego bądź realizację korzyści wynikających z komplementarnych funkcji wykonywanych przez inwestorów. Syndykaty składają się z reguły z kilku inwestorów. Nadal są to jednak inwestycje dokonywane bezpośrednio przez każdego z nich. W niektórych syndykatach jeden z inwestorów podejmuje rolę lidera. Staje się nim podmiot, który z racji wielkości swojego zaangażowania kapitałowego bądź przygotowania zawodowego będzie się w większym zakresie angażował we wsparcie przedsiębiorstwa w zarządzaniu. Występuje także jako przedstawiciel pozostałych inwestorów w organach przedsiębiorstwa, na przykład w radzie nadzorczej (stąd określa się go mianem „Archanioła”).

Szczególny rozwój inwestycji dokonywanych wspólnie przez „anioły biznesu” zaznacza się w USA. Szacuje się, że około 80 do 90% inwesty-

cji dokonywanych jest w ramach syndykatów, podczas gdy ten wskaźnik dla Niemiec wynosi 72%²³.

Pojawienie się w przedsiębiorstwie nowych inwestorów traktowane jest jako element podniesienia jego wiarygodności, przez co wzmacnia pozycję rynkową i ułatwia dostęp do nowych źródeł finansowania.

Schemat 2. Źródła finansowania przedsiębiorstwa kapitałem własnym i obcym w trakcie jego rozwoju



Z powyższych rozważań wynika, że nieformalni inwestorzy *venture capital* zajmują na rynku kapitałowym pozycję jednego z uczestników swoistego łańcucha podmiotów uczestniczących w finansowaniu przedsiębiorstwa w różnych fazach jego rozwoju (por. schemat 2). „Aniołowie biznesu” pojawiają się jako pierwsi inwestorzy angażujący się swoim kapitałem i know-how w młodym przedsiębiorstwie. Gdy wprowadzona przez nie innowacja uzyska akceptację rynkową i wymagane będą większe środki dla zapewnienia jego ekspansji, inwestorzy nieformalni wycofują się ustępując pola funduszom *venture capital*. Ryzyko związane z inwestycją jest jeszcze wysokie i spodziewany dalszy wzrost wartości przedsiębiorstwa na tyle duży, że stanowi adekwatne wynagrodzenie za jego ponoszenie. Gdy dzięki zaangażowaniu kapitałowemu fundusze przedsiębiorstwo rozwinie się i ustabilizuje swoją pozycję rynkową, fundusze *venture capital* wycofają się z przedsiębiorstwa, które będzie już miało zapewniony dostęp do kredytów bankowych i innych instrumentów finansowania swojej działalności.

²³ Ibidem, s. 566.

II. SIECI „ANIOŁÓW BIZNESU”

Sieci „aniołów biznesu” są organizacjami podnoszącymi nieco przejrzystość rynku nieformalnych inwestycji *venture capital*. Stanowią zwłaszcza ułatwienie dla początkujących przedsiębiorców i inwestorów (*Virgin Angels*). Bardziej doświadczeni radzą sobie z reguły bez pomocy sieci.

Sieci „aniołów biznesu” realizują kilka funkcji, które są wykonywane przez poszczególne sieci w różnym zakresie. Po pierwsze, ułatwiają przedsiębiorcom poszukującym wsparcia kapitałowego nawiązanie kontaktu z potencjalnym inwestorem. Sieci, jako mniej bądź bardziej oficjalne organizacje posiadają swoje adresy i publikują przynajmniej ogólne informacje o swojej działalności. Medium ułatwiającym tego typu kontakty jest Internet, w którym zamieszczane są anonimowe informacje zarówno o inwestorach, jak i przedsiębiorstwach poszukujących kapitału. Oprócz tego niektóre sieci wykorzystują tradycyjne metody aranżowania bezpośrednich spotkań bądź wydawania materiałów informacyjnych w formie drukowanej. Dla zagwarantowania wiarygodności ofert składanych przez obydwie strony są one wstępnie weryfikowane przez zarządzających siecią w oparciu na odpowiednim zestawie kryteriów. Weryfikacja taka jest stosunkowo łatwiejsza w odniesieniu do przedsiębiorstw, od których można żądać na przykład przedłożenia wstępnego biznesplanu, niż wobec potencjalnych inwestorów. Są to jednak działania niezbędne dla zapewnienia reputacji samej sieci²⁴. Po drugie, sieci „aniołów biznesu” zajmują się organizacją syndykatów nieformalnych inwestorów *venture capital*. Po trzecie, sieci „aniołów biznesu” zajmują się działalnością doradczą, szkoleniową, informacyjną na rzecz zarówno inwestorów, jak i przedsiębiorstw. Sieci oferują także kontakty z doradcami, audytorami, prawnikami itd. Udostępniają wzorcowe dokumenty związane z procesem inwestycyjnym, w szczególności umowy dotyczące wnoszenia udziałów kapitałowych do przedsiębiorstwa²⁵.

Niezależnie od rodzaju, dla wszystkich sieci wspólne jest to, że dostosowują się do charakteru nieformalnego rynku i same nie są organizacjami nadmiernie sformalizowanymi. Aby sieć mogła sprawnie funkcjonować, musi spełniać kilka wymogów²⁶. Przede wszystkim musi tak prowadzić swoją działalność, aby zapewniać korzystającym z jej usług

²⁴ A. Engelmann, B. Heitzer, *Mobilisierung von Business Angels in Deutschland*, Finanz Betrieb 1999, nr 12, s. 559.

²⁵ H. Hammer, op. cit., s. 154.

²⁶ I. Nittka, op. cit., s. 257.

podmiotom daleko posuniętą dyskrekcję. Dotyczy to zarówno potencjalnych inwestorów, jak i przedsiębiorstw. Zdecydowanej większości nieformalnych inwestorów zależy na anonimowości i nie chcą, aby informacje o ich zasobach majątkowych i ich angażowaniu przedostawały się do szerszych kręgów osób postronnych. Natomiast przedsiębiorcy obawiają się, aby informacje o posiadanej przez nich innowacji czy inne dane handlowe nie zostały ujawnione konkurentom. Sieć „aniołów biznesu” powinna być organizacją typu *non profit*, a w każdym bądź razie nie nastawioną na maksymalizację zysku. Powinna stwarzać warunki do podnoszenia efektywności rynku nieformalnych inwestorów, ale nie być bezpośrednio zainteresowana w dochodzeniu poszczególnych kontraktów do skutku. Mogłoby to prowadzić do ograniczenia jej obiektywizmu ze szkodą dla reputacji, jaką powinna posiadać u swoich klientów.

Efektywne funkcjonowanie sieci „aniołów biznesu” wymaga także, aby miała bardzo dobrą znajomość potrzeb podmiotów korzystających z jej usług, co wymaga rozbudowanych kontaktów z otoczeniem. Dlatego sieci są najczęściej organizacjami lokalnymi bądź regionalnymi. Sprawnie funkcjonująca sieć „aniołów biznesu” powinna posiadać rozbudowaną bazę potencjalnych inwestorów oraz przedsiębiorstw poszukujących kapitału. Szeroka baza zapewnia większą dywersyfikację, a tym samym możliwość zetknięcia podmiotów o różnych preferencjach dotyczących wielkości zaangażowania kapitałowego, okresu jego utrzymania, branży inwestycyjnej, fazy rozwoju przedsiębiorstwa, oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji, zakresu i formy wsparcia w zarządzaniu itd.

Określenie zasad i zakresu działalności sieci zależy w dużym stopniu od tego, kto jest jej założycielem. Organizacje te mogą być zakładane przez instytucje publiczne zainteresowane rozwojem przedsiębiorczości, a zwłaszcza małych i średnich firm o dużym potencjale innowacyjnym. Założycielami mogą być w tym przypadku regionalne władze administracyjne bądź samorządowe, agencje rozwoju. Działalność sieci „aniołów biznesu” leży także w interesie szeregu podmiotów komercyjnych, takich jak banki, fundusze *venture capital*, doradcy finansowi i podatkowi, kancelarie prawne. Przez określony stopień zorganizowania rynku nieformalnych inwestorów mogą oni realizować korzyści z większego obrotu na nim. Wreszcie założycielami sieci są sami inwestorzy indywidualni, którzy oczekują od nich określonych usług ułatwiających im prowadzenie działalności inwestycyjnej. W zależności od tego, kto jest założycielem sieci, określone są koszty dostępu do jej usług. W przypadku sponsorowania działalności przez instytucje publiczne bądź komercyjne świadczone przez nią usługi mogą być nieodpłatne. Natomiast sieci tworzone przez samych inwestorów muszą pobierać opłaty za świadczone usługi dla pokrycia kosztów swojej działalności.

Sieci „aniołów biznesu” najlepiej są rozwinięte w USA i Wielkiej Brytanii. W Stanach Zjednoczonych pierwsze powstały jeszcze w połowie lat siedemdziesiątych ubiegłego stulecia. Obecnie funkcjonuje 55 sieci nie licząc szeregu organizacji podobnego typu oferujących usługi przez Internet.

W Wielkiej Brytanii sieci „aniołów biznesu” zaczęły powstawać od końca lat osiemdziesiątych i w 1998 r. działało ich 45. Skupiały łącznie 392 inwestorów, którzy dokonali inwestycji na kwotę około 42 mln GBP w 223 przedsiębiorstwach²⁷. W 1999 r. została utworzona, przy wsparciu między innymi największych brytyjskich banków, w oparciu na trzech sieciach lokalnych, sieć ogólnokrajowa „National Business Angels Network”. Celem tej inicjatywy jest doprowadzenie do zwiększenia wolumenu inwestycji *venture capital* dokonywanych bezpośrednio przez możliwe osoby indywidualne²⁸.

Także w krajach o krótszych tradycjach w funkcjonowaniu rynku *venture capital* w tworzenie sieci „aniołów biznesu” angażują się instytucje publiczne i finansowe zainteresowane wspieraniem rozwoju rynku kapitałowego. W Niemczech taką rolę odegrały Deutsche Börse i Kreditanstalt für Wiederaufbau, które w 1998 r. z inicjatywy Ministerstwa Gospodarki utworzyły ponadregionalną organizację (BAND – Business Angels Netzwerk Deutschland) skupiającą 25 lokalnych sieci „aniołów biznesu” i podmiotów wspierających zakładanie przedsiębiorstw²⁹. Innym przykładem jest powołana w 1999 r. przez Deutsche Bank, Gerling Konzern, Niemiecki Związek Spółek *Venture capital* oraz dwa dalsze podmioty sieć o nazwie „Business Angel Venture”, która pośredniczy w nawiązywaniu kontaktów w oparciu na portalu internetowym, między nieformalnymi inwestorami a innowacyjnymi przedsiębiorstwami³⁰. Dla zapewnienia systematycznego dopływu interesujących projektów podpisano umowy kooperacyjne z uniwersytetami i instytucjami badawczymi wykazującymi dużą aktywność w generowaniu takich inicjatyw. Przedsięwzięcia te sprzyjają działalności inwestycyjnej na rynku *venture capital* przez zapewnienie określonej jego przejrzystości i pewnych form zorganizowania, bez podważenia zasady swobody działalności indywidualnych inwestorów. Można w tym kontekście mówić o podobnej roli wspomnianych instytucji publicznych w inicjowaniu rozwoju rynku nieformalnych inwestorów *venture capital*, jak próbowało to robić państwo w szeregu krajach w początkowym okresie tworzenia instytucjonalnego rynku *venture capital*.

²⁷ British *Venture capital*, op. cit., s. 4.

²⁸ www.nationalbusangels.co.uk

²⁹ www.business-angels.de

³⁰ www.business-angels-venture.de

Sieci „aniołów biznesu”, podobnie jak ich syndykatów, nie należy traktować jako konkurencji dla funduszy *venture capital*. Nie zmieniają one podstawowej zasady bezpośredniego inwestowania przez poszczególne osoby. Organizacje te ułatwiają jedynie realizację inwestycji. Stanowią zatem element segmentu rynku *venture capital* komplementarnego wobec segmentów tworzonych przez różnego rodzaju inwestorów instytucjonalnych.

12. ZAKOŃCZENIE

Podobnie jak w odniesieniu do inwestycji dokonywanych w innowacyjnych przedsiębiorstwach przez fundusze *venture capital*, tak i w przypadku finansowania dokonywanego przez nieformalnych inwestorów można znaleźć przykłady ogromnego sukcesu rynkowego. Jako najbardziej spektakularne przykłady w drugim zakresie mogą posłużyć Microsoft czy SAP, których twórcy w początkach działalności korzystali z pomocy prywatnych inwestorów.

Chociaż kwoty inwestowane w przedsiębiorstwach przez „aniołów biznesu” nie są duże, to znaczenie dokonywanych przez nich inwestycji jest istotne. Składa się na to kilka elementów. Przede wszystkim należy wskazać, że przyczyniają się one do zamknięcia luki kapitałowej, jaka powstaje w innowacyjnych przedsiębiorstwach we wczesnych fazach ich rozwoju, gdy środki własne przedsiębiorcy oraz osób z nim związanych są już niewystarczające, a nie pojawiają się jeszcze inwestorzy instytucjonalni.

Znaczenie inwestycji dokonywanych przez nieformalnych inwestorów *venture capital* polega również na tym, że ich pojawienie się w przedsiębiorstwie jest pozytywnym sygnałem dla innych inwestorów. Wynika to nie tylko z samego faktu wniesienia do przedsiębiorstwa dodatkowego kapitału własnego, ale często również pojawienia się jako inwestora osoby znanej, o dużym doświadczeniu i uznaniu w środowisku biznesowym. Inwestycja „anioła biznesu” wywołuje efekt dźwigni, przyciągając dodatkowy kapitał.

Aktywność nieformalnych inwestorów *venture capital* stwarza dobre przedpole dla funduszy *venture capital*. Umożliwiają oni wstępną weryfikację innowacyjnych projektów, zmniejszając ryzyko dla następnych inwestorów. Zaangażowanie się w młodym przedsiębiorstwie doświadczonego inwestora indywidualnego zwiększa szanse na efektywne wykorzystanie posiadanej przez nie przewagi technologicznej i wprowadzenie nowego produktu na rynek.

Państwu powinno zależeć na wspieraniu inwestycji dokonywanych przez nieformalnych inwestorów *venture capital*, gdyż przyczyniają się

oni do rozwoju postępu technicznego i przedsiębiorczości przez angażowanie się w przedsiębiorstwach o charakterze innowacyjnym. Wsparcie to powinno ograniczać się w zasadzie do tworzenia warunków zachęcających do podejmowania tego typu inwestycji. Szczególne znaczenie ma utrzymywanie regulacji podatkowych niedyskryminujących tego typu inwestycji kapitałowych oraz tworzenie sprzyjających rozwiązań do obrotu rynkowego udziałami przedsiębiorstw.

KRZYSZTOF ŁABOWSKI

FUNDUSZE HEDGINGOWE JAKO ALTERNATYWNA FORMA INWESTOWANIA NA PODSTAWIE DOŚWIADCZEŃ Z ROZWINIĘTYCH RYNKÓW FINANSOWYCH

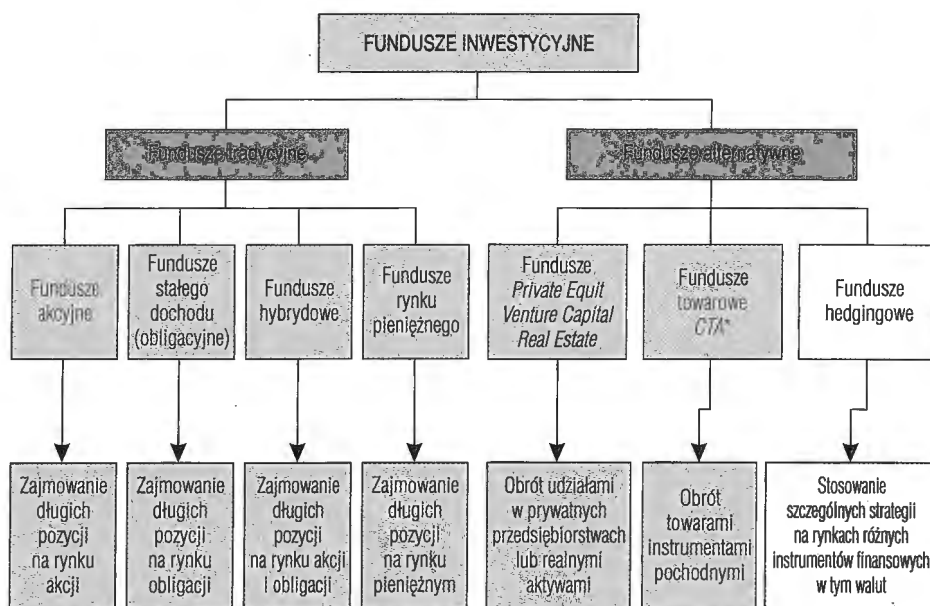
I. WPROWADZENIE

Na przestrzeni ostatnich kilkunastu lat rynek finansowy w Polsce przeszedł głębokie zmiany strukturalne i jakościowe. Znacząco rozwinęły się niemal wszystkie jego segmenty, pojawiły się nowe instytucje proponujące inwestorom możliwości skorzystania z różnorodnych instrumentów finansowych, a obowiązujące przepisy prawa wielokrotnie dostosowywane były do zmieniających się realiów. Mimo że zmiany te wraz z wyhamowaniem tempa rozwoju gospodarczego w Polsce w latach 1999–2003 znacząco osłabły, coraz wyraźniej obserwować można upodobnianie się polskiego rynku finansowego do rynków państw wysoko rozwiniętych, o wieloletniej historii. Stanowi to niewątpliwie wyraz włączenia polskiego rynku w skład globalnego systemu finansowego, którego konsekwencją jest bezpośrednio przenoszenie do Polski wielu wzorców i standardów sprawdzonych za granicą. Przykłady tak rozumianej integracji z globalnym rynkiem finansowym można wskazać między innymi w segmencie instytucji wspólnego inwestowania. Instytucje te z jednej strony ułatwiają indywidualnym inwestorom prowadzenie inwestycji na rynku finansowym, a z drugiej strony, nabierając coraz większego znaczenia, przyczyniają się do rozwoju rynku finansowego i całej gospodarki.

W ramach sektora funduszy inwestycyjnych, działających na rozwiniętych rynkach finansowych i wchodzących w skład instytucji wspólnego inwestowania, można wyróżnić dwie główne grupy podmiotów:

- fundusze tradycyjne, takie jak: fundusze akcyjne, fundusze stałego dochodu, fundusze hybrydowe i fundusze rynku pieniężnego. Grupa funduszy tradycyjnych jest dostępna i popularna obecnie wśród inwestorów indywidualnych w Polsce,
- fundusze alternatywne, w ramach których można wskazać: fundusze *private equity*, fundusze *venture capital*, fundusze *real estate*, fundusze towarowe i fundusze hedgingowe (z ang. *hedge funds*). Ta grupa funduszy jest mniej znana krajowym inwestorom indywidualnym.

Schemat 1. Podział funduszy inwestycyjnych według kryterium przedmiotu prowadzonej działalności



* CTA – Commodity Trade Advisors

Źródło: *An introduction to hedge funds. The first in the BRC Hedge Funds series*, BARRA, Inc., Darien 2001, s. 4; *Mutual Fund Fact Book – A guide to trends and statistics in the mutual fund industry*, 42nd Edition, Investment Company Institute, Washington 2002, s. 5.

W ciągu ostatnich kilkunastu lat większość ze wskazanych powyżej instytucji rozpoczęła działalność także na rynku polskim. Jedynie fundusze hedgingowe, prowadzące działalność w zinstytucjonalizowanej formie, nie są w Polsce podmiotami szeroko znanymi, a ich obecna działalność stanowi jedynie bardzo wąski margines polskiego rynku finansowego. Dlatego też celem niniejszego opracowania jest przybliże-

nie istoty i charakterystyka funduszy hedgingowych działających na zagranicznych rynkach finansowych, stanowiących tam alternatywną formę instytucji wspólnego inwestowania, popularną wśród zamożnych inwestorów indywidualnych. Podmioty te mają szanse rozwijać swoją działalność także na polskim rynku finansowym, a ich rozwój pozytywnie oddziaływać będzie na rozwój wielu segmentów rynku finansowego.

2. FUNDUSZE HEDGINGOWE

– NA ROZWINIĘTYCH RYNKACH FINANSOWYCH

Mianem funduszy hedgingowych można określać wszelkie formy prawne funduszy inwestycyjnych, w których bezpośrednio angażują swoje środki menedżerowie zarządzający kapitałami lub właściciele firm zarządzających tymi instytucjami, które inwestując posiadane aktywa na rynku finansowym¹:

- mogą swobodnie wykorzystywać instrumenty pochodne jako podstawę swoich strategii inwestycyjnych,
- mogą dokonywać sprzedaży krótkiej,
- mogą stosować znaczącą dźwignię finansową,
- mogą koncentrować się na wybranej grupie instrumentów finansowych,
- mogą elastycznie i zamiennie wykorzystywać szczególne techniki inwestycyjne, takie jak hedging i arbitraż,
- wynagradzają zarządzających w zależności od osiągniętych wyników.

Fundusze hedgingowe są podmiotami inwestycyjnymi, zorganizowanymi w formie prywatnych spółek, zarządzanymi przez profesjonalne podmioty, często niedostępne dla szerokiego grona inwestorów. Dzięki takiej konstrukcji, w stosunku do funduszy hedgingowych stosowane są znacznie bardziej, w porównaniu z tradycyjnymi funduszami inwestycyjnymi, liberalne regulacje w zakresie wykorzystywania dźwigni finansowej, sprzedaży krótkiej i inwestowania w instrumenty pochodne².

Nazwa „fundusze hedgingowe” po raz pierwszy została wprowadzona w 1966 roku w artykule magazynu „Fortune” przez Carol J. Loomis, która zastosowała ją dla strategii wykorzystywanych przez fundusz A. W. Jones Group. Założycielem i menedżerem tego funduszu, który rozpoczął działalność w Nowym Jorku 1 stycznia 1949 roku, był Alfred Winson Jones³. Fundusz ten był próbą połączenia trzech elementów:

¹ P. Cottier, *Hedge Funds and Managed Futures*, Paul Haupt AG, Bern 1997, s. 4.

² G. Amin, H. Kat, *Hedge Fund Performance 1990–2000. Do the 'money machines' really add value?*, Working Paper, Cambridge 2001, University of Reading, s. 3.

³ P. Cottier, op. cit., s. 5.

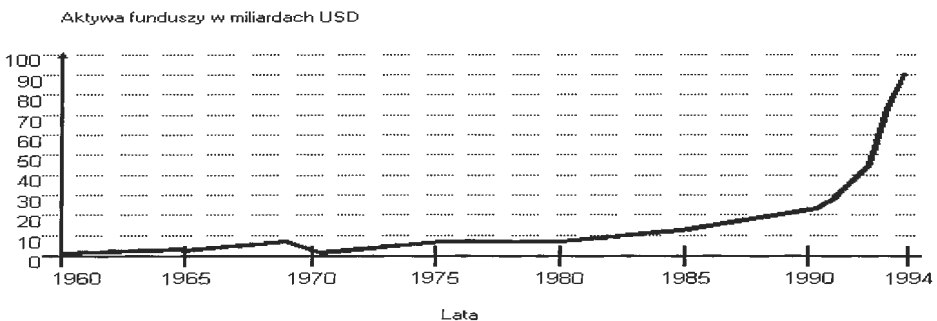
- elastycznej formy prawnej,
- stosowania spekulacyjnych strategii inwestycyjnych wykorzystujących hedging i dźwignię finansową,
- wprowadzenia wynagrodzenia dla firmy zarządzającej ustalanego na podstawie osiągniętych wyników.

Podstawową zasadą funduszu A. W. Jonesa było generowanie zysków dzięki doborowi najlepszych akcji przy jednoczesnym wykorzystaniu dwóch spekulacyjnych technik: sprzedaży krótkiej w celu zabezpieczenia przed ryzykiem rynkowym otwartych pozycji długich oraz dźwigni finansowej potęgującej stopę zwrotu z portfela.

Jones również jako pierwszy wprowadził w kierowanym przez siebie funduszu umowę, na podstawie której firma zarządzająca pobierała opłatę, stanowiącą wynagrodzenie za osiągnięte wyniki w zwiększaniu wartości portfela funduszu. Opłata ta wyrażana była jako procent sumy generowanych zysków. Tak ustalona opłata funkcjonuje dziś w zdecydowanej większości funduszy hedgingowych⁴.

Sukces funduszu A. W. Jonesa oraz wiele publikacji na temat funduszy hedgingowych w latach 60-tych zrodziły okres ich gwałtownego rozwoju. Pod koniec dekady lat 60-tych w Stanach Zjednoczonych aktywa zarządzane przez zamknięte fundusze stosujące strategie spekulacyjne przekroczyły 2 mld USD. Rozwój ten został jednak wyhamowywany po kolejnych załamaniach koniunktury na giełdzie papierów wartościowych w Nowym Jorku w latach 1969–1970 i na przełomie lat 1973/1974.

Wzrost sumy aktywów netto (kapitałów własnych) funduszy hedgingowych w Stanach Zjednoczonych w latach 1960–1994 przedstawia wykres 1.



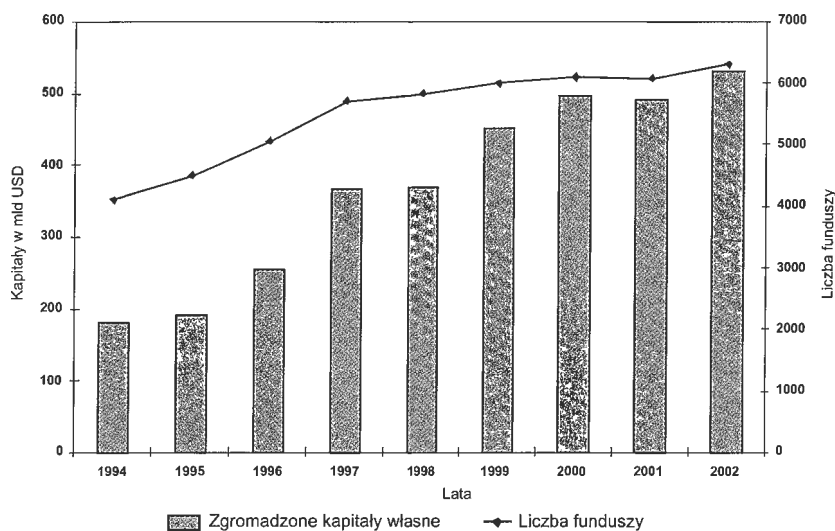
Wykres 1. Rozwój funduszy hedgingowych w Stanach Zjednoczonych w latach 1960–1994

Źródło: M. Bekier, *Marketing of Hedge Funds*, Peter Lang AG, Bern 1996, s. 21.

⁴ P. Cottier, op. cit., s. 45–46.

Z początkiem lat 60-tych strategie podobne do tej, jaką stosował fundusz A. W. Jonesa zaczęły wykorzystywać kolejne nietradycyjne fundusze działające w innych obszarach rynku finansowego, takich jak rynek fuzji i przejęć na rynku kapitałowym, rynek obligacji zamiennych, rynek instrumentów związanych ze stopami procentowymi czy rynek instrumentów depozytowych i walutowych. Świat finansów zaczął je również określać jako fundusze hedgingowe, chociaż ich istotą było często odkrywanie nieefektywności rynkowych w różnych segmentach rynku finansowego poprzez wykorzystywanie strategii arbitrażowych⁵.

W połowie lat 80-tych, ze względu na długotrwałe pogorszenie koniunktury na światowych rynkach kapitałowych, liczba funduszy w Stanach Zjednoczonych spadła poniżej 100, z aktywami powierzonymi w zarządzanie w wysokości kilku miliardów dolarów w krytycznym momencie. Jednak od końca lat 80-tych wraz z poprawą sytuacji na rynku kapitałowym liczba tych instytucji w Stanach Zjednoczonych wzrosła w ciągu kilku kolejnych lat do ponad 1000, z aktywami o wartości ponad 100 mld USD w 1994 r.



Wykres 2. Liczba funduszy hedgingowych i wartość zgromadzonych w funduszach aktywów netto w latach 1994–2002

Źródło: R. Rao, J. Szilagyi, *The coming evolution of the Hedge Fund Industry: A case for growth and restructuring*, RR Capital Management Corp., Bohemia 1998, s. 8; *An introduction to hedge funds. The first in the BRC Hedge Fund Series*, BARRA, Inc., Darien 2001, s. 5; www.hedgeworld.com

⁵ Ibidem.

Pierwsza połowa lat dziewięćdziesiątych była okresem gwałtownego wzrostu rozwiniętych rynków kapitałowych i pojawienia się wielu nowych, alternatywnych uczestników rynku. Wykres 2 obrazuje liczbę funduszy hedgingowych i wartość zgromadzonych w nich aktywów netto w latach 1994–2002.

Kryzysy na rynkach finansowych w Azji Południowo-Wschodniej oraz w Rosji w latach 1997–1998 przyczyniły się do powstania dużych strat, szczególnie w wielu mniejszych funduszach, a także wyhamowania gwałtownego rozwoju całego sektora⁶. Oba te czynniki spowodowały także zmniejszenie sumy kapitałów sektora w drugim i trzecim kwartale 1998 r., jednak było to tylko krótkotrwałe pogorszenie koniunktury, a obecnie wiele szacunków w zakresie liczby funduszy, ich kapitałów i sumy aktywów jest znacznie wyższych.

Obecnie fundusze hedgingowe reprezentują jeden z najszybciej rozwijających się sektorów instytucji wspólnego inwestowania. W latach 1992–2002 liczba funduszy wzrastała średnio o 25,74% rocznie, łącznie z funduszami inwestującymi wyłącznie w inne fundusze hedgingowe (Fund of Funds) ich liczba wzrosła o 648%⁷. Sektor tych instytucji, działających na rozwiniętych rynkach finansowych, jest obecnie mocno zdwersyfikowany. Z jednej strony wiele funduszy wykorzystuje dźwignię finansową oraz działa opierając się na spekulacyjnych strategiach wysokiego ryzyka, a z drugiej strony część funduszy stosuje konserwatywne strategie rynkowo neutralne, zmierzające do ograniczenia ryzyka rynkowego. Niezależnie od przyjętej filozofii działania, podmioty te to wysoko wyspecjalizowani, niszowi uczestnicy rynku, skupiający się na wybranych segmentach⁸.

Aktualna wielkość sektora funduszy hedgingowych szacowana na połowę procenta sumy aktywów pozostałych instytucji finansowych dowodzi, że jest to wciąż sektor zbyt mały, aby samodzielnie znacząco wpływać na globalny rynek finansowy. Choć, z drugiej strony, fundusze hedgingowe jako podmioty, których strategie uwzględniają możliwość utraty kapitału, działają w stosunku do innych uczestników rynków finansowych jak bufor absorbujący szoki rynkowe⁹.

⁶ Kryzys finansowy w Rosji w sierpniu 1998 r. był zaskoczeniem dla większości instytucji finansowych, które poniosły w jego wyniku istotne wielomiliardowe straty. Niektóre podmioty potrafiły jednak wykorzystać tę sytuację, jak np. Hermitage Fund, zarządzany przez Hermitage Capital Management, Inc., który w okresie 15.09.1998–15.09.1999 r. na inwestycjach w Rosji i innych państwach Europy Wschodniej wypracował stopę zwrotu na poziomie 101%; www.heritagefund.com

⁷ *The Case For Hedge*, Tremont Partners, Inc & Tass Investment Research Ltd. Report, Rye–London 2000, s. 5; *Background Note to the Hedge Fund Industry*, Annex D to Financial Stability Forum, International Monetary Fund, Washington 2000, s. 82; www.hedgeworld.com

⁸ *Background Note...*, s. 80.

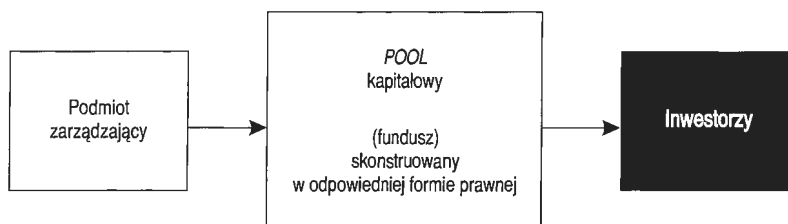
⁹ *Sound Practices for Hedge Funds*, Caxton Group, Inc, Toronto 2000, s. 3.

3. STRUKTURA ORGANIZACYJNA I INWESTORZY FUNDUSZY HEDGINGOWYCH

Ze względu na niejednorodność przepisów prawa w poszczególnych państwach, dużą różnorodność inwestorów i rynków, na których fundusze dokonują inwestycji, a także szeroki wachlarz wykorzystywanych instrumentów finansowych, struktura poszczególnych funduszy hedgingowych może znacząco się różnić. Analiza funduszy działających na rozwiniętych rynkach finansowych pozwala jednak wyróżnić podstawowe, wspólne elementy składowe, takie jak¹⁰:

- *pool* kapitałowy zorganizowany w postaci odpowiedniej formy prawnej,
- inwestorzy – dysponujący wysokimi kapitałami osoby fizyczne oraz różnego rodzaju podmioty finansowe i niefinansowe – którzy poprzez wniesienie wkładów tworzą *pool* kapitałowy, stając się jednocześnie udziałowcami (właścicielami) funduszu,
- podmiot zarządzający współpracujący z funduszem na podstawie kontraktu (umowy) zawartego z funduszem lub bezpośrednio z inwestorami, który faktycznie zarządza inwestycjami finansowymi prowadzonymi z zasobów kapitałowych funduszu.

Schemat 2. Elementy składowe funduszy hedgingowych



Źródło: opracowanie własne.

Dla sprawnego funkcjonowania fundusze hedgingowe wymagają elastycznej formy prawnej *poolu* kapitałowego – funduszu, zapewniającej minimum ograniczeń ze strony organów kontrolnych i nadzorczych. Miejsce rejestracji funduszu, forma prawna prowadzenia działalności oraz ewentualne decyzje o wprowadzeniu akcji funduszu do obrotu giełdowego uzależnione są od potrzeb i decyzji inwestorów¹¹.

¹⁰ Por. P. Tamowicz, *Fundusze inwestycyjne typu venture capital*, Transformacja Gospodarki nr 60, IBnGR, Gdańsk 1995, s. 34.

¹¹ *Starting an Alternative Investment Fund. A practical guide*, RSM Robson Rhodes, London 2002, s. 21.

W Stanach Zjednoczonych, ze względów podatkowych, najczęściej wybieranymi formami prawnymi dla funduszy hedgingowych są spółki komandytowe (*limited partnerships*), spółki z ograniczoną odpowiedzialnością (*limited liability companies*) i przedsiębiorstwa powiernicze (*business trusts*). Udziały (jednostki) w tak skonstruowanych podmiotach uważane są za papiery wartościowe. Ponieważ prawo Stanów Zjednoczonych wymaga generalnie rejestracji papierów wartościowych zanim zostaną one sprzedane inwestorom¹², większość funduszy opiera się na wyjątku prywatnej oferty udostępnianej przez przepisy Regulation D ustawy Securities Act z 1933 r.¹³ Przepisy 504, 505, 506 tego aktu stwarzają możliwość takiego skonstruowania oferty, że nie ma obowiązku rejestracji udziałów funduszu przed emisją. Wszystkie trzy formy zakazują jednocześnie reklamy i zachęcania do obejmowania udziałów.

Najważniejszą grupą inwestorów funduszy hedgingowych są tradycyjnie, także poza Stanami Zjednoczonymi, **zamożni inwestorzy indywidualni**. Osoby fizyczne były niemalże jedynymi inwestorami funduszy we wczesnych latach ich funkcjonowania. Głównym motywem prowadzącym inwestorów indywidualnych do funduszy hedgingowych jest chęć osiągnięcia wysokich stóp zwrotu z zainwestowanego kapitału oraz dywersyfikacja portfela inwestycyjnego.

Tabela 1. Struktura inwestorów funduszy hedgingowych w Stanach Zjednoczonych w 2002 r.

| GRUPA INWESTORÓW | ZGROMADZONE KAPITAŁY W MLD USD | UDZIAŁ W % |
|---------------------------------------|-----------------------------------|---------------|
| Osoby fizyczne | 295,3 | 83,0 |
| Fundacje uniwersyteckie | 14,2 | 4,0 |
| Fundacje | 12,8 | 3,6 |
| Przedsiębiorstwa i banki | 12,5 | 3,5 |
| Fundusze publiczne | 16,2 | 4,6 |
| Towarzystwa ubezpieczeń na życie | 3,8 | 1,1 |
| Pozostałe towarzystwa ubezpieczeniowe | 1,1 | 0,3 |

Źródło: *Asset Management Industry*, Freeman & Co., New York 2003, s. 15.

Udział poszczególnych grup inwestorów, dokonujących inwestycji w fundusze hedgingowe jest różny w poszczególnych państwach. Inwestorzy indywidualni zawsze stanowią jednak najbardziej znaczącą grupę inwestorów, zarówno pod względem wartościowym, jak i ilościowym.

¹² Ustawa Stanów Zjednoczonych Securities Act of 1933 as Amended, 15 U.S.C. § 77.

¹³ Regulation D, 17 C.F.R., § 230.501–508.

Kierowanie funduszem, w interesie i na rachunek uczestników funduszu, najczęściej powierzane jest wyspecjalizowanemu **podmiotowi zarządzającemu** – spółce menedżerskiej, działającej na podstawie kontraktu i pobierającej za świadczone usługi wynagrodzenie. Obecnie, mimo dywersyfikacji geograficznej lokalizacji samych funduszy zdecydowana większość, bo ponad 85% firm zarządzających funduszami, w roku 2002 zlokalizowana była w Stanach Zjednoczonych. Firmy te, dzięki ograniczeniu swoich usług do maksymalnie 15 funduszy, nie są uznawane za doradców inwestycyjnych i nie podlegają rejestracji¹⁴. Kontrakt menedżerski zawierany pomiędzy funduszem (jego właścicielami) a podmiotem zarządzającym dokładnie określa prawa i obowiązki obu stron. Należy zaznaczyć, że choć nie jest to rozwiązanie charakterystyczne wyłącznie dla funduszy hedgingowych, znamienny jest jednak fakt, iż udziałowcy firm zarządzających funduszami hedgingowymi są także często znaczącymi inwestorami zarządzanych przez siebie funduszy.

Podmiot zarządzający funduszami może być dodatkowo wspierany przez zespół niezależnych doradców inwestycyjnych, analityków lub doradców reprezentujących oddzielną firmę. Podmiot ten podejmuje bieżące decyzje inwestycyjne zgodne ze strategią przyjętą przez fundusz, a także stanowi oś we współpracy z kontrahentami, z którymi zawierane są transakcje.

Wynagrodzenie pobierane przez podmioty zarządzające funduszami hedgingowymi ma spełniać dwie podstawowe funkcje. Po pierwsze, powinno zapewnić środki na pokrycie kosztów funkcjonowania podmiotu zarządzającego i osiągnięcie przez niego nadwyżki finansowej, a po drugie stanowić ma bodziec do efektywnego inwestowania zgromadzonych środków. Wynagrodzenie to składa się zwykle z dwóch części:

- opłaty za zarządzanie,
- opłaty za osiągnięte wyniki w zarządzaniu.

Opłata za zarządzanie (*management fee*) określana jest w proporcji do wielkości kapitału zainwestowanego w funduszu. Wielkość opłaty uzależniona jest od doświadczenia podmiotu zarządzającego oraz obowiązującej sytuacji na rynkach finansowych. Najczęściej stawka opłaty za zarządzanie waha się od 1,5% do 2% rocznie od kwoty zgromadzonych na dany dzień kapitałów.

Opłata za osiągnięte wyniki – prowizja motywacyjna (*performance fee*) pobierana przez firmy zarządzające jest zmienna i uzależniona od osiągniętej przez fundusz stopy zwrotu w określonym przedziale czasowym. Średnia wysokość opłaty za osiągnięte wyniki w 547 funduszach

¹⁴ Section 202 ustawy Stanów Zjednoczonych Investment Advisers Act of 1940 as Amended, 15 U.S.C. § 80b-2.

hedgingowych analizowanych przez Managed Account Reports LLC (MAR)¹⁵ i HFR w latach 1993–1995 wynosiła 13,87% uzyskiwanych zysków kapitałowych. Obecnie w większości funduszy hedgingowych prowizja motywacyjna kształtuje się na poziomie 15–25% wszystkich zrealizowanych zysków kapitałowych i uzależniona jest od wysokości opłaty za zarządzanie, przyjętej stopy referencyjnej i konkurencji innych funduszy tej samej kategorii.

4. PODSTAWOWE CECHY FUNDUSZY HEDGINGOWYCH

Wśród podstawowych cech funduszy hedgingowych, jako sektora instytucji wspólnego inwestowania, wymienić należy:

- wysoki poziom ryzyka związanego z prowadzoną działalnością,
- wykorzystywanie terminowych i pochodnych instrumentów finansowych,
- stosowane techniki inwestycyjne,
- niski poziom korelacji z tradycyjnymi formami inwestowania,
- małą płynność zainwestowanych środków – stabilność bazy kapitałowej,
- wysokie wymagane minimum inwestycyjne,
- wysoki poziom kosztów transakcyjnych,
- aktywny udział menedżerów funduszy,
- ograniczoną politykę informacyjną.

Ryzyko towarzyszące działalności funduszy hedgingowych, a tym samym ryzyko związane z inwestycjami w te podmioty ująć można w dwie kategorie: ryzyka tradycyjne i ryzyka szczególne¹⁶.

Do grupy ryzyk tradycyjnych można zaliczyć: ryzyko rynkowe i ryzyko dźwigni, ryzyko kredytowe, ryzyko procesowe, prawne i polityczne.

Wśród ryzyk szczególnych dla funduszy hedgingowych należy wymienić: ryzyko luki i ryzyko płynności, ryzyko wyceny wartości aktywów netto (*mark-to-market*), ryzyko wielkości funduszu, ryzyko zmiany strategii, ryzyko czynnika ludzkiego.

Elastyczność działania funduszy hedgingowych oznacza między innymi możliwość wykorzystania przez nie szerokiego wachlarza instrumentów finansowych. Zakres inwestycji w poszczególne rodzaje aktywów uzależniony jest od przyjętej strategii inwestycyjnej i może podlegać istotnym zmianom w czasie, w zależności od przewidywań rozwoju danego segmentu rynku. Większość funduszy buduje jednak swoje

¹⁵ *Managed Account Reports LLC*, 1250 Broadway 26th Floor New York NY 10001, (MAR), www.marhedge.com

¹⁶ *Hedge Funds and their Risks*, Harcourt Investment Consulting AG, Zurich 2001, s. 2–4.

strategie skupiając się na jednym lub dwóch rodzajach instrumentów, choć np. fundusze globalne wykorzystują z reguły szerszy wachlarz aktywów. Fundusze hedgingowe uważane są powszechnie za podmioty operujące szczególnie często na rynkach instrumentów terminowych i pochodnych.

Warto jednak podkreślić, że informacje dotyczące szerokiego wykorzystywania instrumentów pochodnych wyłącznie w celach spekulacyjnych przez fundusze hedgingowych są nieprawdziwe. Z danych firmy Van Hedge Fund Advisors wynika, że 48,8% wykorzystywało je w celu zabezpieczenia pozostałych pozycji i arbitrażu, 1,4% instytucji prowadziło czystą spekulację. Ponadto 57% spośród wszystkich funduszy posiadało mocno zdywersyfikowany portfel¹⁷.

Fundusze hedgingowe jako prywatne instytucje inwestycyjne, zarządzane przez profesjonalne podmioty i niedostępne dla szerokiego grona inwestorów podlegają znacznie mniejszym restrykcjom ze strony organów kontrolnych w zakresie stosowanych technik i instrumentów inwestycyjnych w porównaniu z bardziej uregulowanymi formami instytucji wspólnego inwestowania, jak choćby fundusze inwestycyjne¹⁸. Tak więc jedną z podstawowych cech funduszy hedgingowych jest wykorzystywanie szczególnych technik inwestycyjnych, które ze względu na dużą złożoność oraz zagrożenie dla wypłacalności funduszu i zgromadzonych kapitałów unikane są przez zarządzających tradycyjnymi funduszami inwestycyjnymi.

Podstawowymi **technikami stosowanymi przez fundusze hedgingowe** na rynkach finansowych są¹⁹:

- krótka sprzedaż,
- hedging,
- lewarowanie.

Krótką sprzedaż (*short selling*) polega na sprzedaży pożyczonych papierów wartościowych uważanych za przewartościowane z zamiarem ich późniejszego odkupienia z zyskiem – po niższych cenach. Technika ta jest stosowana, jeżeli w ocenie zarządzającego ceny sprzedawanych na krótko papierów są mocno zawyżone z punktu widzenia technicznego lub fundamentalnego. Ze względu na subiektywną ocenę sytuacji rynkowej oraz antycypację przyszłych wydarzeń technika krótkiej sprzedaży nieodłącznie wiąże się z ryzykiem ilościowym. Potencjalne straty dla podmiotów stosujących krótką sprzedaż są nieograniczone, a wyko-

¹⁷ M. Olszewski, *Fundusze podwyższonego ryzyka?*, Gazeta Bankowa 1998, nr 47, s. 41–43.

¹⁸ C. Brooks, H. Kat, *The Statistical Properties of Hedge Funds Index Returns and Their Implications for Investors*, Working Paper, ISMA Centre, University of Reading 2001, s. 1.

¹⁹ B. Eichengreen, D. Mathieson, *Hedge Funds: What Do We Really Know*, Economic Issues No. 19, International Monetary Fund, Washington 1999, s. 2–6.

rzystywana w takim aspekcie ta technika towarzyszy często strategiom spekulacyjnym stosowanym przez fundusze hedgingowe.

Hedging oznacza zabezpieczanie się przed ryzykiem wahań cen, kursów, stóp procentowych, przeprowadzane za pomocą kontraktów terminowych czy opcji lub jednoczesnym zajmowaniu krótkich i długich pozycji na rynku określonej grupy instrumentów. Hedging uważany jest za zabezpieczenie przed prawdopodobieństwem wystąpienia niekorzystnych zdarzeń rynkowych. W zależności od rozmiarów ryzyka towarzyszącego stosowanym przez fundusze poszczególnym strategiom inwestycyjnym, różne rodzaje ryzyka mogą być zneutralizowane przez hedging, np. ryzyko walutowe, ryzyko stopy procentowej, ryzyko polityczne czy ryzyko prowadzonej działalności danego przedsiębiorstwa, będącego przedmiotem zainteresowania ze strony funduszu. Dla każdego z wymienionych ryzyk zarządzający powinni stosować odpowiednią technikę hedgingu.

Lewarowanie oznacza wykorzystywanie dźwigni finansowej w celu zwiększenia efektywnego rozmiaru portfela. Dźwignia finansowa pozwala zarządzającym funduszem inwestować więcej aktywów niż kwota, którą przekazali udziałowcy funduszu. Wykorzystanie dźwigni finansowej jest możliwe poprzez²⁰:

- wykorzystywanie pochodnych instrumentów finansowych, które wymagają faktycznego zaangażowania jedynie w postaci premii lub depozytów zabezpieczających, w kwotach niższych niż wartość instrumentów bazowych,
- stosowanie techniki *sprzedaży krótkiej*, wymagającej złożenia jedynie depozytu zabezpieczającego w wysokości 2–50% przedmiotu transakcji,
- kredytowanie działalności inwestycyjnej w bankach komercyjnych,
- wykorzystywanie linii kredytowych udostępnianych przez delerów/ /brokerów, umożliwiających prowadzenie transakcji na rynku walutowym z datą waluty *spot* i *outright*, w tym transakcji *forward* i *NDF* zabezpieczonych złożonym depozytem zabezpieczającym oraz zawieranie transakcji pożyczonymi papierami wartościowymi. Powszechne jest stosowanie takiej dźwigni na poziomie 10–20:1 w przypadku rynku walutowego oraz 2:1 w przypadku rynku papierów wartościowych²¹,
- wykorzystywanie dyskonta kredytowego dzięki stosowaniu zabezpieczeń linii kredytowych pozwalających powiększyć aktywa o śród-

²⁰ *Measuring Hedge Fund Performance*, Harcourt Investment Consulting AG, Zurich 2001, s. 8–9.

²¹ *Hedge Fund Revisited*, Pension & Endowment Forum, Goldman, Sachs & Co. and Financial Risk Management Ltd., 1998, s. 19.

ki zewnętrzne w postaci papierów wartościowych, opłaconych przez inwestora jedynie w części.

Ujemna korelacja z tradycyjnymi inwestycjami prowadząca do zmniejszenia ryzyka portfeli inwestycyjnych jest jedną z podstawowych cech funduszy hedgingowych, a jednocześnie korzyścią inwestowania w te podmioty, szczególnie dla inwestorów instytucjonalnych. Jednym z podstawowych zadań, jakie mają spełniać fundusze hedgingowe w portfelach instytucji finansowych jest generowanie stóp zwrotu ujemnie skorelowanych z tradycyjnymi formami inwestycji²².

Ze względu na formę prawną prowadzenia działalności cechą charakterystyczną funduszy hedgingowych są ograniczone możliwości przeprowadzania nowych emisji kapitału oraz częstotliwości jego umarzania – wycofywania wniesionych środków. Ograniczenia te mają istotny wpływ na **stabilność kapitałów**, którymi dysponują fundusze, oraz w dalszej kolejności na stosowane strategie inwestycyjne i osiągnięte wyniki zarządzania. Stała liczba akcji, udziałów lub innych tytułów uczestnictwa w funduszu powoduje, że zarządzający funduszem nie mają problemów z przepływami i odpływami inwestorów i kapitałów w zależności od bieżącej sytuacji na rynku finansowym, co pozwala skoncentrować się na przyjętej strategii inwestycyjnej. Brak konieczności utrzymywania wysokich rezerw zachowania płynności stwarza możliwość długoterminowego inwestowania zgromadzonych kapitałów. Dodatkowo zarządzający funduszem mogą skupić się na ogólnej okresowej stopie zwrotu, a nie na bieżącej wycenie jednostek uczestnictwa, jak w przypadku funduszy inwestycyjnych otwartych²³.

Fundusze hedgingowe, chcąc kierować swoją ofertę do wybranej grupy inwestorów, często w swoich statutach określają **wysokie progi inwestycyjne** dla potencjalnych uczestników – udziałowców lub akcjonariuszy funduszy. Wymogi te wynikają z regulacji prawnych dotyczących formy prowadzenia działalności, jak i dążenia do zgromadzenia stosunkowo wysokich aktywów przy niewielkiej liczbie udziałowców. Ograniczona liczba inwestorów zdecydowanie ułatwia prowadzenie funduszu, wewnętrzną komunikację oraz podejmowanie decyzji wymagających głosu wszystkich inwestorów, jak np. zmiany w statucie, wybór firmy zarządzającej czy wypłaty zysku za miniony okres obrotowy.

Często wymagane przez fundusze wysokie minimum inwestycyjne stanowi także barierę dla mniej zamożnych inwestorów indywidualnych, mniej starannie podchodzących do wyboru właściwego

²² M. Peskin, S. Anjilvel, M. Urias, B. Boudreau, *Why hedge funds make sense*, Quantitative Strategies, Morgan Stanley Dean Witter, New York 2000, s. 2.

²³ K. Łukaszewski, op. cit., s. 53.

funduszu i w ten sposób ochrony ich przed ryzykiem. Obecnie obserwuje się jednak tendencję do systematycznego obniżania minimum inwestycyjnego, a nawet uruchamiania funduszy o zbliżonych do funduszy hedgingowych strategiach działających w formie funduszy otwartych.

Koszty transakcyjne funduszy hedgingowych, ze względu na wykorzystywane strategie, kształtują się na wysokim poziomie i uzależnione są od rozmiarów stosowanej dźwigni finansowej oraz stopnia złożoności i częstotliwości dokonywanych transakcji. Koszty te mogą stanowić nadmierną część budżetu funduszu w sytuacji stosowania wysokiej dźwigni i dużego stopnia obrotów. Ocenia się, że na przykład w funduszach działających na rynkach terminowych średnio 8–10% wartości aktywów netto przekazywana jest do domów brokerskich i innych instytucji, tytułem pokrywania opłat związanych z dokonywaniem transakcji i pozyskiwania środków²⁴.

Oprocentowanie środków pozyskiwanych w ramach dźwigni finansowej stosowanej do produktów charakteryzujących się niewielką płynnością może być bardzo wysokie. Również poziom obrotów i liczba dokonywanych transakcji mogą wpływać na wysokość oprocentowania pożyczanych przez fundusze środków.

Innym źródłem kosztów transakcyjnych jest wpływ dużych wolumenów transakcji. Niewielkie transakcje mogą być realizowane według oferowanych cen kupna lub sprzedaży, bez wpływu na relacje popytu i podaży. Większe wartościowo transakcje zawsze wpływają na poziom cen rynkowych, podnosząc tym samym koszty.

Koszty związane z obrotem uzależnione są od rodzaju instrumentu będącego przedmiotem obrotu. Opłaty brokerskie na rynku pozagiełdowym z reguły są znacznie wyższe i zawsze ustalane indywidualnie. Przykładem może być opłata pobierana w odniesieniu do transakcji kupna papierów związanych z rynkami rozwijającymi się ze względu na wysoką opłatę rejestracyjną oraz potencjalne ryzyko wysokich kar, gdy transakcje nie będą rozliczane we właściwy sposób.

Na poziom kosztów transakcyjnych w przypadku funduszy lewarujących swoją działalność z wykorzystaniem kredytów bankowych ma także wpływ koszt obsługi zobowiązań wobec instytucji finansujących – najczęściej banków komercyjnych.

Szczególną cechą funduszy hedgingowych jest **aktywny udział menedżerów funduszy i ograniczona polityka informacyjna**. Firmy zarządzające funduszami są często aktywnymi i większościowymi inwestorami w funduszach, którymi zarządzają. Są wówczas inwestorami akredytowanymi, mającymi bezpośredni i wiodący wpływ na wykorzy-

²⁴ *Managed Account Reports...*, www.marhedge.com

stywaną przez fundusz strategię²⁵. Taka struktura inwestorów funduszy pozwala silnie powiązać interesy funduszu – jego inwestorów z interesami firmy zarządzającej²⁶.

Ze względu na tworzenie funduszy na bazie prywatnych kapitałów i ich rejestracji w postaci instytucji *offshore* lub spółek, na które nałożone są ograniczone obowiązki informacyjne, ich polityka inwestycyjna jest bardzo ograniczona. Nawet podstawowe dane dotyczące wyników zarządzania aktywami w kolejnych miesiącach, wielkość aktywów czy stosowana polityka inwestycyjna dostępne są wyłącznie dla aktualnych inwestorów. Informacje dotyczące funduszy hedgingowych stały się mało dostępne ze względu na zakaz reklamy wprowadzony dla tych podmiotów przez amerykańską Komisję Papierów Wartościowych i Giełd (SEC). W obliczu takiej sytuacji bardzo ważnym źródłem informacji nt. funduszy hedgingowych, ich działalności i osiągniętych wyników są strony internetowe prowadzone przez niezależne ośrodki badawcze, monitorujące sektor funduszy hedgingowych²⁷.

5. KLASYFIKACJA I STRUKTURA SEKTORA FUNDUSZY HEDGINGOWYCH

Ze względu na ograniczony zakres kontroli i regulacji ze strony organów nadzoru, strategie wykorzystywane przez fundusze są znacząco różne od tych, które stosują tradycyjne fundusze inwestycyjne. W zasadzie każdy fundusz stara się wypracować właściwą tylko sobie strategię inwestycyjną, dlatego sektor funduszy hedgingowych jest bardzo zróżnicowaną grupą podmiotów²⁸.

Szczegółowa analiza poszczególnych strategii inwestycyjnych wykorzystywanych przez fundusze hedgingowe pozwala pogrupować je opierając się na dwóch odrębnych kryteriach:

- kryterium podobieństwa wykorzystywanych instrumentów i kierunków zmian cenowych występujących między nimi,
- kryterium sposobu oceny ryzyka rynkowego i stosowanych do tego narzędzi.

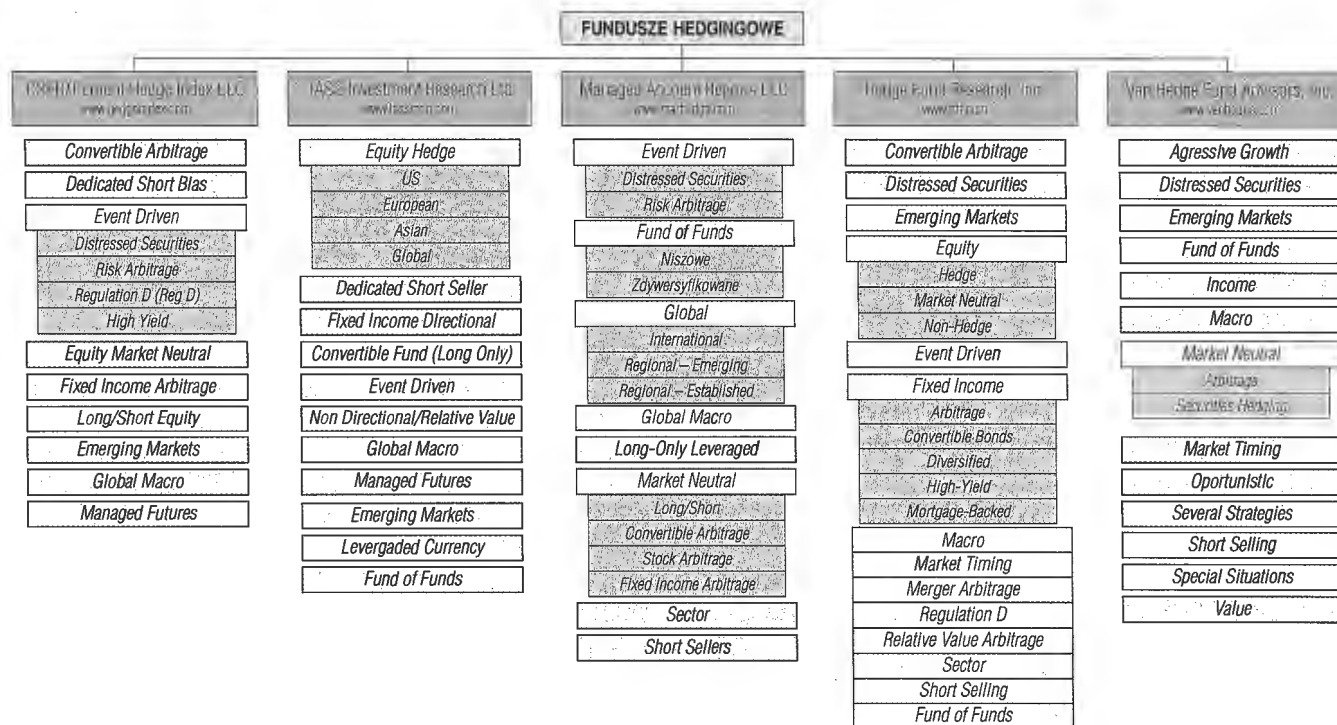
²⁵ Sytuacja taka występuje np. w: Caxton Corporation, Kingdom Capital Management LLC, Moore Capital Management, Inc., Soros Fund Management LLC, Stainhardt Management LLC i Tudor Investment Corporation – *Sound Practices...*, s. 4–5.

²⁶ *Sound Practices...*, s. 4.

²⁷ *U.S. Regulatory filings by Hedge Fund Managers*, Appendix II, *Sound Practices for Hedge Fund Managers*, Caxton Group, 2000, s. II–1–11.

²⁸ C. Brooks, H. Kat, op. cit., s. 1–2.

Schemat 4. Klasyfikacja funduszy hedgingowych według poszczególnych ośrodków badawczych



Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Hedge Funds Demystified: Their potential role in institutional portfolios*, Pension & Endowment Forum, Goldman, Sachs & Co. and Financial Risk Management Ltd., 1998, s. 24–32; C. Asness, R. Krail, J. Liew, *Do hedge funds hedge?*, AQR Capital Management, New York 2001, s. 18–19; G. Amin, H. Kat, *Hedge fund performance 1990–2000: Do the 'money machines' really add value?*, Working Paper, University of Reading, Cambridge 2001, s. 6–8; S. Brown, W. Goetzmann, *Hedge funds with style*, Working Paper No. 8173, National Bureau of Economic Research, 2001, s. 23; *Van Hedge Fund Indices. U.S., Offshore and Global*, Van Hedge Fund Advisors International, Inc., Nashville 2002, oraz www.hedgeindex.com, www.marhedge.com, www.hfr.com, www.vanhedge.com

Z kolei schemat 4 przedstawia klasyfikację sektora funduszy według stosowanych strategii inwestycyjnych przyjętych przez pięć najważniejszych ośrodków badawczych: CSFB/Tremont, TASS, MAR, HFR i Van Hedge.

W końcu 2002 r. około 85% firm zarządzających funduszami hedgingowymi ulokowanych było w Stanach Zjednoczonych, 13% w Europie, a zaledwie 2% w Azji i na innych kontynentach. W ostatnich pięciu latach liczba funduszy hedgingowych wzrosła co najmniej o 150%. Z ogólnej liczby funduszy około 80% dysponuje kapitałami mniejszymi niż 100 mln USD, a 50% kapitałami niższymi niż 25 mln USD²⁹.

Ze względu na ograniczony dostęp do danych całego sektora, podobnie jak w przypadku określenia wielkości kapitałów i aktywów sektora funduszy, tak i jego strukturę można oceniać jedynie szacunkowo. I tak BIS szacował, że w końcu 1998 r. przeciętny fundusz hedgingowy posiadał około 100 mln USD aktywów przekazanych w zarządzanie, 50% funduszy zarządzało kwotą mniejszą niż 25 mln USD, a aktywa jedynie 32 funduszy przekroczyły 1 mld USD³⁰.

Obserwuje się dużą koncentrację funduszy zarządzających aktywami w kwotach powyżej 500 mld USD i jednocześnie dużą dywersyfikację tych podmiotów w grupach o najniższych zgromadzonych aktywach. Według MAR 15% funduszy gromadzi ponad 80% wszystkich aktywów sektora.

Sektor funduszy hedgingowych podzielić można zatem obecnie na dwie podstawowe grupy. Jedną grupę stanowią tzw. **superfundusze**, które można określić jako podmioty o globalnym zasięgu z wysokim minimum inwestycyjnym i najczęściej zamkniętym dostępie dla nowych inwestorów.

Drugą grupę stanowią natomiast **fundusze małe o niszowym charakterze**. Są to podmioty prowadzone przez niewielkie grupy zamożnych osób fizycznych, skupiające się na wybranym fragmencie rynku finansowego i wykorzystujące jedną z charakterystycznych dla tych podmiotów strategii inwestycyjnych³¹.

6. PERSPEKTYWY ROZWOJU SEKTORA FUNDUSZY HEDGINGOWYCH

W latach dziewięćdziesiątych XX wieku obserwować można było gwałtowny wzrost sektora funduszy hedgingowych. W celu określenia

²⁹ G. S. Amin, H. M. Kat, op. cit., s. 4.

³⁰ *International Banking and Financial Markets Developments*, BIS Quarterly Review, Bank for International Settlements, Basel 2000, s. 62.

³¹ R. Rao, *The future of the hedge fund industry*, RR Capital Management, Bohemia 1996, s. 3; www.e-hedge.com

dalszego potencjału wzrostowego sektora funduszy hedgingowych należy wziąć pod uwagę następujące czynniki:

- popyt na inwestycje w fundusze hedgingowe, uzależniony od potencjału inwestycyjnego poszczególnych grup inwestorów,
- wzrost udziałów sektora funduszy hedgingowych w rynku instytucji wspólnego inwestowania,
- poziom stopy zwrotu z inwestycji kapitałowych dokonywanych przez fundusze.

Można wskazać cztery podstawowe czynniki wpływające na wzrost popytu na alternatywne formy inwestowania, w tym i fundusze hedgingowe:

- efekt bogacenia się społeczeństw, na który wpływ ma wzrost gospodarczy oraz wzrostowy trend na największych rynkach kapitałowych świata w latach dziewięćdziesiątych,
- korzyści, jakie dostarczają fundusze dzięki dywersyfikacji aktywów i niewielkiej korelacji z innymi tradycyjnymi aktywami,
- rozwój bazy informacyjnej na temat działalności funduszy sprzyjający upowszechnieniu tych instytucji,
- pozytywne stopy zwrotu osiągnięte przez fundusze hedgingowe.

Poziom popytu na fundusze hedgingowe w ciągu najbliższych 5 lat będzie wzrastać w granicach 20–25% rocznie. Szacuje się, że wzrastająca otwartość, większa dostępność danych i informacji na temat działalności funduszy, a także wyższy poziom wykształcenia będą powodować wzrost napływu kapitałów od inwestorów instytucjonalnych o 25% rocznie. Wzrost popytu inwestorów indywidualnych szacowany jest w najbliższych 5 latach na 20% rocznie. Sumarycznie popyt na inwestycje w fundusze hedgingowe może wzrosnąć do końca 2005 roku do prawie 1 bln USD³².

Badania prowadzone przez Goldman Sachs Co. i Frank Russell Capital wykazały, że roczny wzrost inwestycji inwestorów instytucjonalnych w aktywa alternatywne w Stanach Zjednoczonych w ciągu 10-letniego okresu, kończącego się w 1997 r., wynosił 20%. Publiczne fundusze emerytalne niemalże podwoiły alokację swoich aktywów w alternatywnych firmach inwestycji w ciągu lat 1996–1997, a inwestycje uniwersyteckich fundacji w fundusze hedgingowe w latach 1990–1994 wzrosły z 0,1% do 5,2% sumy ich aktywów³³.

Poza wymienionymi czynnikami popytowymi na rozwój funduszy hedgingowych, wpływ wywierać będzie także potencjalny wzrost całego sektora wspólnego inwestowania oraz wzrost udziału w tym sektorze funduszy hedgingowych. Mimo dynamicznego wzrostu aktywów w ostat-

³² *Asset Management Industry. Changing Tides*, Freeman & Co. LLC, 2001, s. 16.

³³ R. Parnell, *Taming Hedge Fund Hysteria*, Benefits Canada No. 5/1999, s. 51.

nich latach fundusze hedgingowe w dalszym ciągu gromadzą jedynie nieco ponad 1% aktywów wszystkich instytucji wspólnego inwestowania. Zatem wzrost udziału procentowego zaledwie o jeden punkt powodować będzie niemalże dwukrotny rozwój sektora. Dodatkowo należy podkreślić, że cały sektor wspólnego inwestowania dzięki dobrej koniunkturze na rynkach kapitałowych w ostatnich 10 latach rozwijał się o kilkanaście procent rocznie. Podobna sytuacja w przyszłości będzie skłaniać inwestorów do poszukiwania nowych źródeł dochodów oraz możliwości dywersyfikacji portfela. Dzięki niskiej korelacji funduszy hedgingowych z indeksem S&P 500 poziom środków przekazanych w zarządzanie funduszom również relatywnie wzrośnie³⁴.

Szacunki w zakresie potencjalnego rozwoju sektora funduszy hedgingowych w najbliższych latach przygotowywane przez poszczególne ośrodki badawcze są dość rozbieżne. BARRA Rogers Casey³⁵ szacuje, że aktywa zarządzane przez fundusze hedgingowe wzrosną z około 500 mld USD obecnie do 1,7 bln USD w 2005, a co najmniej połowa z tej sumy pochodzić będzie od inwestorów instytucjonalnych³⁶.

Obecnie sektor funduszy hedgingowych jest skoncentrowany w najwyższych przedziałach zarządzanych aktywów i mocno rozdrobniony w przedziałach najniższych. Trudno wskazać liderów wśród obecnie działających funduszy i dlatego prawdopodobne jest, że struktura sektora ulegać będzie transformacji w kierunku instytucji działających w skali ogólnoswiatowej, podobnie jak to było w przypadku sektora funduszy powierniczych, choć zapewne nie w tak zinstytucjonalizowanej i uregulowanej formie. Podstawową przewagą funduszy hedgingowych nad innymi formami wspólnego inwestowania jest bowiem duża elastyczność i brak sztywnych regulacji, pozwalający na elastyczne wykorzystywanie różnych strategii inwestycyjnych. Chociaż istnieje kilka fundamentalnych różnic między funduszami hedgingowymi i funduszami inwestycyjnymi wydaje się, że oba sektory rozwijają się według zbliżonego schematu w zakresie wzrostu aktywów i liczby funduszy. W ostatnich 20 latach sektor funduszy powierniczych/inwestycyjnych przeszedł kilka faz ewolucyjnych, od samodzielnie działających małych funduszy poprzez grupowanie się w powiązane kapitałowo rodziny funduszy, a obecnie przechodzi etap konsolidacji i globalizacji. Pewne próby konsolidacyjne w ramach sektora funduszy hedgingowych są już obecnie obserwowane. Można nawet wskazać pierwsze grupy funduszy zarządzanych przez jedną firmę zarządzającą. Trudno jednak zaobserwować w dalszym ciągu procesy konsolidacyjne i wydzielanie się grupy liderów rynkowych.

³⁴ *An Introduction...*, s. 1.

³⁵ BARRA RogersCasey, One Parklands Drive, Darien, CT 06820, www.rogerscasey.com

³⁶ *An Introduction...*, s. 5.

Niemniej jednak rozwój funduszy hedgingowych jest prawdopodobny w podobnym scenariuszu w pierwszej dekadzie wieku XXI, zgodnie z którym wcześniej następował rozwój funduszy inwestycyjnych³⁷.

7. POTENCJALNE FORMY ROZWOJU FUNDUSZY HEDGINGOWYCH W POLSCE

Biorąc pod uwagę cechy charakterystyczne wybranych segmentów rynku finansowego oraz potencjał inwestycyjny poszczególnych grup inwestorów w Polsce, można wskazać następujące cztery potencjalne obszary działania krajowych funduszy hedgingowych. Odpowiadają im strategie inwestycyjne wzorowane na funduszach hedgingowych, działających na rynkach rozwiniętych:

- spekulacja na rynku walutowym (bieżącym i terminowym) i niepublicznym rynku walutowych oraz pieniężnych instrumentów pochodnych, prowadzona na rzecz inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych, zmierzających w kierunku dywersyfikacji posiadanych portfeli inwestycyjnych,
- arbitraż na rynku walutowym i rynku papierów wartościowych oraz rynku instrumentów terminowych i pochodnych prowadzony na rzecz szerokiego spektrum inwestorów,
- inwestycje krótkiej sprzedaży na rynku instrumentów pochodnych przeprowadzane na rzecz funduszy emerytalnych,
- spekulacja i arbitraż na publicznym rynku przejęć i fuzji oraz wykorzystywanie trudnych i szczególnych sytuacji spółek publicznych prowadzone na rzecz zamożnych osób fizycznych.

W wymienionych obszarach rozwijać się mogą fundusze przyjmujące wybrane ze wskazanych wcześniej strategii inwestycyjnych charakterystycznych dla podmiotów, działających na rynkach rozwiniętych.

Mimo iż rynek finansowy w Polsce wymaga dalszego rozwoju, który umożliwi swobodne działanie nowych instytucji finansowych, takich jak fundusze hedgingowe, to już obecnie można wskazać cztery obszary inwestycyjne, w których podmioty te mogą rozwijać swoją działalność. Obszary inwestycyjne wyznaczone są przez strategie możliwe do wykorzystania w wybranych segmentach rynku finansowego oraz docelowe grupy inwestorów funduszy.

Pierwszym obszarem jest spekulacja na rynku walutowym i niepublicznym rynku walutowych oraz pieniężnych instrumentów pochodnych

³⁷ R. Rao, op. cit., s. 5; www.e-hedge.com

prowadzona przez fundusze *Managed Futures* na rzecz zamożnych inwestorów indywidualnych, jak i inwestorów instytucjonalnych.

Drugim obszarem inwestycyjnym dostępnym dla funduszy hedgingowych w Polsce jest arbitraż na rynku walutowym i rynku papierów wartościowych oraz rynku instrumentów terminowych i pochodnych prowadzony przez fundusze *Market Neutral* na rzecz szerokiego spektrum inwestorów.

Trzeci obszar wyznaczany jest przez inwestycje krótkiej sprzedaży na rynku instrumentów pochodnych przeprowadzanych na rzecz funduszy emerytalnych przez fundusze *Managed Futures* i *Distressed Short Bias*.

Natomiast jako czwarty potencjalny obszar inwestycyjny można wskazać spekulację i arbitraż, możliwe do prowadzenia na publicznym rynku przejęć i fuzji oraz wykorzystywanie trudnych i szczególnych sytuacji spółek publicznych przez fundusze *Event Driven*. Inwestorami takich funduszy mogą być w przeważającej części zamożne osoby fizyczne.

Ze względu na szybko rosnącą płynność i wysoki wolumen obrotów największe szanse rozwoju funduszy hedgingowych można jednak upatrywać w rynku walutowym. Fundusze *Managed Futures* typu *Currency Managed* już obecnie mogą mieć swobodny dostęp do instrumentów niepublicznego rynku walutowego, zarówno bieżącego, jak i terminowego, co z kolei wypełnia podstawową, rynkową determinantę rozwoju tych instytucji w Polsce.

8. ZAKOŃCZENIE

Znacznie segmentu instytucji wspólnego inwestowania wśród polskich instytucji finansowych nieustannie wzrasta, szczególnie wśród inwestorów indywidualnych. Na przestrzeni ostatnich trzech lat dokonał się dynamiczny rozwój funduszy inwestycyjnych i firm zarządzających aktywami na zlecenie klientów, który polegał przede wszystkim na znaczącym wzroście liczby działających na rynku firm i towarzystw funduszy inwestycyjnych oraz zarządzanych przez nie funduszy inwestycyjnych. Obserwuje się odpływ środków finansowych z sektora bankowego właśnie w kierunku instytucji wspólnego inwestowania. Oferta produktowa tych instytucji pozostawała jednak bardzo mało zróżnicowana. Istnieje duże prawdopodobieństwo, że wraz z postępującą globalizacją rynków finansowych oraz znoszeniem barier legislacyjnych utrudniających swobodny przepływ kapitałów indywidualni inwestorzy w Polsce poszukiwać będą bardziej wyrafinowanych, alternatywnych form inwestowania kapitałów, jakimi są między innymi fundusze hedgingowe. Fundusze te rozpoczynając działalność na polskim rynku finansowym będą

niewątpliwie korzystać z doświadczeń pochodzących z państw wysoko rozwiniętych, w tym przede wszystkim ze Stanów Zjednoczonych.

Dzięki rozwojowi nowoczesnych technik telekomunikacyjnych fundusze hedgingowe, dla których siedzibą są inne państwa, mogą prowadzić działalność inwestycyjną na rynku polskim i odwrotnie – możliwe będzie podejmowanie racjonalnych decyzji przez polskie podmioty inwestujące na rynkach zagranicznych kapitały zgromadzone wśród krajowych inwestorów, w tym również inwestorów indywidualnych. Czynnikiem niezbędnym dla pojawienia się w Polsce funduszy hedgingowych skupiających swoją działalność na rynku krajowym, a jednocześnie paradoksalnie skutkiem ich działania będzie dalszy rozwój rynku finansowego w Polsce, a w szczególności rynku walutowego i rynku instrumentów pochodnych. Mimo że obecny etap rozwoju rynku finansowego nie pozwala na gwałtowny rozwój podmiotów skupiających swoją działalność wyłącznie na instrumentach krajowego rynku finansowego, to rynek ten podlega ciągłej transformacji i jest szansa na pojawienie się i rozwój działalności tych instytucji w Polsce. Fundusze hedgingowe, podobnie jak inne formy instytucji wspólnego inwestowania, mają możliwość gromadzenia kapitałów inwestorów indywidualnych w Polsce, a poprzez inwestycje w różnorodne instrumenty finansowe przyczyniać się będą do rozwoju krajowego rynku finansowego i całej gospodarki.

CZĘŚĆ III

INDYWIDUALNI INWESTORZY

A

FUNKCJONOWANIE PRZEDSIĘBIORSTW

DARIUSZ ZARZECKI

WYKORZYSTANIE WSKAŹNIKÓW FINANSOWYCH W OCENIE PRZEDSIĘBIORSTW

I. ISTOTA WSKAŹNIKÓW FINANSOWYCH

Wiele osób uważa, że z ksiąg rachunkowych firmy można wyczytać sekretne informacje, wykorzystując w tym celu tzw. wskaźniki finansowe. Prawda jest jednak taka, że wskaźniki finansowe nie zastępują „czarodziejskiej kuli”. Są one tylko prostym sposobem uogólniania ogromnej ilości danych finansowych i porównywania wyników firm. Wskaźniki umożliwiają nam zadawanie właściwych pytań, rzadko natomiast udzielają na nie odpowiedzi.

Wskaźniki finansowe (*financial ratios*) w węższym znaczeniu wyrażają w jednej liczbie wynik porównania dwóch lub więcej mierzalnych zjawisk gospodarczych. Takie rozumienie terminu „wskaźnik finansowy” obowiązuje w literaturze amerykańskiej i brytyjskiej¹. W szerszym znaczeniu można mówić o tzw. wskaźnikach absolutnych, opisujących bezwzględny poziom różnych zmiennych ekonomicznych (złote, dolary, tony, godziny, sztuki, osoby itd.) oraz o wskaźnikach relatywnych, będących kombinacją różnych wskaźników absolutnych. Do wskaźników relatywnych, zwanych też względnymi, zalicza się również kombinacje wskaźników absolutnych opisujących te same zjawiska w różnych okresach (wskaźniki dynamiki) oraz te same zjawiska o odmiennych zakresach (wskaźniki struktury).

Określenie „wskaźniki finansowe” jest niekiedy ograniczane wyłącznie do wskaźników opartych na danych uzyskiwanych z podstawo-

¹ Por. C. A. Westwick, *How to use Management Ratios*, Second edition, Gower Publishing Company Limited, Aldershot 1988, s. 2.

wych sprawozdań finansowych. Niektórzy dopuszczają, a nawet zalecają dodatkowe wykorzystanie informacji z giełdy papierów wartościowych. Jeszcze inni traktują wskaźniki finansowe bardzo szeroko, wychodząc z założenia, iż wystarczającym powodem do uznania wskaźnika za finansowy jest fakt jego wykorzystania do opisu zagadnień powszechnie uznawanych za finansowe.

Kolejną komplikacją terminologiczną jest to, że w niektórych krajach autorzy używają zamiennie określeń typu „wskaźnik ekonomiczny” (np. Niemcy, Polska, Rosja, Czechy), „wskaźnik biznesowy” (*business ratio* – USA, W. Brytania), „wskaźnik zarządzania” (*management ratio* – USA, W. Brytania). Wydaje się, że istota opisywanych zagadnień jest we wszystkich przypadkach ta sama, wobec czego można traktować podane wyżej terminy jako synonimy.

W związku z tym, że absolutne wskaźniki finansowe są ogólnie dobrze znane i nie wymagają specjalnej teorii ułatwiającej ich zrozumienie, zasadne jest ograniczenie zakresu tematyki wykładu dotyczącego wskaźników finansowych do ich węższego znaczenia. Przyjmujemy więc, że wskaźniki finansowe wyrażają w jednej liczbie wynik porównania dwóch lub więcej mierzalnych zjawisk gospodarczych.

2. GENEZA ANALIZY WSKAŹNIKOWEJ

Analiza wskaźnikowa zaczęła być stosowana na początku obecnego stulecia przez banki i inne instytucje finansowe². Oceniano w ten sposób sytuację finansową i wyniki przedsiębiorstw, koncentrując się przede wszystkim na zdolności organizacji do terminowej obsługi zadłużenia. Przeprowadzane oceny tworzyły podstawy do podejmowania decyzji o ewentualnym rozszerzeniu akcji kredytowej w stosunku do pożyczkobiorców. Pierwotnie szczególną rolę przypisywano wskaźnikowi płynności bieżącej (*current ratio*) – tj. relacji aktywów bieżących do pasywów bieżących. Wskaźnik pożyczkobiorcy był analizowany indywidualnie i porównywany z odpowiednimi wskaźnikami branżowymi.

Z upływem czasu zarówno inwestorzy, jak i analitycy finansowi skonstatowali, że ich podejście, opierające się na wskaźniku płynności bieżącej nie zapewnia adekwatnej oceny stabilności finansowej organizacji, jej wyników i rozwoju. Zaczęto wówczas badać inne wskaźniki pod kątem ich użyteczności w analizie danych jako uzupełnienie i potwierdzenie sytuacji finansowej opisywanej za pomocą wskaźnika płynności bieżącej.

² Szerzej na temat genezy analizy wskaźnikowej i kierunków praktycznych jej zastosowań patrz D. Zarzecki, *Wykorzystanie wskaźników finansowych w ocenie przedsiębiorstwa*, Interbook, Szczecin 1997.

Wprowadzano sukcesywnie kolejne nowe wskaźniki, które – mimo coraz liczniejszego grona użytkowników – nie zawsze są właściwie konstruowane i interpretowane. Po pewnym czasie użytkownicy spostrzegli również, że podejście sprowadzające się do zastosowania szerokiego zestawu wskaźników w ocenie sytuacji finansowej i wyników przedsiębiorstw wcale nie stanowi panaceum na problemy napotymane w związku z oceną. Wnioskując na podstawie wskaźników finansowych zawsze musimy zachować dużą ostrożność i zdrowy rozsądek.

Reasumując można stwierdzić, że celem analizy wskaźnikowej jest ocena porównawcza ryzyka i zwrotu, ułatwiająca podejmowanie racjonalnych decyzji inwestycyjnych i finansowych.

3. RODZAJE WSKAŹNIKÓW FINANSOWYCH

Ze względu na tematykę wskaźniki finansowe dzielą się na 4 grupy:

- 1) wskaźniki lewarowania, zwane też wskaźnikami zadłużenia (*leverage ratios* lub *gearing*),
- 2) wskaźniki płynności (*liquidity ratios*),
- 3) wskaźniki rentowności, określane także mianem wskaźników wydajności (*profitability ratios* lub *efficiency ratios*),
- 4) wskaźniki wartości rynkowej (*market value ratios*).

Niekiedy spotyka się inne propozycje grupowania wskaźników. Na przykład B. Rees wyróżnia wskaźniki: rentowności, obrotowości, lewarowania, płynności i produktywności³. Z kolei P. E. Fess i C. S. Warren wyróżniają tylko dwie obszerne grupy wskaźników: wskaźniki wypłacalności (*solvency ratios*) i wskaźniki rentowności (*profitability ratios*)⁴. J. M. Smith i K. F. Skousen wymieniają wskaźniki płynności (*liquidity ratios*), wskaźniki działalności (*activity ratios*), wskaźniki rentowności (*profitability ratios*) i wskaźniki struktury kapitałowej (*capital structure ratios*)⁵. G. I. White, A. C. Sondhi i D. Fried definiują cztery szerokie kategorie analizy wskaźnikowej: 1) analizę aktywności; 2) analizę płynności; 3) analizę zadłużenia długoterminowego i wypłacalności; 4) analizę rentowności⁶. Niezależnie od przyjętego sposobu grupowania, panuje duża zgodność poglądów co do konstrukcji i znaczenia najważniejszych wskaźników finansowych.

³ B. Rees, *Financial Analysis*, Prentice Hall, Hemel Hempstead 1990, s. 130.

⁴ P. E. Fess, C. S. Warren, *Accounting Principles*, South-Western Publishing Co., Cincinnati 1984, s. 570–580.

⁵ J. M. Smith, K. F. Skousen, *Intermediate Accounting*, South-Western Publishing Co., Cincinnati, 1987, 9th ed., s. 1162–1178.

⁶ G. I. White, A. C. Sondhi, D. Fried, *The Analysis and Use of Financial Statements*, John Wiley & Sons, New York 1994, s. 198–199.

Obok klasycznych wskaźników finansowych prezentowanych w większości prac z zakresu analizy finansowej i rachunkowości zarządczej menedżerowie stosują cały szereg specyficznych wskaźników odpowiednich do opisu ich obszaru działania (wskaźniki finansowe wiążące się z funkcją kierownika, na przykład działu zaopatrzenia). Jeszcze większa różnorodność wskaźników finansowych wynika ze specyfiki branżowej. Jest oczywiste, że szczegółowe wskaźniki opisujące efektywność działania hotelu będą znacząco różne od odpowiednich wskaźników stosowanych w energetyce czy transporcie kolejowym. Istnieje wiele opracowań prezentujących wskaźniki użyteczne dla różnych kategorii kierowników oraz zalecane do stosowania w poszczególnych branżach⁷.

4. PODSTAWOWE ZASADY KONSTRUKCJI WSKAŹNIKÓW FINANSOWYCH

Konstruując dowolny wskaźnik finansowy należy zawsze pamiętać o celu, jakiemu ma on służyć. Pierwszorzędną zasadą w analizie wskaźnikowej jest więc **zasada celowości**, sprowadzająca się do stwierdzenia, że to nie wskaźnik jest przedmiotem analizy – przedmiotem analizy jest określony obszar rzeczywistości gospodarczej, który opisywany jest za pomocą wskaźnika. Wskaźnik jest więc tylko narzędziem służącym jej przeprowadzeniu. Sformułowania typu „analiza wskaźnika stopy zysku”, „analiza wskaźnika rentowności kapitału własnego” itp. nie oddają właściwie tego, o co analitykowi chodzi. Faktycznie analizie podlega tutaj rentowność, a wymienione przykładowo wskaźniki są jedynie instrumentami opisującymi różne aspekty rentowności i pozwalającymi na lepsze poznanie ocenianej firmy⁸.

Powyższe sformułowanie nie oznacza, że wskaźników nie można dezagregować czy też rozpatrywać ich w związkach funkcyjnych z innymi wskaźnikami i miarami absolutnymi. Takie zabiegi nie zmieniają postaci rzeczy: nadal celem jest ocena określonego obszaru rzeczywistości gospodarczej, a nie wskaźnika jako takiego.

Kolejna ważna zasada, którą można określić mianem **zasady odpowiedzialności**, postuluje wiązanie ze sobą tylko takich wielkości, które pozostają ze sobą w logicznym związku i pozwalają na dokonanie sensownej interpretacji. Trudno byłoby o taką interpretację, porównując przykładowo wartość przychodów finansowych konkretnego przedsiębiorstwa (tj. dywidendy otrzymane, odsetki uzyskane i inne) z wartością zapasów. Między tymi wielkościami nie ma bliższego związku, acz-

⁷ Jednym z nich jest obszerna cytowana w przyp. 1 publikacja C. A. Westwicka, op. cit.

⁸ Omawiane w niniejszym punkcie zasady zostały sformułowane przez D. Zarzeckiego, op. cit., s. 9–11.

kolwiek malkontenci mogliby stwierdzić, że wyższe przychody finansowe mogą zwiększyć poziom zapasów lub też poprawić strukturę ich finansowania (mniejszy kredyt obrotowy). Byłoby to jednak bardzo wąskie spojrzenie, abstrahujące od tak ważnych aspektów gospodarki zapasami i kapitałem pracującym, jak przychody ze sprzedaży, koszty, rotacja zapasów, cykl ściągłości należności, wynik finansowy, sposób finansowania zapasów, struktura zapasów z wykazaniem zapasów zbędnych itd.

Rozwinięciem zasady odpowiedniości jest **zasada współmierności**. Postuluje ona nie tylko łączenie we wskaźnikach wartości ekonomicznych logicznie ze sobą związanych (na przykład sprzedaży i aktywów), ale także zapewnienie takiego sposobu ich wyrażania, który odpowiada faktycznym relacjom zachodzącym między nimi. Jeżeli odniesiemy sprzedaż za rok obrachunkowy do wartości aktywów na koniec okresu, wówczas otrzymamy wartość sprzedaży przypadającą na jednostkę aktywów firmy. Czy jest tak naprawdę? Sprzedaż generuje się w ciągu całego roku za pomocą aktywów, którymi przedsiębiorstwo dysponuje w tymże roku. Sprzedaż jest strumieniem (podobnie jak koszty, płace, podatek itd.), natomiast aktywa zasobem (podobnie jak zatrudnienie, kapitał własny, zobowiązania itd.). Aby dokonać prawidłowego określenia sprzedaży przypadającej na jednostkę aktywów w pewnym okresie należy uśrednić wartość aktywów wykazywanych w bilansie, przyjmując na przykład wartość średnią według stanu aktywów na początek i koniec roku.

Sposób pomiaru wskaźników finansowych jest kluczowy dla zapewnienia porównywalności i właściwej ich interpretacji. Trzeba w tym miejscu zaznaczyć, że wielu autorów nie przykładają specjalnej wagi do stosowania zasady współmierności. Czyni się tak często z chęci uproszczenia obliczeń lub pewnej tradycji. Na przykład klasyk analizy finansowej George Foster wywodzi swoje wskaźniki bezpośrednio ze sprawozdań finansowych, bez uśredniania stanów lub dokonywania innych przeliczeń. W wielu przypadkach różnice w wynikach uzyskiwanych w obu podejściach będą nieznaczne, ale mogą wystąpić przypadki poważnych odchyśleń. Jeżeli na przykład firma badana nabyła w listopadzie bardzo drogocenne maszyny i urządzenia, wówczas odnoszenie całorocznych wpływów ze sprzedaży do istotnie podwyższonej wartości aktywów z ostatniego dnia roku doprowadzi do zaniżenia rzeczywistego wskaźnika sprzedaży na jednostkę aktywów. W rzeczywistości aż przez 10 miesięcy firma generowała sprzedaż, wykorzystując znacznie mniej aktywów niż wykazuje to bilans na koniec roku obrotowego. Spełnienie zasady współmierności wymaga uwzględnienia faktu różnych stanów aktywów w różnych okresach roku, przy czym w omawianym przykładzie uśrednienie na podstawie danych z początku i końca roku nie odegrałoby właściwie swojej roli. Należałoby przyjąć stany z pięciu

(początek roku plus koniec każdego z kwartałów) lub nawet trzynastu (początek roku plus koniec każdego z miesięcy) okresów.

Niezwykle ważne jest również przestrzeganie **zasady porównywalności**. Jest to problem szczególnie złożony i trudny. Często pełne doprowadzenie do porównywalności jest po prostu niemożliwe do osiągnięcia. Zagadnieniu porównywalności wskaźników poświęcony jest następny punkt.

5. PORÓWNYWALNOŚĆ WSKAŹNIKÓW FINANSOWYCH

Aby ocenić określony obszar rzeczywistości gospodarczej za pomocą wskaźników finansowych, należy dysponować określonymi podstawami odniesienia, czyli tzw. bazami porównawczymi (*benchmark* lub *yardstick*). Trudno o jednoznaczną opinię na przykład na temat rentowności, gdy znany jest tylko poziom wskaźnika za jeden okres. Wskaźnik rentowności kapitału własnego w wysokości 15% może być bardzo dobry w pewnej branży w określonym czasie, podczas gdy taki sam wskaźnik w innej byłby uznany za mierny. Nasuwa się więc wniosek o konieczności stosowania baz porównawczych pozwalających relatywizować i obiektywizować nasze oceny.

W praktyce stosuje się kilka baz porównawczych: dane z okresów ubiegłych (porównania w czasie), dane planowe (porównania z planem), dane z innych jednostek (porównania międzyzakładowe), dane standardowe i uśrednione (porównania z wartościami standardowymi i średnimi). Dane z okresów ubiegłych uzyskiwane są bezpośrednio z ewidencji i sprawozdawczości przedsiębiorstwa. Również dane planowe – o ile przedsiębiorstwo sporządza plany – można znaleźć w poszczególnych spółkach. Natomiast dane z innych przedsiębiorstw i dane średnie dostępne są w coraz liczniejszych publikacjach i komputerowych bazach danych. Najbardziej znani wydawcy zajmujący się omawianą dziedziną to: Standard & Poor, Dun & Bradstreet, ICC Information Group, Dow Jones News/Retrieval, LEXIS/NEXIS, Wilsonline, Extel Financial.

Najbardziej znane bazy danych to CompuServe, Reuters, FAME, DIALOG oraz Datastream International. Z publikacji zwartych do szczególnie renomowanych zaliczane są: „Almanac of Business and Financial Ratios” (Leo Troy, Prentice Hall, Englewood Cliffs, USA, rocznik), „RMA Annual Statement Studies” (Robert Morris Associates, Philadelphia, USA, rocznik), „Standard & Poor’s Analyst’s Handbook” (Standard & Poor’s Corporation, New York, USA, kwartalnik i rocznik), „Standard & Poor’s Industry Surveys” (Standard & Poor’s Corporation, New York, kwartalnik i rocznik), „Predicasts Basebook” (Information Access Company, Foster City, USA, rocznik), „Key Business Ratios. The Guide to

British Business Performance" (Dun & Bradstreet, High Wycombe, Bucks, Wielka Brytania, rocznik). W Polsce odpowiednie dane do analiz porównawczych można znaleźć w prasie fachowej oraz w Monitorze B, gdzie spółki mają obowiązek publikować informacje finansowe za miniony rok obrotowy. Pojawiają się również specjalistyczne serwisy, takie np. jak Infocredit.

Zagadnienie porównywalności, a więc kwestia granic i możliwości racjonalnych porównań, występuje w każdej analizie ekonomicznej. Trzeba jednak wyraźnie podkreślić, że przedmiot i cel analizy oraz struktura porównywanych zjawisk są zwykle odmienne i dlatego zagadnienie to powinno być każdorazowo rozpatrywane indywidualnie. Nie chodzi bowiem o zapewnienie jakiejś porównywalności absolutnej, ale takiej, która umożliwi wyciągnięcie prawidłowych wniosków ze względu na przyjęty cel analizy. Tego rodzaju porównywalność określa się w literaturze mianem porównywalności ograniczonej celem poznawczym lub porównywalności względnej, a jej istota sprowadza się do tego, że zjawiska i przedmioty, które są w całości nieporównywalne, mogą być równocześnie oceniane pod pewnym ściśle określonym względem (kryterium).

Zakłócenia porównywalności wskaźników ekonomicznych mają swoje źródło w różnorodnych zmianach, jakim podlegają zjawiska będące przedmiotem analizy. Zakłócenia i ograniczenia porównywalności są następstwem zmian:

- metodologicznych,
- finansowych (cenowych),
- rzeczowych (przedmiotowych),
- organizacyjnych (podmiotowych).

Zakłócenia metodologiczne są wynikiem zmian informacyjnej wartości ocenianych wskaźników, co oznacza, że reprezentują one inny niż dotychczas zakres zjawisk. Metodologiczne utrudnienia w porównywalności powstają również wskutek wprowadzenia odmiennych zasad ewidencji i rozliczania kosztów produkcji, strat itp.

Zmiany cen wyrobów gotowych i materiałów, stawek amortyzacji i płać, oprocentowania kredytów, podatków, kursów walut itp. są przyczyną zakłóceń o charakterze finansowym. Czynniki rzeczowe dotyczą przede wszystkim różnic występujących w porównywanych wyrobach. Różnice te są wynikiem stałego doskonalenia procesu produkcji, zmian w konstrukcji, technologii itd.

Zakłócenia porównywalności o charakterze organizacyjnym są spowodowane zmianami w zakresie działania analizowanych podmiotów. Porównywalność jest więc tutaj utrudniona w przypadku połączenia lub podziału przedsiębiorstw oraz wszelkich innych – istotnych z punktu widzenia celu analizy – zmian w strukturze organizacyjnej przedsiębiorstw.

W zależności od rodzaju analizowanych zagadnień oraz przyjętych kierunków porównań różna może być skala oddziaływania czynników zakłócających porównywalność. Ogólnie rzecz biorąc, im szerszy krąg zjawisk reprezentuje dany wskaźnik, tym większe trudności w zapewnieniu pożądanej porównywalności. W większości przypadków za pomocą odpowiednich zabiegów polegających na wyłączeniu z badanych wielkości tych informacji, które są zbędne i zniekształcają wyniki analizy, uzyskuje się stosowny stopień porównywalności. Niekiedy takie pogrupowanie informacji jest jednak poważnie utrudnione, a nawet niemożliwe, co najczęściej wynika z braku wiarygodnych danych statystycznych. Zapewnienie porównywalności jest utrudnione również wówczas, gdy nastąpi skumulowanie wszystkich bądź większości czynników ją zakłócających.

Przedstawione uwarunkowania narzucają konieczność szczególnie starannego doboru i opracowania danych statystycznych oraz zastosowania właściwych z punktu widzenia celu analizy wskaźników i metod ich obliczania. Porównania poszczególnych wskaźników finansowych powinny być poprzedzone weryfikacją ich przydatności, przeprowadzoną pod kątem spełnienia wymagań odnośnie do porównywalności. Jeżeli z pewnych względów – najczęściej obiektywnie uzasadnionych – analityk godzi się na nieznaczne zniekształcenia wyników analizy przyjmując do porównań wskaźniki generujące wpływ zarówno czynników badanych, jak też tych, które zakłócają porównywalność, to nieodzowna jest wówczas przynajmniej szacunkowa ocena siły i sposobu oddziaływania czynników drugiej grupy. Przypadki takie powinny być jednak możliwie rzadkie, a wnioskowanie – szczególnie ostrożne. Beztroskie i wątpliwe w sensie wartości poznawczej porównania przynoszą często więcej szkody niż pożytku.

6. WARTOŚCI NORMATYWNE WSKAŹNIKÓW FINANSOWYCH

Dobrze znany, powszechnie stosowany w praktyce wskaźnik płynności bieżącej (*current ratio*), jest relatywnym sposobem wyrażenia kapitału pracującego. Kapitał pracujący, rozumiany jako różnica pomiędzy aktywami bieżącym a pasywami bieżącymi, w przypadku tego wskaźnika jest ilorzem obu wielkości obliczeniowych. W wielu opracowaniach zwraca się uwagę, że firmy o mocniejszej pozycji przetargowej mogą dobrze funkcjonować nawet przy niewielkim poziomie kapitału pracującego. Oznacza to, że takie podmioty przerzucają w części finansowanie działalności na swoich dostawców. Nierzadkie są przypadki, gdy kapitał pracujący przybiera wartości ujemne (zobowiązania bieżące przewyższają aktywa bieżące). Może to być i często jest sygnał występowania

nia w firmie problemów finansowych, ale może to być również wyraz jej dużej siły przetargowej. Ujemny kapitał pracujący, a tym samym wskaźnik płynności bieżącej niższy od 1 oznacza, że środki trwałe w firmie są w części finansowane zobowiązaniami bieżącymi (krótkoterminowymi).

W licznych pracach podawane są tzw. wartości krytyczne wskaźników płynności bieżącej. Np. L. Bednarski przyjmuje, że optymalny poziom płynności bieżącej mieści się w przedziale od 1,5 do 2,0⁹. M. Sierpińska i T. Jachna¹⁰, T. Dudycz i S. Wrzosek¹¹ oraz T. Waśniewski i W. Skoczylas¹² rekomendują przedział od 1,2 do 2,0, natomiast J. Ostaszewski¹³ odpowiednio od 1,6 do 1,9. Bardzo wielu autorów, w tym m.in. C.A. Westwick¹⁴, M. Tyran¹⁵ i T. Waśniewski¹⁶, przyjmuje, że wskaźnik płynności bieżącej powinien oscylować wokół 2,0. Również W. Tarczyński uznaje poziom 2,0 za zadowalający¹⁷. Z kolei S. Benninga i O. Sarig potwierdzają dość rozpowszechnioną interpretację tego wskaźnika, według której jako odpowiedni poziom płynności przyjmuje się wskaźnik przewyższający 2,0¹⁸.

Liczni autorzy ostrzegają jednak przed bezkrytycznym stosowaniem podawanych standardów w ocenie konkretnych podmiotów. Wskazuje się w szczególności na duże zróżnicowanie międzysektorowe, a także znaczące często różnice pomiędzy podmiotami w ramach tego samego sektora. Np. A. Rutkowski zwraca uwagę, że „w poszczególnych firmach wskaźnik płynności może przyjmować różne wartości. Firmy, które mają małe zapasy i jednocześnie należności łatwo ściągalne, mogą w sposób bezpieczny prowadzić swoją działalność, utrzymując na stosunkowo niskim poziomie stopę bieżącą płynności”¹⁹. Krytycznie do wspomnianych

⁹ L. Bednarski, *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 1999, s. 79.

¹⁰ M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, PWN, Warszawa 1997, s. 80.

¹¹ T. Dudycz, S. Wrzosek, *Analiza finansowa. Problemy metodyczne w ujęciu praktycznym*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2000, s. 54 i n.

¹² T. Waśniewski, W. Skoczylas, *Teoria i praktyka analizy finansowej w przedsiębiorstwie*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2002, s. 173.

¹³ J. Ostaszewski, *Ocena efektywności przedsiębiorstwa według standardów EWG, CIM*, Warszawa 1991, s. 54–55.

¹⁴ C. A. Westwick, op. cit., s. 178.

¹⁵ M. Tyran, *Business & Financial Ratios*, Woodhead-Faulkner, Hemel Hempstead 1992, s. 162–163.

¹⁶ T. Waśniewski, *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1997, s. 313.

¹⁷ W. Tarczyński, *Fundamentalny portfel papierów wartościowych*, PWE, Warszawa 2002, s. 103.

¹⁸ S. Benninga, O. Sarig, *Corporate Finance, A Valuation Approach*, International Edition, McGraw-Hill, New York 1997, s. 354.

¹⁹ A. Rutkowski, *Zarządzanie finansami*, PWE, Warszawa 2003, s. 84.

standardów (wskaźników normatywnych) odnosi się wielu innych autorów. Np. D. Davies uważa, że górna norma wskaźnika płynności bieżącej wynosząca 2,0 nie ma racjonalnego uzasadnienia, gdyż zarówno w zakresie zapotrzebowania na środki obrotowe, jak i w odniesieniu do reguł dotyczących trybu i terminów regulowania płatności wobec dostawców występuje duże zróżnicowanie branżowe²⁰.

Wydaje się, że już najwyższy czas, aby zdecydowanie obalić mit o normie, według której w zdrowej firmie wskaźnik płynności bieżącej powinien wynosić 2, a nawet powyżej tej liczby. O tym, że jest to koncepcja błędna, może świadczyć przeciętna wartość wskaźnika płynności bieżącej dla przedsiębiorstw Zjednoczonego Królestwa w latach dziewięćdziesiątych, która wynosiła 1,1. Zgodnie z zaproponowanym ujęciem oznaczałoby to bardzo poważne problemy zdecydowanej większości firm brytyjskich (mowa bowiem o wartości średniej wskaźnika – wiele firm wykazywało więc wskaźnik płynności bieżącej na poziomie niższym od 1,0, wiele innych wyższy od 1,1, lecz wyraźnie niższy od rekomendowanej wartości 2,0). Gospodarka brytyjska rozwija się tymczasem w zupełnie dobrym, a nawet bardzo dobrym, tempie i na przełomie wieków nie było słyhać o jakimś załamaniu gospodarczym w Wielkiej Brytanii. Co ciekawe, większość autorów sygnalizuje problemy z określeniem pożądanej, normatywnej wartości wskaźników płynności. Jaka jest więc faktyczna użyteczność tzw. wartości krytycznych?

7. PRZYKŁAD DEZAGREGACJI STOPY ZWROTU

Z KAPITAŁU CAŁKOWITEGO BRUTTO (STOPY ZWROTU Z AKTYWÓW BRUTTO) ROA ORAZ STOPY ZWROTU Z KAPITAŁU WŁASNEGO BRUTTO ROE

Ciekawym, stosunkowo rzadko stosowanym, sposobem analizy podstawowych wskaźników rentowności jest próba dezagregacji wskaźnika rentowności kapitału własnego brutto GROE (zysk brutto/przeciętny stan kapitału własnego) na rentowność sprzedaży brutto GROS i obrotowość aktywów (SAR) oraz korektę o wskaźnik obciążenia aktywów kosztami odsetek (IAR), a następnie o wskaźnik lewarowania LEV (dźwigni finansowej – relacja przeciętnego stanu aktywów do przeciętnego stanu kapitału własnego). Poniżej podano przykład dezagregacji GROE na podstawie danych odnoszących się do znanej spółki amerykańskiej Merck.

²⁰ D. Davies, *Sztuka zarządzania finansami*, PWN-McGraw-Hill, Warszawa-Londyn 1993, s. 42-50.

| Rok | GROS | | SAR | | ROA | | IAR | | GIROA | | LEV | | GROE |
|------|--------|---|------|---|--------|---|-------|---|--------|---|------|---|--------|
| 1986 | 27,08% | x | 0,83 | = | 22,48% | - | 0,89% | = | 21,59% | x | 1,94 | = | 41,88% |
| 1987 | 28,88% | x | 0,94 | = | 27,15% | - | 1,05% | = | 26,10% | x | 2,32 | = | 60,55% |
| 1988 | 32,79% | x | 1,01 | = | 33,12% | - | 1,30% | = | 31,82% | x | 2,37 | = | 75,41% |
| 1989 | 35,66% | x | 1,02 | = | 36,37% | - | 0,82% | = | 35,55% | x | 2,02 | = | 71,82% |
| 1990 | 36,08% | x | 1,04 | = | 37,52% | - | 0,94% | = | 36,58% | x | 2,01 | = | 73,53% |

Źródło: opracowanie własne na podstawie G. I. White, A. C. Sondhi, D. Fried, *The Analysis and Use of Financial Statements*, Wiley & Sons, New York 1994, s. 233.

Innym sposobem analizy rentowności jest trzyskładnikowa dezagregacja ROE (ponownie przeprowadzona na przykładzie spółki Merck):

| Rok | NROS | | SAR | | NIROA | | AER | | ROE |
|------|--------|---|------|---|--------|---|------|---|--------|
| 1986 | 16,37% | x | 0,83 | = | 13,59% | x | 1,94 | = | 26,36% |
| 1987 | 17,91% | x | 0,94 | = | 16,84% | x | 2,32 | = | 39,06% |
| 1988 | 20,32% | x | 1,01 | = | 20,52% | x | 2,37 | = | 48,64% |
| 1989 | 22,83% | x | 1,02 | = | 23,29% | x | 2,02 | = | 47,04% |
| 1990 | 23,22% | x | 1,04 | = | 24,15% | x | 2,01 | = | 48,54% |

Źródło: opracowanie własne na podstawie G. I. White, A. C. Sondhi, D. Fried, *The Analysis and Use of Financial Statements*, Wiley & Sons, New York 1994, s. 236.

NROS oznacza wskaźnik rentowności sprzedaży netto (zysk netto przez sprzedaż), natomiast NIROA to relacja zysku netto do średniego stanu aktywów. Jeszcze bardziej rozbudowanym kierunkiem analizy jest pięcioskładnikowa dezagregacja ROE (dane dotyczą spółki Merck):

| EFEKTY: | ROENTNOŚĆ | | FINANSOWANIE | | OPERACJE | | ROENTNOŚĆ | | ROE | | | | | | |
|---------|-----------|-----------|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------|------|---|--------|---|------|---|--------|
| | ROENTNOŚĆ | ROENTNOŚĆ | ROENTNOŚĆ | ROENTNOŚĆ | ROENTNOŚĆ | ROENTNOŚĆ | ROENTNOŚĆ | | | | | | | | |
| Rok | NI/GI | | GI/EBIT | | GROA | ROS | SAR | NIROA | LEV | | | | | | |
| 1986 | 63,00% | x | 0,96 | x | 27,08% | = | 16,38% | x | 0,83 | = | 13,59% | x | 1,94 | = | 26,37% |
| 1987 | 65,00% | x | 0,96 | x | 28,88% | = | 18,02% | x | 0,94 | = | 16,94% | x | 2,32 | = | 39,30% |
| 1988 | 65,00% | x | 0,96 | x | 32,79% | = | 20,46% | x | 1,01 | = | 20,67% | x | 2,37 | = | 48,98% |
| 1989 | 64,00% | x | 1,00 | x | 35,66% | = | 22,82% | x | 1,02 | = | 23,28% | x | 2,02 | = | 47,02% |
| 1990 | 66,00% | x | 0,97 | x | 36,08% | = | 23,10% | x | 1,04 | = | 24,02% | x | 2,01 | = | 48,28% |

Źródło: opracowanie własne na podstawie G. I. White, A. C. Sondhi, D. Fried, *The Analysis and Use of Financial Statements*, Wiley & Sons, New York 1994, s. 236.

Przedstawione formuły stwarzają możliwość dokonania pogłębionej analizy rentowności i lepszego zrozumienia źródeł rentowności i przyczyn zmian w tym zakresie z okresu na okres. Przeprowadzenie odpo-

wiednich porównań z innymi firmami lub średnimi sektorowymi może być dodatkowym, bardzo cennym uzupełnieniem bazy decyzyjnej, wspomagając w ten sposób proces zarządzania przedsiębiorstwem.

8. PRZYKŁADY KSZTAŁTOWANIA SIĘ WSKAŹNIKÓW FINANSOWYCH W PRAKTYCE

W dalszej części opracowania zaprezentowano przykłady kształtowania się wskaźników finansowych w praktyce gospodarczej. W tabeli 1 przedstawiono dwanaście wskaźników finansowych opisujących zadłużenie, płynność finansową, rentowność i wartość rynkową w latach 1994–1996 w czterech firmach żeglugowych. Jedną z tych firm jest polski podmiot: Polska Żegluga Morska (PŻM) z siedzibą w Szczecinie, która zarówno w analizowanym okresie, jak i obecnie (2004 rok) pozostaje nadal przedsiębiorstwem państwowym. Stąd niemożność wyznaczenia w PŻM wskaźnika P/E i wskaźnika wypłat dywidend, oba odnoszą się bowiem do spółek kapitałowych, a pierwszy z nich dodatkowo do spółek akcyjnych notowanych na giełdzie (takimi spółkami są Bergesen, CMB i Bylock).

Bardzo wysoki we wszystkich latach wskaźnik obrotowości aktywów w PŻM może świadczyć o wysokiej sprawności tego armatora na tle konkurencji, co znajduje swój wyraz w znacznie większych przychodach uzyskiwanych z każdej jednostki pieniężnej zaangażowanych aktywów. O ile w PŻM odpowiednie wartości wynosiły w kolejnych latach: 1,405 (1994), 1,862 (1995) i 1,845 (1996), to w Bylocku około 0,6 (średnio), w CMB odpowiednio 0,5 (średnio), a w Bergesenie zaledwie 0,28–0,32. Tak więc jednostka pieniężna zainwestowana w aktywa PŻM przyczyniała się do wygenerowania ponad 1,8 (w latach 1995–1996) jednostki pieniężnej przychodów, podczas gdy w najslabszym pod tym względem Bergesenie na jednostkę pieniężną aktywów przypada zaledwie 0,32 jednostki pieniężnej przychodów.

Czy różnice te świadczą wyłącznie o wysokiej sprawności PŻM i znakomitym wykorzystaniu posiadanego majątku? Oczywiście nie musi to być i w tym przypadku nie jest cała prawda. Poziom omawianego wskaźnika zależy również od stopnia zużycia (zdekapitalizowania) majątku trwałego, na który w spółkach żeglugowych składają się przede wszystkim statki. W badanym okresie statki największego polskiego armatora, jakim jest PŻM, były w bardzo znaczącym stopniu zdekapitalizowane. Tymczasem wartość majątku trwałego wykazywana jest w ujęciu netto, tj. po odjęciu umorzenia. Firmy dysponujące zdekapitalizowanym, aczkolwiek nadal sprawnym, majątkiem trwałym będą wykazy-

wały – przy innych warunkach porównywalnych – wyższy poziom wskaźnika obrotowości (produktywności) aktywów niż firmy wykorzystujące stosunkowo nowe składniki majątku trwałego.

Zadłużenie w spółkach CMB i Bylock było w analizowanym okresie stabilne, co może świadczyć o utrzymywaniu przez te firmy celowej, względnie stałej struktury finansowania. W CBM na jednostkę pieniężną księgowej wartości kapitału własnego przypadało w badanym okresie od 2,14 do 2,52 jednostki pieniężnej zadłużenia (przekłada się to na od 68% do 72% finansowania obcego w zakresie finansowania aktywów firmy). W Bylocku relacja długu do kapitału własnego wynosiła od 1,55 do 1,63 (co daje wskaźnik długu w wysokości od 61% do 62%). Z kolei w Bergesenie relacja długu do kapitału własnego kształtowała się na stosunkowo niskim poziomie i wykazywała wyraźną tendencję zniżkową. W 1994 roku wskaźnik dług/kapitał własny wynosił 1,17 (czyli 54% aktywów było sfinansowanych długiem), w 1995 już 1,02 (czyli niespełna 51% finansowania obcego), a w 1996 już tylko 0,61 (czyli kapitały obce stanowiły tylko 38% kapitałów spółki). W PŻM relacja zadłużenia do kapitału własnego w 1994 roku wyniosła $-8,72$. Oznacza to, że firma miała w tym czasie ujemne fundusze własne, a zadłużenie stanowiło aż 113% wartości aktywów ogółem. W kolejnym roku nastąpiła poprawa, PŻM wykazała bowiem dodatni kapitał własny. Relacja dług/kapitał własny wyniosła 5,89, czyli zadłużenie aktywów osiągnęło poziom 85%. W 1996 roku wskaźnik dług/kapitał własny spadł do poziomu 2,94 (co oznacza zadłużenie aktywów na poziomie 75%). Mimo poprawy, w 1996 roku PŻM była nadal najbardziej zadłużonym armatorem w grupie czterech analizowanych firm.

Interesująco przedstawia się analiza płynności. Wskaźnik płynności bieżącej w CMB, Bylocku i PŻM we wszystkich analizowanych latach kształtował się na zbliżonym poziomie. Wyjątkiem był rok 1994 w PŻM, kiedy płynność (bieżąca) wyraźnie pogorszyła się, osiągając poziom zaledwie 0,60. Można z dużym prawdopodobieństwem założyć, że w spółkach żeglugowych wskaźnik płynności bieżącej na poziomie 0,8–0,9 umożliwia w większości przypadków normalne funkcjonowanie. Potwierdzeniem tego może być fakt, że w latach 1988–1997 średni wskaźnik płynności bieżącej w całym sektorze „Transport wodny” (Water Transportation – kod SIC 44, kod ISC 4400) w USA mieścił się w przedziale 0,9–1,2. W latach 1994–1996 wskaźnik ten wynosił odpowiednio: 1,1; 1,1; 1,0. W 1997 roku w sektorze tym funkcjonowało w USA aż 8220 firm, a średni wskaźnik płynności bieżącej wyniósł 1,2²¹. Od średniej wyraźnie *in plus* odbiega Bergesen, gdzie można mówić o wysokim na

²¹ L. Troy, *Almanac of Business and Financial Ratios 1997 Edition*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, USA, s. 179.

tle konkurentów poziomie wskaźników płynności bieżącej. Powody wykazanych w spółce Bergesen bardzo wysokich wskaźników, oznaczających być może nieuzasadnioną nadpłynność, powinny zostać wyjaśnione w toku szczegółowej, pogłębionej analizy tego zagadnienia.

Na stosunkowo stabilnym i zbliżonym poziomie kształtował się w badanym okresie wskaźnik przyspieszonej płynności (Acid Test) w spółkach CBM i Bergesen. Mieścił się on w przedziale 0,7–0,9. Okazuje się, że średni poziom tego wskaźnika w całym sektorze „Transport wodny” w Stanach Zjednoczonych w latach 1988–1997 wynosił dokładnie 0,7–0,9. W latach 1994–1996 ukształtował się na poziomie odpowiednio: 0,8; 0,8; 0,7. Wysokość omawianego wskaźnika w PŻM wskazuje na poważne problemy z płynnością finansową w całym analizowanym okresie. Z kolei Bergesen wykazywał, podobnie jak w przypadku płynności bieżącej, bardzo wysokie poziomy wskaźnika przyspieszonej płynności, co może świadczyć o występowaniu nadpłynności. Może to być również rezultat polityki redukcji zadłużenia: spółka utrzymuje normalny poziom aktywów bieżących do prowadzenia działalności operacyjnej, a dodatkowo gromadzi środki na potrzeby przyszłych spłat zobowiązań. Takie wyprzedzające gromadzenie środków mogłoby świadczyć o zapobiegliwości kierownictwa spółki, a więc o ograniczaniu ryzyka.

Wskaźnik pokrycia odsetek zyskiem, który opisuje zdolność do obsługi zadłużenia, najgorzej prezentuje się w przypadku PŻM. Potwierdza się ogólnie negatywna ocena sytuacji finansowej tej firmy – zarówno w aspekcie płynności finansowej, jak i poziomu zadłużenia, a także (o czym dalej) rentowności. W pozostałych spółkach omawiany wskaźnik kształtuje się na zdecydowanie wyższym poziomie i zwykle przekracza 2,0. Wyjątkiem jest CMB, gdzie w latach 1994–1995 wskaźnik ten wynosił odpowiednio 1,49 i 1,69. Jednak w 1996 roku osiągnął już 2,48. Można więc mówić o wyraźnej poprawie sytuacji w tej spółce. Zaskakująco stabilny jest poziom wskaźnika pokrycia w spółce Bylock (wskaźnik wynosi 2,22–2,23).

W spółce Bergesen rentowność sprzedaży brutto (mierzona relacją EBIT do sprzedaży) jest stosunkowo wysoka i stabilna w całym analizowanym okresie. Na nieco niższym poziomie kształtuje się rentowność sprzedaży w Bylocku, aczkolwiek również i w tym przypadku można mówić o dużej stabilności. Natomiast w CMB rentowność sprzedaży była w 1994 roku stosunkowo niska (8,1%), następnie w 1995 roku nieco wzrosła (10,0%), po czym nastąpił bardzo duży wzrost w 1996 roku (19,5%). Z kolei wyniki PŻM wskazują na stosunkowo dobrą sytuację w latach 1994–1995 oraz wyraźny regres w 1996 roku (8,5%).

Najwyższą rentowność aktywów ogółem wykazuje, paradoksalnie, PŻM. Wynika to w dużej mierze z niższej niż u konkurentów wartości aktywów trwałych netto. Warto też odnotować bardzo znaczący spadek

ROA w 1996 roku (37,4%) w stosunku do 1995 roku (14,7%). Najwyższe ROA (oprócz PŻM) i równocześnie najbardziej stabilne wykazywał Bylock (wskaźnik od 7,4% do 9,4%). Bardzo stabilnie zachowywał się również ROA w Bergesenie (4,5%–5,3%), aczkolwiek na niższym poziomie niż w Bylocku. Natomiast wyraźny postęp następował w CMB, wskaźnik rósł bowiem z okresu na okres od 4,2% w 1994 roku do 9,2% w 1996 roku.

Najwyższe ROE w 1996 roku wykazały CMB (23,0%) oraz Bergesen (19,5%). Wynik Bylocka jest w tym roku znacznie gorszy (9,4%), jednak spółka ta osiągała lepsze wyniki niż konkurenci w poprzednich dwóch latach.

Warto zwrócić uwagę na zbliżony cykl ściągania należności w Bergesenie, Bylocku i PŻM, a także bardzo duże wahania wskaźnika P/E (cena/zysk) w kolejnych latach. Wskaźniki te były stosunkowo wysokie w 1994 roku (szczególnie w przypadku Bergesena i CMB). W przypadku trzech analizowanych spółek giełdowych (oprócz PŻM, która nie jest spółką) wskaźnik P/E w następnym roku wyraźnie się obniżył. Skala spadku wynoszącego w każdym przypadku około 50% może sugerować, że w części było to spowodowane ogólną sytuacją i nastrojami na rynkach kapitałowych. W roku następnym nastąpił dalszy spadek omawianego wskaźnika w odniesieniu do Bergesena i CMB, natomiast poprawił się znacząco wskaźnik Bylocka.

Najbardziej hojną spółką w zakresie dzielenia się zyskiem z akcjonariuszami był CMB: w każdym z analizowanych lat wypłacano tam w formie dywidend od 72,3% do nawet 90,6% zysku netto. Znacząca część zysku była również wypłacana akcjonariuszom Bylocka (od 41,3% do 71,6%). Nieco mniej wypłacała spółka Bergesen, co mogło wiązać się z realizowanym programem inwestycyjnym (świadczyc o tym mogą niższe niż u konkurentów wskaźniki obrotowości aktywów).

Reasumując, w ocenianym okresie spośród analizowanych firm żeglugowych stosunkowo najlepiej prezentują się CBM i Bylock. Największe wątpliwości dotyczą PŻM, firma ta wykazywała bowiem niską rentowność i zdecydowanie niezadowolającą płynność finansową. Niekorzystne trendy występujące w tej firmie znalazły swoje apogeum w poważnym kryzysie finansowym, jaki wystąpił w końcu ubiegłego wieku. PŻM zdołała jednak przetrwać najpoważniejszy w swojej historii kryzys i weszła na ścieżkę stabilnego rozwoju.

W tabeli 2 ujęto średnie wartości wskaźnika obrotowości (produktywności) aktywów, czyli relacji przychodów ze sprzedaży i przeciętnego stanu aktywów, w kluczowych sektorach gospodarki polskiej wg systemu EKD w latach 1997–2001. Dane uzyskano w trakcie badań przeprowadzonych w ramach projektu KBN realizowanego pod kierunkiem autora w latach 2001–2004. Próba badawcza to 1030 podmiotów gospodarczych, z których dane były podstawą dokonywanych obliczeń.

Wskaźnik obrotowości aktywów jest jednym z najczęściej wykorzystywanych wskaźników finansowych. Jest on m.in. zmienną wyjaśniającą poziom wskaźnika stopy zysku w modelu DuPonta. Służy także jako samodzielna miara obrazująca stopień produktywnego wykorzystania aktywów firmy. Z przeprowadzonych badań wynika, że występuje duże zróżnicowanie wskaźnika obrotowości aktywów według poszczególnych sektorów. W prezentowanym zestawieniu szczególnie interesujący jest poziom konkretnego wskaźnika odnoszącego się do danego sektora na tle średniej i wskaźników dotyczących innych sektorów oraz dynamika zmian.

Wysoki poziom omawianego wskaźnika występuje w przypadku handlu detalicznego (EKD 52), gdzie wskaźnik wynosił od 4,2 do 3,0. Warto podkreślić, że następowało stopniowe obniżanie się tego wskaźnika w kolejnych latach. Z analizy zmian wskaźnika liczonego wagą wielkości firm ujętych w badaniu wynika jednak, że w latach 1999–2001 był on raczej stabilny, co – w konfrontacji z poprzednim wskaźnikiem – może świadczyć o postępującym osłabianiu pozycji małych firm handlowych w stosunku do wielkich sieci handlowych.

9. PODSUMOWANIE

Uzyskanie pełnego obrazu wymaga wykorzystania możliwie szerokiej gamy baz odniesienia. Umiejętność wyciągania właściwych wniosków jest jednak kwestią znacznie trudniejszą aniżeli wynikałoby to z konstrukcyjnej prostoty omawianych wskaźników finansowych. Okazuje się, że skuteczne zastosowanie wskaźników w analizie finansowej jest najczęściej udziałem tych, którzy łączą dużą wiedzę teoretyczną z bogatym doświadczeniem praktycznym. Życie gospodarcze jest zbyt dynamiczne, aby opierać się na szablonie i utartych schematach. Analiza wskaźnikowa jest więc swoistym wyzwaniem dla osób o otwartych horyzontach, poszukujących niedostrzegalnych związków i współzależności w skomplikowanym świecie biznesu i próbujących dostosować swoje działania do zachowań otoczenia gospodarczego.

Tabela 1. Kształtowanie się wybranych wskaźników finansowych w Polskiej Żegludze Morskiej (PŻM) oraz trzech notowanych na giełdach zagranicznych spółkach shippingowych w latach 1994–1996

| WSKAŹNIK | BERGESEN | | | CMB | | | BYLOCK | | | PŻM | | |
|--|----------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|---------|--------|--------|
| | 1994 | 1995 | 1996 | 1994 | 1995 | 1996 | 1994 | 1995 | 1996 | 1994 | 1995 | 1996 |
| Dług/kapitał własny (zadł. długoterm. plus zadł. krótkoterm./kapitał własny) | 1,17 | 1,02 | 0,61 | 2,31 | 2,52 | 2,14 | 1,63 | 1,59 | 1,55 | -8,72 | 5,89 | 2,94 |
| Wskaźnik pokrycia odsetek zyskiem (EBIT/odsetki) | 2,23 | 2,50 | 2,05 | 1,49 | 1,69 | 2,48 | 2,23 | 2,22 | 2,22 | 0,88 | 1,82 | 1,00 |
| Wskaźnik płynności bieżącej (aktywa bieżące/pasywa bieżące) | 3,24 | 2,21 | 2,65 | 0,87 | 0,85 | 0,93 | 0,91 | 0,86 | 0,74 | 0,60 | 0,84 | 0,82 |
| Acid test (aktywa bieżące-zapasy/pasywa bieżące) | 3,08 | 2,13 | 2,54 | 0,87 | 0,85 | 0,91 | 0,87 | 0,82 | 0,70 | 0,43 | 0,66 | 0,47 |
| Rentowność sprzedaży (zysk brutto plus odsetki/sprzedaż) | 14,0% | 18,7% | 16,4% | 8,1% | 10,0% | 19,5% | 13,6% | 14,9% | 12,2% | 14,6% | 18,7% | 8,5% |
| Obrotowość aktywów (sprzedaż/aktywa ogółem) | 32,3% | 27,9% | 32,1% | 51,6% | 51,5% | 47,2% | 57,9% | 62,9% | 60,5% | 140,5% | 186,2% | 184,5% |
| ROA (EBIT/aktywa ogółem) | 4,5% | 5,2% | 5,3% | 4,2% | 5,1% | 9,2% | 7,8% | 9,4% | 7,4% | 21,4% | 37,4% | 14,7% |
| ROE (zysk netto/kapitał własny) | 5,2% | 5,6% | 19,5% | 5,9% | 9,8% | 23,0% | 8,9% | 15,9% | 9,4% | NM% | NM | 3,1% |
| Zwrot z aktywów netto (EBIT/aktywa netto) | 11,0% | 12,2% | 9,0% | 17,7% | 22,7% | 38,8% | 23,0% | 27,2% | 21,5% | -289,2% | 447,6% | 196,1% |
| Cykl ściągania należności w dniach (należności/przychody:365) | 50,1 | 79,6 | 42,6 | 142,4 | 127,7 | 128,3 | 53,5 | 54,6 | 53,9 | 53,9 | 50,0 | 45,5 |
| Wskaźnik wypłat dywidendy (dywidendy/zysk netto) | 36,4% | 20,4% | 4,7% | 90,6% | 72,3% | 85,6% | 41,3% | 43,9% | 71,6% | NR | NR | NR |
| Wskaźnik P/E na 31.12. | 47,1 | 24,2 | 7,4 | 31,0 | 15,2 | 6,8 | 12,2 | 6,4 | 12,9 | NR | NR | NR |

Symbol NM oznacza, że dany wskaźnik nie jest obliczany z uwagi na brak logicznej interpretacji (*not meaningful*); symbol NR oznacza, że dany wskaźnik nie dotyczy danej spółki (*not relevant*).

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze sprawozdawczości finansowej PŻM oraz z bazy EXTEL.

Tabela 2. Kształtowanie się wskaźnika *produktywności (obrotowości) aktywów* w wybranych sektorach polskiej gospodarki w latach 1997–2001

| EKD | LICZBA FIRM | NAZWA ZMODYFIKOWANEJ KLASY EKD | PRZYCHODY ZE SPRZEDAŻY/ŚREDNIE AKTYWA ARYTMETYCZNE ŚREDNIE SEKTOROWE | | | | | PRZYCHODY ZE SPRZEDAŻY/ŚREDNIE AKTYWA WAŻONE ŚREDNIE SEKTOROWE | | | | |
|-------|-------------|---|---|------|------|------|------|---|------|------|------|------|
| | | | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| 01 | 9 | Rolnictwo, łowiectwo i pokrewne działalności usługowe | 1,78 | 1,69 | 1,67 | 1,58 | 1,63 | 1,32 | 1,20 | 1,32 | 1,40 | 1,48 |
| 10,11 | 6 | Górnictwo węgla kamiennego i brunatnego, wydobywanie torfu, wydobywanie ropy naftowej i gazu ziemnego, działalność usługowa związana z eksploatacją złóż ropy naftowej i gazu ziemnego z pominięciem prowadzenia poszukiwań | 1,62 | 1,42 | 1,42 | 1,59 | 1,83 | 1,18 | 1,11 | 1,02 | 1,03 | 1,16 |
| 13,14 | 10 | Kopalnictwo rud metali, pozostałe górnictwo i kopalnictwo | 1,70 | 1,55 | 1,68 | 1,54 | 1,21 | 0,89 | 0,76 | 0,86 | 0,96 | 0,66 |
| 15,16 | 134 | Produkcja artykułów spożywczych i napojów, produkcja wyrobów tytoniowych | 2,41 | 2,15 | 1,98 | 1,97 | 1,96 | 1,91 | 1,66 | 1,47 | 1,40 | 1,43 |
| 17 | 26 | Produkcja tkanin | 1,79 | 1,62 | 1,45 | 1,64 | 1,58 | 1,71 | 1,64 | 1,53 | 1,90 | 1,77 |
| 18 | 14 | Produkcja odzieży, wyprawianie i barwienie skór futerkowych | 2,34 | 2,29 | 2,07 | 1,99 | 1,96 | 1,59 | 1,70 | 1,69 | 1,64 | 1,62 |
| 19 | 4 | Garbowanie i wyprawianie skór, produkcja toreb bagażowych, toreb ręcznych, wyrobów rymarskich, uprząży i obuwia | 2,61 | 1,89 | 1,80 | 2,03 | 1,55 | 2,39 | 1,76 | 1,73 | 2,05 | 1,51 |
| 20 | 20 | Produkcja drewna i wyrobów z drewna i korka z wyjątkiem mebli, produkcja artykułów ze słomy i materiałów używanych do wypalania | 2,22 | 2,00 | 1,92 | 1,90 | 1,57 | 1,71 | 1,44 | 1,28 | 1,48 | 1,17 |
| 21 | 14 | Produkcja masy celulozowej, papieru oraz wyrobów z papieru | 1,50 | 1,47 | 1,39 | 1,31 | 1,21 | 1,10 | 1,12 | 1,08 | 1,15 | 1,16 |
| 22 | 21 | Działalność wydawnicza, poligraficzna i reprodukcja zapisanych nośników informacji | 2,18 | 1,94 | 1,89 | 1,72 | 1,72 | 1,66 | 1,47 | 1,39 | 1,24 | 1,13 |
| 23 | 5 | Wytwarzanie produktów koksowania węgla, produktów rafinacji ropy naftowej i paliw jądrowych | 2,41 | 2,41 | 1,81 | 2,50 | 1,98 | 2,61 | 2,62 | 2,16 | 2,77 | 2,23 |
| 24 | 40 | Produkcja chemikaliów, wyrobów chemicznych i włókien sztucznych | 1,87 | 1,59 | 1,50 | 1,40 | 1,31 | 1,45 | 1,30 | 1,27 | 1,27 | 1,20 |
| 25 | 25 | Produkcja wyrobów z gumy i tworzyw sztucznych | 1,85 | 1,68 | 1,68 | 1,55 | 1,47 | 1,45 | 1,35 | 1,33 | 1,31 | 1,20 |
| 26 | 25 | Produkcja wyrobów z pozostałych tworzyw niemetalicznych | 1,50 | 1,40 | 1,36 | 1,35 | 1,19 | 1,11 | 1,05 | 0,97 | 0,98 | 0,93 |
| 27 | 19 | Produkcja metali | 1,67 | 1,60 | 1,39 | 1,55 | 1,41 | 1,30 | 1,22 | 1,07 | 1,22 | 1,12 |

Ciąg dalszy tabeli 2.

| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
|----------|-----|---|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 28 | 27 | Produkcja metalowych wyrobów gotowych z wyjątkiem maszyn i urządzeń | 2,24 | 2,21 | 1,88 | 1,79 | 1,66 | 1,43 | 1,50 | 1,49 | 1,31 | 1,31 |
| 29 | 52 | Produkcja maszyn i urządzeń, gdzie indziej nie sklasyfikowana | 1,83 | 1,75 | 1,53 | 1,55 | 1,56 | 1,20 | 1,18 | 1,05 | 1,08 | 1,05 |
| 30,33 | 15 | Produkcja maszyn biurowych i komputerów, produkcja instrumentów medycznych, precyzyjnych i optycznych, zegarów i zegarków | 2,06 | 1,85 | 1,68 | 1,49 | 1,60 | 1,80 | 1,77 | 1,66 | 1,59 | 1,68 |
| 31 | 16 | Produkcja maszyn i aparatury elektrycznej, gdzie indziej nie sklasyfikowana | 1,85 | 1,67 | 1,57 | 1,58 | 1,41 | 1,48 | 1,33 | 1,47 | 1,37 | 1,25 |
| 32 | 10 | Produkcja sprzętu i aparatury radiowej, telewizyjnej i komunikacyjnej | 1,63 | 1,78 | 2,03 | 1,49 | 1,33 | 1,35 | 1,68 | 2,24 | 1,54 | 1,31 |
| 34 | 14 | Produkcja pojazdów mechanicznych, przyczep i naczep | 2,30 | 2,17 | 1,85 | 2,19 | 1,89 | 1,35 | 1,06 | 0,80 | 0,59 | 0,38 |
| 35 | 13 | Produkcja pozostałego sprzętu transportowego | 1,61 | 1,64 | 1,90 | 1,60 | 1,60 | 1,43 | 1,52 | 1,51 | 1,40 | 1,53 |
| 36 | 16 | Produkcja mebli, działalność produkcyjna gdzie indziej nie sklasyfikowana | 2,06 | 2,22 | 1,84 | 1,61 | 1,92 | 1,89 | 1,94 | 1,60 | 1,40 | 1,56 |
| 37,90 | 9 | Zagospodarowywanie odpadów, odprowadzanie ścieków, wywóz śmieci, usługi sanitarne i pokrewne | 2,02 | 2,48 | 2,15 | 2,25 | 2,03 | 0,97 | 1,10 | 1,15 | 1,26 | 1,15 |
| 40 | 38 | Zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę | 0,79 | 0,76 | 0,77 | 0,73 | 0,78 | 0,55 | 0,54 | 0,53 | 0,58 | 0,63 |
| 41 | 11 | Pobór, oczyszczanie i rozprowadzanie wody | 0,26 | 0,27 | 0,30 | 0,70 | 0,30 | 0,21 | 0,25 | 0,27 | 0,28 | 0,28 |
| 45 | 85 | Budownictwo | 2,87 | 2,58 | 2,47 | 2,27 | 1,98 | 2,26 | 2,11 | 2,01 | 1,79 | 1,54 |
| 50 | 23 | Sprzedaż, obsługa i naprawy pojazdów mechanicznych i motocykli, sprzedaż detaliczna paliw do pojazdów samochodowych | 5,05 | 4,91 | 4,60 | 3,79 | 2,84 | 2,99 | 3,14 | 2,94 | 2,58 | 2,40 |
| 51 | 166 | Handel hurtowy i komisowy, z wyjątkiem handlu pojazdami mechanicznymi i motocyklami | 4,14 | 3,71 | 3,32 | 3,13 | 2,84 | 2,55 | 2,24 | 2,05 | 2,25 | 2,18 |
| 52 | 28 | Handel detaliczny, z wyjątkiem sprzedaży pojazdów mechanicznych i motocykli, naprawy artykułów przeznaczenia osobistego i użytku domowego | 4,21 | 3,70 | 3,50 | 3,17 | 3,03 | 3,82 | 3,13 | 2,89 | 2,93 | 2,99 |
| 60,61,62 | 32 | Transport lądowy, transport rurociągami, transport wodny, transport powietrzny | 1,80 | 1,86 | 2,01 | 2,06 | 1,97 | 0,47 | 0,47 | 0,48 | 0,51 | 0,43 |

Ciąg dalszy tabeli 2.

| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
|--------|------|--|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|
| 63 | 21 | Działalność wspierająca i pomocnicza dla transportu, działalność agencji turystycznych | 2,67 | 2,66 | 2,46 | 2,48 | 2,25 | 0,83 | 0,81 | 0,81 | 0,75 | 0,66 |
| 64 | 5 | Poczta i telekomunikacja | 1,12 | 0,81 | 1,10 | 0,74 | 0,57 | 0,44 | 0,28 | 0,12 | 0,07 | 0,07 |
| 65 | 10 | Pośrednictwo finansowe z wyjątkiem ubezpieczeń i funduszu emerytalno-rentowego | 0,66 | 0,58 | 0,53 | 0,53 | 0,62 | 0,69 | 0,60 | 0,49 | 0,46 | 0,58 |
| 67 | 4 | Działalność pomocnicza związana z pośrednictwem finansowym | 28,00 | 27,55 | 13,97 | 11,58 | 5,88 | 2,83 | 3,20 | 2,57 | 2,44 | 1,15 |
| 70 | 17 | Obsługa nieruchomości | 1,50 | 1,58 | 1,38 | 1,15 | 0,84 | 0,86 | 0,85 | 0,80 | 0,67 | 0,44 |
| 72 | 8 | Informatyka i działalność pokrewna | 2,62 | 2,69 | 2,67 | 2,04 | 1,95 | 2,06 | 2,10 | 2,20 | 1,81 | 1,54 |
| 73 | 11 | Prowadzenie prac badawczo-rozwojowych | 0,86 | 0,86 | 0,84 | 0,81 | 0,80 | 0,66 | 0,65 | 0,63 | 0,61 | 0,63 |
| 74 | 27 | Pozostała działalność związana z prowadzeniem interesów | 2,90 | 2,49 | 2,20 | 1,98 | 1,81 | 1,18 | 1,07 | 1,06 | 0,88 | 0,90 |
| OGÓLEM | 1030 | Wszystkie sektory | 2,73 | 2,60 | 2,14 | 2,01 | 1,72 | 1,50 | 1,43 | 1,36 | 1,33 | 1,22 |
| OGÓLEM | 1026 | Wszystkie sektory bez działalności pomocniczej związanej z pośrednictwem finansowym | 2,07 | 1,95 | 1,83 | 1,76 | 1,61 | 1,47 | 1,39 | 1,33 | 1,30 | 1,22 |

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań sfinansowanych w ramach grantu KBN.

Tabela 3. Podstawowe charakterystyki finansowe dotyczące praktyk dentystycznych w USA w latach 1988-1997

| WSKAŹNIK | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 |
|---|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Koszty wynagrodzeń jako % sprzedaży netto | 1,1 | 0,8 | 0,9 | 1,9 | 2,7 | 2,3 | 3,4 | 1,9 | 1,4 | 1,6 |
| Rentowność operacyjna w % | 0,2 | 0,1 | 1,4 | 1,2 | - | 1,4 | 2,2 | 2,4 | 3,2 | 3,5 |
| Rentowność operacyjna przed uwzgl. wynagr. zarządu w % | 29,5 | 27,8 | 28,9 | 27,0 | 25,8 | 26,3 | 26,9 | 28,7 | 28,2 | 27,1 |
| Przeciętny stan należności netto w tys. USD | 6 | 6 | 5 | 5 | 7 | 9 | 5 | 9 | 10 | 14 |
| Przeciętny stan zapasów w tys. USD | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 0 | 1 | 0 | 1 |
| Przeciętna wartość netto (aktywa minus zadłużenie) w tys. USD | 31 | 35 | 41 | 41 | 35 | 37 | 38 | 39 | 29 | 37 |
| Wskaźnik płynności bieżącej (<i>current ratio</i>) | 1,5 | 1,7 | 1,8 | 2,0 | 1,7 | 2,1 | 1,9 | 1,9 | 1,8 | 2,3 |
| Wskaźnik przyspieszonej płynności (<i>quick ratio</i>) | 1,3 | 1,5 | 1,6 | 1,7 | 1,4 | 1,7 | 1,6 | 1,7 | 1,7 | 2,0 |
| Wskaźnik pokrycia odsetek zyskiem (EBIT/odsetki) | 3,2 | 3,4 | 6,6 | 5,1 | 1,8 | 3,6 | 3,9 | 4,0 | 6,1 | 6,5 |
| Produktywność (obrotowość) aktywów (sprzedaż/aktywa) | 4,5 | 4,6 | 4,6 | 4,7 | 4,8 | 4,1 | 4,3 | 4,7 | 4,6 | 4,3 |
| Dług ogółem/wartość netto | 1,2 | 1,1 | 0,9 | 0,8 | 1,1 | 1,4 | 1,3 | 1,4 | 2,0 | 1,6 |
| Zwrot z aktywów ROA (zysk brutto/aktywa) | 10,7 | 11,3 | 18,2 | 14,7 | 6,3 | 11,7 | 16,9 | 19,7 | 23,4 | 22,9 |
| Zwrot z kapitału własnego ROE (zysk netto/kapitał własny) | 13,1 | 13,1 | 24,7 | 17,1 | 4,7 | 19,6 | 27,5 | 34,2 | 58,8 | 49,4 |

Źródło: L. Troy, *Almanac of Business and Financial Ratios 1997 Edition*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, USA, s. 334.

JOANNA PIOCH

POLITYKA DYWIDEND W TEORIACH I PRAKTYCE

I. DEFINICJA I TEORIE POLITYKI DYWIDEND

Dywidenda jest słowem pochodzącym od łacińskiego *dividere*, czyli dzielić¹. Dosłowne łacińskie *dividenda* oznacza w liczbie mnogiej rzeczy do podziału. W naszym rodzimym języku to dochód z akcji lub udziałów, część zysku przeznaczona dla akcjonariuszy lub udziałowców.

Polityka dywidend określająca proporcje podziału zysku firmy oznacza przyjęty przez przedsiębiorstwo plan postępowania, rodzaj kompromisu, którego zadaniem jest utrzymywanie równowagi między zatrzymaniem z przeznaczeniem na rozwój przedsiębiorstwa wypracowanych w różnych rodzajach działalności środków a ich przekazaniem akcjonariuszom lub udziałowcom firmy w postaci dywidendy². Decyzje dotyczące polityki dywidend są niezwykle istotne z punktu widzenia inwestorów – właścicieli kapitału zaangażowanego w dane przedsiębiorstwo. Polityka dywidend związana jest z szeregiem różnych zagadnień dotyczących dziedziny finansów firmy. Najważniejszą determinantą wypłaty dywidendy jest zdolność płatnicza firmy³, jednakże tylko wypracowany zysk z powodów formalnoprawnych gwarantuje inwestorom wypłatę dywidendy⁴.

¹ W. Kopaliński, *Słownik wyrazów obcych i zwrotów obcojęzycznych*, Wiedza Powszechna, Warszawa 1975, s. 248–249.

² E. F. Brigham, *Podstawy zarządzania finansami*, t. 2, PWE, Warszawa 1996, s. 231.

³ J. Ellis, D. Williams, *Strategia przedsiębiorstwa. Analiza finansowa. Pozycja na rynku kapitałowym*, FRRwP, Warszawa 1997, s. 218–219. Jeśli firma wypłaci zbyt dużą część zysku w postaci dywidendy, powoduje to powstanie ryzyka niedokapitalizowania firmy.

⁴ J. Śliwa, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Prywatna Wyższa Szkoła Handlowa w Warszawie, Warszawa 1997, s. 133–134.

W trakcie wielu lat badań problemów zarządzania finansami firmy w warunkach gospodarki rynkowej zbudowano różne teorie dotyczące wpływu polityki dywidend na kształtowanie się ceny akcji, a więc także wartości firmy. Są to m.in.:

- teoria nieistotności dywidend,
- teoria „wróbla w garści”,
- teoria preferencji podatkowych oraz
- teoria kosztów agencyjnych⁵.

Teoria nieistotności dywidend, znana także jako teoria Modiglianiego-Millera zakłada, że polityka dywidend nie ma wpływu ani na cenę akcji, a więc także na wartość firmy, ani na koszt jej kapitału. Podstawą tego twierdzenia stało się m.in. założenie dotyczące doskonałej obojętności inwestorów, dla których nie ma znaczenia czy wypracowany przez firmę zysk zostanie im przekazany jako dywidenda gotówkowa, czy też o taką samą kwotę wzrośnie wartość posiadanych przez nich akcji lub udziałów. Wartość firmy związana jest jedynie z jej zdolnością do generowania dochodów przy wykorzystaniu posiadanych zasobów. Autorzy powyższej teorii przyjęli wiele założeń upraszczających rzeczywistość ekonomiczną, takich jak chociażby brak kosztów transakcyjnych oraz związanych ze sprzedażą akcji czy brak opodatkowania firm i osób fizycznych. Stało się to główną przesłanką do krytyki tej teorii, mimo jej niewątpliwego pierwszeństwa w podjęciu problematyki istotności polityki dywidend dla kształtowania wartości firmy.

Teoria „wróbla w garści” autorstwa Gordona i Lintnera, odmienne niż poprzednia wskazuje na fakt zmniejszania się ryzyka inwestorów w miarę wypłaty dywidend. Stanowią one według tej teorii pewniejszy, bo otrzymany zysk. Z kolei zysk bardziej ryzykowny, możliwy do zrealizowania dopiero po sprzedaży akcji to zwiększenie ich bieżącej wartości poprzez zatrzymanie zysku w firmie. Ponieważ inwestorzy preferują obniżanie ryzyka, optymalna polityka dywidend maksymalizująca wartość firmy winna zakładać wysoką stopę wypłat dywidendy.

Teoria preferencji podatkowych sugeruje, iż aby zmaksymalizować cenę akcji, należy dokonywać niewielkich wypłat dywidend. Opiera się ona na założeniu, że niepodzielony zysk powodujący wzrost wartości akcji jest dochodem nieopodatkowanym do momentu jego realizacji, czyli sprzedaży akcji. Ponieważ wypłata dywidendy wiąże się z natychmiastowym opodatkowaniem, inwestorzy dążą do opóźnienia realizacji dochodów i związanej z nimi konieczności płacenia podatków. Teoria ta proponuje odsuwanie momentu płatności podatku w teoretyczną nieskończoność, co praktycznie oznacza jej przerwienie na spadkobierców.

⁵ E. F. Brigham, op. cit., s. 221–225; por. także: M. Sierpińska, *Polityka dywidend w spółkach kapitałowych*, PWN, Warszawa–Kraków 1999, s. 131–148.

Przeprowadzone w zachodnich ośrodkach akademickich badania empiryczne nie dały wystarczającej odpowiedzi na pytanie, która z powyższych teorii pozwala rzeczywiście maksymalizować cenę akcji i wartość firmy⁶. Mimo ich odmienności każda znalazła częściowe potwierdzenie w praktyce. Dzieje się tak dlatego, że w rzeczywistości firmy nie prowadzą „czystej”, jednolitej polityki dywidend, a dostosowują ją do zmieniających się okoliczności, np. zmian prawa, koniunktury itp., tworząc różne hybrydowe jej odmiany. Jedynym pewnikiem jest niepodważana dotąd opinia, iż wypłata dywidendy dobrze świadczy o kondycji firmy, jej brak zaś jest dopuszczalny jedynie w przypadku młodych, bardzo szybko rozwijających się firm, chronicznie cierpiących na brak kapitału⁷.

Trzydzieści lat po publikacji teorii Lintnera (1956) oraz 25 lat po przedstawieniu modelu Modiglianiego-Millera (1961) Jensen zaprezentował własne wyjaśnienie empirycznych obserwacji zachowań w zakresie polityki dywidend, które koncentruje się na zagadnieniu nadzoru właścicielskiego. W swojej pracy z 1976 roku Jensen podkreślił, że stałe wypłaty dywidendy mogą zmniejszać konflikty interesów oraz koszty agencji poprzez przekazywanie wypracowanego zwrotu inwestorom i, co się z tym wiąże, minimalizację obaw akcjonariuszy przed nieefektywną alokacją zasobów realizowaną w wyniku decyzji podejmowanych przez menedżerów⁸.

Polityka dywidend jest częścią polityki finansowej przedsiębiorstwa, podobnie jak decyzje związane z zaciąganiem długu czy wykorzystaniem innych źródeł finansowania. Decyzja o przekazaniu środków – dywidendy właścicielom wymusza na zarządzie korzystanie z pomocy pośredników finansowych – banków i innych instytucji, które, aby zapewnić sobie zwrot wierzycielności, przejmują niejako rolę nadzoru korporacyjnego. Kontrola firmy przez instytucjonalnych właścicieli kapitałów obcych powoduje, iż kierownictwo jest zmuszone działać w sposób gwarantujący nie tylko wierzycielom, ale również akcjonariuszom realizację ich celu, tzn. wzrostu wartości przedsiębiorstwa.

Zgodnie z teorią kosztów agencyjnych płacenie dywidend jest istotnym narzędziem wzmocnienia kontroli i dyscypliny zarządu oraz służy jako podstawowy środek monitorowania wyników zarządzania. Oczywiście są też inne pozytywne stosowania wysokich wypłat dywidendy, głównie związane z optymalizacją struktury kapitału i jego kosztu.

Istnieje wiele czynników, które oddziałują równocześnie na strukturę kapitału i politykę dywidend, ale jednocześnie można wskazać istot-

⁶ E. F. Brigham, op. cit., s. 226.

⁷ Ibidem, s. 248–249.

⁸ M. I. Desai, C. F. Foley, J. R. Hines Jr., *Dividend Policy Inside the Firm*, NBER Working Paper Series, January 2002, Working Paper 8698, s. 35n.

ne związki między tymi kategoriami⁹. Najprostszy przykład to możliwość wypłacenia kwoty dywidendy większej niż suma posiadanego FCFE poprzez zwiększenie zadłużenia – zmianę struktury kapitału. Odmienne znaczenie miałyby sytuacja, w której z wolnego FCFE przedsiębiorstwo spłaca wcześniej zaciągnięte zobowiązania. Analiza opisanych działań pozwala wskazać, że w obu opisanych przypadkach zarząd przedsiębiorstwa wykorzystując dywidendy może realizować określoną politykę, zwłaszcza w zakresie optymalizowania struktury kapitału, ale również kreowania bogactwa akcjonariuszy.

Jak podkreśla twórca teorii M. Jensen, jej zasadniczym założeniem nie jest fakt istnienia konfliktu interesów, ale to, iż „racjonalni” w swoich zachowaniach ludzie zawsze są zmotywowani do niwelowania konfliktów i kosztów z nich wynikających¹⁰. Rozwój teorii kosztów agencyjnych powiązany był głównie z badaniami dotyczącymi struktury kapitału przedsiębiorstw, których wyniki w znaczącej części wskazują na możliwości obniżania lub niwelowania niekorzystnych skutków konfliktu interesów właścicieli długu i kapitału akcyjnego. Polityka dywidend w tych badaniach traktowana była jako zjawisko pozwalające dystrybuować wartość firmy tylko dla jednej ze stron konfliktu, a więc pogłębiające niekorzystne tendencje. Dlatego często była przedmiotem ostrych ograniczeń, które zazwyczaj uzależniały wypłatę dywidendy od uregulowania wszelkich zobowiązań wobec wierzycieli spółek.

Współcześnie coraz częściej w kontekście wpływu dywidendy na efektywność zarządzania ocenianą poprzez wzrost wartości dla akcjonariuszy analizuje się teorię kosztów agencyjnych. W odróżnieniu od trzech poprzednich nie wykorzystuje ona w argumentacji na rzecz pozytywnego wpływu wypłaty dywidendy gotówkowej na wycenę rynkową akcji teorii preferencji akcjonariuszy lub udziałowców przedsiębiorstwa, choć podobnie do nich korzysta z dorobku behawiorystów w zakresie racjonalnych zachowań.

Zgodnie z teorią agencji kierownictwo może czasem podejmować decyzje niszczące wartość przedsiębiorstwa. Aby temu zapobiec, należy egzekwować stosowanie przez menedżerów kryterium tworzenia wartości firmy, jakim jest realizowanie wyłącznie takich projektów, które mają dodatnie NPV oraz minimalizację wszelkich wolnych środków – FCF, które nie są niezbędne dla pokrycia potrzeb inwestycyjnych pozytywnie zweryfikowanych¹¹. Taka polityka dywidendy polega najczęściej na stosowaniu maksymalnie wysokich wypłat gotówkowych.

⁹ P. V. Visvanath, *Determinants of Dividend Policy 2000*, s. 8.

¹⁰ M. C. Jensen, *Self-Interest, Altruism, Incentives, & Agency Theory*, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. VII, No. 2 (Summer 1994), s. 15.

¹¹ P. V. Visvanath, op. cit., s. 4-5.

Dywidendy stanowią w tym przypadku przejaw siły właścicieli, którzy „odbierają” zarządowi kontrolę nad częścią zasobów. Decyzja o wypłacie dywidendy odzwierciedla zainteresowanie i jednocześnie niemożność nadzorowania działań kierownictwa przedsiębiorstwa przez inwestorów¹². To właśnie potrzeba monitorowania i kontroli kierownictwa firmy jest często przywoływana jako podstawowa przesłanka wyjaśniająca wysokie i stale wypłacane dywidendy gotówkowe dla akcjonariuszy lub udziałowców. Niechęć inwestorów do zaufania zarządowi oraz brak całościowej informacji o stanie firmy to aktualnie najbardziej prawdopodobne wyjaśnienie stosowanej w praktyce polityki dywidend, której inne, wcześniej przywołane teorie nie są w stanie dostatecznie uzasadnić.

Wypłata dywidendy w postaci gotówki zmusza zarząd przedsiębiorstwa do podporządkowania się dyscyplinie wolnego rynku oraz szukania tańszych, zewnętrznych źródeł finansowania inwestycji. To z kolei powoduje konieczność dokładnej analizy rynku kapitałowego w poszukiwaniu nowych środków oraz redukuje możliwość podejmowania decyzji suboptymalnych. Przeprowadzone przez Arnotta i Asnessa badania polityki dywidend 500 spółek indeksu S&P w ostatniej dekadzie XX wieku¹³ wykazały, że w przedsiębiorstwach, które zatrzymywały mniej procent zysków, a więc wypłacały wysokie dywidendy, zdecydowanie ostrożniej wybierano projekty inwestycyjne do realizacji.

2. POLITYKA DYWIDEND

A RYNKOWA WARTOŚĆ PRZEDSIĘBIORSTWA

Polityka dywidend dotyczy procesu podejmowania decyzji o formie przekazania akcjonariuszom lub udziałowcom przedsiębiorstw wypracowanego zysku. Winna prowadzić do takiego sposobu podziału zysku, który zapewni:

- możliwość bieżącego finansowania działalności spółki – nieutrudnionego poprzez wypływ gotówki z firmy,
- zaspokojenie popytu na gotówkę reprezentowanego przez właścicieli kapitału.

Jest to tzw. zagadka dywidendy (ang. *dividend puzzle*), nazwana tak w 1976 roku przez Fischera i Blacka, której rozwiązanie pozwoliłoby na pogodzenie interesów „zewnętrznego” właścicieli oraz „wewnętrznego” zarządu¹⁴.

¹² M. I. Desai, C. F. Foley, J. R. Hines Jr., op. cit., s. 2–5.

¹³ G. Koretz, *Warning Sign: Low Dividends*, Business Week 2002, 4, s. 26.

¹⁴ M. I. Desai, C. F. Foley, J. R. Hines Jr., op. cit., s. 1n.

Ustalenie określonej polityki dywidend powoduje, że właściciele uzyskują pewność, iż w przypadku wypracowania zysku nastąpi wypłata dywidendy gotówkowej lub jej realizacja w innej formie w określonej kwotowo lub procentowo wysokości. Polityka dywidend może zgodnie z oczekiwaniami właścicieli zakładać również zatrzymanie całości zysku z przeznaczeniem na rozwój przedsiębiorstwa.

Wynikiem jej określenia jest z reguły łatwość wyceny akcji lub udziałów przedsiębiorstwa przy użyciu metod, w których podstawę obliczeń stanowi dywidenda. Polityka dywidend umożliwia także relatywnie prostą i jednoznaczną ocenę inwestycji kapitałowej, choć sama decyzja o wypłacie lub nie dywidendy traktowana jest prawie zawsze jako decyzja finansowa, a nie inwestycyjna.

W latach 80-tych ubiegłego wieku w Stanach Zjednoczonych, a w Europie dekadę później pojawił się nurt myśli ekonomicznej, tzw. VBM, czyli Value Based Management lub inaczej zarządzanie wartością przedsiębiorstwa, który definiuje przedsiębiorstwa jako organizacje, które tworzą wartość dodaną i dzięki temu bogactwo swych właścicieli. Podejście to spowodowało, iż współcześnie za najważniejszy cel działalności przedsiębiorstw uważa się maksymalizację ich wartości rynkowej. Skutkiem określenia optymalnej polityki dywidend winna być właśnie maksymalizacja ceny akcji firmy, co jest zgodne z głównym celem teorii VBM, czyli zwiększaniem bogactwa właścicieli firmy¹⁵.

Wzrost wartości rynkowej firmy, którego jednym z przejawów jest wzrost kursu akcji, to tylko jedna z możliwości zwiększania dochodów właścicieli kapitału. Drugą stanowi wypłata części wypracowanego zysku przedsiębiorstwa w postaci dywidend. Jeżeli wypracowany zysk firma zatrzyma na rozwój, to winna wzrosnąć cena jej akcji, czyli wartość firmy dla akcjonariusza. Jeśli natomiast zysk zostanie przeznaczony na wypłatę dywidendy, to jej kwota także zwiększy bogactwo właścicieli akcji.

Przedsiębiorstwa często są oceniane przez inwestorów ze względu na stabilność i wysokość wypłat dywidendy. Przy ocenie tej należy jednak uwzględnić wiele różnych czynników, w tym także fazę cyklu rozwoju firmy, gdyż na przykład z obserwacji empirycznych wynika, że małe przedsiębiorstwa przeżywające szybki rozwój nie mogą pozwolić sobie nawet na niewielkie wypłaty dywidend z powodu olbrzymich potrzeb finansowych¹⁶. Potwierdza to nawet przypadek Microsoftu, która to firma dopiero w styczniu 2003 roku, a więc w momencie osiągnięcia gi-

¹⁵ Por. m.in. A. Rappaport, *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, WIG-Press, Warszawa 1999; T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIGG-Press, Warszawa 1997 lub A. Black, P. Wright, J. E. Bachman, *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000.

¹⁶ Por. m.in.: E. F. Brigham, op. cit., s. 248–250; M. Sierpińska, op. cit., s. 118.

gantycznych rozmiarów, co znacząco obniżyło jej możliwości rozwoju, po raz pierwszy ogłosiła wypłatę dywidendy. Nie jest to oczywiście jedyne wyjaśnienie. Innym powodem był fakt, iż firma ta po wielu latach szybkiego wzrostu wartości akcji, który rekompensował brak dywidend, zanotowała wyraźnie słabsze wyniki związane z ogólną sytuacją światowego rynku akcji sektora IT. Uważnemu analitykowi z pewnością nasunęłyby się kolejne.

Wymienione formy zwiększania bogactwa akcjonariuszy – wypłata dywidendy lub wzrost kursu akcji odzwierciedlają decyzję właścicieli dotyczącą podziału zysku netto przedsiębiorstwa na dwie części o różnym przeznaczeniu. Wypłata dywidendy wiąże się z przekazaniem wypracowanego dochodu właścicielom, wzrost bieżącej ceny akcji może zaś, choć nie musi być związany z zatrzymaniem zysku w firmie i przeznaczeniem go na cele rozwojowe¹⁷. Oznacza to, że poziom bieżącej dywidendy oraz stopień samofinansowania rozwoju firmy, a w konsekwencji wzrostu jej wartości są wielkościami odwrotnie proporcjonalnymi.

Ustalenie polityki dywidend dla każdej spółki kapitałowej jest niezbędnym elementem procesu ustalania jej celów strategicznych.

Różnorodność sposobów przekazywania wypracowanych przez przedsiębiorstwo środków inwestorom jest tylko narzędziem mającym pomóc zarządowi w opracowaniu i realizacji optymalnej polityki dywidend. Jednocześnie jednak polityka ta winna uwzględniać fakt uzyskania jak najwyższej rentowności kapitału powierzonego firmie przez inwestorów. Jeśli zatrzymanie tej części zysku, która mogłaby być przeznaczona na dywidendy, nie spowoduje lepszych wyników gospodarczych, a w konsekwencji wzrostu wartości dla akcjonariuszy i cen akcji firmy to optymalna polityka winna zakładać wypłatę dywidendy udziałowcom¹⁸.

3. HIPOTEZA SYGNALIZACJI I EFEKT KLIENTA JAKO UZASADNIENIE WYPŁATY DYWIDEND

Istotnym zagadnieniem dla optymalizacji polityki dywidendy z punktu widzenia wartości akcji przedsiębiorstwa jest tzw. hipoteza sygnalizacji. Nazywana także inaczej hipotezą zawartości informacyjnej, powstała w związku z analizą wymienionych powyżej teorii polityki dywidend. Dotyczy ona sytuacji, gdy oczekiwany wzrost dywidendy jest

¹⁷ J. Śliwa, op. cit., s. 126n.

¹⁸ J. Gajdka, E. Walińska, *Zarządzanie finansowe – teoria i praktyka*, t. 1, FRRwP, Warszawa 1998, s. 382–386; J. Śliwa, op. cit., s. 134.

różny od faktycznego. Różnica ta wpływa na zmianę ceny akcji firmy ogłaszającej poziom dywidendy. Jeśli faktyczny wzrost dywidendy jest niższy niż oczekiwany, to kurs akcji spada, w przeciwnym przypadku kurs rośnie. Zasadnicze założenie hipotezy sygnalizacji to fakt, że inwestorzy giełdowi traktują decyzję zarządu o wysokości dywidendy jako sygnał o przewidywanych zyskach firmy¹⁹. Dzieje się tak dlatego, że gracze giełdowi uznają, że zarząd ma najbliższe prawdy informacje dotyczące przyszłych kontraktów i dochodów firmy, jego decyzja o podwyższeniu dywidendy traktowana jest zaś jako najbardziej prawdopodobny prognostyk zwiększenia przyszłych zysków. Przeciwnicy tego sposobu wnioskowania nazwanego hipotezą sygnalizacji twierdzą, iż ogłoszenie wzrostu dywidendy skutkuje wzrostem wartości akcji, gdyż większość akcjonariuszy woli zyski gotówkowe z dywidendy niż zyski kapitałowe. Pogląd ten jednak ma mniej zwolenników, głównie ze względu na jedynie intuicyjne uzasadnienie.

Kolejne zjawisko mające znaczący wpływ na rynkową wycenę akcji firmy to możliwość występowania tzw. efektu klienta. Teoria ta powstała, aby pomóc w zrozumieniu, dlaczego decyzja o zmianie polityki dywidend prowadzonej przez firmę wpływa na zmianę cen jej akcji²⁰. Mówi ona o tym, że istnieje kilka typów inwestorów giełdowych zróżnicowanych pod względem oczekiwań dotyczących zysków²¹. Jedni preferują zyski gotówkowe, natomiast inni kapitałowe.

Dla tych pierwszych istotny jest stały dopływ gotówki przeznaczonej na bieżącą konsumpcję. Zyski kapitałowe, czyli wzrost wartości akcji, są dla tej grupy inwestorów o tyle niekorzystne, że zmuszają ich do sprzedania części posiadanego pakietu akcji oraz ponoszenia związanych z tym kosztów transakcyjnych.

Druga kategoria inwestorów ewentualne dywidendy przeznaczałaby na zakup kolejnych papierów wartościowych w celu uzyskania przyszłych dochodów kapitałowych. Naraża to tych inwestorów na dodatkowe koszty związane zarówno z opodatkowaniem dywidend, jak i koniecznością opłacenia prowizji maklerskich przy zakupie akcji.

Efekt klienta mówi o fakcie, że jeśli firma prowadzi politykę niskich wypłat dywidendy, jej akcje kupują akcjonariusze zainteresowani zyskami kapitałowymi. Druga z omówionych kategorii inwestorów poszukuje firm stosujących politykę wypłaty wysokich dywidend. Efekt klienta dotyczy głównie firm, które określoną politykę dywidend stosują w dłuższym okresie i z wyprzedzeniem informują o jej ewentualnej zmianie. Wybór określonej polityki dywidend powinien uwzględniać

¹⁹ E. F. Brigham, op. cit., s. 226–227.

²⁰ Ibidem, s. 227–228.

²¹ J. Śliwa, op. cit., s. 128.

teorię efektu klienta, zgodnie z którą zmiana polityki pociąga za sobą zmianę rodzaju inwestorów. Dla inwestorów wynikają z tego koszty związane z opodatkowaniem dywidend lub z prowizjami maklerskimi. Dla firmy natomiast zmiana może skutkować brakiem inwestorów chętnych do kupna jej akcji, spadkiem ich cen, a w konsekwencji zmniejszeniem wartości przedsiębiorstwa.

Zagadnienie optymalizacji dywidend wymaga także rozważenia czy zmiana polityki dywidend nie będzie miała pozytywnego skutku dla cen akcji analizowanego przedsiębiorstwa. Zmiana taka w przypadku dużego zainteresowania (popytu) ze strony określonej kategorii inwestorów może wpłynąć na zwiększenie ceny akcji firmy, a więc okazać się zasadniczym krokiem na drodze do optymalizacji polityki dywidend.

Każda z omówionych powyżej teorii daje wskazówki, które mogą pomóc w wyborze optymalnej dla danej firmy polityki dywidend. I choć żadna z nich nie posiada gwarancji skuteczności, dają one pogląd na możliwe korzyści lub koszty wynikające z zastosowania określonych rozwiązań w zakresie polityki dywidend.

4. DETERMINANTY POLITYKI DYWIDEND

Istnieje wiele czynników wpływających na wybór optymalnej zarówno z punktu widzenia inwestora, jak i spółki polityki dywidend²². Do najważniejszych można zaliczyć:

- ograniczenia wypłat dywidend,
- możliwości inwestycyjne,
- koszt alternatywnych źródeł kapitału,
- wpływ polityki dywidend na wymaganą stopę zwrotu k_s ²³.

Do najczęściej spotykanych ograniczeń dotyczących wypłat dywidendy należą między innymi prawne obwarowania mające na celu zabezpieczenie praw wierzycieli firmy. Są one wyrażone bądź w formie umów kredytowych zawierających wykaz warunków, które firma musi spełnić nim wypłaci dywidendę, bądź w tzw. zasadzie „nienaruszalności kapitału”, która mówi, iż wypłata dywidend nie może przekroczyć wartości bilansowej nie podzielonych zysków. Inne ograniczenia mogą wynikać z braku płynności firmy i wynikającej z tego braku gotówki.

Czynnikiem w znaczący sposób wpływającym na politykę dywidend są możliwości inwestycyjne przedsiębiorstwa²⁴. Jeśli firma ma korzystne perspektywy inwestycyjne, jeśli przewidywany zwrot z inwestycji jest

²² Por. np. ibidem, s. 130.

²³ E. F. Brigham, op. cit., s. 239–241.

²⁴ Ibidem, s. 230–233, 240.

wysoki, stopień wypłat dywidendy się zmniejszy. W latach gorzej rokujących, gdy możliwości inwestycyjne są słabsze, wypłaty dywidendy będą wyższe. Związana z powyższym jest również umiejętność kontrolowania przez firmę terminów rozpoczynania realizacji inwestycji. Jeśli przedsiębiorstwo jest w stanie opóźnić lub przyspieszyć wykonanie projektu, ma o wiele większe możliwości korygowania swojej polityki dywidend.

Polityka dywidend jest również w oczywisty sposób związana z możliwościami i kosztem pozyskania kapitału na rozwój firmy z innych źródeł niż zysk wypracowany w firmie. Jeśli pozyskanie kapitału poprzez emisję akcji lub zaciągnięcie długu nie wiąże się z wyraźnie wyższym kosztem lub nie zagraża utratą kontroli przez dotychczasowych właścicieli i zarząd, prawdopodobieństwo wysokich wypłat dywidendy jest wyższe, niż gdy wymienione warunki nie będą spełnione²⁵.

Zależność żądanej stopy zwrotu z inwestycji i polityki dywidend wynika z wielu wcześniej przytoczonych argumentów. Na wymaganą stopę zwrotu wpływają czynniki przytoczone w teoriach sygnalizacji i efektu klienteli, takie jak na przykład:

- oczekiwania akcjonariuszy odnośnie do wypłaty i wysokości dywidendy,
- ocena poziomu ryzyka związanego z wypłatą lub brakiem dywidendy,
- cena przez akcjonariuszy korzyści płynących z dywidendy gotówkowej lub zysków kapitałowych,
- ocena zawartości informacyjnej decyzji zarządu o wysokości wypłacanej dywidendy²⁶.

Wybór optymalnej polityki dywidend musi uwzględniać wszystkie ograniczenia i możliwości przedsiębiorstwa. Z wcześniej omówionych teorii wynika jednoznacznie tylko jedna zasada mówiąca o tym, że polityka dywidend powinna być ustalana na dłuższy okres, gdyż tylko wtedy akcjonariusze mają szansę zareagować zgodnie z własnymi preferencjami²⁷.

Mimo że nie istnieje „idealna” polityka dywidend, firmy działające w warunkach gospodarki rynkowej, notowane na giełdzie papierów wartościowych oraz chcące stworzyć pozytywny wizerunek przedsiębiorstwa, zachęcający do kupna jego akcji, stają w pewnym momencie przed koniecznością ustalenia wielkości, systematyczności itp. wypłat dywidendy. Nawet gdy oficjalna polityka dywidend nie jest w przedsiębiorstwie

²⁵ Ibidem, s. 240.

²⁶ Ibidem, s. 241.

²⁷ Por. m.in.: H. Mayo, *Wstęp do inwestowania*, Wydawnictwo K.E. Liber, Warszawa 1997, s. 301n.; J. Śliwa, op. cit., s. 135-136.

formalnie określona, to faktycznie zarząd co roku w momencie podziału zysku o niej decyduje.

5. SPOSOBY REALIZACJI POLITYKI DYWIDEND W PRAKTYCE

W praktyce istnieje wiele różnych rodzajów polityki dywidend, które w dużej mierze zależą od sposobów jej wypłaty. Może ona przybrać formę gotówkową lub wypłaty dywidendy w akcjach²⁸.

Dywidendy pieniężne mogą być wypłacane jako:

- stałe lub rosnące dywidendy,
- dywidendy o stałej stopie wypłat,
- mała dywidenda z dodatkową premią,
- dywidendy rezydualne.

Dywidendy gotówkowe wypłacane są zgodnie z zasadą, że raz ustalona kwota dywidendy nie powinna być zmniejszana. Zasada ta wiąże się z omówioną powyżej teorią sygnalizacji, zgodnie z którą obniżenie dywidendy sugerowałoby brak perspektyw rozwoju firmy.

Najczęściej jest to tzw. polityka **stałych lub rosnących dywidend lub stałej stopy wypłat** dywidendy. Pierwsza z nich polega na wypłacie w kolejnych okresach, zwykle raz do roku, tej samej nominalnie lub niewiele większej kwoty dywidendy. Dzieje się tak bez względu na ewentualne wahania wielkości zysku czy wzrost ogólnego poziomu cen. Taka polityka może powodować przy zmniejszeniu zysku w danym roku konieczność szukania innych, kosztowniejszych źródeł kapitału na rozwój firmy. Może też przyczynić się do spadku ceny akcji ze względu na ich sprzedaż przez część akcjonariuszy z powodu wzrostu wymaganej stopy zwrotu.

Polityka **stałej stopy wypłat** dywidendy polega na wypłacaniu przez firmę akcjonariuszom określonego, stałego procentu zysku. Niesie to za sobą zagrożenie dużych wahań cen akcji w przypadku braku stabilności zysku w kolejnych latach. Z drugiej strony jednakże w firmie nawet w słabszych finansowo latach pozostaje część zysku, którą można przeznaczyć na inwestycje.

Kolejny rodzaj polityki dywidend jest próbą połączenia dwu poprzednich podejść i polega na wypłacie **małej, stałej dywidendy, którą powiększa się o tzw. premię** lub dywidendę dodatkową w okresach, w których firma osiąga wysokie wyniki finansowe. Polityka ta daje akcjonariuszom pewność choćby niewielkiej dywidendy, firmie zaś pozwala stosunkowo elastycznie zarządzać wygosparowanym zyskiem.

²⁸ E. F. Brigham, op. cit., s. 228–238; H. Mayo, op. cit., s. 289–304.

Polityka dywidend rezydualnych, czyli resztowych w największym stopniu uwzględnia niezbędne dla rozwoju przyszłe potrzeby inwestycyjne firmy. Polityka ta bazuje na wcześniej przedstawionym stwierdzeniu, iż niektórzy inwestorzy wolą, by firma zatrzymała środki finansowe przeznaczone na wypłaty dywidendy, jeśli zapewni ona tym środkiem stopę zwrotu wyższą niż inne inwestycje dostępne dla akcjonariuszy. Polityka dywidend rezydualnych polega na ustaleniu przez firmę optymalnego scenariusza inwestycji, określeniu środków niezbędnych na jego wykonanie oraz porównaniu ich do wypracowanych zysków. Wypłata dywidendy resztowej możliwa jest wyłącznie wtedy, gdy zyski przekraczają przewidywaną wartość inwestycji. Polityka ta może być optymalna dla firmy, jeśli spełnione zostanie podstawowe założenie dotyczące preferencji akcjonariuszy.

Dywidendy w postaci akcji stosuje się jako dodatek lub zamiast dywidend gotówkowych. Często są one stosowane w celu ograniczenia wahań ceny akcji. W niektórych krajach zachodnich mają uzasadnienie w różnym opodatkowaniu dywidendy gotówkowej i bezgotówkowej. W Polsce najczęściej używa się ich, gdy firma ma kłopoty z płynnością, choć w pewnych okresach wykorzystywano również fakt korzystniejszego opodatkowania dywidendy bezgotówkowej, np. w formie umorzenia akcji. Do istotnych zalet tego typu przekazania nadwyżek wypracowanych przez przedsiębiorstwo jego akcjonariuszom lub udziałowcom należą m.in.:

- stabilizacja płynności finansowej w firmie, dzięki zatrzymaniu w niej gotówki,
- wysłanie pozytywnego sygnału o sytuacji firmy pozwalającej na wypłatę dywidendy,
- kontynuacja dotychczasowej polityki dywidend i związany z tym dobry wizerunek przedsiębiorstwa,
- najczęściej zwiększenie liczby akcji w obrocie i poprawa płynności obrotu nimi,
- umożliwienie dotychczasowym akcjonariuszom zwiększenia liczby akcji bez konieczności ponoszenia kosztów związanych z zakupem na rynku wtórnym²⁹.

Nowa emisja akcji stanowi formę restrukturyzacji kapitału firmy, która nie wpływa na poziom zobowiązań i aktywów przedsiębiorstwa, natomiast pozwala mu zyskać większą płynność finansową. Konsekwencją takiej dywidendy jest przesunięcie części nie podzielonych zysków do kapitału akcyjnego przedsiębiorstwa, a więc zmiana struktury kapitału, która nie powoduje przyływu nowych środków do firmy. Dywidenda wypłacona w formie nowej emisji powoduje zwiększenie licz-

²⁹ M. Sierpińska, op. cit., s. 62.

by akcji posiadanych przez inwestorów, jeśli jednak nie towarzyszą jej wyższe zyski generowane przez firmę lub wyższe dywidendy pieniężne, to cena akcji na giełdzie maleje o taki procent, jaki stanowi dywidenda w akcjach. Proces spadku wielkości EPS, czyli zysku przypadającego na 1 akcję związany z emisją, a powodujący spadek kursu nazywa się „rozcieńczeniem” lub „rozwodnieniem” akcji. Ten sposób wypłaty dywidendy ma dla akcjonariuszy podwójne znaczenie. Z jednej strony niesie ze sobą pozytywną informację o możliwościach rozwoju firmy, korzyściach wynikających z zainwestowania zysku w działalność firmy. Z drugiej zaś wiąże się z dużym obciążeniem inwestora, który musi ponosić pewne koszty transakcyjne i manipulacyjne związane z emisją, ze złożeniem nowych papierów wartościowych na rachunku, ewentualną sprzedażą części akcji itp.³⁰

Podział akcji, czyli split to zwiększenie liczby akcji w określonych proporcjach, wiążące się ze zmianą ich wartości nominalnej, zysku przypadającego na 1 akcję oraz wartości rynkowej akcji. Podział akcji ma ten sam skutek ekonomiczny, co wypłata dywidendy w akcjach, mimo odmiennego zapisu księgowego. W zasadzie jest on także formą restrukturyzacji kapitału przedsiębiorstwa.

Ideą, która przyświeca dokonywaniu splitów, jest powszechne przekonanie inwestorów o istnieniu optymalnego przedziału cen walorów notowanych na rynkach kapitałowych³¹. Posiadanie akcji, których kurs znajduje się w takim „optymalnym” przedziale, oznacza maksymalizację wskaźnika cenowo-dochodowego P/E, a w związku z tym także wartości rynkowej firmy. Poszukiwanie optymalnego przedziału ceny akcji ma również uzasadnienie psychologiczne, którym jest przełamywanie bariery zbyt wysokiej ceny walorów, ograniczającej ich płynność. Powodem uzasadniającym dokonanie splitu jest w tym przypadku większa dostępność akcji dla przeciętnego gracza giełdowego.

Przy omawianiu zagadnienia podziału akcji warto poruszyć kwestię splitu odwrotnego lub odwróconego, czyli tzw. **reverse split**, który polega na zmniejszeniu liczby akcji poprzez ich łączenie w określonej proporcji, np. 2:1. Odwrotny split służy podniesieniu ceny akcji, zmniejszeniu kosztów transakcyjnych, czasem zmuszeniu akcjonariuszy mniejszościowych do wyprzedazy akcji, ale jego zasadniczym celem jest również poszukiwanie „optymalnego” przedziału cenowego akcji.

Plany reinwestycji dywidend pozwalają akcjonariuszom dokonywać zakupów dodatkowych akcji firmy zamiast odbierać dywidendę gotówkową. W literaturze³² wyróżnia się dwa podstawowe rodzaje pla-

³⁰ F. E. Brigham, op. cit., s. 242–244.

³¹ Ibidem, s. 242.

³² Ibidem, s. 238; M. Sierpińska, op. cit., s. 63–64.

nów reinwestycyjnych. Pierwszy polega na zakupie akcji będących w obrocie giełdowym, drugi zaś dotyczy akcji nowo emitowanych. Każdy z nich ma zalety dla inwestorów. Przy zakupie akcji na giełdzie pośrednikiem z reguły jest bank, który dokonuje zakupu dla wszystkich akcjonariuszy, ponosząc w związku z tym minimalne koszty transakcyjne. Następnie zakupione akcje zostają rozdzielone proporcjonalnie do nie odebranych dywidend gotówkowych. W przypadku nowej emisji akcji pieniądze pozostają w przedsiębiorstwie, co dla obu stron ma tę zaletę, że pozwala uniknąć jakichkolwiek prowizji maklerskich. Cała kwota dywidendy zostaje przeznaczona na zakup nowych akcji, zaś koszty emisji z reguły ponosi emitent. Jest to dla przedsiębiorstwa opłacalne, gdyż dzięki planowi reinwestycji nie ponosi kosztów dystrybucji dywidendy gotówkowej. Ten sposób wypłaty dywidendy wiąże się ze wzrostem kapitału akcyjnego i jest dla firmy korzystnym źródłem pozyskania środków na dalszy rozwój. Funkcjonowanie planu reinwestycji dywidendy jest postrzegane przez otoczenie jako oznaka pomyślnych perspektyw rozwoju firmy, gdyż świadczy o tym, że dotychczasowi akcjonariusze chcą zwiększać swoje zaangażowanie kapitałowe. Dla akcjonariuszy istotnym czynnikiem jest automatyczność planów reinwestycyjnych, co umożliwia im zwiększanie portfela akcji bez konieczności dokonywania jakichkolwiek operacji. Ważną z punktu widzenia akcjonariuszy zaletą planu reinwestycji dywidendy jest także jego fakultatywność, czyli fakt, że inwestor może, ale nie musi w nim uczestniczyć.

Kolejną formą zastępującą wypłatę dywidendy gotówkowej jest **odkupywanie akcji**, które polega na tym, że firma wykupuje na rynku wtórnym swoje akcje, a następnie je umarza, co powoduje:

- zmniejszenie liczby akcji w obrocie,
- zwiększenie zysku przypadającego na jedną akcję,
- z reguły zwiększenie ceny akcji³³.

Powodem odkupywania akcji może być chęć zmiany struktury kapitału. Zarząd po przeanalizowaniu struktury kapitału firmy może stwierdzić, iż udział kapitału własnego jest zbyt duży i podjąć decyzję o jego zmniejszeniu przez odkupienie akcji i/lub wyemitowanie długu. Inną sytuacją, w której stosuje się wykup akcji, jest brak programu inwestycyjnego o dodatnim NPV oraz posiadanie przez firmę wygospodarowanych, wolnych środków finansowych przeznaczonych do rozdzielenia między akcjonariuszy. Częstym powodem decyzji o wykupie jest przekonanie zarządu o niedowartościowaniu akcji, sam wykup zaś ma zapobiec np. wrogiemu przejęciu firmy, co w okresie rosnącej fali fuzji i przejęć jest istotnym czynnikiem podjęcia tego typu decyzji.

³³ F. E. Brigham, op. cit., s. 245–248.

Inne korzyści z zastosowania odkupienia akcji to zmniejszenie liczby akcji w obrocie, co w połączeniu z informacją o niedowartościowaniu akcji sygnalizowaną z reguły przez fakt wykupu powoduje zwiększenie ceny rynkowej akcji. Stosowanie takiej formy płatności dywidendy zwiększa liczbę akcjonariuszy mogących być tzw. „klientelą” firmy. Zarówno inwestorzy preferujący dochód bieżący, jak i zyski kapitałowe mogą w tej sytuacji realizować swoje preferencje poprzez fakt, że mogą zdecydować o tym czy chcą sprzedać akcje, czy też nie³⁴.

Istnieją jednak również możliwości negatywnego oddziaływania zastosowania polityki odkupywania akcji. Może to się odbywać ze szkodą dla pozostałych akcjonariuszy, jeśli cena wykupu jest zawyżona. Zakup przewartościowanych akcji powoduje zniszczenie wartości dla akcjonariuszy, którzy nie zdecydowali się na sprzedaż swoich akcji³⁵. Inwestorzy mogą nie zdawać sobie sprawy ze wszystkich skutków odkupienia, zwłaszcza jeżeli firma stosuje je po raz pierwszy. Zwiększenie ceny akcji nie zawsze jest pozytywne, gdyż inwestorzy często uważają pewien pułap cen akcji za zbyt wysoki dla dokonywania transakcji, co może spowodować brak popytu na papiery wartościowe wyemitowane przez firmę. Odkupienie akcji może też być czasem traktowane jako częściowa likwidacja ze wszystkimi negatywnymi skutkami takiego postrzegania firmy.

Do czasu zmiany w Polsce w 1999 roku zasad opodatkowania tej formy wypłaty dywidendy była ona korzystniejsza od dywidendy gotówkowej, która wiązała się w tym samym okresie z koniecznością uiszczenia 20% podatku dochodowego. Zmiana przepisów spowodowała burzliwe dyskusje zainteresowanych stron, a więc z jednej strony przedstawicieli firm i inwestorów, z drugiej zaś ministerstwa skarbu państwa. Zaowocowało to sprawami sądowymi, w których kilkakrotnie na wniosek ministra skarbu państwa sąd gospodarczy wstrzymywał wykonanie uchwał WZA.

Ostatnim zagadnieniem związanym z polityką dywidend, łączącym się niejako z poprzednio opisanym problemem wykupu w celu umorzenia jest tzw. **dywidenda likwidacyjna**. Nie jest to *sensu stricto* dywidenda. Pod względem podatkowym dywidenda likwidacyjna traktowana jest jak przychód kapitałowy. Oznacza likwidację przedsiębiorstwa. Polega na spieniężeniu i podziale aktywów firmy pozostałych po uregulowaniu wszystkich zobowiązań. Dywidenda likwidacyjna może być wypłacona w postaci gotówki lub w formie rzeczowej. Odmiennie niż w przypadku wykupu akcji inwestor nie ma tu prawa wyboru czy chce otrzymać dywidendę, czy nie.

³⁴ Ibidem, s. 246–247.

³⁵ A. Rappaport, op. cit., s. 106–108.

6. ZAKOŃCZENIE

Polityka dywidend związana jest z szeregiem zagadnień dotyczących zarządzania i finansów firmy. Najważniejszą determinantą wypłaty dywidendy jest zdolność płatnicza firmy. Badania empiryczne przeprowadzone w krajach rozwiniętych dowodzą jednakże, iż poziom dywidendy przedsiębiorstwa bardziej niż z zyskiem skorelowany jest z przepływem strumieni pieniężnych³⁶, choć tylko wypracowanie zysku księgowego gwarantuje inwestorom wypłatę dywidendy³⁷.

Wypłata dywidendy gotówkowej jest zgodnie z teorią kosztów agencyjnych jednym z narzędzi pomocnych w rozwiązywaniu konfliktu interesów między zarządem a akcjonariuszami lub udziałowcami przedsiębiorstw. Modyfikacja dotychczasowych mechanizmów powiązań wynagrodzeń zarządzających z interesem właścicieli przedsiębiorstwa wydaje się przesądzona. J. J. Siegel podkreśla, że premie menedżerów winny być uzależnione od wzrostu dywidendy, a nie wzrostu kursu akcji³⁸. Podobnie swoją opinię skorygował Alfred Rappaport, twórca teorii VBM i propagator wynagradzania zarządów za pomocą pakietów opcji na akcji firmy, dodając, że wypaczono i sprymityzowano jego teorię z powodu chciwości menedżerów³⁹. Taka modyfikacja pozwala zauważyć, co jest najwłaściwszym – wymiernym efektem działania kierownictwa firm. Wypłata wypracowanych dywidend jako sposób monitorowania działań zarządu spełnia kryterium czynienia działań gospodarczych coraz bardziej przejrzystymi, co jest szczególnie istotne w warunkach utraty zaufania inwestorów do zarządzającym ich kapitałem.

Przeprowadzone dotychczas badania niektórych obszarów konfliktu interesów dostarczyły empirycznych dowodów potwierdzających efektywność różnych mechanizmów kontroli kosztów agencyjnych. Badania te dotyczyły także wypłat dywidend⁴⁰ jako mechanizmu minimalizowania kosztów agencji, choć niestety ich użyteczność dla polskich przedsiębiorstw może być niewielka, głównie ze względu na niską efektywność polskich instytucji rynku kapitałowego.

W ostatnim okresie obserwuje się w Polsce tendencję zmniejszania zainteresowania zarządów wypłatami dywidend⁴¹. Zmniejszenie za-

³⁶ H. Mayo, op. cit., s. 292.

³⁷ R. Dobbins, W. Frąckowiak, S. F. Witt, *Praktyczne zarządzanie kapitałami firmy*, PAANPOL, Poznań 1992, s. 149–150.

³⁸ *Perwersyjne wykorzystywanie opcji*, Zarządzanie na Świecie 2002, 10, s. 34–38.

³⁹ *Ekscesy „kapitalizmu menedżerskiego”*, Zarządzanie na Świecie 2003, 1, s. 28.

⁴⁰ J. S. Ang, D. R. Cox, *Controlling the Agency Cost of Insider Trading*, Journal of Financial and Strategic Decisions, Vol. 10, No. 1. Spring 1997, s. 15, 19–21.

⁴¹ *Tegoroczne dywidendy pochłoną 800 mln zł*, Prawo i Gospodarka z 15.06.2000, s. 11.

równu liczby spółek wypłacających dywidendy, jak też ich kwot może mieć różnorodne przyczyny, takie jak:

- kwestia opodatkowania dywidendy, a więc zmniejszenia kwoty potencjalnej inwestycji akcjonariuszy w porównaniu do kwoty zysku zatrzymanego w firmie,
- konieczność ponoszenia kosztów transakcyjnych w przypadku decyzji o zainwestowaniu wypłaconej dywidendy,
- wzrost alternatywnego kosztu kapitału dla firmy – oprocentowania kredytów bankowych,
- konieczność zwiększenia inwestycji i konkurencyjności przedsiębiorstw związana z planowaną integracją z UE oraz otwieraniem się polskiej gospodarki,
- nadmierny w stosunku do potrzeb odpływ gotówki z firm, pogorszenie się ich płynności.

Jednym z istotnych czynników rezygnacji z wypłat dywidendy w gotówce w Polsce było prawdopodobnie dostrzeżenie korzyści płynących z zastosowania wypłat dywidendy w postaci bezgotówkowej. Dywidenda w postaci akcji jest podobnie jak wypłata gotówki sygnałem, który wskazuje na dobre perspektywy rozwoju firmy. Potwierdza także chęć stabilizacji polityki dywidend przedsiębiorstwa przy jednoczesnym uniknięciu wszelkich związanych z tym omówionych powyżej potencjalnych trudności.

Również popularyzacja w naszym kraju koncepcji zarządzania przez wartość, która w pewien sposób pomija znaczenie wypłaty dywidendy traktując ją jako operację, która nie zwiększa wartości rynkowej firmy, powoduje rezygnację niektórych spółek z tego typu komunikacji z inwestorami.

Dodatkowo metodologia wyceny na podstawie dywidend nie znajduje w Polsce podobnego uznania jak w krajach o rozwiniętej gospodarce rynkowej. Wymienione powyżej przyczyny pozwalają wnioskować o dalszym zmniejszaniu znaczenia dywidendy gotówkowej w Polsce w najbliższym czasie na korzyść bezgotówkowych form przekazywania wygosparowanego zysku akcjonariuszom.

Dywidendy jako jedyne w pełni odzwierciedlają wartość wypracowanego przez firmę zysku. Pozwalają weryfikować go zarówno w kategorii memoriałowej, jak i gotówkowej. Realizują też postulat maksymalnej transparentności spółki i reguł nią rządzących. Polskie firmy coraz rzadziej i coraz mniej licznie wypłacają wciąż mniejsze kwoty dywidend. W kontekście przytoczonych rozważań nie jest to niestety pozytywny sygnał przesyłany drobnym inwestorom, którzy i tak mają relatywnie mało zachęt do inwestowania na rynku kapitałowym.

JERZY BOEHLKE

NADZÓR KORPORACYJNY W ŚWIETLE KONWERCYJNEJ TEORII INTERESARIUSZY A PROBLEM KONCENTRACJI W GOSPODARCE RYNKOWEJ

I. UWAGI WSTĘPNE

Historia powstania i rozwoju kapitalizmu wiąże się nierozzerwalnie ze zjawiskiem różnorodności przedsiębiorstw i wszelkich organizacji gospodarczych. Dla kapitalizmu charakterystyczne jest występowanie wszystkich typów i wielkości organizacji przedsiębiorstw w zależności od natury wizji gospodarczej, jaką miały spełniać. Różnorodność ta, jak podkreślają N. Rosenberg i L. G. Birdzell, Jr, „polega na zróżnicowaniu profilu działalności gospodarczej, a szczególnie na zróżnicowaniu podejścia do problemu innowacji”¹. Istniejące różnice są postrzegane jako przejaw konkurencji w gospodarce rynkowej będącej wynikiem zabiegania przedsiębiorstw o ograniczone zasoby. O ile duże przedsiębiorstwa są przede wszystkim użytkownikami kapitału, o tyle małe firmy angażują głównie zasoby pracy. Użytkownicy dużych kapitałów wymagają zwykle dużych rynków, na których można ulokować produkt lub usługę i odwrotnie, powstawanie dużych rynków wymaga szybkiej akumulacji kapitału i sprawności organizowania dużych kapitałów. Relacje pomiędzy wielkością przedsiębiorstwa a rozmiarami rynku są istotne dla procesów wzrostu gospodarczego w kapitalizmie. Niekoniecznie jednak wyższe tempo wzrostu jest czynnikiem powstawania dużych przedsiębiorstw. Natomiast powstawanie dużych rynków sprzyja wzrostowi rozmiarów przedsiębiorstw i wymusza szybsze tempo akumulacji kapitału. Są to oczywiście związki charakteryzujące gospodarki przemysłowe we współczesnym świecie.

¹ N. Rosenberg, L. G. Birdzell, *Historia kapitalizmu*, Kraków 1994, s. 384.

Problematyka nadzoru korporacyjnego pojawiła się w rozważaniach teoretycznych wraz z powstaniem w gospodarkach zachodnich dużych korporacji użytkujących kapitały rozproszonych właścicieli w formach organizacyjno-prawnych wykraczających daleko poza neoklasyczny model przedsiębiorstwa.

Celem tego opracowania jest prezentacja współczesnych poglądów na temat nadzoru korporacyjnego formułowanych na gruncie teorii stakeholders, a w szczególności jednej z jej nowych wersji, mianowicie tzw. teorii konwergencyjnej interesariuszy, próbującej rozwiązać dylematy wynikające z braku jednoznacznych rozstrzygnięć w kwestii dotyczącej konsekwencji akceptacji finansowego bądź społecznego modelu przedsiębiorstwa dla organizacji i skuteczności nadzoru nad działalnością spółek. Jak się okazuje, dylematy te mają nie tylko wymiar ekonomiczny, prawny, organizacyjny, ale również etyczny.

2. POJĘCIE, ZAKRES I WSKAŹNIKI NADZORU KORPORACYJNEGO

W literaturze ekonomicznej akcentuje się brak jednoznaczności w definiowaniu pojęcia nadzoru korporacyjnego z jednej strony i upowszechniania się praktycznych wzorców kontroli nad zarządzaniem spółkami z drugiej strony. Pojawiły się już międzynarodowe standardy w tym zakresie, zalecane między innymi przez Organizację Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD). Praktyka jednakże wciąż odbiega od oczekiwań.

Problematyka nadzoru korporacyjnego w literaturze ekonomicznej, socjologicznej i prawniczej jest zwykle kojarzona z procesami zmian zachodzących zarówno wewnątrz przedsiębiorstwa, jak i w jego relacjach z otoczeniem. Zmiany te wpływają nie tylko na rozmiary przedsiębiorstw, strukturę własnościową i organizacyjną, sposób zarządzania, ale również na ich zachowanie na rynku, ogólną liczebność populacji przedsiębiorstw w branży oraz efektywność i skuteczność działań. Istnieje zgoda co do tego, iż obszar problemowy nadzoru korporacyjnego dotyczy analizy procesów nadzoru nad działalnością przedsiębiorstw². Różne są jednak perspektywy badawcze tego obszaru.

W literaturze przedmiotu z zakresu ekonomicznej teorii firmy nadzór korporacyjny jest zwykle związany z konsekwencjami rozdziału własności od zarządzania oraz wzrostu znaczenia zewnętrznych form finansowania przedsiębiorstwa³. W pracach z zakresu organizacji i zarządza-

² *Nadzór korporacyjny. Perspektywa międzynarodowa*, oprac. i tłum. I. Koładkiewicz, Warszawa 1999, s. 13.

³ *Ibidem*, s. 19. Por. też np. C. Mayer, *Nadzór nad działalnością spółek w gospodarce rynkowej i w gospodarce okresu transformacji*, [w:] *W poszukiwaniu skutecznej rady czyli*

nia eksponuje się ostatnio wagę społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw⁴. Z kolei czołowi przedstawiciele tzw. nowej historii gospodarczej, D. North i R. Thomas, analizując proces powstania i rozwoju kapitalizmu koncentrują się na instytucjonalnych aspektach nadzoru korporacyjnego⁵. W opracowaniach powstałych na gruncie socjologii i psychologii organizacji można znaleźć ujęcie nadzoru korporacyjnego jako zjawiska ze sfery działań symbolicznych przedsiębiorstwa nakierowanych na przykład na redukcję poziomu ryzyka, wykreowanie systemu bodźców dla poprawy efektywności gospodarowania czy nawet na silniejsze zintegrowanie wokół celów firmy jego akcjonariuszy⁶. Rosnącą wagę znaczenia problematyki nadzoru korporacyjnego upatruje się coraz częściej w postępkach globalizacji⁷.

Reprezentanci prawa traktują nadzór korporacyjny jako zespół norm prawnych oddzielających funkcje nadzorcze i zarządcze w spółkach prawa handlowego. W szczególności nadzór korporacyjny jest opisywany w związku ze zmianami form organizacyjno-prawnych przedsiębiorstw. Wzrost ich różnorodności wywołuje kontrowersje co do właściwości używania pojęcia „przedsiębiorstwo”. Spór toczy się o to, czy pojęcie owo na gruncie prawa ma charakter podmiotowy czy przedmiotowy. Przykładowo S. Rudolf, T. Janusz, D. Stos i P. Urbanek są zdania, że zróżnicowanie form organizacyjno-prawnych przedsiębiorstw w gospodarkach rynkowych stwarza konieczność rozdziału funkcji przedsiębiorcy, będącej wyrazem podmiotowości przedsiębiorstwa od przedmiotu jego działań, wymagających postrzegania przedsiębiorstwa w znaczeniu przedmiotowym, to jest jako „ogółu zorganizowanych, materialnych i niematerialnych składników mienia, jakie podmiot gospodarczy gromadzi dla prowadzenia działalności gospodarczej wraz z zespołem praw i obciążeń względem otoczenia”⁸. W zależności od obowiązujących regulacji prawnych wyróżnia się jedno- i dwuszczeblowy nadzór spółek prawa handlowego⁹.

kontroli spółek akcyjnych w gospodarce rynkowej, red. M. Hessel, Kraków 1995, s. 41. Niektórzy, jak np. M. Blair, kwestionują istotność tego rozdziału. Por. M. Blair, *Ownership and control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century*, Washington 1995.

⁴ H. I. Ansoff, *Zarządzanie strategiczne*, Warszawa 1985, s. 55.

⁵ D. North, R. Thomas, *The Rise of the Western World: A New Economic History*, Cambridge 1973.

⁶ E. J. Zajac, J. O. Westphal, *Accounting for the explanation of CEO compensation: Substance and symbolism*, *Administrative Science Quarterly* 1999, No. 40, s. 283–308.

⁷ Por. np. *Granice konkurencji. Grupa Lizbońska*, Warszawa 1996, s. 67–68; A. Vincent, J. P. Martens, *Ugrupowania gospodarcze*, Warszawa 1996, s. 5 oraz 19–36; S. Rudolf, T. Janusz, D. Stos, P. Urbanek, *Efektywny nadzór korporacyjny*, Warszawa 2002, s. 21.

⁸ S. Rudolf, T. Janusz, D. Stos, P. Urbanek, op. cit., s. 23.

⁹ A. Demb, F. F. Neubauer, *Rada nadzorcza. Czym jest odpowiedzialność*, Warszawa 2001, s. 7. W systemie jednoszczeblowym istnieje Rada Dyrektorów, w systemie dwuszczeblowym – Rada Nadzorcza i Zarząd.

Szczególnie interesującą perspektywą badawczą wydaje się propozycja traktowania nadzoru korporacyjnego jako procesu związanego z szeroko rozumianymi zjawiskami koncentracji przedsiębiorstw i rynków¹⁰.

Nadzór korporacyjny ma zatem wiele wymiarów. Dotychczasowe próby integracji wskazanych wyżej perspektyw badawczych tego procesu okazały się dalece niezadowolające. Konsekwencją tego są między innymi trudności precyzyjnego zdefiniowania pojęcia nadzoru korporacyjnego. Przykładowo, cytowani wyżej autorzy pracy *Efektywny nadzór korporacyjny* definiują pojęcie nadzoru korporacyjnego jako nadzór nad działalnością spółek, wyznaczony przez „zintegrowany zbiór zewnętrznych i wewnętrznych mechanizmów kontroli, które łagodzą konflikt interesów między menedżerami a akcjonariuszami, wynikający z oddzielenia własności od kontroli”¹¹.

Według C. Mayera nadzór korporacyjny utożsamiany z nadzorem nad działalnością spółki „to pewien układ organizacyjny, poprzez który spółka reprezentuje i służy interesom inwestorów. Pojęcie to może obejmować wszystko: od zarządu przedsiębiorstwa, poprzez system wynagradzania kierownictwa, aż po prawa upadłościowe”¹².

Pojęcie nadzoru korporacyjnego M. Hessel wiąże z zagwarantowaniem „aby przedsiębiorstwo było kierowane tak, jak tego oczekują jego właściciele”¹³. Przeglądu definicji pojęcia nadzoru korporacyjnego dokonuje w polskiej literaturze przedmiotu między innymi M. Jerzemowska¹⁴. Podkreślając niejednoznaczność owych definicji wskazuje ona na szczególne znaczenie definicji nadzoru korporacyjnego podanej w opracowanym przez OECD dokumencie *Principles of Corporate Governance*¹⁵. Zgodnie z nią nadzór korporacyjny dotyczy „zależności pomiędzy kierownictwem spółki, jej organami oraz akcjonariuszami i pozostałymi grupami udziałowymi. Określa strukturę, za pośrednictwem której ustala się cele podmiotu gospodarczego i środki ich realizacji, a także narzędzia monitorowania wyników działania”¹⁶. Zdaniem tej autorki w literaturze przedmiotu można znaleźć trzy główne podejścia do definiowania i określania celów nadzoru korporacyjnego. Według pierwszego nadzór korporacyjny utożsamiany jest z nadzorem właścicielskim. Wychodzi się tu z założenia, że korporacja realizuje cele właścicieli kapi-

¹⁰ *Grupy kapitałowe w Polsce*, red. M. Romanowska, M. Trocki, B. Wawrzyniak, Warszawa 1998.

¹¹ S. Rudolf, T. Janusz, D. Stos, P. Urbanek, op. cit., s. 31.

¹² C. Mayer, op. cit., s. 29.

¹³ M. Hessel, op. cit., s. 15.

¹⁴ M. Jerzemowska, *Nadzór korporacyjny*, Warszawa 2002, s. 22–34.

¹⁵ *Principles of Corporate Governance*, OECD 1999. Nadzór korporacyjny i jego klasyfikacja nawiązują zwykle do problemu odpowiedzialności kierownictwa spółki, celu jej istnienia, budowy i egzekucji strategii działania spółki oraz monitorowania skuteczności i efektywności działania korporacji.

¹⁶ *Ibidem*.

tału. Z kolei na gruncie drugiego podejścia, związanego z grupami udziałowymi (stakeholders), korporacji przypisuje się odpowiedzialność przed wszystkimi interesariuszami. Trzecie podejście, będące próbą kompromisu pomiędzy dwoma wcześniej wymienionymi przyjmuje, że „maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy jest niemożliwa bez uwzględnienia maksymalizacji interesów pozostałych grup udziałowych”¹⁷.

Analizując sposób rozumienia pojęcia nadzoru korporacyjnego K. Zalega wskazuje, że może ono dotyczyć kontroli nad zarządzaniem, zasad, reguł, mechanizmów i instytucji tej kontroli, ładu instytucjonalnego w danym systemie społeczno-gospodarczym, kontroli nad zarządzaniem firmą ze strony organów statutowych i innych interesariuszy, jak również można je wiązać z narzędziami analizy funkcjonowania firmy i jej relacji z otoczeniem¹⁸.

W ostatnich latach nastąpił wyraźny wzrost znaczenia problematyki nadzoru korporacyjnego w krajach wysoko rozwiniętych. Było to spowodowane spadkiem zaufania interesariuszy do działalności spółek, do czego przyczyniły się spektakularne bankructwa Enronu w USA czy ostatnio Parmalat w Włoszech, wzrost nieprzejrzystości mechanizmów funkcjonowania rynków kapitałowych połączony z załamaniem systemów bankowo-finansowych (przykład Japonii, Korei Południowej) oraz narastające konflikty między rozproszonymi właścicielami korporacji a menedżerami, wzmacniane często dodatkowo przez komplikowanie się struktur własnościowych we współczesnych gospodarkach rynkowych. Coraz istotniejszą rolę odgrywają także procesy globalizacyjne i wynikająca z nich konieczność ujednoczenia zasad nadzoru korporacyjnego w skali gospodarki światowej. Próby sformułowania zasad nadzoru korporacyjnego dokonała wspomniana już OECD w wymienionym wyżej dokumencie z 1999 roku. Należą do nich¹⁹:

- ochrona praw akcjonariuszy,
- równe traktowanie wszystkich akcjonariuszy bez względu na liczbę posiadanych akcji,
- respektowanie praw akcjonariuszy i pracowników spółki oraz troska o jej konkurencyjność i miejsca pracy w ramach obopólnej współpracy,
- informowanie wyczerpująco o sprawach spółki, jej sytuacji finansowej, organizacyjnej, pozycji rynkowej itp.,
- zapewnienie efektywnego nadzoru nad działalnością zarządu oraz przygotowanie sprawozdań na tematy związane z działalnością spółki dla akcjonariuszy.

¹⁷ M. Jerzemowska, op. cit., s. 31.

¹⁸ K. Zalega, *Spór o pojęcie „corporate governance”*, Organizacja i Kierowanie 2000, nr 3.

¹⁹ *Principles...*

W znanej pracy H. Mintzberga wskazuje się następujące funkcje nadzoru korporacyjnego²⁰:

- wybór władz spółki,
- sprawowanie kontroli w sytuacjach kryzysowych,
- rewizje decyzji zarządu i osiągniętych rezultatów,
- absorpcja skutków oddziaływania otoczenia spółki,
- pozyskiwanie zwolenników i funduszy dla spółki,
- budowa pozytywnego wizerunku przedsiębiorstwa,
- doradztwo.

Cytowani wcześniej S. Rudolf, T. Janusz, D. Stos i P. Urbanek przytaczają obszary działania nadzoru korporacyjnego wskazywane przez Amerykański Instytut Praw²¹. Należą do nich:

- wybór, ocena, zwalnianie osób z naczelnego kierownictwa firmy, a także określanie wysokości ich wynagrodzeń,
- nadzór nad działalnością korporacji, ocena sposobu zarządzania korporacją,
- ocena i aprobowanie celów finansowych korporacji oraz głównych planów i działań,
- ocena i aprobowanie głównych zmian pod kątem ich zgodności z nadrzędnymi zasadami audytu i rachunkowości,
- wykonywanie innych funkcji określonych przez przepisy prawne lub statut spółki.

Coraz częściej w praktyce funkcjonowania nadzoru korporacyjnego można spotkać próby formułowania kodeksów zasad dobrego nadzoru. Uwzględniają one różnego rodzaju zalecenia wynikające z krajowych i międzynarodowych doświadczeń w tym zakresie, takie jak:

- stworzenie systemu działań olbrzymich korporacji, których cele muszą być zgodne z celami gospodarki narodowej,
- kontrola międzynarodowych korporacji, które mogą zdominować gospodarkę lokalną,
- zapewnienie odpowiedzialności spółek nie tylko przed akcjonariuszami, ale także przed interesariuszami (stakeholderami),
- zapewnienie, że działania firm są zgodne z narodowymi regulacjami i standardami prawnymi, nie tworzą więc „państwa w państwie”,
- zapewnienie społecznej odpowiedzialności działań realizowanych przez przedsiębiorstwa,
- jednakowa ochrona interesów wszystkich inwestorów niezależnie od rodzaju aktywów finansowych, które są przez nich nabywane²².

²⁰ H. Mintzberg, *Power In and Around Organisation*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New York 1983.

²¹ S. Rudolf, T. Janusz, D. Stos, P. Urbanek, op. cit., s. 32.

²² Ibidem, s. 33.

Do krajów mających szczególne osiągnięcia w tworzeniu kodeksu najlepszej praktyki w obszarze nadzoru korporacyjnego należą między innymi Francja, Wielka Brytania i Stany Zjednoczone.

W literaturze ekonomicznej nadzór korporacyjny postrzegany jest jako proces o charakterze gospodarczym właściwy dla porządku instytucjonalnego systemu rynkowego. Do głównych mechanizmów regulacji kontroli nad działalnością spółek zalicza się: rynek kapitałowy, rynek usług menedżerskich, rynek dóbr, rynek kontroli przedsiębiorstw (mechanizm fuzji i przejęć), wpływające na relacje korporacji z jej otoczeniem oraz regulacje wyznaczające miejsce, kompetencje i zakres odpowiedzialności osób zarządzających spółką i regulacje dotyczące działania ciał nadzorujących, to jest rad nadzorczych, obejmujące zagadnienia tzw. wewnętrznego nadzoru i monitoringu.

Statystyki dotyczące nadzoru korporacyjnego operują zbiorem wskaźników umożliwiających porównanie różnych systemów występujących w tym obszarze zjawisk w różnych krajach. Zaliczyć do nich należy²³:

- tworzenie kodeksu najlepszej praktyki,
- zatrudnianie dyrektorów niezarządzających,
- rozdzielanie stanowisk przewodniczącego rady i naczelnego dyrektora zarządzającego,
- tworzenie komitetów (przy radach dyrektorów),
- procedury głosowania,
- prawo głosu,
- problemy głosowania,
- stosowane standardy rachunkowości,
- istnienie barier dla przejęć.

Istnieje olbrzymia literatura dotycząca problematyki nadzoru korporacyjnego. I. Kołodkiewicz stwierdza, że granice tego obszaru badań wyznaczają pytania: Komu służy przedsiębiorstwo? W czyim interesie powinno być ono zarządzane? Kto powinien kontrolować jego działalność? Kto powinien podejmować decyzje? Jakie są kompetencje i zakres odpowiedzialności osób pełniących różne role organizacyjne?²⁴

Na gruncie poszczególnych opracowań dokonuje się analizy porównawczej systemów nadzoru korporacyjnego w różnych krajach, opisuje istniejące międzynarodowe uregulowania w tym zakresie (np. wskazane wcześniej dokumenty OECD), omawia zjawisko zróżnicowania konstrukcji i sposobów funkcjonowania rad nadzorczych czy wreszcie wskazuje na światowe tendencje zmian praktyce kontroli nad zarządzaniem spółkami.

²³ M. Jerzemowska, op. cit., tablica 33, s. 144.

²⁴ I. Kołodkiewicz, op. cit., s. 33.

Dla celów niniejszego opracowania istotne jest przypomnienie podstaw teoretycznych koncepcji nadzoru korporacyjnego. Ich krótka prezentacja stanowić będzie punkt wyjścia dla omówienia i wstępnej oceny wybranych, nowych propozycji na gruncie teorii stakeholders.

3. FINANSOWY I SPOŁECZNY MODEL PRZEDSIĘBIORSTWA

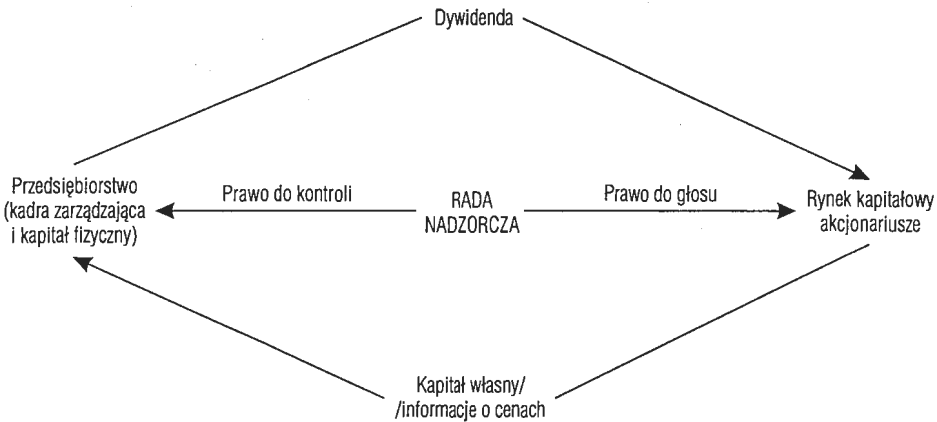
Punktem wyjścia dla teoretycznej analizy procesów nadzoru korporacyjnego jest analiza zmian w obrębie ekonomicznej teorii firmy, która w odniesieniu do problematyki badawczej kontroli nad zarządzaniem odwołuje się zwykle do opisu przyczyn, przejawów i skutków ewolucji modelu przedsiębiorstwa. Ewolucja ta polega na odchodzeniu od tzw. finansowego modelu firmy opracowanego na gruncie neoklasycznej teorii firmy na rzecz społecznego modelu przedsiębiorstwa będącego dorobkiem głównie ekonomii instytucjonalnej²⁵. Trzeba jednakże pamiętać, że w perspektywie analizy procesu historycznych zmian przedsiębiorstwa, jako podmiotu kapitalistycznej gospodarki rynkowej, modele te nie są „substytucyjne”, a opisują ścieżkę ewolucyjną (*path dependency*) firmy. Stąd zrozumienie współczesnych zagadnień nadzoru korporacyjnego wymaga odwołania do finansowego modelu firmy jako punktu wyjścia, wzorca i standardu, z którymi porównywane są wszelkie rozwiązania organizacyjno-instytucjonalne w tym obszarze. Warto zatem przypomnieć, że w modelu finansowym przedsiębiorstwa przyjmuje się, że celem firmy jest wzrost wartości rynkowej spółki dla właścicieli zasobów ulokowanych w firmie, to jest dla akcjonariuszy. W modelu społecznym przedsiębiorstwa przyjmowana jest perspektywa wzrostu wartości firmy dla grupy interesariuszy, to jest dla stakeholders. Jest ona przedmiotem wielu opracowań²⁶. Dla jej prezentacji warto posłużyć się opracowaną przez cytowaną już I. Kołodkiewicz graficzną i tabelaryczną formą syntezy obu modeli.

Z kolei społeczny model przedsiębiorstwa przedstawia schemat 2. Porównanie cech charakteryzujących finansowy i społeczny model przedsiębiorstwa zawiera przytoczona przez I. Kołodkiewicz za B. De Vitem i R. Meyerem tabela 1.

²⁵ Pojęcie i zakres teorii należącej do współczesnego nurtu instytucjonalnego budzi co prawda sporo kontrowersji, ale nie ma to istotnego znaczenia dla wywodów na gruncie tego opracowania. Por. np. A. Ząbkowicz, *Współczesna ekonomia instytucjonalna wobec głównego nurtu ekonomii*, *Ekonomista* 2003, nr 6, s. 794–824.

²⁶ Por. np. O. Hart, *Corporate Governance. Some Theory and Implications*, *The Economic Journal* 1995, No. 105; M. Blair, op. cit. W języku polskim warto zwrócić uwagę na: R. Frydman, A. Rapaczyński, *Prywatyzacja w Europie Wschodniej. Czy państwo traci na znaczeniu*, Kraków 1995.

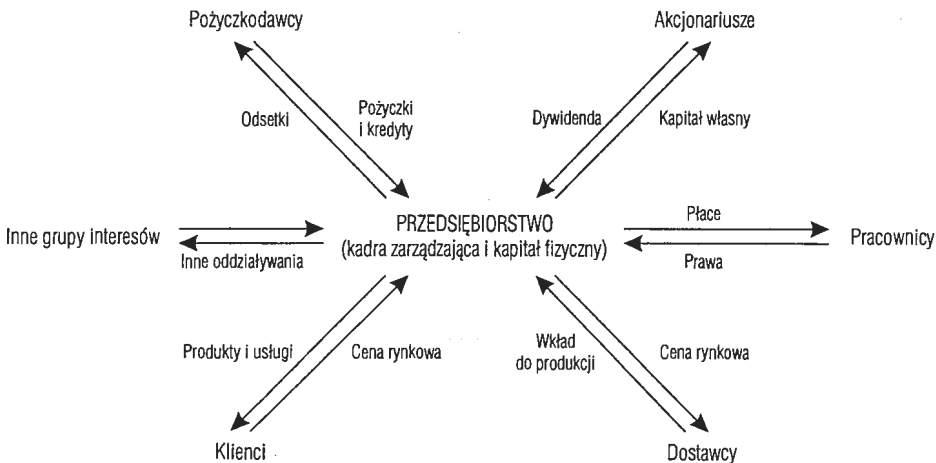
Schemat 1. Główni uczestnicy finansowego modelu przedsiębiorstwa



Źródło: I. Koładkiewicz, op. cit., rys. 2, s. 36.

W literaturze przedmiotu wskazuje się na kilka koncepcji teoretycznych wykorzystywanych do analizy procesów nadzoru korporacyjnego, takich jak teorie: agencji, stakeholders, stewarda, zasobowa, hegemonii menedżerskiej, kontraktów, instytucjonalna. Największe znaczenie mają jednak teorie agencji i interesariuszy²⁷.

Schemat 2. Społeczny model przedsiębiorstwa



Źródło: I. Koładkiewicz, op. cit., rys. 3, s. 39.

²⁷ Ich krótką charakterystykę można znaleźć w: S. Rudolf, T. Janusz, D. Stos, P. Urbanek, op. cit.

Tabela 1. Porównanie cech charakterystycznych finansowego i społecznego modelu przedsiębiorstwa

| MODELE ZAŁOŻENIA | FINANSOWY MODEL PRZEDSIĘBIORSTWA PERSPEKTYWA WARTOŚCI DLA AKCJONARIUSZY (SHAREHOLDERS) | SPOŁECZNY MODEL PRZEDSIĘBIORSTWA PERSPEKTYWA WARTOŚCI DLA INTERESARIUSZY (STAKEHOLDERS) |
|--|--|---|
| Nacisk na: | rentowność nad odpowiedzialnością | odpowiedzialność nad rentownością |
| Organizacja postrzegana jako: | instrument | wspólne przedsięwzięcie |
| Cel organizacji | służyć właścicielom | służyć wszystkim zaangażowanym grupom interesów |
| Mierniki sukcesu | cena akcji oraz dywidenda | satyśfakcja grup interesów |
| Główne trudności | ukierunkowanie agenta na działanie w interesie pryncypała | równowaga interesów różnych grup |
| Nadzór korporacyjny poprzez: | niezależnych dyrektorów zewnętrznych posiadających udziały | reprezentują grupy interesów |
| Odpowiedzialność społeczna | tylko indywidualna, nie stanowi problemu dla organizacji | zarówno indywidualna, jak i organizacyjna |
| Najlepiej służy społeczeństwu poprzez: | dążenie do osiągnięcia korzyści własnej (wydajność gospodarcza) | dążenie do osiągnięcia wspólnych interesów (gospodarcza symbioza) |

Źródło: B. De Vit, R. Meyer, *Strategy. Process. Content. Context. An International Perspective*, International Thomson Business Press 1998. Podano za: I. Kołodkiewicz, op. cit., tab. 4, s. 42.

Koncepcje te są stosowane zarówno do finansowego, jak i społecznego modelu przedsiębiorstwa. Obserwuje się jednakże rosnącą dominację społecznego modelu przedsiębiorstwa i aplikowanej na jego gruncie teorii stakeholders jako właściwego punktu wyjścia dla rozważań nad kontrolą, gdzie przyjmuje się, iż celem korporacji jest realizacja równowagi między interesariuszami charakteryzującymi się indywidualnymi funkcjami użyteczności.

Jeśli uznać, że proces ewolucji przedsiębiorstwa, jako podmiotu gospodarki rynkowej, przebiegał od modelu finansowego do modelu społecznego, to interesujące wydaje się pytanie o przebieg procesów nadzoru korporacyjnego postrzeganego jako zjawisko koncentracji przedsiębiorstw i rynków.

4. TEORIA INTERESARIUSZY

Współczesna teoria interesariuszy (stakeholders) odwołująca się, jak wcześniej stwierdzono, do społecznego modelu przedsiębiorstwa opiera się na następujących przesłankach²⁸:

²⁸ Por. np. T. M. Jones, A. C. Wicks, *Convergent Stakeholder Theory*, *The Academy of Management Review*, Vol. 24, No 2, April 1999.

- 1) przedsiębiorstwo pozostaje w relacjach z różnymi ukonstytuowanymi grupami ludzi (stakeholders) oddziałującymi na korporację, a jednocześnie jest przedmiotem oddziaływania firmy w wyniku podejmowanych w niej decyzji;
- 2) interesy wszystkich grup udziałowych są istotne, ale żadna z grup interesów nie jest dominująca w stosunku do pozostałych. Nie wyklucza się jednak analizy interesów interesariuszy nieprawomocnych;
- 3) teoria stakeholders koncentruje swoją uwagę na decyzjach menedżerskich;
- 4) teoria stakeholders skupia się na wyjaśnianiu natury związków łączących różne grupy udziałowe zarówno z punktu widzenia ich funkcjonowania, jak i efektów, które wywołują dla przedsiębiorstwa i jego interesariuszy.

Przyjmując powyższe przesłanki przedstawiciele teorii stakeholders dążą do opisu i analizy skutków relacji pomiędzy interesariuszami przedsiębiorstwa dla procesów kontroli. Należy podkreślić, że nie przyjmuje się tu żadnych wzorców zachowań ludzkich. Te mogą się bowiem zmieniać i opierać na wzajemnym zaufaniu, współpracy lub realizacji indywidualnych i egoistycznych interesów. Ważne jest jednak, by relacje pomiędzy interesariuszami były w określony sposób ustrukturyzowane. Odmienność sposobów ustrukturyzowania relacji pomiędzy grupami interesariuszy stała się przyczyną zróżnicowania poglądów na kwestie nadzoru nad działalnością korporacji²⁹.

Przykładem ustrukturyzowania relacji pomiędzy grupami udziałowymi jest propozycja J. Froomana. Przyjmując, że przedsiębiorstwo jest przykładem systemu otwartego, w ramach którego następuje zarówno proces alokacji pozyskiwanych z otoczenia zasobów (zawsze ograniczonych), jak i generowanie nowych zasobów wewnątrz firmy, uznaje on władzę jako centralną charakterystykę stosunków pomiędzy interesariuszami, pozwalającą opisać i wyjaśnić wybierane przez nich strategie oddziaływania. Władza jest przy tym definiowana jako strukturalnie zdeterminowany potencjał do osiągnięcia faworyzowanych efektów w relacjach pomiędzy interesariuszami w sytuacji konfliktu ich interesów³⁰. J. Pfeffer i G. R. Salancik zwracają uwagę, że odwołanie się do pojęcia władzy jako charakterystyki umożliwiającej wyjaśnianie zachowań inte-

²⁹ Por. np. J. Frooman, *Stakeholder Influence Strategies*, The Academy of Management, Vol. 24, No. 2, April 1999; J. Pfeffer, *Managing with Power: Politics and Influence in Organizations*, Harvard University Press, Boston 1992; K. Goodpastor, *Business Ethics and Stakeholder Analysis*, Business Ethics Quarterly 1991, No. 1.

³⁰ J. Frooman, op. cit., s. 196.

resariuszy zakłada asymetrię relacji pomiędzy nimi³¹. „Zasobowa zależność” firmy przejawia się w sposobach jej kontroli przez interesariuszy. Wykorzystywanie władzy w tym zakresie sprowadza się do wyznaczania czynników determinujących dostęp do pożądaných zasobów bądź do określania stopnia swobody sposobu ich wykorzystywania. J. Frooman podejmuje próbę wyznaczenia strategii zachowań interesariuszy wynikających z istniejących pomiędzy nimi asymetrycznych relacji. Przyjmuje on dla tego celu typologię relacji zasobowych przedstawioną w tabeli 2.

Typologia tych relacji jest z kolei podstawą dla wprowadzenia typologii strategii wzajemnego oddziaływania interesariuszy i firmy (tab. 3).

Tabela 2. Typologia relacji zasobowych

| Czy firma zależy od interesariusza? | Nie | | Tak |
|-------------------------------------|-----|-----------------------|-----------------------|
| | Nie | słaba współzależność | władza firmy |
| | Tak | władza interesariusza | wysoka współzależność |

Źródło: J. Frooman, op. cit., tab. 1, s. 199.

Tabela 3. Typologia wzajemnego oddziaływania interesariuszy i firmy

| Czy firma zależy od interesariusza? | Nie | | Tak |
|-------------------------------------|-----|------------------------------------|------------------------------------|
| | Nie | pośrednio niska współzależność | bezpośrednia władza firmy |
| | Tak | bezpośrednia władza interesariusza | bezpośrednia, silna współzależność |

Źródło: J. Frooman, op. cit., tab. 2, s. 200.

Strategie bezpośrednie J. Frooman definiuje jako te, które są związane z manipulowaniem przez interesariuszy przepływami zasobów do firmy, natomiast strategie pośrednie dotyczą oddziaływania interesariuszy na sposób wykorzystania zasobów w firmie.

Propozycja J. Froomana jest przykładem analizy procesu nadzoru korporacyjnego w kategoriach zachowań strategicznych interesariuszy i firmy zarządzanej przez menedżerów. Sposób funkcjonowania firmy i jej cele są konsekwencją rezultatów gry pomiędzy interesariuszami a korporacją, a nie wynikiem maksymalizowania określonej funkcji użyteczności przedsiębiorstwa. Cele firmy są zatem rezultatem, a nie przyczyną istniejących relacji pomiędzy interesariuszami a korporacją, a asymetria

³¹ J. Pfeffer, G. R. Salancik, *The External Control of Organizations*, New York 1978, s. 53. Asymetria relacji uruchamia mechanizm wykorzystywania władzy jako charakterystyki zdeterminowanej strukturalnie przez relacje pomiędzy interesariuszami.

owych relacji jest źródłem określonych zachowań firmy. Konstatacja ta jest niezgodna z ustaleniami neoklasycznej teorii firmy oraz tymi finansowymi modelami przedsiębiorstwa, w których nadzór korporacyjny sprowadzony jest do nadzoru właścicielskiego. Z drugiej strony należy zauważyć, że koncepcja J. Froomana jest kontynuacją rozważań na gruncie teorii firmy przyjmującej finansowy model przedsiębiorstwa, gdyż zakłada, że układ relacji wynikających z „zależności zasobowej” firmy determinuje dążenie do maksymalizacji indywidualnych funkcji użyteczności interesariuszy i menedżerów. Podejście takie jest niezgodne ze społecznym modelem przedsiębiorstwa, gdzie bardzo często podkreśla się społeczną odpowiedzialność firmy, co prowadzi do próby zbudowania koncepcji nadzoru korporacyjnego odwołującego się nie tylko do ekonomicznej teorii firmy, ale również do etyki. Jej przykładem jest konwergencyjna teoria interesariuszy.

5. KONWERGENCYJNA TEORIA INTERESARIUSZY

Propozycja konwergencyjnej teorii interesariuszy została po raz pierwszy przedstawiona przez T. M. Jonesa i A. C. Wicksa³². W rozumieniu autorów jest ona próbą połączenia deskryptywnego i instrumentalnego podejścia w ramach „teorii stakeholders” z jednej strony z podejściem normatywnym odwołującym się do wartości etycznych, których waga eksponowana jest na gruncie społecznego modelu przedsiębiorstwa³³. Relacje pomiędzy interesariuszami firmy, działającej na konkurencyjnym rynku i zarządzanej przez menedżerów nie wynikają z przyjętego *a priori* wzorca zachowań ludzkich, te ostatnie mogą się bowiem zmieniać i opierać na wzajemnym zaufaniu, współpracy lub realizacji indywidualnych, egoistycznych interesów.

Twórcy konwergencyjnej teorii stakeholders podkreślają, że oparcie relacji pomiędzy interesariuszami a firmą na podstawach moralnych jest przykładem szczególnego ich ustrukturyzowania, pozwalającego przekroczyć ich rynkowy (niezależnie od określenia granic rynku) charakter. Oparcie relacji łączących interesariuszy na podstawach etycznych nie musi być sprzeczne z instrumentalnym i deskryptywnym charakterem tej teorii. Zapewnia jednakże akceptację efektów pojawiających się w wyniku istnienia owych relacji przez wszystkich interesariuszy i wyznacza granicę działań o charakterze instrumentalnym. Akceptowane są

³² T. M. Jones, A. C. Wicks, op. cit., s. 206–221.

³³ Deskryptywna i instrumentalna wersja teorii stakeholders stała się podstawą zmian w praktyce nadzoru korporacyjnego w USA i Wielkiej Brytanii w latach 80. i 90. Teoria ta w wersji normatywnej opisuje nadzór korporacyjny w Japonii.

przy tym tylko takie działania, które nie naruszają podstaw etycznych istniejących relacji. Teoria konwergencyjna interesariuszy skupia się na wyjaśnieniu sposobów ustrukturyzowania więzi pomiędzy interesariuszami, moralnych podstaw tego ustrukturyzowania, skutków ich istnienia, przyczyn pojawiania się tych skutków, a w przypadku niekonwencjonalnych działań i oczekiwanych z tego tytułu efektów – określenia ich podstaw etycznych. Przykładem instrumentalnego podejścia do relacji łączących interesariuszy jest pogląd, zgodnie z którym maksymalizacja wartości funkcji celu akcjonariuszy (*shareholder value*) wymaga respektowania przez menedżerów kluczowych relacji pomiędzy interesariuszami³⁴. Z kolei z punktu widzenia podejścia normatywnego powyższy postulat będzie wyrażany bardziej ogólnie, a mianowicie w formie zalecenia, by menedżerowie w swoich decyzjach respektowali podstawowe relacje pomiędzy interesariuszami. W ten sposób konwergencyjna teoria interesariuszy, postulując uwzględnienie w procesach decyzyjnych oczekiwań wszystkich „stakeholdersów”, umożliwia odrzucenie postawy „egoizmu etycznego” i akceptację poglądu, że moralność jest kompatybilna z kapitalizmem, a efektywność ekonomiczna w gospodarce rynkowej wymaga respektowania wysokich standardów etycznych³⁵.

Na gruncie konwergencyjnej teorii interesariuszy analizowane są skutki tzw. paradoksu interesariuszy, związanego ze wspomnianą wcześniej podwójną, bo zdeterminowaną przez cele strategiczne i etyczne, orientacją decyzji menedżerskich. Skutki występowania tego paradoksu opisywane są przede wszystkim na gruncie koncepcji tzw. kapitalizmu powierniczego, charakteryzującego się dominacją własności instytucjonalnej³⁶.

Na co najmniej trzy ważne z punktu widzenia funkcjonowania nadzoru korporacyjnego skutki upowszechnienia się własności instytucjonalnej dla zachowań firm na konkurencyjnych rynkach oraz dla „bezpieczeństwa” własności indywidualnej wskazują J. P. Hawley i A. T. Williams. Pierwsza dotyczy pytania: Przez kogo i w jaki sposób właściciele instytucjonalni są zdeterminowani do działania na rzecz realizacji celów beneficjentów? Rozstrzygnięcie kwestii, na czym te interesy polegają, jest często bardzo trudne lub niemożliwe. Właściciele indywidualni posiłkując się w procesie realizacji swoich interesów zarówno mene-

³⁴ Por. W. Lazonick, M. O'Sullivan, *Maximizing Stakeholder Value: A New Ideology for Corporate Governance*, [w:] W. Lazonick, M. O'Sullivan (eds.), *Corporate Governance and Sustainable Prosperity*, Palgrave 2002.

³⁵ Por. T. Donaldson, *Making Stakeholder Theory Whole*, *The Academy of Management Review*, Vol. 24, No. 2, April 1999, s. 237–238.

³⁶ Por. K. E. Goodpastor, *Business Ethics and Stakeholder Analysis*, [w:] M. B. Clarkson, *The Corporation and Its Stakeholders: Classic and Contemporary Readings*, Toronto–Buffalo–London 1998, s. 113–115.

dżerami, jak i właścicielami instytucjonalnymi, powodują komplikację sposobu funkcjonowania nadzoru właścicielskiego. Należy jednocześnie podkreślić fakt, że z punktu widzenia właścicieli indywidualnych zarówno menedżerowie, jak i właściciele instytucjonalni są agentami w rozumieniu teorii agencji. Druga ze wskazanych przez J. Hawleya i A. T. Williamsa konsekwencji dotyczy wpływu własności instytucjonalnej na „bezpieczeństwo własności”³⁷. Otóż tworzenie i funkcjonowanie własności instytucjonalnej jest nierozzerwalnie związane z realizacją celów polityki gospodarczej, która – prowadzona z punktu widzenia interesów państwa – nie musi maksymalizować bogactwa indywidualnych właścicieli kapitału. Z kolei trzecia z omawianych przez wyżej wymienionych autorów konsekwencji dotyczy współczesnego rozumienia celu maksymalizacji bogactwa indywidualnych właścicieli. Jeśli maksymalizacja zysku firmy w warunkach rosnącego znaczenia własności instytucjonalnej musi uwzględniać, jak to wskazywał wielokrotnie na przykład J. K. Galbraith, siłę menedżerów, rządu, pracowników i ich reprezentacji w postaci związków zawodowych, a także inne ograniczenia społeczne, powstaje pytanie: W jaki sposób właściciele instytucjonalni będący w istocie rzeczy agentami monitorującymi zachowania menedżerów mogą być sami monitorowani?³⁸

Dwa istotne z punktu widzenia bezpieczeństwa własności wnioski sformułowali E. F. Fama i M. C. Jensen. Zgodnie z pierwszym rozdział kontroli od zarządzania ma swoje źródło w rozdziale decyzji zarządczych od ryzyka wygospodarowania nadwyżki, podejmowanego przez właścicieli kapitału. Drugi wniosek dotyczy obserwacji, że kombinacja decyzji zarządczych i kontrolnych pozostających w rękach agentów powoduje z ich strony powstanie roszczeń do udziału w nadwyżce.

Według T. M. Jonesa i A. C. Wicksa termin „konwergencyjna teoria interesariuszy” jest właściwy dla klasy teorii posiadających następujące charakterystyki³⁹:

³⁷ Pojęcie bezpieczeństwa własności rozumiane jest jako konsekwencja sprawowania nadzoru korporacyjnego właścicielskiego przez akcjonariuszy, dzięki któremu poprzez odpowiedni system kontrolowania menedżerów i pracowników tworzone są gwarancje partycypacji właścicieli kapitału w podziale wygospodarowanej nadwyżki. Por. E. F. Fama, M. C. Jensen, *Separation of Ownership and Control*, *Journal of Law and Economics* 1983, Vol. 26.

³⁸ Prezentację założeń i głównych twierdzeń teorii agencji można znaleźć np. w: E. F. Fama, *Agency Problem and Theory of the Firm* oraz M. Jensen, W. Mecling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, [w:] *The Economic Nature of the Firm*; A. Reader, L. Putterman, R. Kroszner (eds.), Cambridge–New York–New Rochelle–Melbourne–Sydney, 1986; J. K. Galbraith, *Ekonomia a cele społeczne*, Warszawa 1979. Wcześniej tego autora: *American Capitalism: The Concept of Counterwailing Power*, Boston, 1956.

³⁹ T. M. Jones, A. C. Wicks, op. cit., s. 215.

- 1) firma jest spółką operującą na konkurencyjnym rynku.
- 2) decyzje w korporacji są podejmowane przez menedżerów.
- 3) behawioralna przypadkowość jest dopuszczalna.
- 4) nie przyjmuje się żadnych specyficznych założeń behawioralnych zakładając jedynie, że:
 - zachowania ludzi są różne i podlegają zmianom,
 - zachowania ludzi zależą od kontekstu i warunków otoczenia.
- 5) teorie te dotyczą relacji, które są terminem o szerszym znaczeniu niż kontrakt lub transakcja.
- 6) teoria ma jednocześnie charakter instrumentalny i normatywny a respektowanie etycznych standardów zachowań prowadzi do efektów akceptowanych przez interesariuszy.
- 7) normatywne podstawy teorii (tzw. rdzeń) mają charakter etyczny, a instrumentalny jej charakter rozumiany jest jako podejmowanie działań zgodnych ze standardami etycznymi zachowań i osiągnięcie rezultatów moralnie akceptowanych przez interesariuszy.
- 8) teorie te przynależą w istocie do teorii menedżerskich i instruuja menedżerów w kwestiach:
 - w jaki sposób relacje pomiędzy interesariuszami powinny być ustrukturyzowane,
 - respektowania etycznych podstaw ustrukturyzowania relacji pomiędzy interesariuszami,
 - uzasadniania oczekiwanych efektów z ustrukturyzowanych relacji,
 - moralnego uzasadniania niekonwencjonalnych rezultatów działań interesariuszy.
- 9) uzasadniania łańcucha środków – efektów poprzez odwoływanie się do etycznego rdzenia teorii.

Podstawowe pytanie stawiane na gruncie konwergencyjnej teorii interesariuszy dotyczy możliwych do zaakceptowania z etycznego i praktycznego punktu widzenia rodzajów relacji pomiędzy interesariuszami. Teoria konwergencyjna interesariuszy musi zawierać więc dobrze zdefiniowany i dający się skutecznie bronić etyczny rdzeń. Z drugiej strony teoria ta musi wzmacniać instrumentalne argumenty na rzecz demonstracji jej praktycznego charakteru.

Ocena podstawowych założeń ideowych i metodologicznych konwergencyjnej teorii interesariuszy może być dokonywana z różnych punktów widzenia. Wszystkie wspomniane wcześniej a występujące na gruncie literatury przedmiotu perspektywy badawcze mogą być dla tego celu wykorzystane.

Szczególnie interesującą perspektywą badawczą procesów nadzoru korporacyjnego jest traktowanie go w kontekście procesów koncentracji. Koncentracja ta jest przy tym zjawiskiem wielowymiarowym. Do-

tyczy ona zarówno koncentracji własności, organizacji, produkcji, technologii, władzy i innych zasobów w obrębie przedsiębiorstwa, jak również koncentracji rynków. Proces ten charakteryzuje gospodarkę rynkową od czasów jej powstania i jest przedmiotem analizy teorii firmy, teorii konkurencji, teorii wzrostu i rozwoju gospodarczego i teorii zmian instytucjonalnych. Historia ukazuje, że zjawisko szeroko pojmowanej koncentracji narasta, a sama koncentracja przybiera ciągle nowe wymiary. Sprzyja temu niewątpliwie globalizacja. Relatywne wagi poszczególnych wymiarów koncentracji podlegają historycznym zmianom. Szczególnie ważna wydaje się jednak ścisła współzależność między koncentracją rynków a koncentracją przedsiębiorstw przy jednoczesnej zmianie struktury wag poszczególnych jej wymiarów w czasie. Z punktu widzenia problematyki kontroli istotne jest obniżenie wagi tradycyjnie pojmowanej własności kapitału, którego rozmiary są efektem historycznego procesu jego akumulacji i jednoczesny wzrost roli własności instytucjonalnej w gospodarkach krajów wysoko rozwiniętych oraz efektywności i skuteczności organizowania kapitałów dla realizacji określonych przedsięwzięć gospodarczych. W tej sytuacji nieuniknione było odstępianie od modelu nadzoru właścicielskiego, właściwego dla finansowego modelu przedsiębiorstwa na rzecz nadzoru korporacyjnego interesariuszy. Wielowymiarowość procesów koncentracji zwiększa złożoność procesów kontroli, a także wymusza odwołanie się do nierynkowych mechanizmów nadzoru korporacyjnego, oddziałujących nie tylko i głównie na zmiany poziomu kosztów transakcji i sposoby kontraktowania, ale również na inne relacje pomiędzy interesariuszami, wynikające z funkcjonowania takich instytucji społecznych, jak na przykład władza, wiedza (informacja), doświadczenie, etyka, prawo, państwo czy więzi nieformalne (znajomości, korupcja, więzi etniczne itp.). W takich warunkach powstają coraz większe trudności dokonywania przez interesariuszy racjonalnych wyborów. Jednym ze skutków tego zjawiska jest postulat A. L. Elliota i R. J. Schrotha obrony „kapitalizmu przed kapitalistami”⁴⁰. Można do tego postulatu dodać inne, na przykład obronę przedsiębiorstw przed naciskami polityków, zaborczością instytucji państwa (systemu podatkowego, biurokracji i in.).

Konwergencyjna teoria interesariuszy odwołując się do etycznego rdzenia aktywności poszczególnych członków różnych grup udziałowych próbuje poszerzyć pole akceptacji ich odmiennych zachowań przy jednoczesnej unifikacji kryteriów wyboru sposobów działań. Kryterium wynikające z działania mechanizmu wymiany na konkurencyjnych ryn-

⁴⁰ A. L. Elliot, R. J. Schroth, *How Companies Lie. Why Enron is Just a Tip of Iceberg*, London 2002.

kach historycznie uległo istotnej deprecjacji, co nie oznacza, że nie jest ono ciągle dominujące. Dobrym potwierdzeniem zasadności tych poglądów może być opinia wyrażona przez F. Fukuyamę na temat sieci, jako pośredniej formy organizacyjnej pomiędzy tradycyjnymi rynkami a hierarchiami, która w sytuacji szybkiego rozwoju techniki, przepływu informacji, globalizacji rynków okazuje się odpowiedniejsza niż duże, zhierarchizowane organizacje. F. Fukuyama definiuje przy tym sieć jako „grupę jednostek, które dzielą normy nieformalne lub wartości wykraczające poza te, które okazują się niezbędne do przeprowadzenia zwykłych transakcji rynkowych”⁴¹.

Warto zwrócić uwagę, że analiza etycznych podstaw nadzoru korporacyjnego jest dość mocno eksponowana na gruncie literatury z zakresu etyki biznesu⁴². Dyskutuje się tam między innymi problem możliwości i zasadności przypisywania moralnej odpowiedzialności korporacji oraz etycznego uzasadnienia uprawnień do partycypowania w zarządzaniu i nadzorowaniu działalności przedsiębiorstwa innych grup społecznych niż akcjonariusze. To z kolei wiąże się ze sposobem oceny poszczególnych modeli nadzoru korporacyjnego i koncepcją społecznej odpowiedzialności korporacji. Prace takich autorów, jak M. Friedman, M. Evan, R. E. Freeman, K. E. Goodpaster, czy R. Danley są jednymi z wielu w tej dziedzinie⁴³. Wydaje się, że uwzględnienie w rozważaniach nad nadzorem korporacyjnym prowadzonych na gruncie ekonomicznej teorii firmy i teorii zarządzania wątków etycznych jest zarówno konsekwencją trudności wyboru właściwego kształtu modelu nadzoru nad działalnością firmy, jak i poszukiwania odpowiednich kryteriów tego wyboru.

Reasumując, konwergencyjna teoria interesariuszy jest w perspektywie opisu i analizy procesów kontroli skutkiem szeroko rozumianych procesów koncentracji w gospodarkach rynkowych krajów wysoko rozwiniętych. Rosnąca złożoność systemów gospodarczych przejawia się we wzroście stopnia skomplikowania układu społecznych i ekonomicznych instytucji. Nie sposób zakwestionować ciągle dominującej roli

⁴¹ F. Fukuyama, *Wielki wstrząs. Natura ludzka a odbudowa porządku społecznego*, Warszawa 2000, s. 185. Normy i wartości rozciągają się według niego od prostych norm wzajemności pomiędzy ludźmi do skomplikowanych systemów wartości etycznych.

⁴² Por. np. G. D. Chryssides, J. H. Kaler, *Wprowadzenie do etyki biznesu*, Warszawa 1999.

⁴³ M. Friedman, *Společna odpowiedzialność biznesu to zwiększanie zysków*, [w:] G. D. Chryssides, J. H. Kaler, op. cit., s. 260–265; W. M. Evan, R. E. Freeman, *Teoria nowoczesnej korporacji oparta na koncepcji „udziałowców zewnętrznych”: Kapitalizm Kantowski*, [w:] G. D. Chryssides, J. H. Kaler, op. cit., s. 266–278; K. E. Goodpaster, J. B. Matthews Jr., *Czy korporacja może mieć sumienie?*, [w:] G. D. Chryssides, J. H. Kaler, op. cit., s. 278–291; J. R. Danley, *Moralne pełnomocnictwo korporacji: Argument na rzecz fanatyzmu antropologicznego*, [w:] G. D. Chryssides, J. H. Kaler, op. cit., s. 291–298.

instytucji rynku i tradycyjnie pojmowanej własności prywatnej, ale nie można też nie dostrzec, że ich rola ulega ograniczeniu. To jednakże wymusza modyfikację teoretycznych i praktycznych koncepcji nadzoru korporacyjnego.

LUDWIK SOBOLEWSKI

ZASADY CORPORATE GOVERNANCE A ROZWÓJ RYNKU KAPITAŁOWEGO

I. WŁADZTWO KORPORACYJNE A DOBRE PRAKTYKI

Przedmiotem niniejszego artykułu są wybrane zagadnienia związane z opracowywaniem i wdrażaniem zasad *corporate governance*, które bywają także często nazywane zasadami ładu korporacyjnego, nadzoru korporacyjnego lub władztwa korporacyjnego. Określenia te nie są w pełni synonimiczne, gdyż każde z nich wskazuje na nieco inny aspekt funkcjonowania tzw. dobrych praktyk czy najlepszych praktyk w dziedzinie regulowania działalności korporacji (*best practices*). Osobnym przedmiotem terminologicznego roztrząsania może być zresztą relacja między pojęciem „władztwo korporacyjne” a dobrymi praktykami korporacyjnymi. Czasami zbiory zasad kryjące się pod takimi określeniami bywają utożsamiane, czasami zaś podkreśla się, że zasady *corporate governance* i tzw. *best practices* (oczywiście ten generyczny termin w tym kontekście odnoszony jest wyłącznie do działalności podmiotów korporacyjnych w gospodarce) nie są jednym i tym samym.

Jakkolwiek analiza możliwych znaczeń obu tych pojęć nosi wszelkie znamiona dywagacji terminologicznej, w której decydującą rolę odgrywa przyjęcie określonej konwencji, a tym samym pozbawiona jest większego znaczenia praktycznego, to jednak analiza ta pozwala wydobyc, jak się wydaje, ciekawy niuans dotyczący treści zasad władztwa korporacyjnego. W każdym zaś razie występowanie tego rodzaju dwoistości określeń zachęca do sformułowania poglądu, reprezentowanego przez autora niniejszego artykułu, że zasady władztwa korporacyjnego różnią się swym charakterem od dobrych praktyk w dziedzinie funkcjonowania przedsiębiorstw, nie różniąc się zarazem co do

przedmiotu, który opisują. Zarówno bowiem zasady władztwa korporacyjnego, jak i specyficznie rozumianych dobrych praktyk dotyczą, ogólnie rzecz ujmując, prawidłowego ukształtowania relacji wewnątrz przedsiębiorstwa i w stosunkach z podmiotami trzecimi, przy czym istotną cechą tych zasad czy też praktyk jest ich silne uzależnienie od przyjmowanej w danym przypadku aksjologii. Aksjologia ta sugerowana jest już w kwalifikacji zasad czy praktyk jako „prawidłowych”, gdyż ani jedne, ani drugie nie są uogólnionym opisem stanów faktycznych, lecz wyrażają pewne stany powinnościowe, a więc takie, jakie w myśl przyjętych założeń aksjologicznych powinny być realizowane. Wydaje się także, iż zakotwiczenie zasad władztwa korporacyjnego lub zasad mówiących o dobrych praktykach w aksjologii jest nawet silniejsze niż w przypadku norm prawnych. Te ostatnie są bowiem często wynikiem zajęcia przez autora normy pewnego stanowiska pragmatycznego i mają cele czysto i bezpośrednio praktyczne. Przykładowo, przepis prawa nakładający na zarząd spółki obowiązek protokołowania posiedzeń zarządu ma wprawdzie pewne znaczenie ogólne i systemowe, ale nie skłania wprost i bezpośrednio do związania tego obowiązku z jakąś istotną społecznie, moralnie czy politycznie wartością. Natomiast zasady władztwa korporacyjnego, podobnie jak „dobre praktyki”, wręcz emanują akceptacją dla takich zasad, jak poszanowanie mniejszości, uczciwości, lojalności, obiektywizmu, likwidowania konfliktów interesów, niewyrządzania szkody itp.

Zasady władztwa korporacyjnego są zarazem powiązane rozmaitymi stosunkami z przepisami prawa. Wydaje się, że zasady nadzoru korporacyjnego, nie będąc prawem, a więc reprezentując normy nie mające charakteru takiego jak przepisy prawa, dają się łatwo powiązać z przepisami prawa, na przykład:

- stosunkiem „interpretacji”, co znaczy, że normy władztwa korporacyjnego często *de facto* (niekiedy wbrew deklaracjom autorów) są wynikiem interpretacji prawa, a więc wyrażają pożądaną wersję prawa w sytuacji, gdy jego niejasność lub ogólność liter prawa bądź niepewność co do funkcji przepisu skłania do rozważania kilku różnych interpretacji prawa,
- stosunkiem „uzupełniania”, co znaczy, że normy władztwa korporacyjnego niekiedy uzupełniają system prawa korporacyjnego. Są to więc przypadki, gdy system prawa zawiera luki, wymagające uzupełnienia, które jednakże nie następuje poprzez stanowienie prawa, lecz poprzez próbę wdrożenia normy pozaprawnej. Od stosunku interpretacji ten przypadek różni się tym, że interpretacji dokonuje się zasadniczo na istniejącym materiale normatywnym, podczas gdy wypełnienie luki polega w istocie na stworzeniu nowej normy, niesprzecznej z normami prawnymi, bądź uzupełnieniu

normy istniejącej o uregulowanie stanu faktycznego, którego ona nie obejmuje,

- stosunkiem „polemiki”, by nie powiedzieć „korekcji”, w tych przypadkach, rzadkich zresztą, gdy norma władztwa korporacyjnego mniej lub bardziej otwarcie zakłada konieczność stosowania praktyki albo idącej „obok prawa” (*praeter legem*), albo nawet *contra legem*, sprzecznie z prawem. Oczywiście skuteczność tego rodzaju norm jest ograniczona, aczkolwiek w niektórych przypadkach może jednak występować (na przykład wtedy gdy norma władztwa korporacyjnego zaleca „samoograniczenie” się akcjonariusza w stosunku do jego uprawnień wynikających z ustawy),
- stosunkiem „oceny” lub „kwalifikacji”, co znaczy, że normy władztwa korporacyjnego najczęściej poddają się ocenie z punktu widzenia tych wartości i celów, które ma realizować „twarde prawo”, a więc prawo państwowe¹.

Natomiast dobre praktyki w dziedzinie funkcjonowania korporacji mają, jak się wydaje, sens i treść znacznie bardziej luźno związane z treścią obowiązującego prawa. Składają się na to normy, które trudno nawet oceniać z punktu widzenia tych pryncypiów, które reprezentuje zwykle prawo pozytywne. Dla przykładu, zasady władztwa korporacyjnego chroniące prawa akcjonariuszy mniejszościowych, nawet jeśli nie zawierają w swej treści żadnych odniesień do norm prawa (czy to w ramach stosunku interpretacji, czy uzupełniania czy polemiki), to przynajmniej dają się analizować w takich samych kategoriach, co przepisy prawa – i jedne, i drugie mają bowiem w założeniu chronić usprawiedliwione interesy akcjonariuszy mniejszościowych. Tymczasem dobre praktyki są raczej wyrazem przekonań – czasem równie stanowczo artykułowanych i za którymi stoi równie mocne przekonanie o ich „powinnościowym” charakterze – dotyczących sfery właściwych obyczajów (dobrych obyczajów, jak wyraża się polski kodeks spółek handlowych), a więc swoistego profesjonalnego *savoir-vivre* w działalności na rynku finansowym. Przykładowo, jeden z projektów polskiego kodeksu *corporate governance* mówił o tym, iż akcjonariusze przy zadawaniu pytań na walnym zgromadzeniu powinni zadawać je w dobrej wierze, „miarkując” się przy wykonywaniu swych uprawnień. Postulat taki jest neutralny wobec otoczenia prawnego, ponieważ trudno nawet, moim zdaniem, uważać, że stoi on np. na straży efektywności przy procedowaniu (istnieją wszak przepisy prawa spółek, wynikające z postulatu efektywności).

¹ W przeciwieństwie do tzw. miękkiego prawa (*soft law*). W nieco bardziej specjalistycznym języku określenie to oznacza także przepisy prawa państwowego, w tym przepisy nie zawierające sankcji za ich naruszenie, ale potocznie często używa się tego określenia dla nazwania standardów, zwyczajów i norm środowiskowych.

Warto jeszcze zauważyć, że „dobre obyczaje” są również kategorią normatywną, przynajmniej w dziedzinie prawa spółek handlowych, i nie może to zostać pominięte w rozważaniach dotyczących relacji między normami władztwa korporacyjnego a dobrymi praktykami. Zgodnie z art. 422 § 1 k.s.h., uchwała walnego zgromadzenia akcjonariuszy może zostać zaskarżona w drodze powództwa o uchyleniu uchwały, jeżeli jest m.in. sprzeczna z dobrymi obyczajami. Dobre obyczaje nie są w żaden sposób skodyfikowane, ale z uwagi na przepisy prawa włączające je do swych dyspozycji jako zbiór nieskodyfikowanych norm nie mogą być ignorowane. Ta nieobojętność systemu prawa na dobre obyczaje powinna się realizować poprzez działanie wymiaru sprawiedliwości i orzecznictwo sądowe. Z tego względu kodeksy dobrych praktyk, w tej części, w jakiej werbalizują dobre obyczaje, mogą odgrywać doniosłą rolę przy podejmowaniu decyzji sądowej, która nie może być dowolna, lecz musi opierać się na rzeczywiście funkcjonujących w danej rzeczywistości poglądach, przekonaniach i sądach. Ostrożniej należy zaś ocenić w tym aspekcie znaczenie norm władztwa korporacyjnego, ponieważ dotyczą one tej sfery, w której sąd musi pozostać całkowicie suwerenny w sensie przyjmowania określonej bazy informacyjnej dla podjęcia decyzji (a więc w wyrokowaniu).

Istniejące kodeksy ładu korporacyjnego w praktyce zawierają często normy zarówno władztwa korporacyjnego, jak i obyczajowe normy dobrych praktyk, zazwyczaj z wyraźną dominacją tych pierwszych².

2. WŁADZTWO KORPORACYJNE A OTOCZENIE PRAWNE

Wprawdzie zasady władztwa korporacyjnego wykazują, jak zaznaczono powyżej, wiele różnorakich filiacji z prawem obowiązującym, to jednak kontrowersyjnym podejściem byłoby uznawanie przepisów prawa za składnik korpusu norm *corporate governance*, tak jak niekiedy czyni się to w literaturze przedmiotu³. Pogląd ten miewa też konsekwencje, że kodeksy nadzoru korporacyjnego, pozbawione takiej mocy, jaką mają przepisy prawa, zbliżają się swym charakterem do kodeksów dobrych praktyk. Pogląd ten nie wydaje się trafny, gdyż zatracą on swoistość kodeksów nadzoru korporacyjnego i ich specyficzną funkcję w gospodarce. Oczywiście można powiedzieć, że przepisy prawa ingerują w materię regulowaną przez kodeksy ładu korporacyjnego (czy też, może

² Pojęć tych używa się często zamiennie, np. szwajcarski kodeks ładu korporacyjnego z 2002 r. nosi tytuł „Gouvernement d'Entreprise. Code Suisse de Bonne Pratique”.

³ Patrz np. M. Bucholc, K. Karasiewicz, *Kodeksy corporate governance w europejskim obrocie prawnym*, Przegląd Prawa Handlowego 2003, nr 8.

trafniej, to kodeksy ładu korporacyjnego wkraczają na terytoria regulowane w całości lub wycinkowo przez przepisy prawa handlowego). Jednak idea określenia norm władztwa korporacyjnego od samego początku zakładała ich „inność” w stosunku do norm prawa *sensu stricto*. Zasady *corporate governance* są w zasadzie powszechnie postrzegane jako normy uzupełniające system prawa, a co za tym idzie – nie tożsame z nim. Nie ulega też wątpliwości, że są one też w zamierzeniu twórców formułowane w niektórych przypadkach jak postulaty zmiany prawa, i rzeczywiście niejednokrotnie dochodzi do przejścia norm *corporate governance* przez ustawodawstwo. Niemniej jednak obejmowanie pojęciem zasad *corporate governance* także tych norm prawnych, które merytorycznie dotyczą problematyki leżącej w obszarze zainteresowania władztwa korporacyjnego, prowadzi, jak się wydaje, do niepotrzebnego osłabienia różnic, jakie zachodzą między kodeksem nadzoru korporacyjnego (kodeksem dobrych praktyk) a kodeksem prawa handlowego czy innymi ustawami „konstytucyjnymi” dla obrotu gospodarczego.

Przy tym zastrzeżeniu, mającym głównie walor metodologiczny i terminologiczny, wydaje się bezdyskusyjne, że w analizie, jakimi zasadami powinna się kierować korporacja o celach gospodarczych, należy wziąć pod uwagę zarówno adekwatne do tej problematyki przepisy prawa, jak i normy władztwa korporacyjnego, a także, przynajmniej do pewnego stopnia, zasady „dobrych praktyk”. Pytaniem stawianym w tej analizie jest bowiem pytanie o to, jakie zasady powinny obowiązywać, przy abstrahowaniu od źródeł tej powinności. Nie można przecież w pełni odpowiedzieć na pytanie, odnoszone do konkretnego rynku, jakie normy obowiązują na nim w odniesieniu do np. odbywania walnego zgromadzenia przez akcjonariuszy spółki akcyjnej, jeśli pominie się przepisy prawa lub normy leżące poza systemem prawa, lecz wypowiedające się w tej kwestii. Oczywiście objęcie obu tych obszarów normatywnych ma sens, jeżeli normy mają chociaż minimalną społeczną efektywność, to znaczy są rzeczywiście stosowane (przestrzegane), a zatem efektywnie, a nie tylko na papierze kształtują zachowania swych adresatów – co jest regułą w przypadku norm prawa pozytywnego, ale nie musi nią być w odniesieniu do norm władztwa korporacyjnego czy dobrej praktyki.

Jeżeli za punkt wyjścia przyjmą lapidarną definicję *corporate governance*, zgodnie z którą nadzór korporacyjny jest systemem zasad, według których przedsiębiorstwa są zarządzane i kontrolowane⁴, to

⁴ Tak ujmują to brytyjski tzw. Cadbury Report z 1992 r. Bardziej precyzyjne określenie znalazło się w zasadach *corporate governance* wydanych przez OECD w 1999 r., zgodnie z którym „corporate governance involves a set of relationships between a company's management, its board, its shareholders and other stakeholders. Corporate governance also provides the structure through which the objectives of the company are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance are determined”.

z pewnością zasady te należy analizować w przypadku rynku polskiego w kontekście co najmniej kilku ustaw mających fundamentalne znaczenie dla określenia tych zagadnień w sferze prawa państwowego.

Aktem takim jest na pewno ustawa – Kodeks spółek handlowych, regulujący relacje między organami spółek kapitałowych oraz między spółkami tego typu a przynajmniej niektórymi – i przynajmniej w pewnym zakresie – interesariuszami spółki (*stakeholders*). Mam zatem na myśli przepisy regulujące funkcjonowanie spółki z ograniczoną odpowiedzialnością i spółki akcyjnej. W tym zakresie analiza przepisów prawa jest nieodzowna dla zrozumienia sensu i funkcji zasad normatywnych nie mających charakteru norm prawnych. Jednocześnie wzięcie pod uwagę przepisów dotyczących jedynie tych dwóch typów spółek wynika z tego, że, jak trafnie przyjmuje się w dyskusji na temat władztwa korporacyjnego, ma ona istotne znaczenie i ważność – a nawet powiedziałbym, że jest prowokowana – tylko w przypadku tych podmiotów gospodarczych, gdzie nastąpiło funkcjonalne i formalne rozdzielenie własności od zarządzania (*ownership, management*). Otóż nie ulega wątpliwości, że spółki osobowe albo nie realizują takiej separacji, albo realizują ją w zakresie szczątkowym (jak w spółce partnerskiej, w której istnieje możliwość ustanowienia zarządu nie złożonego ze wspólników, albo w spółce komandytowo-akcyjnej). Natomiast spółki kapitałowe, poprzez prawne upodmiotowienie kapitału, wyodrębnienie organów i określenie relacji między nimi, jak również, a może przede wszystkim, przez ustalenie zasad odpowiedzialności członków organów zarządzających i nadzorczych wobec spółki, służą właśnie urzeczywistnieniu koncepcji oddzielenia funkcji zarządczych od funkcji właścicielskich.

Także inne ustawy zawierają normy dotyczące problematyki ładu korporacyjnego. Niewiele jest jednak takich, które w całości wyrastają z przekonania, że korporacja powinna kierować się standardami właściwego postępowania, do tego stopnia, że mogą ją – jako byt prawny, a więc byt intelektualny – obciążać skutki bezprawnego zachowania osób fizycznych pozostających z nią w określonej relacji. Ustawą taką jest w realiach polskich obowiązująca od niedawna ustawa o odpowiedzialności podmiotów zbiorowych za czyny zabronione pod groźbą kary. Ustawa ta, uchwalona 28 października 2002 r., która weszła w życie 28 listopada 2003 r., wprowadza rewolucyjne zmiany w polskim systemie prawnym obrotu gospodarczego jeśli chodzi o penalizację niektórych czynów zabronionych. Akt ten ustanawia karną czy też *quasi*-karną odpowiedzialność podmiotu zbiorowego za popełnienie wymienionych w ustawie przestępstw lub przestępstw skarbowych, przez osobę fizyczną, jeśli sprawca i podmiot zbiorowy pozostają względem siebie w odpowiedzialnej relacji uregulowanej w ustawie. Istotą tej zmiany jest zatem,

że w razie zaistnienia określonego czynu zabronionego mogą za niego odpowiadać nie tylko osoba fizyczna będąca sprawcą (co jest koncepcją tradycyjną), ale obok niej także podmiot zbiorowy, jak np. spółka kapitałowa. Kreuje to nieznane dotąd, a w każdym razie nieznane w takiej skali ryzyka dla podmiotów zbiorowych, np. dla przedsiębiorców, a pośrednio dla osób kierujących takimi podmiotami, zwłaszcza członków organów zarządzających.

Niektóre z zawartych w ustawie unormowań spotkały się już z krytyką prasową i w doktrynie prawa, a część jej przepisów została zaskarżona do Trybunału Konstytucyjnego. Należy się jednak spodziewać utrzymania tego typu regulacji, przede wszystkim ze względu na to, że konieczność jej wdrożenia wynika z potrzeby harmonizacji prawa polskiego z prawem Unii Europejskiej. Wydaje się nawet prawdopodobne, że niektóre przewidziane w obecnie obowiązującej ustawie rozwiązania zostaną zaostrzone.

W ustawie reprezentowana jest filozofia, zgodnie z którą podmiot zbiorowy (przedsiębiorstwo) może być współodpowiedzialny za czyn zabroniony popełniony przez konkretną osobę fizyczną. Rozumowanie to ma następującą postać: w przedsiębiorstwie może wytworzyć się sytuacja, w której popełnienie przestępstwa jest ułatwione. Może to polegać na przykład na braku w przedsiębiorstwie systemu kontroli wewnętrznej i niewłaściwego nadzoru nad pracownikami bądź kontrahentami przedsiębiorstwa czy też na „złej aurze” w przedsiębiorstwie, sprzyjającej nieprawidłowościom, w tym także przestępstwom. Stąd zupełnie nowe pojęcia, takie jak wina w wyborze, przez co rozumie się brak należytej staranności w wyborze osoby fizycznej dopuszczonej do działania w imieniu lub w interesie podmiotu zbiorowego; wina w nadzorze, przez co rozumie się brak należytego nadzoru nad osobą fizyczną, o której mowa powyżej; wina w organizacji, przez co rozumie się sytuację, w której organizacja działalności podmiotu zbiorowego nie zapewnia uniknięcia popełnienia czynu zabronionego, a mogło ją zapewnić zachowanie należytej, wymaganej w danych okolicznościach ostrożności. Innymi słowy, w ustawie wprowadzono koncept zawinienia podmiotu zbiorowego (w tym podmiotu korporacyjnego), co jest wręcz filozoficznie nowym podejściem, jeśli chodzi o problem winy i kary. Nie jest to jednak podejście nowe w ogóle, ponieważ w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii od początku XX wieku, a w krajach Unii Europejskiej od co najmniej kilkunastu lat koncepcje odpowiedzialności korporacji są dobrze znane i znajdują wyraz w odpowiednich aktach prawnych. Również oficjalny dokument Rady Europy z lat dziewięćdziesiątych zaleca krajom członkowskim ustanowienie regulacji, na podstawie których możliwe będzie karanie podmiotów gospodarczych na zasadzie *quasi*-karnej za określone patologie życia gospodarczego.

Pokrewieństwo tego rodzaju regulacji prawnych z zagadnieniem kształtowania właściwego ładu korporacyjnego w przedsiębiorstwie jest dwojakiej natury. Po pierwsze, regulacje takie budowane są na przekonaniu, że relacje między organami przedsiębiorstwa i między organami a pracownikami mogą jako pewna całość być oceniane negatywnie, aż do wdrożenia sankcji karnej przeciwko przedsiębiorstwu w razie ziszczenia się dalszych przesłanek⁵. Po drugie, takie podejście wywołuje w rozwiniętych gospodarkach działania przedsiębiorstw, które mają uchronić je od odpowiedzialności, poprawiające jakość funkcjonowania organizacji gospodarczych.

Kluczowym czynnikiem redukującym ryzyko odpowiedzialności karnej przedsiębiorstwa jest wdrożenie i przestrzeganie systemu norm i standardów, które porządkują i organizują funkcjonowanie przedsiębiorstwa. Jest to, innymi słowy, w bardzo szerokim sensie system kontroli wewnętrznej, którego nie należy ograniczać do ustanowienia kontroli wewnętrznej w sensie tylko instytucjonalnym (powołanie komórki organizacyjnej). Proces kontroli wewnętrznej w szerokim rozumieniu realizowany jest w szczególności poprzez:

- ustanowienie struktury organizacyjnej, podział obowiązków i odpowiedzialności,
- identyfikację czynników ryzyka; akceptację, minimalizowanie lub monitorowanie ryzyka poprzez wprowadzenie uprawnień, zabezpieczeń, autoryzacji, odpowiednich procedur,
- uchwalenie regulacji wewnętrznych szczegółowo określających sposób realizacji procesów,
- wdrożenie procedur dotyczących zarządzania majątkiem,
- zorganizowanie przepływu informacji i komunikacji,
- zaimplementowanie mechanizmów kontrolnych w systemach informatycznych,
- wdrożenie kontroli dostępu logicznego i fizycznego,

⁵ Taką podstawową przesłanką jest w naszym systemie popełnienie przestępstwa przez osobę fizyczną pozostającą w ścisłej relacji do przedsiębiorstwa (a więc np. przez pracownika lub usługodawcę). Jednak istnieją i takie ustawodawstwa, które wcale nie warunkują tym odpowiedzialności przedsiębiorstwa. Oznacza to akceptację rozwiązania, w którym przedsiębiorstwo może być ukarane mimo niestwierdzenia przestępstwa – na przykład wtedy, gdy sprawcy nie można ustalić (klasyczny przykład w tym kontekście to decyzja o skutkach przestępczych podjęta przez organ kolegialny w głosowaniu tajnym przy późniejszej solidarności głosujących co do tego, jak przebiegło głosowanie) albo też przypadek, gdy działanie poszczególnych pracowników – działających niezależnie – nie wyczerpuje znamion przestępstwa (ze względu na niską wartość przedmiotu przestępstwa), ale wyczerpywałoby, gdyby działanie to następowało w porozumieniu (w tym przypadku, jak się twierdzi, przedsiębiorstwo może podlegać odpowiedzialności, o ile ponosi „winę” w tym, że dochodzi do szeregu drobnych, lecz *de facto* sumujących się aktów nieprawidłowości).

- realizację programu szkoleń umożliwiających pracownikom zdobyć wiedzę niezbędnej do realizacji powierzonych im obowiązków,
- stały monitoring i niezależne oceny działania systemu kontroli wewnętrznej.

Są to zagadnienia, które można już uznać za klasyczne zagadnienia nadzoru korporacyjnego. Jednocześnie ustawodawstwo regulujące odpowiedzialność podmiotów zbiorowych znacząco wspomaga podnoszenie standardów w obszarze regulowanym przez kodeksy nadzoru korporacyjnego. Rozważania te prowadzą do wniosku, że w zakresie oddziaływania norm nadzoru korporacyjnego i norm prawnych nie ma unilateralizmu. Nie tylko normy władztwa korporacyjnego inicjują transmisję niektórych rozwiązań do systemu prawnego, ale także normy systemu prawnego dostarczają skutecznych instrumentów implementacji norm pozaustawowych, w materiałach do których odnoszą się dobre praktyki czy też normy nadzoru korporacyjnego.

3. WŁADZTWO KORPORACYJNE NA RYNKU KAPITAŁOWYM W KONTEKŚCIE EUROPEJSKIM

Byłoby uproszczeniem poprzestać na stwierdzeniu, że kodeksy władztwa korporacyjnego znajdują naturalne zastosowanie wszędzie tam, gdzie zarządzanie zostało oddzielone od kapitału (od własności kapitału). Niewątpliwie bowiem pojawia się tutaj kwestia publiczności funkcjonowania korporacji, a więc potrzeba postawienia pytania, czy problem relacji z zakresu władztwa korporacyjnego jest tak samo ważny w przypadku przedsiębiorstw „prywatnych”, co przedsiębiorstw działających na publicznym rynku kapitałowym?⁶ Wydaje się, że dla obszaru Unii Europejskiej charakterystyczne jest to, iż regulacje z zakresu nadzoru korporacyjnego dotyczą przede wszystkim spółek publicznych, a więc, używając polskiej terminologii, spółek, których akcje dopuszczone są do publicznego obrotu papierami wartościowymi.

W Unii Europejskiej dostrzega się potrzebę zróżnicowania regulacji z zakresu władztwa korporacyjnego, w zależności od tego czy miała by ona dotyczyć przedsiębiorstw pozyskujących kapitał na rynku publicznym, czy też przedsiębiorstw pozostających poza obrotem publicznym.

⁶ Należy podkreślić, że przez przedsiębiorstwa „prywatne” rozumie się w tym kontekście przedsiębiorstwa nie działające na rynku publicznym, które też zazwyczaj wyróżniają się ustabilizowaniem akcjonariatu (udziałowców) i z tego względu mają charakter struktur „zamkniętych” (*closely held*). Określenie to nie ma więc nic wspólnego z charakterystyką własnościową od strony podmiotowej.

Świadczy o tym np. stanowisko Komisji Europejskiej sformułowane w dokumencie „Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward” z 2003 r.⁷ Wyrażono w nim zapatrywanie, że znacznie bardziej restrykcyjne podejście regulacyjne (na poziomie regulacji władztwa korporacyjnego w sensie ścisłym, tj. aktów niebędących prawem powszechnie obowiązującym) powinno być zastosowane w odniesieniu do spółek notowanych na rynkach regulowanych lub w inny sposób funkcjonujących na publicznym eurorynku. Zarazem zwraca się uwagę na celowość ustanawiania i propagacji zasad *corporate governance* także w zastosowaniu do sektora spółek niepublicznych. Nie jest więc tak, że przedsiębiorstwa nie rozwijające się przy udziale kapitału pozyskiwanego na rynku publicznym znajdują się poza obszarem zainteresowania Komisji Europejskiej, która zamierza wspierać politycznie proces kształtowania się zasad nadzoru korporacyjnego w Unii Europejskiej. Przyczyny, dla których spółki publiczne mają eksponowane miejsce w postrzeganiu kwestii ładu korporacyjnego, są łatwe do wytłumaczenia, jeśli się zważy na to, że przedsiębiorstwa takie realizują, ale i narażają, generalnie rzecz biorąc, interesy stosunkowo wielkich grup inwestorów i innych interesariuszy. W ich przypadku istnieje więc szczególna zasadność wzięcia w ochronę tych interesów, między innymi poprzez uzupełnienie prawa państwowego o standardy należące do sfery zasad władztwa korporacyjnego i dobrych praktyk. Uzasadnienie jest zatem identyczne do tego, które powoduje, że szczególnej reglamentacji prawnej podlega publiczny obrót papierami wartościowymi i inwestowanie na rynku kapitałowym.

Polska ustawa – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi – jest aktem fundamentalnym co do niektórych zagadnień należących do szeroko rozumianego władztwa korporacyjnego w spółkach publicznych, tak samo jak kodeks spółek handlowych jest aktem fundamentalnym w tej dziedzinie dla spółek w ogóle. Jest to widoczne zwłaszcza przez pryzmat przepisów nakładających obowiązki informacyjne na spółki publiczne i przepisów dotyczących nabywania znacznych pakietów (popularnie zwanych przepisami o przejęciach), mających na celu ochronę akcjonariuszy w ogólności, lub szczególnie akcjonariuszy mniejszościowych.

Nic więc zatem dziwnego, że problemy władztwa korporacyjnego spotkały się z zainteresowaniem instytucji nadzorujących rynki papierów wartościowych, a także organizujących rynki regulowane dla spółek publicznych, to znaczy giełd papierów wartościowych. Na naszym

⁷ Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, COM (2003) 284, www.ecgi.org/commission/documents/com2003_0284en01.pdf

lokalnym rynku kapitałowym przejawem takiego zainteresowania jest pośrednie, lecz konsekwentne inkorporowanie zasad ładu korporacyjnego do regulaminu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., poprzez nałożenie na spółki notowane na giełdzie obowiązku złożenia deklaracji w kwestii stosowania określonych zasad, zgodnie z zasadą *comply or explain* („przestrzegaj albo wyjaśnij, dlaczego nie zamierzasz stosować określonej zasady”). Zgodnie z § 22a regulaminu Giełdy, Rada Giełdy i Zarząd Giełdy mogą uchwalić zasady ładu korporacyjnego dla spółek akcyjnych będących emitentami akcji, obligacji zamiennych lub obligacji z prawem pierwszeństwa, które są dopuszczone do obrotu giełdowego. W przypadku podjęcia takich uchwał emitenci są zobowiązani do przekazania Giełdzie i opublikowania oświadczenia dotyczącego przestrzegania w spółce zasad ładu korporacyjnego. Jeżeli w oświadczeniu emitent nie zadeklaruje, że w spółce przestrzegane są wszystkie zasady, to zobowiązany jest do wyjaśnienia, które spośród przyjętych przez Radę Giełdy i Zarząd Giełdy zasad ładu korporacyjnego nie są przestrzegane i z jakich przyczyn. Emitent corocznie do dnia 1 lipca przekazuje, wraz z raportem rocznym, Giełdzie i publikuje aktualne oświadczenie, o którym mowa powyżej. W przypadku gdy zmiana w zakresie przestrzegania zasad ładu korporacyjnego wynika z decyzji organu spółki, emitent ma obowiązek bezzwłocznego przekazania Giełdzie i opublikowania informacji o zmianach oświadczenia. Co więcej, zgodnie z cytowanym § 22a regulaminu Giełdy, w przypadku gdy w spółce nastąpiło zdarzenie sprzeczne z zasadą, której przestrzeganie zadeklarował emitent, jest on zobowiązany do opublikowania wraz z raportem kwartalnym informacji wyjaśniającej, jaka zasada została naruszona i z jakich przyczyn.

Podejście do problemu implementacji „dobrych praktyk”, wybrane w Polsce, można określić mianem podejścia zrównoważonego. Polega ono na tym, że reguły ładu korporacyjnego zostały określone (skodyfikowane), lecz spółkom-adresatom pozostawia się możliwość ich niestosowania, pod warunkiem ujawnienia tego faktu i jego przyczyn.

Na marginesie warto zwrócić uwagę na co najmniej dwie wady rozwiązania opartego na zasadzie *comply or explain*. W dyskusji na temat tego sposobu wdrożenia dobrych praktyk podnosi się, że spółki niejednokrotnie składają oświadczenie o tym, że zamierzają przestrzegać standardów tylko dlatego, iż chcą uniknąć wyjaśniania powodów odrzucenia standardu (standardów), a zatem bez autentycznej woli ich stosowania. W konsekwencji bywa tak, że oświadczenie o niestosowaniu jest ograniczone tylko do tych standardów, których niestosowanie będzie w przyszłości ewidentne i nie podlegające żadnej dyskusji (w przypadkach, w których standard wyznacza rekomendowane postępowanie w sposób jasny i konkretny), jak również praktycznie niemoż-

liwe do wykrycia. W efekcie informacja o zamiarze stosowania norm nadzoru korporacyjnego może być w mniejszym lub większym stopniu dezinformacją. Drugą słabością podejścia *comply or explain* jest to, że oświadczenie w przedmiocie przyszłego stosowania standardów składa zarząd spółki, podczas gdy zarząd jest adresatem tylko niektórych standardów. Zarząd spółki nie ma żadnej legitymacji, by wypowiadać się w imieniu rady nadzorczej czy akcjonariuszy, dlatego „zobowiązanie” ze strony zarządu co do przestrzegania tych zasad, na które nie ma on żadnego lub ma znikomy wpływ, należy uważać w gruncie rzeczy co najwyżej za wyraz poglądów zarządu, jakiego zachowania (postępowania) spodziewa się on czy oczekuje ze strony innych organów spółki lub członków tych organów.

4. DOBRE PRAKTYKI NADZORU KORPORACYJNEGO JAKO WARTOŚĆ

Uwaga, jaka skupiona jest na zagadnieniach władztwa korporacyjnego ze strony władzy politycznej, regulatorów i instytucji pośredniczących w obrocie na rynku kapitałowym, wynika z tego, jakie znaczenie makroekonomiczne mogą mieć – zarówno w sensie negatywnym, jak i pozytywnym – zasady ładu korporacyjnego. Nie ulega wątpliwości, że stan przestrzegania zasad nadzoru korporacyjnego ma wpływ na wizerunek danego rynku lokalnego jako takiego (to zaś ma wpływ na wycenę spółek z danego rynku), jak również na wycenę poszczególnych spółek lub emitentów innych niż akcje instrumentów finansowych. Dyskonto w wycenie, jakie inwestorzy mogą przyjmować, jeżeli stwierdzą nieprzestrzeganie standardów w materiałach objętych zasadami ładu korporacyjnego, jest różnie szacowane, na ogół jednak w przedziale od kilkunastu do nawet kilkudziesięciu procent wartości spółki, zależnie od konkretnego przypadku. Nie ulega więc wątpliwości, że zły stan w dziedzinie władztwa korporacyjnego rzutuje ujemnie na rynkową wycenę przedsiębiorstw i podwyższa koszt pozyskania kapitału na rynku finansowym, to zaś odbija się niekorzystnie zarówno na kondycji rynku kapitałowego, jak i na stanie gospodarki (o ile, tak jak to jest w gospodarkach rozwiniętych, rynek kapitałowy jest strategicznie ważnym mechanizmem finansowania działalności gospodarczej, co niestety nie jest jak dotąd spełnione w przypadku Polski).

Znaczenie tego, czy przedsiębiorstwa przestrzegają zasady nadzoru korporacyjnego, spowodowało rozwój usług agencji ratingowych, które dokonują oceny zbiorczej rynku lokalnego i poszczególnych spółek giełdowych pod kątem przestrzegania przez nie zasad i standardów ładu korporacyjnego. Rating z tego wynikający stanowić może istotną wskazówkę dla inwestorów, zwłaszcza inwestorów instytucjonalnych, zarzą-

dzających środkami powierzonymi, na których ciąży szczególna odpowiedzialność w zakresie oceny ryzyka inwestycyjnego. Jest to możliwe na rynku, na którym obowiązuje uznany przez środowisko inwestorów, analityków, emitentów i regulatorów zbiór zasad ładu korporacyjnego, który jest narzędziem i punktem odniesienia przy dokonywaniu oceny ratingowej przedsiębiorstw. W tym kontekście istotny staje się sposób sformułowania zasad składających się na taki kodeks nadzoru korporacyjnego. Kodeksy nadzoru korporacyjnego mogą składać się z zasad sformułowanych w sposób ogólny, uniwersalny i dzięki temu wyrażających ogólne standardy. Mogą też zawierać zasady omawiające bardzo szczegółowo zdefiniowane przypadki, a więc nie stronić od kazuistyki (czy raczej wyraźnie nawiązywać do pewnych faktycznych kazusów). Pierwsze podejście ma zaletę tego rodzaju, że kodeks ukierunkowany na wytyczanie ogólnych standardów może mieć większe szanse na szeroką akceptację, ponieważ jest z definicji dokumentem o treści dopuszczającej elastyczność interpretacyjną. Kodeks taki może też być bardziej wyczerpujący, w tym sensie, że ma szansę objąć wielką liczbę rozmaitych stanów faktycznych. Łatwo sobie wyobrazić, że zaleta ta może być uważana za wadę, gdyż zbyt ogólny i uniwersalny kodeks może nie spełniać podstawowej funkcji, jaką jest kształtowanie realnych działań adresatów zawartych w nim norm. Z kolei kodeks „kazuistyczny” jest z pewnością bardziej dobitny, jeśli chodzi o wyrażenie rekomendowanych sposobów postępowania w konkretnych sytuacjach. Jest też lepszym w sensie technicznym narzędziem do dokonywania oceny ratingowej, ponieważ ocena zgodności działania korporacji ze standardem określonym w sposób bardziej szczegółowy jest z reguły mniej subiektywna niż w przypadku stosowania standardu sformułowanego na bardzo wysokim poziomie ogólności (która może w ogóle utrudnić dokonanie racjonalnej kwalifikacji danego podmiotu w świetle skodyfikowanych zasad *corporate governance*). Jednak kodeks oparty na normach bardzo szczegółowych pozostawia adresatom względnie niewiele swobody przy implementacji i stosowaniu danego standardu, co może utrudnić, a w skrajnych przypadkach nawet uniemożliwić realne oddziaływanie standardu.

Ocena, w jakim stopniu spółka stosuje zasady nadzoru korporacyjnego, ma znaczenie dla wszystkich interesariuszy przedsiębiorstwa, a więc nie tylko dla aktualnych i potencjalnych inwestorów⁸. Jakość za-

⁸ W praktyce wielką wagę do relacji zachodzących między organami spółki i sposobu zarządzania oraz kontroli w spółce przywiązują np. fundusze inwestycyjne typu *venture capital (private equity)*, które finansują działalność podmiotu gospodarczego przez dostarczenie mu kapitału. Symptomatyczne jest, że zmiany statutów przedsiębiorstw, w tym gruntowne ich przemodelowanie, zdarzają się często właśnie przed wstąpieniem do spółki funduszu v.c., jako rezultat „negocjacji” między przedsiębiorstwem a dawcą kapitału.

rządzenia i przejrzystość spółki jest, a przynajmniej powinna być jednym z ważniejszych parametrów branych pod uwagę przez wierzycieli, zwłaszcza przez profesjonalne instytucje finansowe, jak banki występujące w roli kredytodawców czy posiadaczy papierów dłużnych wyemitowanych przez przedsiębiorstwo. Nie są to także czynniki obojętne dla pracowników przedsiębiorstwa, a wręcz można powiedzieć, że złe zarządzanie, nawet jeśli nie zagraża miejscom pracy, może być dotkliwie odczuwane przez pracowników czy inne osoby występujące *de facto* w tej roli, jeżeli stopień uzależnienia od przedsiębiorstwa jest wystarczająco duży (stali zleceniobiorcy). Inne podmioty należące do społecznego otoczenia przedsiębiorstwa także mogą być zainteresowane w pozyskiwaniu informacji na temat sytuacji w zakresie nadzoru korporacyjnego w przedsiębiorstwach działających wśród danej społeczności. Dotyczyć to może samorządów lokalnych, dla których przedsiębiorstwo jest podatnikiem podatków lokalnych, podatnikiem podatków, w których samorząd partycypuje oraz potencjalnym inwestorem, np. w rozwój lokalnej infrastruktury, czy podmiotem wspierającym inne inicjatywy lokalne. Ocena przestrzegania zasad ładu korporacyjnego ma wpływ na postrzeganie przedsiębiorstwa jako „społecznie odpowiedzialnego” w rozumieniu koncepcji CSR – *corporate social responsibility*⁹ – co z kolei wpływa na reputację przedsiębiorstwa, będącą jednym z kluczowych, a w wielu przypadkach wręcz najcenniejszym aktywem przedsiębiorstwa.

Innym zagadnieniem jest wiarygodność i miarodajność ocen ratingowych. Ich stosunkowo niewielki autorytet wynika z co najmniej dwóch okoliczności: oceny ratingowe oparte bywają na niedostatecznej bazie informacyjnej; jeżeli dotyczą stosowania zasad nadzoru korporacyjnego, mogą przewartościowywać znaczenie istnienia określonych zapisów formalnych w regulacjach wewnętrznych przedsiębiorstwa (lub znaczenie braku określonych zapisów), niedostatecznie zajmując się „socjologią” przedsiębiorstwa, tzn. faktycznym sposobem funkcjonowania i działania organizacji. Uzyskanie informacji o praktykach w zakresie zarządzania w danej spółce jest trudne, ponieważ wymagałoby głębokiego wniknięcia w realnie działające procedury i struktury. Nie wystarcza zapoznanie się z regulacjami wewnętrznymi i np. raportem biegłego rewidenta, nawet jeśli zajął się on szczególnie analizą istniejącego w spółce systemu kontroli wewnętrznej i zarządzaniem ryzykiem operacyjnym. W dodatku nawet najdokładniej przeprowadzone studium przypadku nie może wykluczyć prawdopodobieństwa rażącego naruszenia

⁹ Na temat *corporate social responsibility* zob. np. Komunikat Komisji Europejskiej, COM (2002) 347 z czerwca 2002 r., *Corporate Social Responsibility: A business contribution on Sustainable Development*, dostępne na http://europa.eu.int/comm/employment_social/soc-dial/csr/csr2002_en.pdf

zasad nadzoru korporacyjnego w przyszłości, wyrządzającego szkodę interesariuszom przedsiębiorstwa, a brak zarazem narzędzi pozwalających mierzyć „skłonność do anomalii”. Poza tym oceny ratingowe wykazują bezwładność, co znaczy, iż wpływ nowych faktów i zdarzeń uwzględniany jest w ocenie z opóźnieniem. Stąd bulwersujące i nierzadkie przypadki spektakularnych bankructw przedsiębiorstw, które w dniu ogłoszenia upadłości (zwrócenia się o ochronę przed wierzycielami, jak w prawie amerykańskim) cieszyły się wysokimi ratingami.

Powszechnie znane w Polsce dwa krajowe kodeksy ładu korporacyjnego, to znaczy wspomniany wcześniej kodeks zalecany spółkom giełdowym przez giełdę warszawską oraz kodeks opracowany przez Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową¹⁰, składają się z norm o różnym stopniu szczegółowości, aczkolwiek bardziej „kazuistyczny” wyda się kodeks przyjęty przez Giełdę Papierów Wartościowych. Ten kodeks może być lepszym narzędziem do dokonywania ocen ratingowych, z zastrzeżeniami dotyczącymi wad i ryzyk tego rodzaju sposobu formułowania standardów poczynionymi powyżej.

Prowadzi to do kolejnego zagadnienia nie dającego się pominąć w rozważaniach ogólnych nad władztwem korporacyjnym, a mianowicie do problemu wielości kodeksów ładu korporacyjnego na danym rynku lokalnym, jak i na rynku wspólnotowym Unii Europejskiej.

5. UNIFIKACJA CZY HARMONIZACJA?

WARUNKI NIEZBĘDNE DO POWSTANIA

PANEUROPEJSKIEGO RYNKU KAPITAŁOWEGO

Proces harmonizacji prawa obrotu gospodarczego, przeprowadzany w Unii Europejskiej, ma na celu realizację celów, które legły u podstaw wspólnot europejskich, w tym zapewnienia swobody przepływu towarów, usług, kapitałów i inwestycji na całym obszarze wspólnego rynku, zgodnie z art. 56 traktatu rzymskiego ustanawiającego Wspólnoty Europejskie. W odniesieniu do rynku kapitałowego przybrało to postać postulatu stworzenia instrumentów dla liberalizacji przepływów kapitałowych, a zatem swobodnego dostępu inwestorów i emitentów do lokalnych rynków kapitałowych. Na swobodę tę składa się szereg czynników, takich jak możliwość pozyskiwania kapitału na każdym rynku według jednolitych zasad, jednolite ukształtowanie warunków działalności instytucji pośredniczących, takich jak brokerzy i banki inwesty-

¹⁰ Dostępny na: www.pfcg.org.pl/files/download/kodeks_fin.pdf

cyjny, jednolity system gwarancji bezpieczeństwa inwestycji (np. w formie specjalnych funduszy zabezpieczających inwestorów przed utratą aktywów – w Polsce jest to tzw. system rekompensat), brak barier administracyjnoprawnych dla korzystania przez inwestorów międzynarodowych i pośredników międzynarodowych z lokalnych instytucji infrastruktury (takich jak giełdy papierów wartościowych i instytucje zarządzające procesem rozliczania transakcji i ewidencjonowania instrumentów finansowych).

W latach 2000–2001 Komisja Europejska doprowadziła do powołania komitetu, którego zadaniem było zdiagnozowanie obecnego etapu rozwoju rynku finansowego w Europie i zaproponowanie zmian w sposobie regulowania tego sektora. Komitet przygotował raport dotyczący tych zagadnień, zwany od nazwiska przewodniczącego komitetu raportem Lamfalussy'ego. Tezy zawarte w tym raporcie, dotyczące między innymi konieczności zreformowania sposobu tworzenia prawa unijnego w sektorze usług finansowych i propozycji nowego systemu zostały przyjęte na szczycie państw Unii w Sztokholmie w 2001 roku.

Diagnoza aktualnego stanu rozwoju eurorynku w dziedzinie usług finansowych, zawarta w raporcie Lamfalussy'ego, nie była optymistyczna. W raporcie wskazano na utrzymujące się zróżnicowanie porządków prawnych państw członkowskich jako na podstawową barierę dla formowania się jednolitego, paneuropejskiego rynku kapitałowego. Zdaniem autorów wieloletnie wysiłki mające na celu harmonizację prawa w ramach Wspólnot, a potem Unii Europejskiej, nie przyniosły zadowalających rezultatów. Rynek Unii pozostaje rynkiem niejednorodnym, między innymi z tego powodu, że państwa członkowskie implementują do swych systemów dyrektywy poprzez ustanawianie różniących się od siebie rozwiązań i instytucji prawnych. Względna swoboda regulacyjna wynika przecież z samej istoty dyrektywy i stojącej za nią metody inkorporowania do praw lokalnych zawartych w dyrektywach norm o charakterze kierunkowym. Ocena ta była może zbyt ostra, ponieważ faktem jest, że dyrektywy dotyczące rynku kapitałowego (czy finansowego) często określają sztywne i precyzyjne normy, *de facto* nie pozostawiające zbyt wiele swobody w zakresie ich implementacji. Jednakże niewątpliwie regulacja rynku kapitałowego za pomocą dyrektyw i ich wdrażania do praw krajowych nie doprowadziła do unifikacji praw, a co najwyżej do ich ograniczonej harmonizacji.

Co szczególnie istotne w kontekście niniejszego artykułu, w raporcie Lamfalussy'ego zwrócono także uwagę na różnorodność „miękkiego” prawa, obowiązującego w państwach członkowskich, w tym w dziedzinie normowania ładu korporacyjnego czy nadzoru korporacyjnego. Stan taki zdaniem jego autorów uniemożliwia zwiększenie udziału transakcji transgranicznych (*cross-border*) w transakcjach na rynkach

kapitałowych Unii Europejskiej, a więc jest równoznaczny z brakiem rzeczywiście jednolitego i płynnego rynku instrumentów finansowych w skali unijnej.

Propozycje zmiany tego stanu rzeczy skoncentrowały się na zmianie sposobu i trybu wprowadzania w życie regulacji prawa unijnego w stosunku do przepływów kapitałowych i świadczenia usług finansowych. Reforma miała na celu usunięcie zróżnicowania praw rynków kapitałowych w ramach Unii, w dużej mierze poprzez ograniczenie suwerenności legislacyjnej państw członkowskich w tej materii.

Nowy system stanowienia prawa rynku finansowego opiera się na tzw. czterech poziomach. Instrumentem stanowienia prawa na poziomie najogólniejszym mają pozostać dyrektywy, uchwalane na wniosek Komisji, po przeprowadzeniu pełnego procesu konsultacyjnego, przez Parlament Europejski i Radę Ministrów, a zatem w znanej i stosowanej procedurze podejmowania wspólnej decyzji przez te dwa ciała. Dyrektywy mają określać zasady ramowe oraz przewidywać delegacje do wydania przepisów rozwijających te ramowe postanowienia.

Implementacja dyrektyw ma polegać nie, tak jak dotychczas, na wprowadzaniu przepisów przez poszczególne państwa członkowskie, ale na stanowieniu prawa przez organy działające na szczeblu unijnym, według trybu znajdującego zastosowanie na tzw. drugim poziomie regulacji. Na tym poziomie Komisja, po zasięgnięciu opinii Europejskiego Komitetu Papierów Wartościowych (ESC), wnioskuje do Europejskiego Komitetu Regulatorów Rynków Papierów Wartościowych (CESR) o przedstawienie propozycji przepisów wykonawczych do danej dyrektywy. Propozycje CESR zostają następnie przekazane Komisji, która może je przedłożyć do uchwalenia przez ESC; przyjęcie aktu przez ESC umożliwia jego wprowadzenie w życie przez Komisję. Parlament Europejski zachowuje prawo interwencji, jeśli poweźmie przekonanie, że wspomniane wyżej ciała europejskie, podejmujące i realizujące inicjatywę regulacyjną, przekraczają zakres upoważnienia określony w przepisach dyrektywy. Procedura ta ma zapewnić stan, gdzie wszelkie przepisy „techniczne”, wymagające dookreślenia na tle dyrektyw, będą miały – podobnie jak sama dyrektywa, stanowiąca dla nich swoiste umocowanie – identyczną (a nie tylko zbliżoną) treść na całym obszarze Unii.

Wydawanie wykładni obowiązujących przepisów, mające na celu ujednoczenie także stosowania prawa rynku kapitałowego na całym obszarze Unii, należy z kolei do tzw. poziomu trzeciego. Zadanie to oddano w gestię Europejskiego Komitetu Regulatorów Rynków Papierów Wartościowych (CESR). Ma on także uprawnienie do ustalania standardów w zakresie funkcjonowania rynku, w materiałach nie objętych ustawodawstwem unijnym (*common standards*). Standardy te nie mają jednakże charakteru wiążącego (*common, but not binding*).

Wykonywanie monitoringu nad stanem przestrzegania prawa unijnego przez państwa członkowskie powierzono Komisji Europejskiej (poziom czwarty).

Zasadnicze decyzje, o charakterze politycznym (*framework principles*), mają być więc podejmowane według dotychczasowych reguł, w ramach „poziomu pierwszego”. Rozwiązania „techniczne” (*implementing measures*), będące aplikacją treści zasadniczych wyborów wynikających z dyrektyw, stanowią domenę poziomu drugiego. Ustalanie zakresu regulacji technicznej w dyrektywach ma z jednej strony stanowić swoiste zabezpieczenie demokratycznych procedur stanowienia prawa, z drugiej zaś – utrzymać zgodność całego zreformowanego systemu z postanowieniami traktatów europejskich (prawa pierwotnego Unii) i orzecznictwem Europejskiego Trybunału Sprawiedliwości.

Reforma, oprócz korzyści w postaci ujednoczenia otoczenia regulacyjnego, ma także przyspieszyć proces stanowienia prawa, co jest odpowiedzią na krytykowane przez organy Unii opóźnienia w implementowaniu dyrektyw przez państwa członkowskie (a w przypadkach skrajnych nawet częściowe ignorowanie zobowiązań wynikających z dyrektyw).

Bariery, w tym bariery prawne, w liberalizacji przepływów kapitałowych w Unii Europejskiej, stały się także przedmiotem analizy tzw. Komitetu Giovanniniego, działającego na zlecenie Komisji Europejskiej. Komitet ten opracował w latach 2001–2003 dwa raporty poświęcone temu zagadnieniu, a ściślej w odniesieniu do problematyki zawierania i rozliczeń transakcji transgranicznych. Identyfikuje się w nich przeszkody o charakterze prawnym, technologicznym i organizacyjnym występujące w tej dziedzinie, powodujące wysokie koszty, a co za tym idzie niedorozwój rynku europejskiego w zakresie transakcji transgranicznych.

6. KODEKSY WŁADZTWA KORPORACYJNEGO

PRODUKTEM LOKALNYCH RYNKÓW KAPITAŁOWYCH

W tym kontekście powstaje pytanie o to, jaka będzie polityka Unii Europejskiej w odniesieniu do sfery „miękkiego” prawa, a zatem regulacji władztwa korporacyjnego, zwłaszcza w świetle raportu Lamfalussy’ego, który wielość kodeksów ładu korporacyjnego uznawał za jedną z przeszkód w rozwoju jednolitego eurorynku, a zarazem na tle silnej tendencji do unifikacji prawa obrotu kapitałowego na obszarze Unii.

Pretekstem do podjęcia tej kwestii jest utrzymująca się w Europie wielość tzw. kodeksów nadzoru korporacyjnego, wynikająca z tego, że nie ma takiego kodeksu, który byłby akceptowany w skali ponadnaro-

dowej. Niemal każdy kraj członkowski ma już obecnie własne standardy w tej dziedzinie, a ponadto w wielu krajach członkowskich opublikowano więcej niż jeden powszechnie znany i w jakiejś mierze stosowany kodeks nadzoru korporacyjnego¹¹. Przykładu takiej sytuacji dostarcza, jak wspomniano powyżej, także rynek polski.

W tym względzie należy zauważyć ewolucję poglądów politycznych gremiów Unii Europejskiej, która znalazła wyraz w stanowisku z 2003 r. w sprawie kierunków reformy prawa spółek i zasad nadzoru korporacyjnego¹². Komisja dokonała w nim następującej oceny istniejącego pluralizmu w dziedzinie standardów władztwa korporacyjnego: wielość kodyfikacji w Europie jest faktem, ale różnice merytoryczne między poszczególnymi kodeksami, choć występują, nie są na tyle wielkie bądź fundamentalne z systemowego punktu widzenia, by mogły zostać uznane za przeszkodę w formowaniu się jednolitego rynku usług finansowych i aby stanowiły blokadę lub utrudnienie dostępu inwestorów do poszczególnych rynków lokalnych. Zdaniem Komisji, już istniejąca i zapewne pogłębiająca się w przyszłości konwergencja standardów w dziedzinie *corporate governance* jest stymulowana między innymi przez harmonizację prawa handlowego na obszarze Unii.

W konkluzji Komisja stwierdza, że nie widzi potrzeby doprowadzenia do przyjęcia w ramach wspólnego rynku jednego kodeksu nadzoru korporacyjnego, mimo że w jej ocenie *differences in national corporate governance arrangements may create uncertainty and costs for both issuers and investors*. Jest to interesujące stwierdzenie, w świetle mocnego trendu do unifikacji regulacji rynku kapitałowego. Może ono wskazywać na to, że przewiduje się objęcie coraz rozleglejszych obszarów i aspektów funkcjonowania rynków finansowych regulacjami prawnymi (tj. prawem unijnym), co zredukuje domenę „miękkiego” prawa i tym samym jeszcze bardziej zminimalizuje ewentualne skutki różnicowania zasad *corporate governance* na poszczególnych rynkach wspólnotowych. Zresztą punktem wyjścia dla takiej konkluzji i strategii jest trafna moim zdaniem obserwacja, że rozbieżności co do zasad władztwa korporacyjnego wynikają – i poniekąd są wymuszone – przez różnice między narodowymi porządkami prawnymi w takich materiach, jak

¹¹ Przy tym wszystkim zdarzają się także przypadki zmniejszania liczby kodyfikacji poprzez tworzenie kodeksów integrujących postanowienia dotychczas odrębnych regulacji. Przykładem jest brytyjski Combined Code, ogłoszony w r. 1998 jako kompilacja dyrektyw zawartych w słynnym już, bo inicjującym debatę na temat *corporate governance* Cadbury Report z 1992 r. i innych tego typu raportach.

¹² Komunikat Komisji Europejskiej do Rady i Parlamentu Europejskiego, COM (2003) 284, www.ecgi.org/commission/documents/com2003_0284en01.pdf, który nawiązuje do tzw. raportu Wintera sporządzonego na zlecenie Komisji, zatytułowanego: „A modern regulatory framework for company law in Europe”.

prawo spółek i prawo papierów wartościowych. Dlatego zamiast jednolitego kodeksu dobrej praktyki („EU corporate governance code”) istnieje, zdaniem Komisji, potrzeba przyspieszenia unifikacji (ujednoczenia) prawa.

7. PERSPEKTYWY ROZWOJU REGULACJI WŁADZTWA KORPORACYJNEGO W UNII EUROPEJSKIEJ

Obecny stan zróżnicowania zasad *corporate governance*, nawet jeśli nie stanowi poważnej przeszkody dla wyłaniania się jednolitego rynku kapitałowego, generuje pewne problemy praktyczne, takie jak na przykład ograniczona porównywalność ocen ratingowych przyznawanych przedsiębiorstwom z różnych krajów Unii lub nawet przyznawanych w obrębie danego kraju, w przypadku gdy różne są benchmarki dla sporządzenia oceny (tzn. gdy przyjmowane są, jako narzędzia oceny, różniące się treściowo kodeksy nadzoru korporacyjnego czy inne zbiory standardów korporacyjnych). Niewątpliwie stan taki stawia przed inwestorami, analitykami i zarządzającymi aktywami konieczność wiedzy i rozumienia, jak przedstawiają się preferowane standardy na poszczególnych rynkach lokalnych Unii, ponieważ wnioskowanie na podstawie analogii do macierzystego rynku może się okazać przynajmniej w jakiejś części zawodne. Chodzić zaś może o kwestie mające poważne praktyczne znaczenie dla inwestorów, jak na przykład czy dobrą praktyką na danym rynku jest umożliwienie akcjonariuszom głosowania na walnych zgromadzeniach przez Internet, albo przeprowadzanie internetowej transmisji przebiegu walnego zgromadzenia (precedens taki wystąpił już na polskim rynku kapitałowym w wykonaniu spółki giełdowej).

W najbliższych latach będziemy więc, jak się wydaje, świadkami procesu prowadzącego do daleko idącego ujednoczenia lokalnych systemów prawnych organizujących funkcjonowanie rynku kapitałowego, a także upodobnienia zasad władztwa korporacyjnego na poszczególnych rynkach lokalnych w Europie. Proces ten będzie nieuchronnie postępował, gdyż jego pomyślne zakończenie leży w interesie inwestorów i emitentów działających na rynku paneuropejskim. Nawet więc jeśli nie zaowocuje on powstaniem europejskiego kodeksu *corporate governance*, jego rezultatem będzie ujednoczenie standardów w materiałach objętych regulacją pozaustawową (które prawdopodobnie będą też ulegać kurczeniu się na rzecz regulowania poprzez przepisy prawa, ewentualnie przepisy „miękkiego” prawa i otrzymają instrumenty sankcji, które zbliżą je charakterem do prawa państwowego).

Jak wynika z dokumentów Unii Europejskiej, prawdopodobne kierunki rozwoju standardów władztwa korporacyjnego w najbliższych latach będą następujące:

I. W dziedzinie wymogów informacyjnych:

- 1) zwiększenie ilości informacji przekazywanych przez spółki publiczne inwestorom na temat stanu przestrzegania przez nie standardów władztwa korporacyjnego. Nastąpi to prawdopodobnie w drodze wymogu, by spółki publiczne publikowały w swoich sprawozdaniach rocznych opis praktyk korporacyjnych, zawierający między innymi następujące elementy:
 - uprawnienia organów spółki, uprawnienia akcjonariuszy i warunki ich wykonywania,
 - skład i faktyczne funkcjonowanie rady nadzorczej i zarządu (w systemach unitarystycznych – rady dyrektorów)
 - wskazanie głównych akcjonariuszy, ich uprawnień i treści porozumień między akcjonariuszami,
 - inne bezpośrednie i pośrednie związki między głównymi akcjonariuszami a spółką,
 - system zarządzania ryzykiem,
 - wskazanie kodeksu nadzoru korporacyjnego, stosowanego przez spółkę;
- 2) nałożenie obowiązków informacyjnych na inwestorów instytucjonalnych, tj.
 - obowiązku ogłaszania przez nich zasad polityki inwestycyjnej i zamiarów wobec spółki, w której dokonano inwestycji (określenie planowanego sposobu korzystania z prawa głosu),
 - obowiązku ujawniania wobec właścicieli beneficjarnych akcji jak inwestor instytucjonalny, będący tzw. akcjonariuszem nominalnym (*nominee owner*) korzystał z prawa głosu w konkretnych sprawach.

Te szczegółowe rozwiązania, wraz z innymi instrumentami mają zachęcić inwestorów instytucjonalnych do większej niż dotąd aktywności, jeśli chodzi o kontrolę i nadzór nad działalnością korporacji, w której są akcjonariuszami. W Polsce dotyczyć to powinno funduszy inwestycyjnych i funduszy emerytalnych. Akceptacja poglądu i nowych regulacji, które będą go wyrażać w Unii, iż inwestorzy instytucjonalni mogą odegrać wybitną rolę w poprawie funkcjonowania władztwa korporacyjnego, wymagać będzie na przykład w Polsce wprowadzenia zmian do obowiązującego prawa. Prawo polskie jak dotąd bardzo restrykcyjnie traktuje inwestycje udziałowe funduszy, utrudniając im aktywniejsze działanie w zakresie kontroli i wpływanie na sposób zarządzania spółkami (głównie poprzez limity wykonywania prawa głosu na walnych zgromadzeniach).

- II. Wzmacnianie pozycji akcjonariuszy, poprzez umocnienie prawa do informacji i faktycznych możliwości w tym zakresie, a ponadto urealnienie niektórych uprawnień akcjonariuszy, w szczególności przez stworzenie przez spółki giełdowe mechanizmów umożliwiających elektroniczny dostęp do materiałów na walne zgromadzenie spółki, a także udział i głosowanie na walnych zgromadzeniach środkami łączności elektronicznej. Najprawdopodobniej kwestie te zostaną uregulowane w dyrektywie, której wydanie zapoczątkuje wdrażanie tych rozwiązań w Unii Europejskiej (aktualnie używa się roboczego określenia *Transparency Directive*), gdyż wymaga to przewyżczenia przeszkód natury prawnej, a nie tylko zastosowania rozwiązań techniczno-technologicznych,
- III. Jest też prawdopodobne, że organy Unii zdecydują się promować rozwiązanie dotyczące organizacji zarządu i nadzoru, w myśl którego spółki notowane na giełdach będą miały możliwość wyboru albo rozwiązania unitarnego (rada dyrektorów, łącząca w sobie funkcje zarządu i nadzoru, złożona z dyrektorów wykonawczych i niewykonawczych, jak obecnie większości państw europejskich, ang. *one-tier board structure*), albo dualistycznego (zarząd i rada nadzorcza, jak w modelu germańskim, ang. *two-tier board structure*). Swoboda wyboru w tym względzie jest już obecnie obowiązującym modelem na rynku francuskim. Podobne rozwiązanie przynosi także regulacja Europejskiej Spółki Akcyjnej, która według wszelkiego prawdopodobieństwa zostanie implementowana w roku 2004, między innymi do polskiego ustawodawstwa.

ANNA MIERNICKA-SZULC

UCZCIWOŚĆ W BIZNESIE OPŁACA SIĘ WSZYSTKIM

I. WPROWADZENIE

Tematyka ładu korporacyjnego w spółkach publicznych jest już dość powszechnie obecna w publikacjach poświęconych rynkowi kapitałowemu. Często przytacza się dane dotyczące potencjalnego wzrostu wartości akcji spółek, które uporządkowały swoje stosunki korporacyjne, wdrażając odpowiednie standardy *corporate governance*. Wydaje się też, że istota i rola zasad nadzoru korporacyjnego dla inwestorów indywidualnych będących w spółce akcjonariuszami mniejszościowymi jest zatem dość dobrze znana. Dyskusja na ten temat toczyła i toczy się nadal nieprzerwanie od końca 1998 r. Wiedza ta nie przekłada się jeszcze w sposób bardzo widoczny na wyniki spółek. Aby się tak stało, musi jednak upłynąć więcej czasu. Jeszcze dłużej czekać będziemy na powszechne i szerokie zrozumienie takiego pojęcia jak „społeczna odpowiedzialność w biznesie” (*corporate social responsibility*) i uznania jej roli w kształtowaniu polskiego rynku kapitałowego.

Prawdą jest, iż po okresie spektakularnego rozwoju tzw. „dotcomów” i równie spektakularnego ich upadku nastąpił wzrost zapotrzebowania na wartości. Przejawia się on intensyfikacją dyskusji na temat zasad ładu korporacyjnego, modyfikacją i rozbudowaniem istniejących na rynkach standardów i ogólnym ożywieniem legislacyjnym w tym zakresie.

W nurt ten wpisuje się też dyskusja o odpowiedzialnym biznesie, którego elementem jest ład korporacyjny, oraz o związanych z tym kwestiach etycznych. W Europie trwa ona znacznie dłużej i toczy się również na forum Unii Europejskiej. Jej wynikiem jest m.in. wydany

w Brukseli 18 lipca 2001 r. Green Paper Promoting a European Framework for Corporate Social Responsibility Commission of the European Communities.

Niezależnie jednak od tego zrozumiałego po niedawnych doświadczeniach zainteresowania kwestiami etyki, porządku korporacyjnego, poszanowania praw akcjonariuszy warto pokazać, iż z punktu widzenia spółki publicznej jej uczciwość i otwartość na potrzeby i oczekiwania społeczności powinna się zawsze opłacać.

2. BIZNES SPOŁECZNIE ODPOWIEDZIALNY I JEGO MIEJSCE

W SYSTEMIE RELACJI WEWNĘTRZNYCH I ZEWNĘTRZNYCH PRZEDSIĘBIORSTWA

Najogólniej rzecz biorąc odpowiedzialny biznes to wprowadzenie takiego stylu zarządzania, zarówno ludźmi, procesami, produktami, jak i całą organizacją, który opiera się na dobrowolnie przyjętych zobowiązaniach przewyższających te zapisane w obowiązującym prawie. Przyjęcie takich zobowiązań może opierać się na wprowadzeniu w firmie „zbiórów dobrych praktyk korporacyjnych”, „kodeksów etyki”, wewnętrznych procedur oraz regulaminów regulujących zasady postępowania w różnych relacjach i sytuacjach, a także systemów motywacyjnych wspierających takie a nie inne postawy.

Główna korzyść z takich wewnętrznych programów to podniesienie kultury organizacyjnej, w tym poprawa wizerunku firmy, podwyższenie efektywności jej działania poprzez łatwe i skuteczne pozyskiwanie i utrzymanie najlepszych pracowników, a także skuteczne zarządzanie efektami ich pracy.

Jak zatem widać, efekt wprowadzenia stylu zarządzania opartego na szeroko pojętej społecznej odpowiedzialności można także pokazać jako dodatkowy wymierny zysk przedsiębiorstwa, nie kwestionowany już chyba w przypadku uporządkowania praktyk korporacyjnych, ale nie zawsze w pełni dostrzegany i doceniany także w tym wypadku.

Tylko firma generująca zysk może być społecznie odpowiedzialna. Dobrze zarządzana firma ma bowiem środki, aby należycie dbać o interesariuszy wewnętrznych i zewnętrznych, do których w pierwszym rzędzie należą inwestorzy. Tylko w dobrze i odpowiedzialnie zarządzanej korporacji pieniądze inwestorów są bezpieczne. Bezpieczeństwo to ma szczególne znaczenie dla inwestorów indywidualnych.

Przy okazji warto też zwrócić uwagę na inny aspekt omawianego zagadnienia. W kwestii zysku przedsiębiorstwa powinien liczyć się także sposób jego osiągnięcia. Nie oznacza to jednak, iż nie ma on stanowić priorytetu dla menedżerów, ale w działaniach podejmowanych w celu

jego wypracowania nie powinno się akceptować „żadnej drogi na skróty”. Aby być członkiem elit (finansowych), należy się bardziej starać, doskonalić jakość zarządzania, mieć wyższe standardy, mogące służyć za wzór do naśladowania.

Oczywiście jest to prezentacja stanu idealnego, ciągle dalekiego od rzeczywistości, ale każda instytucja – lider w swojej dziedzinie, na którą zwrócone są oczy wielu, powinna stanowić pewien wzorzec, nośnik wartości, a tym samym czynić kroki w kierunku zmian w świadomości, które są przecież początkiem istotnych i wymiernych zmian w szerszym działaniu¹.

3. ELEMENTY SYSTEMU RELACJI WEWNĘTRZNYCH I ZEWNĘTRZNYCH PRZEDSIĘBIORSTWA ZARZĄDZANEGO Z UWZGLĘDNIENIEM ODPOWIEDZIALNOŚCI SPOŁECZNEJ

Zarządzanie przedsiębiorstwem z perspektywy społecznej oznacza postrzeganie korporacji jako wspólnego przedsięwzięcia wszystkich związanych z nią grup. Współpracę i wzajemne powiązania pomiędzy wszystkimi grupami determinuje cel działania korporacji, którym jest służenie wszystkim interesariuszom dla zapewnienia zbieżności ich interesów. Taka perspektywa postrzegania spółki i jej celu nie wyklucza orientacji na maksymalizację jej wartości, tylko niejako spycha ją na dalszy plan².

Na system takiego zarządzania składa się szereg elementów i narzędzi skierowanych do grup odbiorców o różnym zakresie.

1. Źródłem i punktem wyjścia jest **działalność przedsiębiorstwa zgodna z normami prawnymi**. W dzisiejszych czasach w Polsce jest to na szczęście oczywistość. Już nikt bowiem nie odważy się chyba publicznie pochwalić uzyskiwania zysków z naruszeniem przepisów prawa, a do tego w tym lapidarnym ujęciu to się sprowadza. Na potrzeby niniejszej publikacji wystarczy zatem mieć świadomość, że to w istocie jest również element propagowania biznesu społecznie odpowiedzialnego i etyki w świecie finansów. Dla inwestorów jest to wręcz niezbędna baza zabezpieczająca ich interesy.

¹ *Menedżerowie 500 i Odpowiedzialny Biznes*, Raport Forum Odpowiedzialnego Biznesu opracowany wspólnie z Bankiem Światowym i Akademią Rozwoju Filantropii Warszawa, październik 2003.

² K. Zalega, *Systemy corporate governance a efektywność zarządzania spółką kapitałową*, Warszawa 2003.

Z tą kwestią wiąże się też właściwy i efektywny nadzór. W tym kontekście należy od niego oczekiwać efektywności w aspekcie nieograniczania kreatywności i rozwoju firmy, a raczej roli dodatkowej pary oczu, aby ten proces odbywał się w zgodności z przepisami. Zagadnienie nadzoru w nieco innym aspekcie jest również obecne w kodeksach dobrej praktyki.

2. Kolejnym elementem, który powinien być uwzględniany w działaniach przedsiębiorstwa aspirującego do miana społecznie odpowiedzialnego, są zbiory norm postępowania ujęte w **kodeksach dobrej praktyki** (np. bankowej, spółek publicznych itp.). Dyskusję na temat potrzeby i korzyści płynących dla spółek np. z przyjęcia „Dobrych praktyk w spółkach publicznych w 2002” mamy już za sobą i nie ma potrzeby tu jej powtarzać. Kwestia ta jest też przedmiotem odrębnej publikacji w niniejszej książce.

Można tylko dodać, iż firma, która chce tworzyć swój wizerunek, nie powinna zapominać o podjęciu działań w celu uporządkowaniu swoich stosunków korporacyjnych. Nie oznacza to oczywiście próby forsowania tezy, iż tylko przyjęcie wszystkich 48 zasad daje spółce prawo aspirowania do uznania jej za społecznie odpowiedzialną. W tym przypadku ważne są chęć, aktywność i prawdziwy *governance dialogue*. Dialog ten jest też niezwykle ważny z punktu widzenia inwestorów, to oni powinni czynić starania, aby był on efektywny i pozwolił na uzyskanie realnego i wymiernego wpływu na sposób wykorzystania zainwestowanego przez nich kapitału i strategiczne decyzje podejmowane przez spółki.

Ład korporacyjny to element i zarazem integralna część społecznie odpowiedzialnego zarządzania spółką, pełni on również funkcję czynnika stymulującego dalszy pomyślny rozwój polskiego rynku kapitałowego. Element ten w czystym ujęciu odnosi się do relacji związanych z władztwem korporacyjnym i metodami jego sprawowania.

Wprowadzenie i, co istotne, efektywne stosowanie i egzekwowanie zasad dobrej praktyki w spółkach kapitałowych powinno utrzymać, a niekiedy przywrócić ich wiarygodność wobec inwestorów i innych uczestników tego rynku. Brak tej wiarygodności, czy jej słabość lub zanikanie, bywa niekiedy naszym rynkowi zarzucany.

3. Kolejnym, bardziej niż zbiory dobrych praktyk wewnętrznym dokumentem, mającym węższy krąg odbiorców są **kodeksy etyki danej firmy**, koncernu. Są one często łączone ze zbiorami dobrych praktyk korporacyjnych, z nimi mylone i porównywane.

Jednak w ujęciu *stricte* wewnętrznym kodeks etyki a zasady dobrych praktyk korporacyjnych to nie to samo. Pierwszy dokument ma

znaczenie szersze, odnoszące się do nieco innej sfery stosunków, a tym samym bardziej zewnętrzne. Jego implementacja bardziej bezpośrednio (widocznie) przekładać się też może na zysk finansowy. Jego celem jest pokazanie misji firmy, powszechnie akceptowanych i pożądaných wzorców postępowania, nadrzędnych w korporacji wartości, i pośrednie pokazanie postaw nieakceptowanych, które stopniowo należy eliminować. Z tego też powodu ma on o wiele mniejsze, mniej bezpośrednie znaczenie dla inwestorów. Jednak także oni powinni być zainteresowani uporządkowaniem relacji wewnętrznych i oddolnych w przedsiębiorstwie, któremu zaufali inwestując w nie swoje pieniądze.

4. Ostatnim elementem opisywanego systemu są wszelkie relacje z podmiotami zewnętrznymi bezpośrednio, pośrednio, a także nie związanymi z zakresem działalności danego przedsiębiorstwa. Różnica w odniesieniu do *corporate governance*, kodeksów etyki czy innych regulacji wewnętrznych z tego zakresu polega na tym, iż kwestii związanych z tą sferą działalności nie da się praktycznie ująć w żadne zbiory zasad czy norm. Jedyne, co można wskazać, to przedsięwzięcia pożądane z punktu widzenia osiągnięcia celu i ich zakres.

Należą do nich **działania związane z ochroną środowiska, społecznością lokalną, ekologią, kulturą, sztuką, pomocą społeczną, edukacją, sportem** itp. Zarządzający wytyczają zakres najbardziej korzystnych z punktu widzenia właściwego wizerunku firmy działań i narzędzi. Aby cel ten został osiągnięty, należy dokonać ich właściwej prezentacji i uwiarygodnienia także w oczach inwestorów, którzy w ujęciu *stricte* finansowym przynajmniej częściowo ponoszą koszt tych działań.

Jednakże właściwy wizerunek firmy, jej marka wspierana poprzez efektywne zarządzanie wpływa korzystnie na jej wartość i nierzadko także na osiągnięty zysk. Krótko mówiąc bycie uczciwym, tu: społecznie odpowiedzialnym, po prostu powinno się opłacać.

PRZEMYSŁAW HEWELT

WPŁYWANIE AKCJONARIUSZY
NA SPOŁECZNE ZACHOWANIA KORPORACJI
- PRZYKŁADY WIELKIEJ BRYTANII
ORAZ STANÓW ZJEDNOCZONYCH

I. WPROWADZENIE

W ciągu ostatnich lat punkt widzenia wielu inwestorów instytucjonalnych w Wielkiej Brytanii i Stanach Zjednoczonych zbliżył się istotnie do perspektywy inwestorów indywidualnych. Mimo iż rentowność pozostaje głównym kryterium, według którego spółki oceniane są przez inwestorów, to nie jest to element jedyny. Powszechnie oczekuje się, iż na obecnym etapie rozwoju gospodarki światowej dążenie do maksymalizacji zysku powinno być skorelowane z działaniami nakierowanymi na ochronę środowiska, poszanowanie praw człowieka, praw pracowniczych, rozwój społeczności, w których firmy działają, oraz inne elementy składające się na pojęcie korporacyjnej odpowiedzialności społecznej (*corporate social responsibility* – CSR). Za tym przekonaniem najpierw poszły działania inwestorów indywidualnych, a od pewnego czasu dołączają do nich inwestorzy instytucjonalni. Tym jednak, co może zmienić zasadniczo podejście do aktywizmu akcjonariuszy, są propozycje nowych uregulowań prawnych, nad którymi pracuje rząd brytyjski, a które w aktywny sposób promowałyby bezpośrednie zaangażowanie akcjonariuszy w odniesieniu do niektórych aspektów działania spółek publicznych.

Akcjonariusze w wielu przypadkach doprowadzili do sytuacji, w której spółki wprowadziły w życie konkretną politykę społeczną i środowiskową, a publikowane okresowe raporty na ten temat są cennym uzupełnieniem rocznych raportów finansowo-biznesowych.

Działania akcjonariuszy określane jako *shareholders' engagement* (bądź też *shareholders' activism*) są istotnym elementem kształtowania kierunków polityki spółek publicznych w odniesieniu do szeroko rozumianej społecznej odpowiedzialności biznesu. Zachowanie społeczne firm może mieć bezpośrednie przełożenie na ich wyniki finansowe. Na przykład w sytuacji gdy działalność firmy jest związana z dużym wpływem na środowisko naturalne, koszty używania środowiska, koszt zabezpieczeń oraz ewentualne kary za naruszenie przepisów mogą mieć znaczny negatywny wpływ na wyniki finansowe, a przez to na zwrot uzyskiwany przez udziałowców.

W przypadku Wielkiej Brytanii coraz większy wpływ na wyniki firm mają decyzje konsumentów, którzy nie chcą kupować produktów firm, których działanie jest negatywnie oceniane z etycznego punktu widzenia. Przykładem może tu być jeden z producentów sprzętu sportowego, który odnotował zauważalny spadek sprzedaży po ujawnieniu informacji na temat wykorzystania w procesie produkcyjnym w krajach Trzeciego Świata pracy dzieci¹.

W niniejszym opracowaniu opisano pokrótce, w jaki sposób akcjonariusze w Wielkiej Brytanii oraz Stanach Zjednoczonych korzystają ze swojego prawa do wyrażania opinii na temat kierunku rozwoju firm, a także wpływania na ich działania w obszarze społecznej odpowiedzialności oraz przedstawia w zarysie proponowane zmiany regulacji brytyjskich w tym zakresie.

2. PRAWO DO INTERWENCJI

Jakie jest uzasadnienie dla ingerowania² przez akcjonariuszy w sprawę firmy? Jedną ze szkół opartą na teorii „przedstawicielstwa” (*agency theory*) przyjmuje założenie, że Rada Nadzorcza ma uprawnienie delegowane przez akcjonariuszy do prowadzenia firmy w ich imieniu. Członkowie rady jako przedstawiciele wybrani przez akcjonariuszy są bezpośrednio odpowiedzialni za nadzorowanie zarządu firmy w działaniach zmierzających do osiągnięcia celu podstawowego, czyli maksymalizacji wartości firmy. Udziałowcy, sytuujący się w tej hierarchii nad radą nadzorczą, mogą korzystać ze swych praw, na przykład do wymiany członków rady nadzorczej w sytuacjach, gdy w ich opinii członkowie ci nie wypełnili swojego obowiązku ochrony interesów udziałowców.

¹ *The CIS Approach to Responsible Shareholding and the value it adds to Investment*, Co-operative Insurance Services, Manchester 2002.

² *Sustainability Pays*, Co-operative Insurance Services, Manchester 2002, s. 35–37.

Problemy z „przedstawicielstwem” pojawiają się w chwili, gdy systemy motywacyjne mogą skłaniać władze firm do podejmowania decyzji, które są korzystne dla nich samych, a niekoniecznie prowadzą do maksymalizacji wartości spółki. Ten konflikt interesów sam w sobie może stanowić uzasadnienie dla zaangażowania akcjonariuszy. Głównie odnosi się to do sytuacji, w których zakres uprawnień będących w rękach władz spółki istotnie odbiega od przyjętych norm. W takich sytuacjach akcjonariusze (głównie instytucjonalni) mogą podjąć działania mające na celu zmianę w stosowanych praktykach (*corporate governance*).

Koncepcja „przedstawicielstwa” określa *corporate governance* jako zestaw mechanizmów kontrolnych, takich jak na przykład niezależni członkowie rad nadzorczych, których zadaniem jest sprawowanie nadzoru nad wykorzystywaniem swych uprawnień przez zarząd spółki. W ten sposób potencjalna możliwość wystąpienia rozbieżności pomiędzy interesem akcjonariuszy a interesem „przedstawicieli” jest istotnie ograniczona. Z oczywistych względów wspomniany nadzór jest w jasny sposób oddzielony od decyzji podejmowanych przez „przedstawicieli” w toku codziennych prac związanych z kierowaniem firmą.

Zachowania kadry menedżerskiej podlegają również ocenie i są nagradzane bądź też karane poprzez inne środki dyscyplinujące. Najwyższą instancją wydającą taką ocenę jest sam rynek kapitałowy, a elementem dyscyplinującym może tu być zagrożenie wrogim przejęciem.

Teoretycznie rzecz ujmując, założenia *corporate governance* mające na celu regulowanie kwestii „przedstawicielstwa” powinny umożliwić członkom rad nadzorczych i zarządów wykorzystanie ich umiejętności w sposób tworzący nową wartość dla firmy, przy jednoczesnym poszanowaniu interesów akcjonariuszy i swoich własnych. Według PIRC³, aktywizm akcjonariatu (*shareholders' activism*) obejmuje **każdy sposób skorzystania ze swych uprawnień przez akcjonariuszy bez zmieniania władz spółki**. Przykładowe działania mogą tu obejmować bezpośrednie dyskusje z władzami spółki, przygotowanie wspólnych wystąpień grup akcjonariuszy bądź też wykorzystanie mediów w celu wywarcia presji na firmę.

Podobnie organizacja Friends of Earth⁴ definiuje aktywizm akcjonariatu jako wykorzystanie swych uprawnień właścicielskich do wpływania na zachowanie firmy. Może to przyjąć formy dialogu (*shareholder dialogue*) bądź też propozycji uchwały, która następnie jest głosowana na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy (WZA).

³ Pension and Investment Research Consultants.

⁴ www.foe.org/international/shareholder/toolsfordemocracy.html

3. ROLA INWESTORÓW INSTYTUCJONALNYCH

Jednym z kluczowych czynników wpływających na rozwój aktywności akcjonariatu była koncentracja kapitału w rękach inwestorów instytucjonalnych od początku lat osiemdziesiątych. W tym okresie odwrócony został trend postępującej separacji własności akcji i kontroli nad spółkami obserwowany na rynkach kapitałowych od początku dwudziestego stulecia. Polegał on na coraz większym rozproszeniu akcjonariatu połączonym z rozwojem fachowej kadry menedżerskiej, której granice postępowania wyznaczane były jedynie przez wolną konkurencję i ogólne przepisy prawa. Sytuacja pod tym względem zmieniła się o tyle, że poziom profesjonalizmu osób zarządzających funduszami pozwala na znacznie dokładniejsze monitorowanie spółek oraz współuczestniczenie w podejmowaniu decyzji strategicznych. To wszystko sprawia, że korzystanie akcjonariuszy ze swych uprawnień stało się znacznie bardziej powszechne niż „głosowanie nogami”, czyli proste wyzbywanie się akcji spółek, które nie przynoszą satysfakcjonujących dochodów.

Doświadczenie rynków brytyjskiego i amerykańskiego wskazuje, iż inwestorzy instytucjonalni odgrywają tu kluczową rolę. Ich siła i znaczenie ułatwia im wywarcie rzeczywistego wpływu na firmy poprzez wykorzystanie nieformalnych spotkań z władzami spółek oraz prawa głosu na WZA w celu zaadresowania potencjalnych problemów związanych z „przedstawicielstwem”, aby w ostatecznym rozrachunku zachęcać władze spółki do zachowań zmierzających do maksymalizacji wartości spółki. Z pewnością działania tego typu prowadzone przez inwestorów instytucjonalnych również służą interesom inwestorów indywidualnych.

4. PROPOZYCJE NOWYCH REGULACJI PROMUJĄCYCH ZAANGAŻOWANIE AKCJONARIUSZY NA PRZYKŁADZIE WIELKIEJ BRYTANII

Zaangażowanie akcjonariuszy nie jest jedynie ruchem oddolnym. Również środowisko regulacyjne w niektórych państwach aktywnie wspiera aktywny akcjonariat, widząc w nim jedno ze skutecznych narzędzi wymuszania większej efektywności działania oraz zwiększania elastyczności rynków kapitałowych. W 2000 roku rząd brytyjski zamówił raport⁵, którego wnioski skłoniły do zainicjowania zmian regulacyjnych.

⁵ The Myner's Review of Institutional Investment in the U.K.

Raport stwierdza, że o ile nie jest zadaniem akcjonariuszy wpływać na bieżące zarządzanie spółkami publicznymi, to zagadnienia związane z wynikami pracy najwyższego kierownictwa oraz słuszością przyjmowanych strategii działania firm powinny być przedmiotem zainteresowania akcjonariuszy. W sytuacji, gdy akcjonariusze nie są zadowoleni z działań podejmowanych przez obecne władze spółki, mogą oni podjąć różnorakie działania. Najprostszym działaniem jest sprzedaż akcji, co jest stosunkowo proste w przypadku akcjonariuszy indywidualnych, ale może być znacznie bardziej skomplikowane w przypadku inwestorów instytucjonalnych posiadających znaczne pakiety akcji – głównie ze względu na negatywny wpływ wyprzedaży dużych pakietów na cenę akcji. Ponadto, w sytuacji gdy spółki wchodzą w skład istotnych indeksów giełdowych, inwestorzy również mogą być mniej skłonni do wyzbycia się akcji.

Raport wskazuje, iż rząd brytyjski powinien zmienić system regulacyjny w taki sposób, by zapewniał on akcjonariuszom wystarczający wpływ na władze spółki w celu uzyskania odpowiedniej efektywności działania spółki.

Szczególne zainteresowanie społeczne towarzyszy w tym względzie działaniu funduszy emerytalnych. W ich przypadku ostateczny beneficjent nie ma wpływu na decyzje inwestycyjne, które są podejmowane przez zarządzającego w imieniu funduszu emerytalnego. W tej sytuacji regulacje prawne powinny wymusić na akcjonariuszach działania, które w ostatecznym rozrachunku będą w najlepszym interesie głównego beneficjenta, czyli pracowników/emerytów, których pieniądze są inwestowane przez inwestorów instytucjonalnych. Przeprowadzane badania wskazały jednak, że w funduszach inwestycyjnych powszechna była niechęć do podejmowania interwencji wynikająca z przeświadczenia, iż nie mieści się to w zadaniach funduszy inwestycyjnych. Rząd brytyjski postrzega takie podejście jako niewystarczające – jeśli bowiem podjęcie działań jest w najlepszym interesie klientów, to zarówno istniejące regulacje prawne dotyczące obrotu papierami wartościowymi, jak również ogólne przepisy prawa nakładają obowiązek podjęcia odpowiednich działań interwencyjnych przez zarządzających funduszem. Mimo że interwencja nie zawsze jest w interesie klienta (i wtedy rzecz jasna nie powinna być podejmowana), to brak interwencji stoi w sprzeczności z obowiązkami funduszy inwestycyjnych wobec inwestorów. Obstawanie przy takiej polityce oznaczałoby, że pieniądze klientów będą nadal inwestowane w akcje firm, których wyniki są poniżej oczekiwań, w sytuacji gdy podjęcie działań przez zarządzających funduszami mogłoby tę sytuację zmienić.

Z tego względu rząd brytyjski zamierza aktywnie promować podejmowanie interwencji przez akcjonariuszy w sposób odpowiadający zaistniałym sytuacjom zarówno poprzez głosowanie na WZA, jak też przez inne działania. Proponowane regulacje mają na celu wprowadzenie

nie do statutów firm zarządzających środkami funduszy emerytalnych obowiązkowego zapisu dotyczącego używania władzy wynikającej z posiadanych udziałów w najlepszym interesie tych funduszy.

Osobnym zagadnieniem jest to, jak powinny być traktowane pieniądze ulokowane w funduszach innych niż emerytalne. Z praktycznego punktu widzenia środki funduszy emerytalnych nie są zarządzane osobno i trudno byłoby je wyodrębnić spośród wszystkich innych rodzajów funduszy zarządzanych przez firmy zarządzające funduszami inwestycyjnymi. Między innymi dlatego rząd brytyjski skłania się ku rozwiązaniu, które wymagałoby od wszystkich firm zarządzających aktywnego wpływania na spółki publiczne w interesie akcjonariuszy.

W przeciwieństwie do motywacji akcjonariuszy aktywistów, którzy źródło swej inspiracji upatrują w etyce, rząd brytyjski kieruje się wyłącznie troską o zwiększenie efektywności działania spółek publicznych. W ostatecznym rozrachunku jest jednak bardzo prawdopodobne, że w wielu kwestiach te dwie grupy inwestorów będą ściśle współpracować (np. w kwestii reprezentacji udziałowców mniejszościowych w Radach Nadzorczych czy też kontroli wysokości wynagrodzeń kadry zarządzającej).

5. ENGAGEMENT W PRAKTYCE – PRZYKŁADY DZIAŁAŃ

Zaangażowanie akcjonariuszy w praktyce może dotyczyć szerokiego spektrum spraw biznesowych, społecznych oraz ochrony środowiska naturalnego. Ich wspólnym mianownikiem pozostaje wszakże skuteczna oddolna inicjatywa, która przełożona na konkretne działania prowadzi do pozytywnej zmiany zachowania spółek. Na rynku brytyjskim jedną z firm najbardziej zaangażowanych w tego typu działania jest jedna z największych firm ubezpieczeniowych – CIS, będąca jednocześnie znaczącym inwestorem finansowym. Poniżej przedstawione zostały pokrótce przykłady takich działań⁶.

- Biuro podróży My Travel zlecało firmie, która przeprowadzała audyt finansowy, również projekty o charakterze konsultingowym. Fakt ten nie był ujawniony akcjonariuszom, co mogło rodzić podejrzenia o konflikt interesów. W wyniku działań akcjonariuszy firma zobowiązała się do ujawniania w przyszłości szczegółów tego typu współpracy z audytorem.
- Wsparcie CIS odegrało istotną rolę w zobowiązaniu przez WZA firmy Unocal do położenia większego nacisku na prawa pracownice w swojej firmie naftowej działającej w Birmie.

⁶ *The CIS approach to responsible shareholding and the value that it adds to investment*, CIS, Manchester 2002, oraz: *Sustainability Pays*, CIS, Manchester 2002.

- Krytyka sposobu działania zarządu firmy lotniczej Easyjet przeprowadzona przez grupę inwestorów instytucjonalnych doprowadziła ostatecznie do ustąpienia prezesa. Ponadto zachęcono firmę do przygotowania raportu traktującego o tym, jak Easyjet zarządza ryzykiem związanym z istotnym wpływem swojej działalności na środowisko naturalne.
- W wyniku błędów w zarządzaniu, sprywatyzowane koleje brytyjskie Railtrack znalazły się w kłopotach finansowych do tego stopnia, że wprowadzono tam zarząd komisaryczny. W tej sytuacji CIS dołożył wszelkich starań, by koszty restrukturyzacji w jak najmniejszym stopniu dotknęły pasażerów.
- W lutym 2000 roku organizacja charytatywna Oxfam podjęła działania na rzecz obniżenia cen leków dla krajów trzeciego świata. Jednym z adresatów podjętej kampanii była firma GlaxoSmithKline. W wyniku podjętych działań w czerwcu 2002 roku GSK opublikował raport, w którym przedstawił swoją politykę w odniesieniu do stosowania preferencyjnych cen na swoje leki sprzedawane w krajach Trzeciego Świata.
- Brytyjskie Stowarzyszenie Funduszy Emerytalnych Pracowników Administracji Regionalnych (LAPFF), będące znaczącym inwestorem na tamtejszym rynku, podjęło w 1998 roku kampanię na rzecz przestrzegania praw pracowniczych przez zagranicznych dostawców brytyjskich sieci sklepów detalicznych. W szczególności dotyczyło to wprowadzenia ograniczeń w odniesieniu do zatrudniania dzieci w krajach trzeciego świata.

6. DZIAŁANIA AKCJONARIUSZY PRZECIWKO DYSKRYMINACJI OSÓB O ORIENTACJI HOMOSEKSUALNEJ W STANACH ZJEDNOCZONYCH

Przykład tego typu działania podaje na swojej witrynie internetowej „Equality Project” – jedna z organizacji walczących o równouprawnienie pracowników niezależnie od orientacji seksualnej⁷.

W 1991 roku jedna z amerykańskich sieci restauracji Cracker Barrel Old Country Stores zwolniła z pracy jedenastu pracowników za przyczynę podając fakt, iż ich „preferencje seksualne nie wykazywały normalnego charakteru heteroseksualnego leżącego u podstaw wartości rodzinnych naszego społeczeństwa”. Sam fakt zwolnienia pracowników na gruncie ich preferencji seksualnych (co jest w zgodzie z lokal-

⁷ www.equalityproject.org/hist.htm

nym prawodawstwem) przez Cracker Barell spowodował falę dyskusji i protestów w skali całych Stanów Zjednoczonych.

Wśród akcjonariuszy oburzonych postępowaniem Cracker Barell był również fundusz emerytalny New York City Employees Retirement System (NYCERS). W 1992 roku fundusz ten złożył propozycję uchwały na WZA nawołującej Cracker Barell do wdrożenia polityki zakazującej dyskryminacji pracowników z uwagi na ich orientację seksualną. Zgodnie z oczekiwaniami, Cracker Barell złożył w takiej sytuacji do Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (SEC) wniosek o zwolnienie z obowiązku głosowania proponowanej uchwały. W tym miejscu Cracker Barell powołał się na przepisy ustawy o obrocie papierów wartościowych z 1934 roku, która zabrania przedkładania na WZA uchwał dotyczących spraw mieszczących się w pojęciu zwykłego zarządu. Wbrew opinii wnioskodawców SEC podzielił pogląd Cracker Barell i rezolucja w 1992 roku nie była głosowana. Niemniej jednak wątpliwości prawne sprawiły, iż w 1993 i 1994 roku SEC nie wydała zakazu głosowania wspomnianej uchwały. W obydwu latach około 15% udziałowców poparło proponowaną rezolucję. W przypadku uchwały o charakterze społecznym to dobry rezultat, zważywszy na to, że większość inwestorów instytucjonalnych głosuje zazwyczaj zgodnie z zaleceniami zarządu, tj. przeciwko takim uchwałom.

W wyniku podjętych działań, według stanu na czerwiec 2003, 75% firm z listy Fortune 100 oraz ponad połowa firm z listy Fortune 500 przyjęło politykę w zakresie równouprawnienia pracowników niezależnie od orientacji seksualnej⁸.

7. AKTYWIZM UDZIAŁOWCÓW

MOTYWOWANY PRZESŁANKAMI NATURY RELIGIJNEJ

Temat ten, mimo iż brzmi egzotycznie w polskich warunkach, w świetle ostatnich badań jest istotny na rynku amerykańskim. W sierpniu 2003 roku przeprowadzono w Stanach Zjednoczonych badania na reprezentatywnej grupie prawie 2100 dorosłych obywateli, z których ponad połowa określiła się jako inwestorzy⁹. W tej grupie 80% określiło się jako osoby religijne. W świetle badań religijni inwestorzy są bardziej zaniepokojeni nieetycznym postępowaniem firm niż obszarami tradycyjnie postrzeganymi jako „grzeszne” – wśród pięciu głównych obszarów

⁸ *Shareholder Activism – UUA's Most Active Season Yet* na: www.uua.org/finance/sri/shareholderactivism.html

⁹ *Survey reveals top 5 business concerns for religious investors* na: www.churchexecutive.com a także na: Yahoo Finance biz.yahoo.com/prnews/031112/dcw031_1.html

zaniepokojenia inwestorów religijnych jedynie za taki może uchodzić pornografia (wymieniana na piątym miejscu pod względem istotności). Pozostałe obszary to: rażąco niskie wynagrodzenia i trudne warunki pracy w fabrykach w krajach słabiej rozwiniętych (*sweatshops*), bezpieczeństwo użytkowania produktów, wysokie wynagrodzenia zarządów firm oraz negatywny wpływ na środowisko.

Co istotne, aż 66% inwestorów religijnych zadeklarowało gotowość do zrezygnowania z usług funduszu inwestycyjnego, który inwestuje w akcje firm, co do których istnieją podejrzenia nieetycznego postępowania, a połowa w tej grupie zadeklarowała, iż na pewno w takiej sytuacji zmieniłaby fundusz inwestycyjny.

Dla 46% religijnych inwestorów ostatnie skandale korporacyjne stały się przyczynkiem do bardziej dokładnego przyglądania się swoim inwestycjom z punktu widzenia przekonań religijnych.

W takiej sytuacji nie dziwi fakt, iż liczba funduszy inwestycyjnych o charakterze religijnym wzrosła w Stanach Zjednoczonych z 16 w 1999 roku do 38 pod koniec 2003¹⁰. Z kolei aktywa w zarządzaniu wzrosły o 21% do 4,4 mld USD w porównaniu do 11% wzrostu w skali całego sektora. Oznacza to, że fundusze o profilu religijnym mają ok. 1% rynku amerykańskiego. Ta wielkość jednakże nie bierze pod uwagę wszystkich funduszy, które są inwestowane zgodnie z przesłankami natury religijnej. Wszystkie inwestycje ponad 270 organizacji religijnych zorganizowanych w Międzywyznaniowym Centrum Odpowiedzialności Korporacyjnej (Interfaith Centre for Corporate Responsibility) osiągnęły wielkość około 100 mld USD¹¹.

Należy jednak zauważyć, że inwestorzy religijni są częstokroć bardziej skłonni do prostego wykluczenia akcji pewnych firm ze swoich portfeli inwestycyjnych, niż do wykorzystania swej władzy wynikającej z posiadania akcji do wpłynięcia na zmianę postępowania firm. Załącznik nr 1 przedstawia w dużym skrócie zasady inwestycyjne niektórych inwestorów religijnych.

8. BARIERY ROZWOJU AKTYWIZMU AKCJONARIATU

Perspektywy rozwoju aktywizmu akcjonariatu przedstawione powyżej napotykać jednakże na szereg obiektywnych przeszkód na drodze do interweniowania w firmach, które przynoszą zwrot poniżej oczekiwań. Główne z nich to:

¹⁰ *Religious-based funds finding believers 17 December 2003*, SeniorSite Finances na: 216.97.114.201/finance

¹¹ www.iccr.org/about

- „pasażer na gapę” (*free rider*) – niektórzy inwestorzy instytucjonalni korzystają z działań podejmowanych przez pozostałych inwestorów bez ponoszenia żadnych kosztów,
- asymetryczny dostęp do informacji – władze firmy mają zazwyczaj dużo lepszy przegląd sytuacji firmy niż rynek i zewnętrzni akcjonariusze,
- regulacje dotyczące ujawniania informacji przez spółki dopuszczone do publicznego obrotu – zarządom firm nie wolno ujawniać informacji, które mogłyby sprawić, że niektórzy akcjonariusze byłiby w uprzywilejowanej sytuacji w stosunku do pozostałych,
- przeszkodą przeciw akcjom kolektywnym mogą być również inne czynniki takie jak konkurencja między poszczególnymi funduszami inwestycyjnymi, a także łatwość z jaką niektórzy inwestorzy (szczególnie ci o krótszym horyzoncie inwestowania) mogliby pozbyć się akcji w przypadku, gdyby powzięli niepokojące informacje na temat sytuacji finansowej spółki¹².

Wymienionym powyżej trudnościom można zaradzić poprzez zmiany regulacyjne, które umacniałyby kulturę aktywizmu akcjonariatu. Niezależnie jednak od wymienionych powyżej przeszkód istnieją jeszcze inne – takie, którym trudno zaradzić pod każdą szerokością geograficzną. Są to w szczególności:

- niewystarczający poziom ujawniania sytuacji spółki, szczególnie w odniesieniu do ujawniania jakościowych aspektów społecznych i dotyczących kwestii ochrony środowiska,
- brak doświadczenia inwestorów w obszarze analizy problemów zarządczych spółek,
- trudność tworzenia i utrzymywania koalicji w sytuacji, gdy wielu inwestorów kieruje się krótkim horyzontem inwestycyjnym.

Ostatecznym celem działań podejmowanych zarówno przez inwestorów indywidualnych, jak też instytucjonalnych jest ochrona długoterminowej wartości spółki. W ostatecznym bowiem rozrachunku firmy, które ignorują społeczny i środowiskowy aspekt prowadzonej działalności, narażają się na negatywne skutki finansowe potencjalnych kar i odszkodowań, a utrata reputacji może przełożyć się na istotny spadek sprzedaży, a co za tym idzie i zysków generowanych przez firmy. W tym wymiarze *engagement* jest działaniem, które jednoczy inwestorów instytucjonalnych, indywidualnych bezpośrednich i pośrednich, a także konsumentów. Życzyć można sobie, by takie pozytywne i dalekowzroczone podejście do inwestowania nabierało na znaczeniu zarówno na rynkach światowych, jak i w Polsce.

¹² *Myners' Review*, w: *Sustainability Pays*, Co-operative Insurance Services, Manchester 2002, s. 36.

Załącznik

Lista religijnych funduszy inwestycyjnych wg portalu www.beliefnet.com:

- **Amana Growth Funds** – inwestuje wg reguł islamu. Wyklucza firmy zarabiające na alkoholu, hazardzie, pornografii. Również nie inwestuje w akcje banków nie-islamskich.
- **Aquinas Fund** – fundusz kierujący się nauką Kościoła rzymskokatolickiego. Wyklucza inwestycje m.in. w firmy zarabiające na wyrobach tytoniowych, broni. Wspiera ochronę środowiska, obronę praw człowieka oraz praw pracowniczych.
- **Azzard Asset Management** – fundusz ten inwestuje zgodnie z zasadmi islamu poprzez unikanie dochodów odsetkowych (zabronionych w islamie i traktowanych jako lichwa) oraz wykluczenie m.in. firm zarabiających na alkoholu, wieprzowinie, wyrobach tytoniowych.
- **Capstone Social Ethics & Religious Values Fund** – fundusz ten stosuje zasady wyznawane przez kościół adwentystyczny i wyklucza firmy zarabiające na alkoholu, wyrobach tytoniowych, hazardzie, wyrobach zawierających kofeinę, wyrobach mięsnych oraz pornografii.
- **Carlisle Social Investment** – grupa funduszy kierujących się wskazówkami biskupów amerykańskich zawartymi w Catholic Bishops Investment Guidelines.
- **Catholic Values Investment Trust** – w swych decyzjach inwestycyjnych kieruje się wartościami głoszonymi przez Kościół rzymskokatolicki.
- **Friends Ivory Trust** – wyklucza firmy zarabiające m.in. na broni, alkoholu, wyrobach tytoniowych, hazardzie, energii atomowej, produktach testowanych na zwierzętach. Wspiera ochronę środowiska, obronę praw człowieka oraz praw pracowniczych.
- **Lutheran Brotherhood** – wyklucza firmy zarabiające na alkoholu, wyrobach tytoniowych oraz hazardzie.
- **MMA Praxis Growth Funds** – inwestuje zgodnie z zasadami anabaptystycznymi (włączając menonitów i amiszów). Wspiera ochronę środowiska, obronę praw człowieka oraz praw pracowniczych. Wyklucza firmy zarabiające m.in. na broni, alkoholu, wyrobach tytoniowych, hazardzie, energii atomowej.
- **Noah Fund** – w swych decyzjach inwestycyjnych kieruje się zasadami biblijnymi. Wyklucza firmy zarabiające na alkoholu, wyrobach tytoniowych, hazardzie, pornografii oraz produktach i usługach powiązanych z przerywaniem ciąży.
- **Shepherd Values Funds** – inwestuje zgodnie z zasadami wyznawanymi przez konserwatywnych chrześcijan. Wyklucza firmy zarabiające na alkoholu, wyrobach tytoniowych, hazardzie, pornografii, przerywaniu ciąży oraz homoseksualizmie (*same sex lifestyles*).
- **Timothy Plan** – inwestuje zgodnie z konserwatywnymi zasadami judeo-chrześcijańskimi. Wyklucza m.in. firmy wspierające lub zarabiające na przerywaniu ciąży, pornografii, antyrodzinnej rozrywce, alkoholu, wyrobach tytoniowych oraz hazardzie.

IWONA PAWLINA

GIEŁDA WARSZAWSKA WOBEC PROCESU INTEGRACJI EUROPEJSKIEJ I TENDENCJI WYSTĘPUJĄCYCH NA RYNKACH EUROPEJSKICH

W procesie tworzenia rynku kapitałowego i giełdy w Polsce decydującą rolę odegrało państwo, stworzyło bowiem niezbędne podstawy legislacyjne, przeprowadziło prywatyzację przedsiębiorstw w ofercie publicznej, co w efekcie przyczyniło się do istotnego wzrostu kapitalizacji giełdowej. Problematyka miejsca i rozwoju Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie nie jest zagadnieniem nowym. Właściwie od początku jej istnienia, a zatem od 1991 roku władze Giełdy i inni decydenci podnosili kwestie jej przyszłości, siły, roli w gospodarce. W tamtych czasach jednak koncentracja wysiłków w tym zakresie polegała na określeniu i przeprowadzeniu takich działań rozwojowych, które zmierzałyby przede wszystkim do:

- wzmocnienia podaży – zwiększenia liczby spółek, zarówno pod względem liczby, jak i reprezentowanej kapitalizacji Giełdy,
- zwiększenia roli Giełdy Warszawskiej w gospodarce – jako instrumentu silnie wspierającego wzrost gospodarczy,
- budowania popytu – w tym rozwoju indywidualnego akcjonariatu, a także zachodzące w czasie ostatniej dekady zmiany struktury inwestorów na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, powodujące wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych (rosnące aktywa i rola OFE i TFI),
- kompletacji oferty produktowej Giełdy – stworzenia konstrukcji technologicznej oraz rozwoju rynku kasowego i rynku instrumentów pochodnych.

Od początku powstania Giełdy i czasów transformacji wydawało się oczywiste, że rynek kapitałowy, a w jego ramach i giełda, stanowi

rdzeń gospodarki rynkowej. Już wówczas podnoszono kwestię prywatyzacji GPW, która nadal w 98% jest spółką Skarbu Państwa.

Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie stworzono jako instytucję państwową – domy maklerskie wówczas jeszcze nie istniały, a banki nie były zainteresowane wykupieniem udziałów w tym przedsięwzięciu. Zrobił to Skarb Państwa, który od tamtej pory nieco przywykł jako właściciel, że jest to ważny element polityki gospodarczej, ale taki, który radzi sobie sam. Temat prywatyzacji Giełdy praktycznie powraca od początku jej istnienia. Pierwsze plany w tym zakresie przewidywały prywatyzację GPW w ciągu pierwszych dwóch lat jej funkcjonowania. Teraz poza przyczynami wewnętrznymi – tymi samymi co przed laty, a więc związanymi z efektywnością działania, niwelacją wpływów politycznych, demutualizacją i innymi, nakładają się jeszcze czynniki zewnętrzne związane z procesami konsolidacyjnymi giełd i instytucji rozliczających, a także innymi tendencjami o charakterze globalnym.

Giełda warszawska musi być na tyle silna, aby podolać konkurencji na rynku europejskim, a że firmy prywatne radzą sobie lepiej na rynku konkurencyjnym, można mieć nadzieję, że ta logika potwierdzi się także w przypadku GPW. Polski rynek kapitałowy, a zwłaszcza Giełda, musi zająć dobrą pozycję na rynku europejskim. Tendencje na rynku europejskim wskazują, że w najbliższej przyszłości nie wystarczy być sprawnym – mała, choć dobra giełda nie ma racji bytu. Inwestorzy globalni chcą działać w dwóch, trzech systemach. Skala, jak nigdy dotąd, zaczyna odgrywać wiodącą rolę. Inwestorzy chcą ograniczać koszty, wymagają harmonizacji przepisów, wywierają presję na giełdy, aby łączyć się – scena europejska zmierza do konsolidacji.

W zależności od wielkości rynków, konsolidacji towarzyszą następujące procesy:

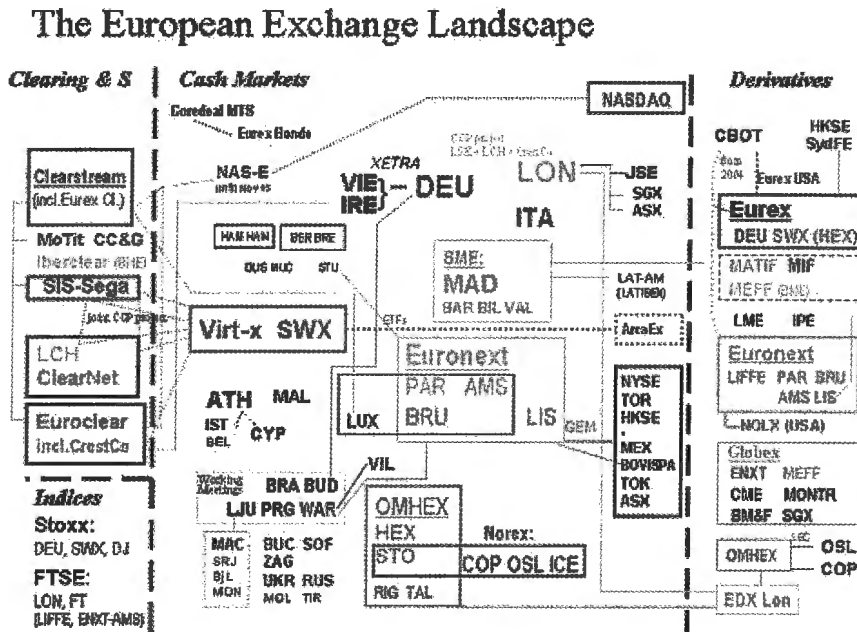
- działania integracyjne największych giełd kontynentu: łączenie platform obrotu (sojusze i fuzje międzynarodowe – Euronext, Norx, OM Hex) lub łączenie w ramach łańcucha wartości (konsolidacja obrotu i rozliczeń – Deutsche Boerse),
- konsolidacja krajowa pozostałych dużych giełd europejskich (Hiszpania, Włochy, Szwajcaria),
- luźne powiązania małych giełd z innymi giełdami.

Schemat 1 przedstawia rozmaite formy powiązań między instytucjami rozliczającymi oraz rynkami kasowymi i terminowymi na poszczególnych giełdach.

Tendencje, które można zaobserwować w ostatnich latach na rynku europejskim, wskazują ponadto na zmianę charakteru działalności giełd, które przestają być tylko organizacjami o charakterze *non profit*, ale jako sprawne i przynoszące zyski instytucje zmieniają profil na *for profit*, reinwestując zyski czy też pomnażając swą wartość dla udziałow-

ców. W 2001 roku trzy największe giełdy europejskie dokonały przekształcenia się w spółki publiczne – London Stock Exchange, Euronext, Deutsche Boerse. Można się spodziewać, że proces ten będzie kontynuowany przez giełdy hiszpańskie i włoskie.

Schemat. Formy powiązań giełd europejskich



Źródło: FESE.

Globalizacja jest procesem szczególnie silnie odczuwalnym na rynku europejskim, a także czynnikiem sprzyjającym integracji i przekształceniom rynków kapitałowych, a zwłaszcza:

- działaniom instytucjonalno-prawnym ukierunkowanym na stworzenie jednolitego rynku finansowego, a w tym harmonizacji i liberalizacji regulacji prawnych (Financial Services Action Plan¹, Risc Capital Action Plan², Strategia Lizbońska³, paszport europejski) oraz wprowadzenie jednolitej waluty euro,

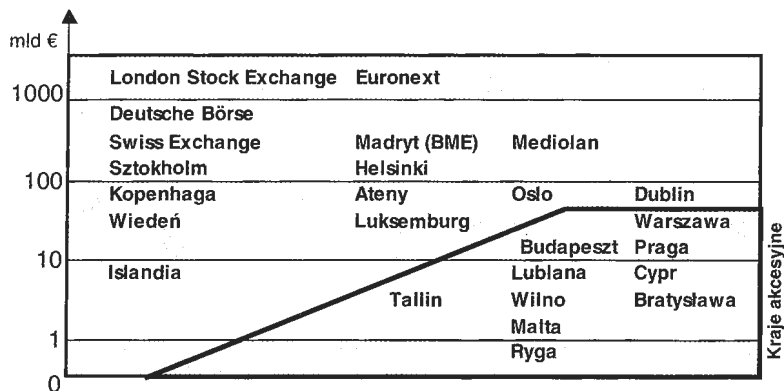
¹ Financial Services Action Plan – działania nakierowane na wdrożenie idei jednolitego rynku finansowego – wdrożenie do końca 2005 roku.

² Risc Capital Action Plan – stworzenie ram prawnych dla rozwoju możliwości pozyskania kapitału dla inwestycji o dużym ryzyku.

³ Strategia Lizbońska – uczynienie do 2010 roku z Unii Europejskiej gospodarki konkurencyjnej wobec USA.

- postępowi technologii informatycznej (*open architecture*, Internet),
- konsolidacji firm inwestycyjnych,
- sektorowemu ukierunkowaniu inwestowaniu/zawieraniu transakcji na rynku europejskim,
- presji na obniżenie kosztów transakcyjnych *cross border*,
- konkurencji ze strony innych giełd/alternatywnych platform obrotu,
- względnemu spadkowi zainteresowania małymi rynkami i spółkami.

Harmonizacja i liberalizacja regulacji prawnych stanowi bez wątpienia czynnik potencjalnie zwiększający efektywność i przyspieszający wzrost gospodarek krajów członkowskich. Regulacje prawne przestają być przeszkodą w inwestowaniu i swobodnym przepływie kapitału do miejsc, gdzie można go najbardziej efektywnie zainwestować, a także przestają być elementem „walki konkurencyjnej” pomiędzy poszczególnymi rynkami kapitałowymi. Dla Giełdy Warszawskiej proces ten jest korzystny z punktu widzenia możliwości potencjalnego pozyskania nowych klientów, ale z drugiej strony stawia rodzimą giełdę przed konkurencją ze strony zagranicznych rynków regulowanych/alternatywnych systemów obrotu/firm inwestycyjnych. Wydaje się, że w efekcie zachodzących procesów przyszłość może przynieść w Europie umocnienie się 2–3 dominujących struktur giełdowych o charakterze paneuropejskim. Wykresy 1 i 2 ilustrują klasyfikację europejskich rynków giełdowych dokonaną pod względem wielkości kapitalizacji spółek krajowych oraz obrotów akcjami.

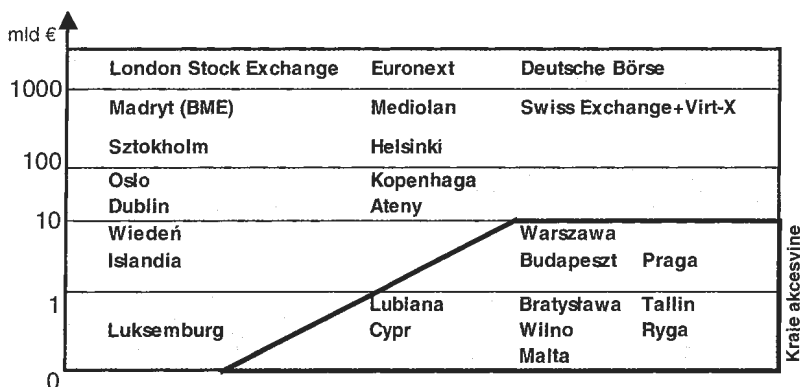


Wykres 1. Klasyfikacja europejskich rynków giełdowych według kapitalizacji spółek krajowych (mld EUR, grudzień 2003)

Źródło: FESE, giełdy bałtyckie.

Posumowując należy stwierdzić, że to, w jakim kierunku nastąpi rozwój polskiej Giełdy, jak i innych lokalnych giełd w Europie, zależy

nie tylko od czynników o charakterze globalnym – choć mają one istotne znaczenie – ale także od uwarunkowań wewnętrznych związanych z polityką gospodarczą, potencjałem krajowej gospodarki, kosztami lokalnej infrastruktury giełdowej, regulacjami krajowymi czy też preferencjami lokalnych inwestorów i notowanych spółek. Małe giełdy, takie jak warszawska, raczej nie korzystają ze ścieżki oferty publicznej – dla nas ważniejsze wydaje się włączenie do sieci, a więc inwestor strategiczny i umiejscowienie GPW w europejskim systemie giełd. Jest to bowiem największa z mniejszych giełd Europy Środkowowschodniej, której atutami, poza potencjałem rozwojowym rynku, są przede wszystkim nowoczesny system obrotu, solidne podstawy rynku i regulacje zharmonizowane z regulacjami UE, różnorodność instrumentów finansowych i duży rynek potencjalnych inwestorów.



Wykres 2. Klasyfikacja europejskich rynków giełdowych według obrotów akcjami (mld EUR, grudzień 2003)

Źródło: FESE, giełdy bałtyckie.

Nowym impulsem i przesłanką do realizacji zadań strategicznych GPW nakreślonych już w 2001 roku – prywatyzacji i aliansu strategicznego – jest przyjęcie rządowej strategii rynku kapitałowego „Agenda Warsaw City 2010”. Można się spodziewać, że jeszcze w tym roku nastąpi rozpoczęcie procesu prywatyzacji Giełdy Warszawskiej i wybór możliwości ukształtowania relacji z giełdami europejskimi, a więc wybór dotyczący miejsca GPW w Europie.

CZĘŚĆ IV

INDYWIDUALNI INWESTORZY
W WYBRANYCH PAŃSTWACH

DANUTA DZIAWGO

INDYWIDUALNI INWESTORZY
W STANACH ZJEDNOCZONYCH

I. RYNEK KAPITAŁOWY

Największym rynkiem papierów wartościowych na świecie jest rynek amerykański. Na rynku tym działają największe na międzynarodowym rynku papierów wartościowych giełdy w zakresie handlu akcjami, to jest New York Stock Exchange – NYSE – największa pod względem kapitalizacji oraz NASDAQ – największa pod względem wartości obrotów. Rynek ten jest kluczowy dla międzynarodowego rynku finansowego: na NYSE notowane są akcje 2750 podmiotów, a łączna liczba emitentów wynosiła na koniec 2003 roku 3569. W tabeli 1 zestawiono kapitalizacje wybranych giełd papierów wartościowych.

Tabela 1. Zestawienie kapitalizacji największych giełd papierów wartościowych na świecie w latach 2001–2003 (z wyłączeniem funduszy inwestycyjnych typu zamkniętego; w bln USD)

| WYSZCZEGÓLNIENIE | 31.12.2001 | 31.12.2002 | 31.12.2003 |
|-----------------------|------------|------------|------------|
| NYSE | 11,0 | 9,0 | 11,3 |
| NASDAQ | 2,9 | 2,0 | 2,8 |
| Tokyo Stock Exchange | 2,3 | 2,1 | 3,0 |
| London Stock Exchange | 2,1 | 1,8 | 2,4 |
| Euronext | 1,8 | 1,5 | 2,1 |
| Deutsche Borse | 0,7 | 0,7 | 1,0 |

Źródło: dane NYSE.

Także obligacje handlowane na NYSE stanowią znaczący segment tej giełdy – na koniec 2002 roku 343 emitentów oferowało obligacje o wartości nominalnej 1.378 mld USD.

W Stanach Zjednoczonych istotny jest ponadto rynek funduszy inwestycyjnych. Na 30.09.2003 r. na rynku międzynarodowym zgromadzo- no w funduszach inwestycyjnych aktywa o wartości 11,01 bln EUR (10,8 bln EUR na 31.12.2002), z czego 54,2% przypadało na Stany Zjedno- czone, a 32,5% na Europę. Na 54 120 funduszy inwestycyjnych funk- cjonujących na międzynarodowym rynku finansowym, 8243 działało w Stanach Zjednoczonych. Oznacza to, że 15% funduszy inwestycyjnych działających w Stanach Zjednoczonych zgromadziło ponad 54% akty- wów finansowych tej branży w ujęciu międzynarodowym. W tabeli 2 zestawiono liczbę i wartość poszczególnych rodzajów amerykańskich funduszy w ujęciu ilościowym i wartościowym.

Tabela 2. Rynek funduszy inwestycyjnych w Stanach Zjednoczonych (na 31.01.2004)

| WYSZCZEGÓLNIENIE | AKTYWA NETTO (MLD USD) | LICZBA FUNDUSZY |
|---|------------------------|-------------------------|
| Otwarte fundusze inwestycyjne (<i>mutual funds</i>), z czego: | 7536,4 | 8.121 |
| — akcji | 3804,7 | 4.597 |
| — hybrydowe | 447,7 | 506 |
| — obligacyjne | 915,6 | 1.268 |
| — obligacji municypalnych | 335,1 | 778 |
| — rynku pieniężnego opodatkowane | 1733,9 | 660 |
| — rynku pieniężnego wolne od podatku | 299,5 | 312 |
| <i>Exchange-traded fund</i> | 155,8 | 85 |
| Zamknięte fundusze inwestycyjne (na 30.09.2003) | 202,9 | 575 |
| <i>Unit investment trusts</i> | 1,9 | bd |
| 529 Plan – oszczędzanie na edukację (na 31.12.2003) | 45,8 | 6 019 709 (liczba kont) |

Źródło: Investment Company Institute, Internet, <http://www.ici.org>

Istotny i ciągle rozwijający się jest ponadto segment funduszy emerytalnych, szczególnie zaś oszczędzanie na emeryturę w ramach planu 401 (k). Do programu tego przystąpiło już 40 mln osób, a wartość zgromadzonych aktywów wyniosła ponad 2 bln USD (na koniec 2003). Roczne nowe oszczędności w ramach tego programu wynoszą około 150 mld USD¹. Są to więc bardzo znaczące kwoty, lokowane w konsekwencji na rynku finansowym.

¹ S. Schmidt Bies, *Retirement savings, equity ownership, and challenges to investors*, The Federal Reserve Board, Internet, <http://www.federalreserve.gov/>

Indywidualni inwestorzy na amerykańskim rynku finansowym wciąż stanowią bardzo istotny segment inwestorów. W trakcie analizy struktury własności akcji handlowanych na NYSE zwraca uwagę co prawda malejący udział gospodarstw domowych w kapitalizacji NYSE (z 90% w roku 1950 do 37% w roku 2002), ale gospodarstwa domowe pozostają tą grupą inwestorów, która wciąż posiada najwyższy udział w tym rynku (patrz tabela 3). W ujęciu wartościowym, co zaprezentowano na wykresie 1, gospodarstwa domowe w 1950 r. posiadały 90,2% kapitalizacji NYSE, inwestując w akcje prawie 129 mld USD, natomiast na 30.09.2002 gospodarstwa domowe posiadały jedynie 36,7% kapitalizacji NYSE, ale rynkowa wartość zainwestowanych środków wynosiła już 4.021,4 mld USD².

Tabela 3. Struktura własności akcji będących w obrocie publicznym w Stanach Zjednoczonych w wybranych latach (%)

| ROK | GOSPODARSTWA DOMOWE | BANKI | FE | FU | FI | ZAGRANICZNI | INNE |
|------------|---------------------|-------|------|-----|------|-------------|------|
| 1950 | 90,2 | 0 | 0,8 | 3,2 | 3,2 | 2,0 | 0,6 |
| 1970 | 68,0 | 10,4 | 9,2 | 3,3 | 5,2 | 3,3 | 0,6 |
| 1990 | 51,0 | 5,4 | 24,4 | 4,6 | 7,0 | 6,9 | 0,7 |
| 1995 | 49,1 | 2,7 | 23,2 | 5,3 | 12,5 | 6,2 | 1,0 |
| 2000 | 42,1 | 2,0 | 20,0 | 6,4 | 18,6 | 9,2 | 1,7 |
| 2001 | 39,5 | 2,1 | 20,6 | 6,7 | 18,7 | 10,1 | 2,2 |
| 30.09.2002 | 36,7 | 2,1 | 21,5 | 7,8 | 18,5 | 10,8 | 2,6 |

gdzie: FU - firmy ubezpieczeniowe,

FE - fundusze emerytalne,

FI - fundusze inwestycyjne.

* łącznie z organizacjami *non-profit*.

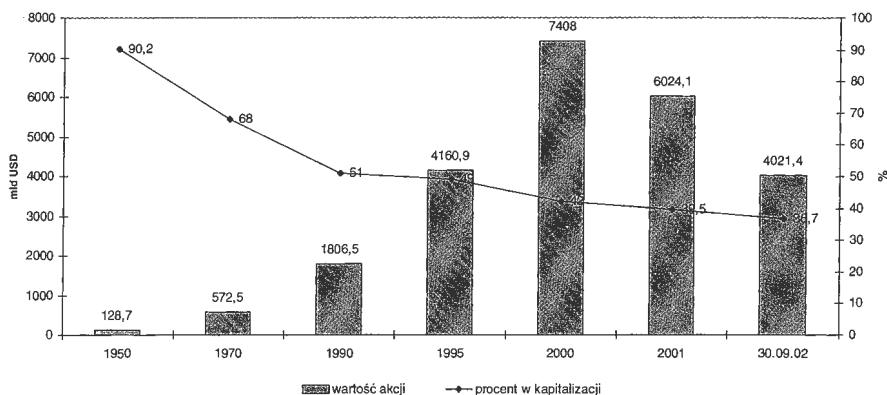
Źródło: Holdings of corporate equities in the U.S., dane NYSE.

Na koniec 1998 r. aktywa amerykańskich gospodarstw domowych ulokowane w akcjach (bezpośrednio i pośrednio) osiągnęły poziom 10,8 bln USD (wzrost o 20%). W ciągu 10 lat wartość akcji posiadanych przez gospodarstwa domowe wzrosła o 381% (przy wzroście cen o 38%)³. W kolejnym roku wartość akcji posiadanych przez indywidualnych in-

² Holdings of corporate equities in the U.S., NYSE Data, Internet, <http://www.nysedata.com/factbook/>

³ D. Wessell, *U.S. Stock Holdings Rose 20 Percent in 1998, Highest Percent of Assets in Potwars Era*, Wall Street Journal, 15.03.1999.

westorów wyniosła 13,3 bln USD, a ich udział w aktywach finansowych gospodarstw domowych wzrósł do 31,7%⁴.

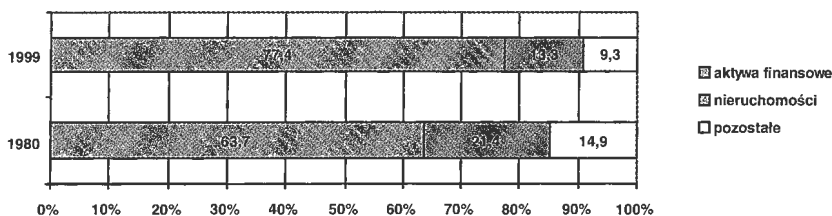


Wykres 1. Wartość środków bezpośrednio zainwestowanych przez gospodarstwa domowe oraz organizacje *non-profit* na giełdzie New York Stock Exchange w wybranych latach (dane na koniec roku, w mld USD)

Źródło: *Holdings of corporate equities in the U.S.*, NYSE Data, Internet, <http://www.nyse.com/factbook/>

2. AKTYWA FINANSOWE GOSPODARSTW DOMOWYCH

Przytoczone uprzednio dane należy zestawić ze strukturą aktywów netto amerykańskich gospodarstw domowych oraz strukturą aktywów finansowych. Analizując dane OECD można zauważyć, że udział aktywów finansowych w aktywach ogółem amerykańskich gospodarstw domowych wzrósł o ponad 21% pomiędzy końcem roku 1980 a 1999 (patrz wykres 2).

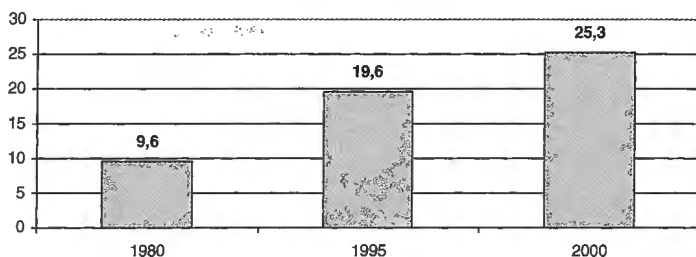


Wykres 2. Struktura aktywów netto amerykańskich gospodarstw domowych w 1980 oraz 1999 roku

Źródło: L. Boone, N. Girouard, *The stock market, the housing market and consumer behaviour*, OECD Economic Studies No. 35, 2000/2, s. 180.

⁴ Y. J. Dreazen, *Stocks Are Almost a Third of Household Wealth*, Wall Street Journal, 14.03.2000.

Natomiast wyniki innych badań, także przygotowane przez OECD sugerują, że udział akcji w aktywach ogółem gospodarstw domowych wzrósł pomiędzy rokiem 1995 a 2000 o 37%, co zaprezentowano na wykresie 4.

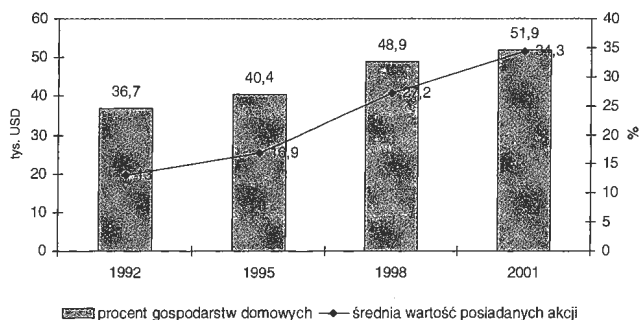


Wykres 4. Udział akcji w aktywach ogółem amerykańskich gospodarstw domowych w wybranych latach
 Źródło: L. Boone, N. Girouard, *The stock market, the housing market and consumer behaviour*, OECD Economic Studies No. 35, 2000/2, s. 181.

Z kolei badania rynku amerykańskiego, przeprowadzane co 3 lata przez Federal Reserve System wykazały, że w 2001 r. akcje bezpośrednio posiadało 21,3% gospodarstw domowych (w 1998 r. było to 19,2%), które średnio zainwestowały w akcje 20 000 USD⁶. Oznacza to, że w stosunku do poprzedniego badania, przeprowadzonego w 1998 r., nastąpił wzrost wartości środków zainwestowanych przez gospodarstwa domowe w akcje bezpośrednio o 5,3%. Natomiast liczbę indywidualnych akcjonariuszy inwestujących bezpośrednio określono na ponad 25% dorosłych obywateli, a inwestujących zarówno bezpośrednio, jak i pośrednio na 48% w 2001 r. (w 1998 r. ponad 43,6%, tj. 84 mln osób).

W 2001 roku akcje w sposób bezpośredni i pośredni posiadało 51,9% gospodarstw domowych (wzrost o 3 pkt % w stosunku do 1998 r., kiedy akcje posiadało 48,2%, tj. ponad 50 mln gospodarstw domowych), przy czym średnia wartość posiadanych akcji wyniosła 34 300 USD (wzrost o 26%). Na wykresie 5 zestawiono dane dotyczące liczby gospodarstw domowych posiadających akcje bezpośrednio i pośrednio oraz wartość tych akcji. Można zauważyć, że w całym analizowanym okresie 1992–2001 liczba gospodarstw domowych w Stanach Zjednoczonych posiadających akcje zwiększyła się o 41%. Natomiast średnia wartość posiadanych akcji wzrosła w tym okresie o ponad 160%.

⁶ A. M. Aizcorbe, A. B. Kennickell, K. B. Moore, *Recent Changes in U.S. Family Finances: Evidence from the 1998 and 2001 Survey of Consumers*, Federal Reserve Bulletin, January 2003.



Wykres 5. Procent gospodarstw domowych w Stanach Zjednoczonych, posiadających akcje w sposób bezpośredni i pośredni oraz wartość tych akcji w wybranych latach (dane na koniec roku, w tys. USD)

Źródło: A. M. Aizcorbe, A. B. Kennickell, K. B. Moore, *Recent Changes in U.S. Family Finances: Evidence from the 1998 and 2001 Survey of Consumers*, Federal Reserve Bulletin, January 2003.

Jeżeli analizie poddana zostanie struktura aktywów gospodarstw domowych w Stanach Zjednoczonych, to zwraca uwagę, że w aktywach gospodarstw domowych ogółem aktywa finansowe stanowiły w 2001 roku 42% wobec 30,5% w roku 1989. Oznacza to wzrost o blisko 38%.

Tabela 5. Struktura aktywów finansowych gospodarstw domowych w Stanach Zjednoczonych w wybranych latach (w %)

| WYSZCZEGÓLNIENIE | 1989 | 1992 | 1995 | 1998 | 2001 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|
| Konta w banku | 19,0 | 17,5 | 13,9 | 11,4 | 11,5 |
| Certyfikaty depozytowe | 10,2 | 8,0 | 5,6 | 4,3 | 3,1 |
| Obligacje oszczędnościowe | 1,5 | 1,1 | 1,3 | 0,7 | 0,7 |
| Obligacje | 10,2 | 8,4 | 6,3 | 4,3 | 4,6 |
| Akcje | 15,0 | 16,5 | 15,6 | 22,7 | 21,6 |
| Fundusze inwestycyjne* | 5,3 | 7,6 | 12,7 | 12,4 | 12,2 |
| Konta w ramach programów emerytalnych | 21,5 | 25,7 | 28,1 | 27,6 | 28,4 |
| Ubezpieczenia życiowe | 6,0 | 5,9 | 7,2 | 6,4 | 5,3 |
| Aktywa w zarządzaniu | 6,6 | 5,4 | 5,9 | 8,6 | 10,6 |
| Inne | 4,8 | 3,8 | 3,3 | 1,7 | 1,9 |
| Razem | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |
| Udział aktywów finansowych jako procent aktywów ogółem posiadanych przez gospodarstwa domowe | 30,5 | 31,6 | 36,7 | 40,7 | 42,0 |

* bez funduszy inwestycyjnych rynku pieniężnego.

Źródło: A. M. Aizcorbe, A. B. Kennickell, K. B. Moore, *Recent Changes in U.S. Family Finances: Evidence from the 1998 and 2001 Survey of Consumers*, Federal Reserve Bulletin, January 2003; *Flow of Funds Accounts of the United States*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington DC 20551, 06.03.2003.

Ponadto należy wskazać na to, że najbardziej istotne pozycje w strukturze aktywów finansowych stanowiły akcje oraz konta prowadzone w ramach programów emerytalnych. Z kolei analizując dynamikę należy odnotować wzrost wartości akcji w strukturze aktywów finansowych oraz równoczesny spadek udziału obligacji, certyfikatów inwestycyjnych oraz środków utrzymywanych w bankach. W 2001 roku amerykańskie gospodarstwa domowe ulokowały w obligacjach 5,3% posiadanych aktywów finansowych, w akcje 21,6%, a w fundusze inwestycyjne 12,2% (patrz tabela 5)⁷. Badania te potwierdzają, że na rynku amerykańskim indywidualni inwestorzy zdecydowaną większość swoich aktywów finansowych inwestowali w akcje, nie zaś w obligacje. Niemniej jednak 3% amerykańskich gospodarstw domowych inwestujących w obligacje to gospodarstwa zamożne, a średnia wartość zainwestowanych przez nie kwot jest znaczna – w 2001 r. wynosiła 43 000 USD. Dla porównania średnia kwota ulokowana w obligacjach oszczędnościowych, które posiadało 16% gospodarstw domowych, wyniosła jedynie 1000 USD.

3. CHARAKTERYSTYKA INDYWIDUALNYCH INWESTORÓW

Ostatnie szczegółowe badania dotyczące indywidualnych inwestorów giełdy NYSE zostały na zlecenie tej instytucji przeprowadzone w 1998 roku i było to 15. badanie tego typu⁸. Poniżej przedstawiono wybrane dane charakteryzujące indywidualnych inwestorów posiadających akcje handlowane na tej giełdzie, uzupełnione o dane stowarzyszenia NAIC – National Association of Investors Corporation z 2003 roku.

W Stanach Zjednoczonych w 1998 r. szacowano, że akcje bezpośrednio posiadało 19,2% gospodarstw domowych (tj. 33,8 mln osób), przy czym liczbę indywidualnych akcjonariuszy inwestujących bezpośrednio określono na ponad 25% dorosłych obywateli, natomiast inwestujących zarówno bezpośrednio, jak i pośrednio na ponad 43,6% (tj. 84 mln osób). Jeśli przyjąć za 100% wartość posiadanych przez indywidualnych akcjonariuszy akcji, to blisko 60% stanowią inwestycje bezpośrednie, a 40% inwestycje pośrednie (poprzez fundusze inwestycyjne oraz programy emerytalne).

Przeciętny amerykański akcjonariusz według badań z 1998 roku miał 44 lata, pracował, roczny dochód jego gospodarstwa domowego wynosił 57 000 USD, a średnia wartość aktywów finansowych w jego portfelu wynosiła 28 000 USD⁹. Strukturę wieku indywidualnych inwe-

⁷ Bez funduszy inwestycyjnych rynku pieniężnego. A. M. Aizcorbe, A. B. Kennickell, K. B. Moore, op. cit.

⁸ *NYSE Factbook 2000*, Internet, <http://www.nyse.com>

⁹ Razem z akcjami zgromadzonymi w ramach programów emerytalnych.

storów oraz strukturę wartości akcji posiadanych przez poszczególne grupy wiekowe przedstawiono w tabeli 5.

Tabela 5. Struktura wieku oraz wartość akcji amerykańskich indywidualnych akcjonariuszy w 1998 r. (w %)

| WIEK | UDZIAŁ PROCENTOWY | | UDZIAŁ PROCENTOWY W WARTOŚCI POSIADANYCH AKCJI | |
|-------------|------------------------------------|--|--|--|
| | AKCJONARIUSZE OGÓŁEM (84 MLN OSÓB) | AKCJONARIUSZE POSIADAJĄCY AKCJE BEZPOŚREDNIO (33,8 MLN OSÓB) | AKCJONARIUSZE OGÓŁEM (84 MLN OSÓB) | AKCJONARIUSZE POSIADAJĄCY AKCJE BEZPOŚREDNIO (33,8 MLN OSÓB) |
| Do 35 lat | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |
| 35-44 | 21,7 | 17,6 | 5,6 | 4,2 |
| 45-64 | 28,4 | 24,3 | 17,4 | 13,9 |
| 45-64 | 37,3 | 40,1 | 53,0 | 49,9 |
| 65 i więcej | 12,6 | 18,0 | 24,1 | 32,0 |

Źródło: NYSE Fact Book, 2000.

Zwraca uwagę wyraźna koncentracja akcji, jeżeli analizie zostanie poddany ogół amerykańskich akcjonariuszy indywidualnych. Grupa 10% ogółu akcjonariuszy skupiała aż 72% wartości akcji będących w posiadaniu indywidualnych inwestorów. Przeciętna wartość ich portfela przekraczała 250 000 USD. Z kolei 22% akcjonariuszy posiadających portfel akcji nie przekraczający 5000 USD posiadało jedynie 0,3% akcji będących w portfelu indywidualnych akcjonariuszy. Należy także odnotować, że w grupie osób z wykształceniem wyższym akcje bezpośrednio posiadało 3 razy więcej osób niż w grupie osób nie posiadających wyższego wykształcenia¹⁰.

Kolejnym ważnym aspektem związanym z rynkiem akcji jest częstotliwość dokonywanych operacji posiadanyymi papierami wartościowymi oraz dywersyfikacja ich portfela. Interesujący jest fakt, że amerykańscy inwestorzy indywidualni handlują swoimi akcjami relatywnie rzadko. Aż 22% inwestorów posiadających swoje rachunki inwestycyjne jedynie kupowało akcje, ale nie handlowało nimi. Jedynie jeden na pięciu inwestorów dokonał w 1998 roku 6 bądź więcej operacji sprzedaży posiadanych walorów. Sugeruje to, że inwestorów indywidualnych można obecnie postrzegać raczej jako inwestorów średnio- i długoterminowych. Natomiast w stosunku do posiadanego portfela akcji zauważalna jest tendencja jego dywersyfikacji. Wśród bezpośrednich akcjonariuszy osoby, które posiadały akcje tylko jednej firmy, stanowiły w 1989 r. 22%, natomiast w 1998 roku jedynie 13%.

¹⁰ L. Guiso, M. Haliassos, T. Jappelli, *Stockholding in Europe*, Palgrave Macmillan, International Edition 2003, s. 11.

Głównym motywem skłaniającym amerykańskie gospodarstwa domowe do oszczędzania jest perspektywa przejścia na emeryturę oraz zachowanie płynności (odpowiednio 32% i 31% wskazań)¹¹.

We wrześniu 2003 r. na zlecenie NAIC przeprowadzono badanie mające na celu scharakteryzowanie typowego amerykańskiego indywidualnego inwestora. Badanie metodą wywiadu telefonicznego standaryzowanego przeprowadzono na reprezentatywnej próbie 1035 respondentów powyżej 18 lat, którzy posiadali akcje bądź udziały w funduszach inwestycyjnych. Poniżej zaprezentowano wyniki tego badania:

- średnia wartość posiadanych akcji bezpośrednio: 62 400 USD, a udziałów w funduszach inwestycyjnych 95 200 USD,
- średni okres utrzymywania danej pozycji w portfelu: 7,8 lat,
- średnio inwestowanie inwestor rozpoczynał w wieku 30 lat,
- średnio inwestor ma 50 lat,
- średnia tolerancja ryzyka wynosi 4,0 w skali 7 punktów.

Ponadto ustalono, że:

- 74% respondentów używa Internetu w procesie inwestowania,
- 17% handluje tylko za pośrednictwem Internetu,
- respondenci swoją wiedzę z zakresu inwestowania ocenili na C+ (gdzie A: bardzo wysoka),
- 57% przy inwestowaniu korzystało z pomocy „profesjonalisty”,
- 27% respondentów zadeklarowało, że ich wyniki inwestycyjne były lepsze niż zmiana poziomu indeksu S&P 500,
- 34% respondentów stwierdziło, że inwestowanie sprawia im przyjemność, ale 29% było przeciwnego zdania,
- 47% stwierdziło, że inwestowanie jest tym, co chcą robić, a 27% stwierdziło, że jest tym, co muszą robić,
- 43% wyraziło opinię, że sukces w inwestowaniu zależy od umiejętności, natomiast 21% stwierdziło, że zależy od szczęścia,
- 44% respondentów było zadowolonych z wyników osiągniętych na portfelu inwestycyjnym, wobec 30% niezadowolonych,
- 48% stwierdziło, że biorą pod uwagę przy inwestowaniu, czy lubią daną firmę, albo też jej produkty i usługi; 21% nie uznało tego za ważne,
- 37% świadomie kupuje produkty i usługi tych firm, których akcje posiada (wobec 25%, którzy nie uwzględniają tego).

Dodatkowo zidentyfikowano pewne różnice regionalne – pomiędzy inwestorami z różnych stanów. Inwestorzy ze stanów południowych mają większe zaufanie do swoich umiejętności inwestycyjnych. Z kolei inwestorzy ze stanów wschodnich preferują inwestowanie poprzez fundusze inwestycyjne.

¹¹ A. M. Aizcorbe, A. B. Kennickell, K. B. Moore, op. cit.

4. STOWARZYSZENIA INDYWIDUALNYCH INWESTORÓW

Obecnie na rynku amerykańskim działają dwa duże stowarzyszenia zrzeszające indywidualnych inwestorów: NAIC skupiająca kluby inwestycyjne oraz indywidualnych inwestorów oraz AAIL zrzeszająca jedynie indywidualnych inwestorów.

Poniżej pokrótce scharakteryzowano oba te stowarzyszenia. Łącznie zrzeszają one około 470 000 osób, a wartość portfela papierów wartościowych ich członków wynosi około 169 mld USD (na koniec 2002 r.).

National Association of Investors Corporation – NAIC¹² jest obecnie największą organizacją zrzeszającą indywidualnych inwestorów w Stanach Zjednoczonych, a także na międzynarodowym rynku papierów wartościowych. Organizacja ta powstała w 1951 r. i skupiała wówczas 4 kluby. Początkowo stowarzyszenie zrzeszało jedynie kluby inwestycyjne, ale z uwagi na aspekt finansowy formułę uczestnictwa w tej organizacji rozszerzono i obecnie członkami w tym stowarzyszeniu mogą być zarówno kluby inwestycyjne, jak i indywidualni inwestorzy.

Obecnie NAIC posiada blisko 300 000 członków, z czego ponad 25 000 stanowią zarejestrowane kluby inwestycyjne, a pozostałą część inwestorzy inwestujący środki finansowe indywidualnie. Interesujący jest także poziom wykształcenia członków NAIC. College ukończyło 70% członków tego stowarzyszenia.

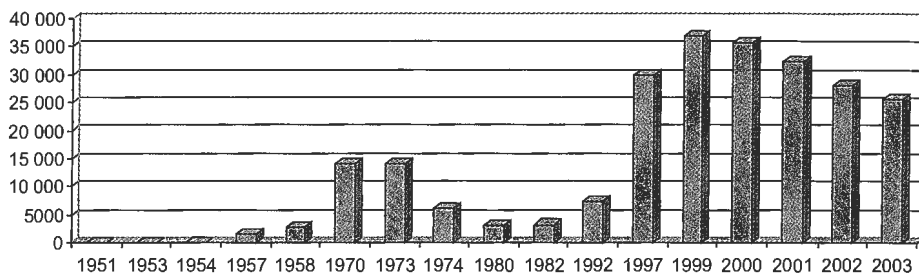
Najwięcej członków należało do NAIC w 1999 roku: blisko 700 000. Przyrost liczby członków NAIC w latach 90., w opinii prezesa tej organizacji, wynikał z tego, że wówczas miliony osób w Stanach Zjednoczonych zainteresowały się inwestowaniem w papiery wartościowe i fundusze inwestycyjne¹³.

Liczba członków NAIC, zarówno indywidualnych inwestorów, jak i klubów inwestycyjnych, zmieniała się w czasie. Można zaobserwować, że zmiana liczby klubów zarejestrowanych w NAIC jest powiązana z koniunkturą na rynku giełdowym. Na wykresie 6 zaprezentowano liczbę klubów inwestycyjnych zrzeszonych w NAIC w wybranych latach, od 12 klubów na koniec 1951 roku do 25 571 w 2003 roku. Można zauważyć, że istotny wzrost liczny zrzeszonych w NAIC klubów in-

¹² Internet, <http://www.better-investing.org>; materiały uzyskane od NAIC; informacje uzyskane od Kennetha S. Janke – prezesa NAIC.

¹³ Wzrost zainteresowania inwestowaniem związany był między innymi ze wzrostem kursów akcji na giełdach, upowszechnieniem stosowania komputerów osobistych, rozwojem Internetu, upowszechnieniem oferowanych programów emerytalnych oraz kont inwestycyjnych w różnych formach.

westycyjnych następował w okresie wysokiego wzrostu poziomu indeksów giełdowych¹⁴.



Wykres 6. Liczba klubów inwestycyjnych zrzeszona w NAIC w wybranych latach

Źródło: Internet, <http://www.better-investing.org>

W tabeli 6 zaprezentowano najistotniejsze dane charakteryzujące NAIC za okres ostatnich 4 lat funkcjonowania tego stowarzyszenia. W okresie tym spadła zarówno liczba indywidualnych członków NAIC, jak i liczba klubów inwestycyjnych będących członkami tej organizacji, a przez to także wartość portfeli członków NAIC oraz wartość miesięcznie inwestowanych kwot. Według opinii prezesa NAIC, związane jest to ze słabą koniunkturą na rynku papierów wartościowych, wyrażającą się między innymi poziomem głównych indeksów giełdowych.

Tabela 6. Wybrane dane dotyczące działalności National Association of Investors Corporation za lata 2000-2003 (na koniec czerwca)

| WYSZCZEGÓLNIENIE | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
|---|-------------|---------|---------|---------|
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| Liczba członków NAIC | 537 150 | 406 002 | 326 804 | 298 213 |
| Liczba klubów inwestycyjnych | 35 810 | 32 243 | 28 235 | 25 571 |
| Średnia wieku członka NAIC | 54 lata | 54 lata | 53 lata | 53 lata |
| Średnia okres działania klubu będącego członkiem NAIC | 4 lata | 4 lata | 4 lata | 4 lata |
| Średnia wielkość klubu | Brak danych | 11 osób | 11 osób | 11 osób |
| Średnia miesięczna wartość inwestowanych przez klub środków | 928 USD | 927 USD | 927 USD | 927 USD |

¹⁴. Wydaje się, że na zmniejszającą się liczbę członków oraz klubów zrzeszonych w NAIC miała wpływ słaba koniunktura na rynku giełdowym. Po 5 latach (1995–1999) bardzo wysokich wzrostów na rynku giełdowym (20–40% rocznie), następnie przez 3 lata z rzędu (2000–2002) odnotowywano spadki (do –20% rocznie).

| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Średni okres utrzymywania pozycji w portfelu | 6 lat | 4 lata | 4 lata | 4 lata |
| Średnia wartość prywatnego portfela członka NAIC | 352 500 USD | 353 500 USD | 301 300 USD | 388 000 USD |
| Średnia wartość portfela klubu inwestycyjnego zrzeszonego w NAIC | 106 000 USD | 106 000 USD | 63 100 USD | 86 700 USD |
| Łączna wartość portfeli członków NAIC | 190 mld USD | 197 mld USD | 125 mld USD | 116 mld USD |
| Łączna wartość miesięcznych inwestycji dokonywana przez członków NAIC | Brak danych | 247 mln USD | 195 mln USD | 100 mln USD |

Źródło: materiały uzyskane od NAIC.

Należy jednak zauważyć, że brak odnowienia członkostwa w NAIC nie oznacza, że indywidualny inwestor wycofał się z bezpośredniego inwestowania w papiery wartościowe, a klub inwestycyjny zaprzestał swojej działalności i uległ rozwiązaniu. Na podstawie tych danych można jedynie stwierdzić, ilu członków stowarzyszenia opłaciło składki członkowskie. Oznacza to jednocześnie, że liczbę klubów inwestycyjnych zrzeszonych w NAIC można przyjąć jako minimalną liczbę klubów inwestycyjnych działających w Stanach Zjednoczonych.

Na podstawie danych zawartych w tabeli 6 można stwierdzić, że wartość portfela papierów wartościowych członków NAIC jest znacząca (116 miliardów USD). Także miesięczne środki przeznaczane na inwestycje w papiery wartościowe przez członków NAIC są istotne (100 mln USD, z czego w klubach inwestycyjnych przeznacza się na inwestycje miesięcznie około 24 mln USD). Są to niewątpliwie poważne kwoty¹⁵. Znacząca jest także wartość papierów wartościowych członków tego stowarzyszenia – średnia wartość portfela papierów wartościowych członka NAIC wynosi blisko 390 000 USD, natomiast średnia wartość portfela klubu inwestycyjnego będącego członkiem NAIC wynosi blisko 87 000 USD. Niewątpliwie także liczba blisko 300 000 członków powoduje, że stowarzyszenie to jest zauważane na międzynarodowym rynku papierów wartościowych oraz wzbudza zainteresowanie emitentów papierów wartościowych.

Składka członkowska w NAIC wynosi 39 USD dla osoby fizycznej. Natomiast w przypadku klubu wynosi: 40 USD za klub oraz 14 USD za każdego członka klubu, przy czym wymagane jest opłacenie składki przynajmniej za jednego członka klubu. Istnieje także możliwość wniesienia dożywotniej opłaty członkowskiej w wysokości 575 USD.

Ponadto w NAIC przewidziano możliwość osobnego członkostwa dla firm. Dla przykładu z największych firm, które są członkami korp-

¹⁵ *What is an Investment Club?*, Internet, <http://www.fool.com/InvestmentClub>, 31.03.2002.

racyjnymi NAIC, a które znane są także i w Polsce, można wskazać następujące: AT&T Corp., British Petroleum plc, Coca-Cola Company, Colgate-Palmolive Company, Deutsche Bank, Deutsche Telecom, General Motors Corporation, McDonald's Corporation, Microsoft Corporation, Motorola Inc., Nokia, PepsiCo, Inc., Procter & Gamble Company, Royal Dutch/Shell Group of Companies, UBS AG¹⁶. Tak więc nie tylko poważne firmy amerykańskie, ale także i firmy europejskie – między innymi z Wielkiej Brytanii, Niemiec, Finlandii, Holandii, Szwajcarii – których akcje notowane są na giełdach w Stanach Zjednoczonych, nie lekceważą stowarzyszeń indywidualnych inwestorów. Oznacza to, że znaczenie tych organizacji jest poważne i doceniane w międzynarodowych korporacjach.

Drugim pod względem wielkości stowarzyszeniem indywidualnych inwestorów w Stanach Zjednoczonych jest American Association of Individual Investors – AAI, założone w 1978 roku. Posiada ono obecnie około 150 000 członków oraz 65 biur regionalnych na terenie Stanów Zjednoczonych. Największą liczbę członków, blisko 200 000 osób, stowarzyszenie to posiadało w 2000 r.¹⁷ Celem AAI jest wyłącznie edukowanie swoich członków w zakresie bezpośredniego inwestowania w akcje, inwestowania w fundusze inwestycyjne, zarządzania portfelem inwestycyjnym oraz możliwości oferowanych w ramach programów emerytalnych.¹⁸ Ponadto oferowana jest pomoc w zakresie zarządzania podatkami. Za przynależność do tego stowarzyszenia pobierana jest roczna składka w wysokości 49 USD. W stowarzyszeniu tym nie są prowadzone szczegółowe analizy dotyczące członków tej instytucji. Jedynie na podstawie ankiety przeprowadzonej w 2000 roku szacowano, że 57% członków tego stowarzyszenia posiada portfel inwestycyjny o wartości wyższej niż 300 000 USD¹⁹.

5. KLUBY INWESTYCYJNE

W przypadku klubów inwestycyjnych przyjmuje się, że pierwsze kluby inwestycyjne powstały w Stanach Zjednoczonych w 1882 roku, jednak ich dynamiczny rozwój nastąpił dopiero po II wojnie światowej.

Najstarszy znany klub w historii został założony w Bostonie w styczniu 1882 roku, pod nazwą Hamilton Club, którą zmieniono następnie

¹⁶ NAIC Corporate Member Listing, Better Investing May 2003.

¹⁷ Pevear S.P., *Strenght in Numbers: Investing Clubs and the AAI*, Internet, <http://www.moneyminded.com/investors/clubs/>

¹⁸ Internet, <http://www.aaii.com>

¹⁹ Internet, <http://www.starrcs.com/aaii>

na Hamilton Association, i funkcjonuje do dnia dzisiejszego. W 2002 r. obchodzono 120 rocznicę funkcjonowania klubu. Początkowo opłaty ustalono na 2 USD, a następnie podwyższano, aż do 25 USD w 1902 roku. Liczba członków wzrosła z 12 do 40 członków. W 1891 r. klub zmienił przedmiot inwestycji z papierów wartościowych na nieruchomości – zakupiono wówczas budynek za 25 000 USD. Do 1922 r. inwestycje klubu w nieruchomości wyniosły 250 000 USD. Do 1945 r. klub inwestował środki jedynie w nieruchomości. Następnie dokonano reorganizacji klubu – sprzedano wszystkie posiadane nieruchomości, powrócono do inwestycji w papiery wartościowe oraz zmieniono nazwę klubu na The Hamilton Trust²⁰.

Obecnie, jak zaprezentowano w tabeli 6, w Stanach Zjednoczonych funkcjonuje przynajmniej ponad 25 000 klubów inwestycyjnych, ponieważ tyle opłaciło składkę członkowską w stowarzyszeniu. NAIC szacuje jednak, że liczba działających klubów inwestycyjnych jest dwu-trzykrotnie wyższa niż klubów zarejestrowanych²¹, a rynek amerykański jest najbardziej znaczący. Obecnie bowiem 45% z zarejestrowanych klubów inwestycyjnych funkcjonuje właśnie w Stanach Zjednoczonych, ale przypada na nie ponad 85% zgromadzonych w klubach aktywów finansowych. Tak więc fluktuacje na tym rynku w istotny sposób wpływają na ilościowe i wartościowe ujęcie klubów inwestycyjnych na międzynarodowym rynku papierów wartościowych.

W Stanach Zjednoczonych aż 90% członków klubu inwestuje w papiery wartościowe także poza klubem. Powyższe dane są istotne, pozwalają bowiem w pełni ocenić znaczenie klubów inwestycyjnych dla współczesnego, międzynarodowego rynku papierów wartościowych.

W 1998 r. przeprowadzono badania na próbie losowej obejmującej 3000 klubów inwestycyjnych będących członkami NAIC. Zwrotność ankiet wyniosła 41%. W badaniu uczestniczyło ogółem 1236 klubów. Badanie to przyniosło następujące wyniki, chociaż należy zaznaczyć, że nie było przeprowadzone na próbie reprezentatywnej:

- członkowie klubu spędzają około 4 godzin miesięcznie na pracach związanych z uczestnictwem w klubie,
- 80% członków klubów inwestuje przede wszystkim dla zwiększenia swoich dochodów kiedy przejdą na emeryturę,
- 90% członków klubu poza klubem posiada swoje prywatne portfele inwestycyjne, średnio o wartości 100 000 USD, przy czym 62% z nich zarządza swoim portfelem samodzielnie, a 35% polega przede wszystkim na opinii maklera,

²⁰ K. S. Janke, *Now That's Long Term*, Better Investing May 2003.

²¹ Informacja uzyskana od prezesa NAIC, K. Janke.

- okres 5 lat wydaje się maksymalizować doświadczenie uzyskiwane w klubie,
- im wyższy jest udział nowych członków w klubie, tym gorsze są wyniki klubu,
- im bardziej członkowie klubu są zainteresowani inwestowaniem (nie traktują uczestnictwa w klubie jako formy spędzania wolnego czasu), tym lepsze są wyniki osiągnięte przez klub,
- im niższy jest średni roczny dochód członków klubu, tym lepsze są wyniki inwestycyjne osiągnięte przez klub.

W Stanach Zjednoczonych nie występują ograniczenia w działalności klubów inwestycyjnych, wynikające z zarejestrowania klubu jako spółki cywilnej.

Klub inwestycyjny nie musi się także rejestrować w amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych – Securities Exchange Commission (SEC), jeżeli, między innymi, członkowie klubu aktywnie uczestniczą w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, a klub liczy mniej niż 100 członków.

Zyski osiągnięte z tytułu uczestnictwa w klubie są natomiast ujmowane w rocznym zeznaniu podatkowym członków klubu inwestycyjnego i rozliczane indywidualnie na zasadach ogólnych.

W Stanach Zjednoczonych nie funkcjonują ograniczenia w zakresie maksymalnych kwot, które mogą być inwestowane poprzez kluby inwestycyjne. Dopiero przekroczenie przez daną osobę kwoty 25 mln USD, którą inwestuje bądź którą zarządza, powoduje konieczność zarejestrowania w SEC²².

Można więc stwierdzić, że funkcjonujące w Stanach Zjednoczonych przepisy prawne są bardzo liberalne i nie krępują działalności klubów inwestycyjnych. Być może także i z tego powodu stowarzyszenia indywidualnych inwestorów oraz kluby inwestycyjne mają taką pozycję na rynku papierów wartościowych.

Na podstawie zaprezentowanych danych można stwierdzić, że indywidualni inwestorzy niewątpliwie przyczyniają się do znaczenia amerykańskiego rynku kapitałowego. Już ponad połowa amerykańskich gospodarstw domowych posiada akcje poprzez inwestycje bezpośrednie bądź pośrednio poprzez fundusze inwestycyjne. Są to inwestorzy długoterminowi, którzy przede wszystkim dokonują zakupów akcji, a następnie utrzymują je przez lata. Ponadto należy przypomnieć, że dzięki uczestnictwu w klubach inwestycyjnych 90% członków klubów rozpoczęło samodzielne inwestowanie²³.

²² *Investment clubs and the SEC*, Internet, <http://www.sec.gov/investor/pubs/invclub.htm>

²³ B. Dziemaszkiewicz, *Kluby inwestorskie po amerykańsku*, Akcjonariusz styczeń 2003.

Podsumowując powyższe rozważania można stwierdzić, że w ujęciu względnym, w miarę rozwoju rynku finansowego w Stanach Zjednoczonych zmalało znaczenie indywidualnych inwestorów mierzone jako procent kapitalizacji giełdy NYSE (będący bezpośrednio w posiadaniu przez osoby fizyczne). Na znaczeniu zyskały natomiast fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne oraz firmy ubezpieczeniowe. Jednak w ujęciu bezwzględnym rośnie rynkowa wartość akcji posiadanych przez bezpośrednich inwestorów indywidualnych, a także rośnie, w ujęciu względnym i bezwzględnym, udział akcji w strukturze aktywów finansowych gospodarstw domowych. Można więc stwierdzić, że znaczenie bezpośrednich inwestorów indywidualnych na amerykańskim rynku papierów wartościowych wciąż pozostaje poważne.

KENNETH S. JANKE

NATIONAL ASSOCIATION OF INVESTORS CORPORATION (UNITED STATES)

I. GENESIS

Founded in 1951 by four investment clubs consisting of 60 members, the organization was originally named the National Association of Investment Clubs (NAIC). In 1979, the name was changed to the National Association of Investors Corporation in recognition of the many investors who wished to join the association as individual members without the need of organizing investment clubs.

In 1960, the NAIC was instrumental in helping to organize the World Federation of Investment Clubs (WFIC) that later changed its name to the World Federation of Investors Corporation. The organizational meeting was held in London with representatives of Great Britain, New Zealand, Belgium and the United States in attendance.

The association has grown through the years to where the current number of investment clubs is now over 29,000 with a total membership in excess of 300,000. The purpose of the association is two-fold – to introduce new people to the benefits of owning common stock and to provide an educational program that will help them become successful investors. When the association was founded, it adopted three basic investment principles for members and all investors to follow:

1. **Invest Regularly.** Stock prices will fluctuate and trying to predict the short-term direction is not possible. History has shown that while the market will fluctuate, the general trend of stock prices move upward. By investing on a regular basis over the long-term, stock market timing is eliminated and helps investors adopt a set investment philosophy.

2. **Reinvest Earnings.** By reinvesting earnings from the sale of stocks and dividends, investors can take advantage of the "magic of compounding." Assets will grow more quickly when allowed to compound.
3. **Buy Growth Stocks.** Historically, the price of a stock will reflect the profitability of a company and its potential future profits. By purchasing stocks of companies that continue to grow, the earnings-per-share should increase and thus result in higher stock prices over the long-term.

A number of years later, the association adopted a fourth investment principle of **Diversification**. By diversifying a portfolio of common stocks, investors spread the risk over a number of stocks providing protection if something goes wrong with one or more particular stocks. When these four principles are followed by investors, chances for superior results are greatly increased.

The importance of the NAIC investment principles cannot be over emphasized. They are as important today as they were when first introduced to the public in 1951. There will always be new ideas for investors, but the basics of successful investing do not change.

As to one of the association's goals of introducing people to investing, surveys have shown that it has been a huge success. Dating back to 1960, NAIC has been able to survey newly formed investment clubs as to the make up of the membership. It has been found that when a new investment club is organized, usually only one or two people, from an average of fifteen members, have ever had any investment experience. At the end of five years, the figures are completely reversed. After that period of time, all, except for one are not only investing in the club, but are investing in their own personal stock portfolio. In addition, they are investing three-times as much in their personal accounts. The formation of investment clubs is an excellent introduction to investing.

One of the major tools developed by the NAIC has been the Stock Selection Guide, a form that helps investors organize information about a company so that a fundamental analysis can be made. It has been adopted by many of the other associations belonging to the World Federation of Investors for use in their investment educational programs. The benefit of the Stock Selection Guide is that it is designed for long-term investors looking for companies that continue to grow and increase profits (see attachment).

The Stock Selection Guide calls for the plotting of sales, earnings-per-share and profit margins over the past ten years to determine growth patterns during prosperity and difficult economic conditions. It is an effort to determine the ability of management of a company, one of the

most important factors in how a company will perform. Once the figures are included in the guide, NAIC members use as much financial research about the company and its industry to try to make educated projections as to future prospects. Using historical data for the price of the stock and price-earnings ratios, formulas are applied to potential future earnings five years into the future. The developers of the form took two main items into consideration when the Stock Selection Guide was designed. It is really divided into tests of management and the price in relation to potential earnings. The best growth company in the world can be purchased at the wrong price with the result being a loss in the value of the stock. It is important for investors to look at the price of a stock. A typical stock listed on the New York Stock Exchange will fluctuate in price 50% from its high to low price, or low to high price, **each year**. It can be assumed that stock markets in all parts of the world have a similar pattern. Buying at any price just because a company is growing is a mistake made by many beginning investors. Both portions of the guide are important in the stock selection process. It has been designed so members can use a fundamental approach in determining future prospects.

Through the years, NAIC also developed programs for its various stock study tools for use on a computer. In addition to having the basic forms available for use on a computer, a data file has been initiated for more than 5,000 publicly traded companies. This file is updated daily as new sales and earnings figures become available for each company in the master list. It is a simple task to have the data transferred to each of the NAIC forms, easing the time needed for preparation of stock study tools. The Computer Group is now an integral part of the educational process presented by the association.

The association has had a consistent management team since its founding. The first chairman of the board was Tom O'Hara and he continued in that position until succeeded by Ken Janke. Ken was the only president of the organization until he assumed the position of chairman and Dick Holthaus was named president in 2001. They are the management representatives on the Board of Trustees, the governing body of the NAIC. There are also eleven outside trustees who serve on the board with the management team, guiding the future of the association.

In addition, there are three advisory boards that have been established by the Board of Trustees. They include the National Investors Association Advisory Board, charged with conducting the annual convention and working with the local chapters; The Computer Group Advisory Board that conducts the CompuFest program annually, works with the chapters and are responsible for reviewing computer programs de-

aling with investing and the Corporate Advisory Board. That group consists of representatives of NAIC Corporate Members who advise the association on items of interest to publicly held companies and procedures to make communications better with corporations and individual investors (see diagram 1).

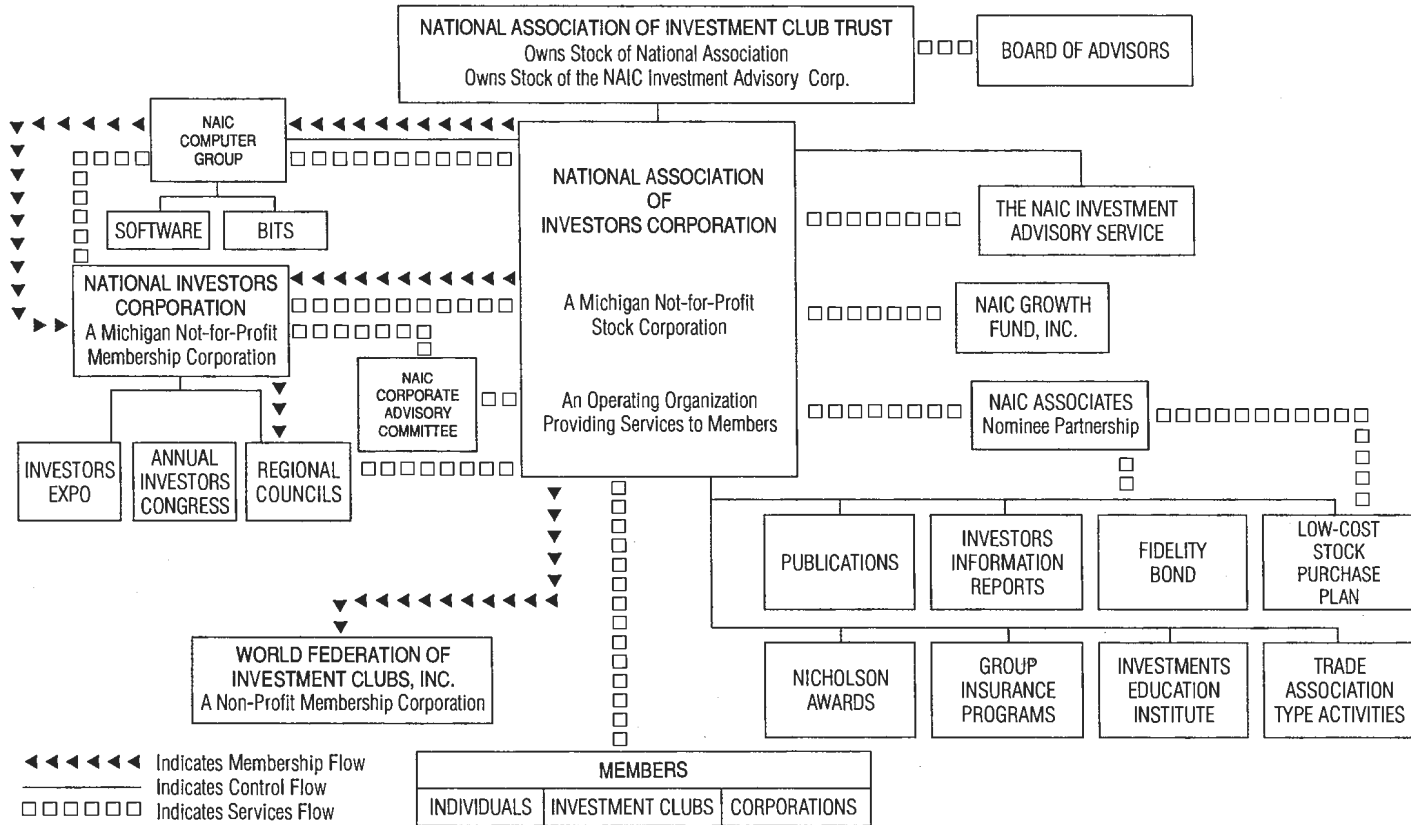
2. HEADQUARTERS

When the association was founded, all of the work was done by volunteers, primarily two of the newly elected trustees – Tom O'Hara and Bob Burger. By 1956, the amount of mail being received increased at it was deemed necessary to have a business address. It was decided by the Board of Trustees to use the office of Lew Rockwell, the legal counsel for NAIC as the official address for the association. The volume of mail continued to increase and by 1958, NAIC rented office space in the First National Building located in the center of Detroit. A paid employee was hired to open and process mail each day.

Additional employees were hired and by mid 1960, the trustees determined it was necessary to have a full-time executive director. Tom O'Hara, the chairman of the Board of Trustees assumed the responsibility. While Tom had staff to process the daily workload, he spent a great deal of time traveling to various parts of the country through the sponsorship of the New York Stock Exchange to promote and encourage the formation of investment clubs. In October 1960, he hired Ken Janke to become the manager of the association and oversee the daily operations.

By 1963, NAIC had outgrown the facilities in the First National Building and moved to the Washington Boulevard Building, occupying the thirteenth floor. With growth continuing, it was decided to look for a facility that could be purchased by NAIC. One was found in Royal Oak, a Detroit suburb and the operations were moved there in 1969. The size of the staff had been enlarged to take care of the higher volume and the new building was of ample size to take care of occupancy demands. The unfortunate occurrence was a dramatic downturn in the stock market that began in 1973. Membership in the association plummeted and the number of employees had to be trimmed. This continued until 1980 when the stock market rebounded and membership again began to increase. With a bull market that continued for a number of years, it was necessary for NAIC to again look for larger facilities and a new building was purchased in 1994, located in Madison Heights, Michigan. That building, which has twice been increased in size, continues to be the headquarters for the association.

Diagram 1. The structure of NAIC



3. THE BEAR MARKET

There were probably three reasons that the bear market that began in 1973 occurred. First was the fact that most stocks were highly overpriced in the United States, as well as the rest of the world during the first two years of the '70s. Next was the high inflation rate prevalent in the country because of the war in Vietnam, along with the introduction of a great many social programs by the Federal government. The main reason, however, dealt with the cost of purchasing stocks by individual investors.

Beginning in 1969, the method for charging commissions on the purchase and sale of securities faced a monumental change. Prior to that time, there were posted commissions for all investors, both individuals and institutions. A campaign by the mutual fund industry convinced the U.S. Congress to have the U.S. Securities & Exchange Commission (SEC) change the set commission structure to one of negotiated commissions. After it was adopted, the result was that institutions began to pay lower commissions while those for individual investors rose dramatically. It especially hurt small investors and investment clubs that were able to purchase a small number of shares each month with a commission that was usually about \$6. Once the new commission structure was adopted, individuals found that the minimum commission rose to \$25 per transaction and even a much higher figure, reaching \$50 per transaction. Individual investors left the stock market in huge numbers, not only in common stocks, but in mutual funds, as well.

Corporations were concerned that they were losing individual investors, but nothing was done until a new investment plan was developed by AT&T, one of the most widely held stocks in the world. They initiated and received approval for what was to become the first Dividend Reinvestment Plan. Once it was in operation, a number of other American companies adopted the same type of plan for the purchase of their common stock.

The principle was a simple one. A shareowner could have the dividend he would normally receive in cash, earmarked for buying additional shares in the company. In addition, an optional cash investment provision was included so that investors could add more funds each month without paying a commission to a brokerage firm. Initially, there was one huge problem. The participant had to be a shareowner. In order for a new investor to become part of the plan, he had to deal with a broker to purchase the first share and then have a stock certificate issued in his name so he could enroll in the dividend reinvestment plan.

Not only was their the larger commission to pay, many brokerage firms began adopting a policy of charging the investor to have the certificate issued. It could run as high as \$35 per certificate and was initiated as another way to stop investors from dealing with anyone but the brokerage industry.

Looking for ways to increase membership, Tom O'Hara came up with an idea in 1979 that might allow NAIC to somehow participate in the new popularity of the dividend reinvestment plans. He felt that if it was possible for NAIC to own shares of companies that had adopted such plans, then members of the organization might be able to invest through the association and have the shares transferred to the individuals and investment clubs so they could participate on their own. Tom went to work on his idea and submitted the plan to the SEC with the request that NAIC become exempt from being a broker-dealer. Having to register as a broker-dealer would be expensive for NAIC and necessitate having to register in all 50 states on an annual basis. After several months of negotiations, the SEC granted the exemption.

Next on the agenda was to receive approval from companies that had adopted the dividend reinvestment plans, allowing NAIC to become a shareowner and then have members invest in the stock. It was necessary to meet with both the company officials and the stock transfer agent so that the transfer of securities would go smoothly and with as little delay as possible. Enough companies agreed to be a part of what became known as the NAIC "Low Cost Investment Plan" that it was able to go forward. Tom turned over the administrative problems to Ken Janke and for him to oversee the project. While it proved to be a nightmare at first, it was soon running smoothly and the announcement was made to all members.

It was then possible for an investor, or investment club to be able to purchase one share of stock in a selected company, become an official shareowner and make regular investments with a minimum cost. With some publicity in daily newspapers about the new plan, membership began to increase and the association began a period of prosperity. There was finally a way for individuals to buy common stocks that was reasonable, cost-effective and where all of the NAIC investment principles could be put to work.

There will always be bull and bear markets, the timing of which is impossible to predict. When the stock market declines, it is actually the best time for individuals to continue their investment programs. Yet investors, like all people, are emotional and many of the newer investors tend to not want to invest when the future seems uncertain. It should be remembered that as long as the population of the world continues to increase there will be more demand, in spite of temporary setbacks.

As long as there are more people, they will demand additional goods and services. There will be companies wanting to offer those goods and services and the well-managed companies will continue to grow.

When stock prices are low, more shares can be purchased for the same amount of money as when stock prices are high. The companies have not actually changed, only the price of acquiring stock in them has changed. Buying stocks when prices are low is very much like going to stores when they have sales. Suits and dresses are the same, except they cost less. That is a lesson that NAIC has tried to pass along to members throughout its history. Those who have a program of lifetime investing and continue to purchase securities in both good and bad times, are the ones who end up with superior performance.

4. INVESTORS FAIRS

During the middle to late '70s, the NAIC chapters were also experiencing a large drop in attendance at the programs they sponsored. Volunteers were becoming discouraged with the turnout as they worked many hours to put together excellent sessions for members, but few would come to the meetings. In addition, with the cost of renting facilities for the programs, the chapters were experiencing a problem funding their activities. The answer proved to be a simple one, but took some solid planning by the members of the Minneapolis-St. Paul Chapter in Minnesota.

Corporations were also hoping to raise their number of shareowners, but found that few, if any, programs worked. Ken Erickson, a volunteer for the chapter came up with the idea of sponsoring an annual program that would not only allow the companies to make presentations about their operations, but attract a large number of investors at the same time. Thus, in 1979 the Investors Fair was initiated. The concept was for a chapter to invite four companies to make presentations, two before lunch and two following the meal. In addition, an expert on the stock market was invited to give comments, either during the luncheon, or at the end of the day.

The plan was to make the day attractive and not expensive to the investors. Each corporation was asked to pay one-fourth of the cost of putting on the program, including meals and other expenses, while charging attendees a fee that would be less than the cost of the lunch. Given the opportunity to speak to interested investors who had a proven record of regular investing and holding stock for a long period of time, it was easy to find four corporate sponsors. Priced so reasonably, it attracted a large number of attendees.

The format found its way to other chapters that immediately began holding their own Investors Fairs the following year. It proved to be a wonderful morale booster for the volunteers as it was popular with investors and helped raise needed funds so the chapters could conduct many other programs throughout the year.

5. CORPORATE MEMBERSHIPS

The increase in activity by corporations wishing to tell their story to individual investors also led to another class of membership in NAIC. A program was developed allowing corporations to join the association as Corporate Members. The annual fees included discounts to the companies for advertising and participation in other events. It also enabled the corporations to receive subscriptions to the magazine and most designated members of the board of directors and key officers. That helped the corporate world better understand how the individual investor was thinking.

While the program started slowly, it soon began to grow with more than 250 Corporate Members joining the association. Those companies were basically the ones that wished to have a large constituency of individuals as shareowners. They also became supportive participants in the NAIC Low Cost Investment Plan and exhibited at the annual conventions. The Corporate Membership program became a major source of income for the association, enabling NAIC to offer more services to members.

6. LIFE MEMBERS

Another category of membership was offered beginning in the 1980s. It was decided to allow members to become Life Members with a one-time payment and then no other dues for their lifetime. It was important for NAIC to fund the program properly so that income from that source would be spread over the lifetime of the members. All funds received from Life Members has been invested and only the annual income from those investments are used for day-to-day operations.

New Life Members are added each month and the number now exceeds 2,000 investors. The income from the program has become a valuable addition to the assets invested by the association, strengthening the balance sheet and it will continue to be a source of funds for years to come.

7. BETTER INVESTING MAGAZINE

Immediately upon the founding of NAIC, a monthly publication began to be distributed to members. At first it consisted of only two pages, being printed on an old mimeograph machine and named the "Investment Club Bulletin." Within a year, the size was increased to four pages. As the membership grew, it became attractive as a place for some corporations to advertise and again, the number of pages were enlarged to eight. Since the addition of advertisers created a new source for funds, an employee was assigned the additional duty in 1962 to try and sell more advertising and the name of the publication was changed to the "NAIC Bulletin."

Then, the publication began to take on a new meaning and a decision was made to change the name so that it would have more appeal to individual investors and not just investment club members. At a meeting with George Nicholson, Tom O'Hara and Ken Janke, the name "Better Investing" was adopted. By the 1990s, the monthly magazine included over 100 pages in each edition. The printing company producing Better Investing was also able to offer four-color processing for the first time that helped attract more corporate advertising. In 1999, it was offered on the newsstands for the first time. Prior to that year, it was distributed only to subscribers.

Better Investing is the main source of distributing information to members and other investors. It has been the policy of the association to offer investment advice, but not to recommend stock purchases in any particular stock. Some companies are reviewed each month, not as recommendations, but suggestions for study. NAIC has always felt that it is important for individuals to make up their own minds after making careful studies of the securities under consideration. The magazine continues to be the source of investment education, not stock tips.

8. NICHOLSON AWARDS

In 1978, NAIC initiated a program of judging annual reports of publicly traded corporations, naming it after George A. Nicholson, Jr. He was one of the founders, along with Tom O'Hara and Fred Russell, heading the Board of Advisors until his death. The program was designed to judge annual reports from the perspective of the individual investor to assure that the proper information was being given so investment decisions could be made.

The judging is divided into four main parts – Investment Highlights, the initial information presented by the company for an overview of the past year's performance; Written Content by the chief executive officer; Financials that include a ten year history of the company's sales, earnings and all other key financial figures; and the Design and Flow of the annual report. Those reports that are deemed to be the best in each industry are awarded plaques for excellence.

Over the years, the annual reports have become much better than when the program was initially started. A large contributor to that happening has been the sharing of the criteria used in judging the reports with each corporation. Annual reports are the main piece of communication available to investors from companies and having accurate, candid and concise reports are vital for investors when they study stocks.

9. INVESTMENT PERFORMANCE

Investment clubs have been successful in their operation. While all investors are subject to the swings in the stock market, the typical club belonging to NAIC has a portfolio worth more than \$60,000 while the members of those clubs have common stocks with an average portfolio worth in excess of \$200,000. In its annual survey conducted each year as of April 30, the association found that more than 50% of the clubs have outperformed the Standard & Poor's 500 average that is used as a benchmark for performance. That compares very favorable with the results shown by mutual funds.

NAIC maintains a paid staff of 75 employees, but much of the strength of the organization can be contributed to the more than 2,000 volunteers throughout the country. Chapters of the association exist in more than 100 cities and cover the vast majority of population centers. These chapters conduct workshops and seminars for investors in their areas on a monthly basis. The programs are a key to the second aim of NAIC in providing investment education and personal help to millions of individual investors and investment clubs. In addition to the local meetings, the association conducts an annual convention in various cities that any member may attend. The Computer Group has also held its annual CompuFest annually that has proven to be very popular with investors wishing to use computers as a source for investment ideas.

NAIC is proud to have offered its educational programs and services to more than three million people since the association was founded in 1951. A large number of members have been able to accumulate assets that have led to comfortable retirements with a very modest monthly investment.

One of the keys to success in investing is longevity. The Mutual Investment Club of Detroit that was one of the original clubs helping to organize NAIC was founded in 1940. That club continues to operate with two of the original members still participating. Newer members include sons of the original partners and others who have been invited to join.

Through the years, the members have contributed \$500,000 of new money into the club. While that seems like a large amount, when put in perspective, it really is not a large figure. The investments have been made over 63 years by 25 members. It actually represents about \$30 per month, per member over the period of time. Since the club was first organized, more than \$5 million has been withdrawn for various reasons – children's educations, paying off home mortgages and even starting small businesses by some of the members. At the December 2003 meeting, the club had a value of \$ 6.6 million.

That represents an annual compound rate of earnings of 13%. It compares favorably with the typical return experienced by the popular stock averages. It is an example of regular investing over a long period of time and the Mutual Investment Club of Detroit has served as an inspiration to a number of new investment clubs. A recent copy of the Mutual Investment Club of Detroit's monthly statement is reproduced (see table).

That club is not the oldest that is still in existence. An investment club in the Boston area was first organized in January 1882 and is now called The Hamilton Trust. The name was adopted in recognition of the financial genius of the first U.S. secretary of the treasury, Alexander Hamilton, who established the national bank and public credit system. Through the years, they not only purchased securities, but also became heavily involved in the ownership of real estate. While it does not release figures as to its total value, the club has been extremely successful.

Volatility in the American stock market, especially in the past 15-20 years, has primarily been caused by the trading of stocks by institutions. It is not unusual for a mutual fund to turnover the assets in the portfolio at a rapid rate. In fact, the typical fund might have 80% turnover, meaning a stock is held, on average for only eight, or ten months. In contrast, individual investors tend to hold on to their stocks for a much longer period of time. According to the New York Stock Exchange, stocks owned by individuals are usually held about three years. In surveys of NAIC members, it has been determined that the holding period is five to six years, almost double the national average.

Such individual holders of stock provide stability to stock prices and are highly sought by corporations wishing to have a balance between institutional and individual investors as shareowners. While some volatility in stock prices is good for the market, having a portion of the shares in strong hands is necessary.

Table. The Mutual Investment Club of Detroit portfolio (December 31, 2003)

Mutual Investment Club of Detroit

| Stock | Shares Owned | Average Cost Per Share | Cost Basis | Current Market Price | Current Market Value | Projected High | 5 Year Low | | % of Port. |
|------------------------|--------------|------------------------|-------------------|----------------------|----------------------|----------------|------------|-----|-------------|
| Abbott | 3400.0000 | 16.57 | 56335.35 | 46.60 | 158440.00 | 109.00 | 36.00 | JS | 2% |
| AFLAC | 38800.0000 | 0.26 | 10040.08 | 36.18 | 1403784.00 | 102.00 | 27.00 | RB | 21% |
| BANK ONE | 6642.0000 | 1.91 | 12709.18 | 45.59 | 302808.78 | 62.00 | 20.00 | RPL | 5% |
| Becton Dick | 2700.0000 | 11.30 | 30514.04 | 41.14 | 111078.00 | 63.00 | 25.00 | DED | 2% |
| Biomet | 6000.0000 | 5.63 | 33756.79 | 36.22 | 217320.00 | 62.00 | 25.00 | CJO | 3% |
| Cardinal Health | 1000.0000 | 58.87 | 58865.76 | 61.16 | 61160.00 | 166.00 | 47.00 | MR | 1% |
| CenturyTel | 5000.0000 | 16.40 | 81987.61 | 32.62 | 163100.00 | 54.00 | 20.00 | CJD | 2% |
| Citigroup | 6466.0000 | 9.71 | 62783.43 | 48.54 | 313859.64 | 91.00 | 25.00 | BWC | 5% |
| Coigate | 2800.0000 | 7.22 | 20217.71 | 50.05 | 140140.00 | 102.00 | 30.00 | JH | 2% |
| Comerica | 2250.0000 | 1.47 | 3308.47 | 56.06 | 126135.00 | 88.00 | 35.00 | JH | 2% |
| Conagra | 3000.0000 | 13.78 | 41352.14 | 26.39 | 79170.00 | 36.00 | 18.00 | RH | 1% |
| Diebold | 3000.0000 | 27.97 | 83895.87 | 53.87 | 161610.00 | 74.00 | 27.00 | KJ | 2% |
| Exxon Mobil | 2640.0000 | 4.20 | 11079.34 | 41.00 | 108240.00 | 67.00 | 30.00 | TOW | 2% |
| Factset | 2000.0000 | 27.75 | 55508.77 | 38.21 | 76420.00 | 104.00 | 16.00 | MR | 1% |
| First Data | 3000.0000 | 27.32 | 81950.88 | 41.09 | 123270.00 | 68.00 | 10.00 | JS | 2% |
| General Electric | 11000.0000 | 4.46 | 49030.70 | 30.98 | 340780.00 | 45.00 | 15.00 | JTS | 5% |
| Hibbitt Sporting Goods | 1500.0000 | 18.50 | 27756.65 | 29.80 | 44700.00 | 67.00 | 15.00 | GD | 1% |
| Huntington Bancshares | 5000.0000 | 16.30 | 81507.94 | 22.50 | 112500.00 | 33.00 | 13.00 | BWC | 2% |
| Intel | 11300.0000 | 4.98 | 56286.97 | 32.05 | 362165.00 | 45.00 | 11.00 | KJ | 6% |
| Invacare | 3000.0000 | 21.92 | 65761.08 | 40.37 | 121110.00 | 56.00 | 26.00 | GD | 2% |
| Invest Tech Grp | 3000.0000 | 18.31 | 54943.32 | 16.15 | 48450.00 | 38.00 | 12.00 | OG | 1% |
| Jack Henry | 4000.0000 | 13.56 | 54236.98 | 20.58 | 82320.00 | 38.00 | 11.00 | JD | 1% |
| Johnson Controls | 2000.0000 | 57.29 | 114585.54 | 116.12 | 232240.00 | 150.00 | 54.00 | DG | 4% |
| Lincare | 3000.0000 | 31.29 | 93872.23 | 30.08 | 90240.00 | 86.00 | 22.00 | JH | 1% |
| Linear Tech | 1500.0000 | 11.61 | 17412.28 | 42.07 | 63105.00 | 90.00 | 21.00 | JD | 1% |
| MarineMax | 1000.0000 | 13.80 | 13804.02 | 19.43 | 19430.00 | 27.00 | 9.00 | RWH | 0% |
| Merck | 4000.0000 | 20.53 | 82116.90 | 46.20 | 184800.00 | 115.00 | 36.00 | RAH | 3% |
| NAIC Growth | 7455.0000 | -4.59 | 34243.04 | 9.50 | 70822.50 | 42.00 | 13.00 | TOH | 1% |
| OM Group | 2000.0000 | 33.96 | 67916.24 | 26.19 | 52380.00 | 37.00 | 5.00 | KJ | 1% |
| O'Reilly Auto | 6000.0000 | 17.42 | 104541.34 | 38.56 | 231360.00 | 107.00 | 22.00 | DM | 4% |
| Pentair | 2500.0000 | 3.93 | 9834.55 | 45.70 | 114250.00 | 66.00 | 29.00 | RAD | 2% |
| Pepsico | 2600.0000 | 15.07 | 39185.42 | 46.62 | 121212.00 | 79.00 | 32.00 | KJ | 2% |
| Pfizer | 8000.0000 | 14.49 | 115948.73 | 35.33 | 282640.00 | 90.00 | 25.00 | MR | 4% |
| PoylMedia | 2000.0000 | 23.59 | 47173.89 | 26.30 | 52600.00 | 0.00 | 0.00 | 0 | 1% |
| Qualcomm | 2000.0000 | 4.08 | 8164.47 | 53.93 | 107860.00 | 44.00 | 25.00 | JS | 2% |
| Synovus Fin | 6700.0000 | 8.27 | 55399.45 | 28.92 | 193764.00 | 49.00 | 17.00 | JS | 3% |
| Vishay | 4000.0000 | 14.44 | 57747.36 | 22.90 | 91600.00 | 148.00 | 13.00 | TOH | 1% |
| Totals | | | 1895774.52 | | 6566863.92 | | | | 100% |

Activity Report:

| | |
|--------------------------------|------------|
| Member Deposits: December | 3,370.00 |
| Securities Sold: Boomer | 104,379.90 |
| Securities Bought: Sold | 0.00 |
| Withdrawal: Sold | 5,000.00 |

| | |
|-----------------------|-----------------------|
| Cash at Broker: | \$34,911.85 |
| Total Security Value: | <u>\$6,566,863.92</u> |
| Total Assets: | \$6,601,775.77 |

| | | | | |
|--------------------------|----------|-------------|-----------------|----------|
| Unit Value | 12/31/03 | 1609.770218 | Valuation Date: | 12/31/03 |
| Units Each \$10 Will Buy | | 0.006212067 | Meeting Date: | 1/6/04 |

10. MUTUAL FUND STUDY PROGRAM

Surveys have indicated that more than 40% of the assets held by members of NAIC are in mutual funds. In 2000, the association introduced a program that enables members to view and study mutual funds in much the same way as the successful approach followed by NAIC members to study common stocks.

The mutual fund program has proven successful for corporations that offer retirement plans to their employees in which they must select specific funds from a family of mutual funds. It covers the difference in the various types of funds as well as past performance and an analysis of the fund managers. While this is a fairly new program, it has been widely accepted by members and is expected to continue to grow in importance.

11. OTHER ACTIVITIES

The association is recognized as the premier investment education organization in the United States by the investment public. It has representation on the Individual Investors Advisory Committee of the New York Stock Exchange and is regularly called upon to give views and testify before the U.S. Securities & Exchange Committee. It has also been asked to give testimony before the U.S. Senate Banking Committee and the U.S. House of Representatives Committee on Finance. An NAIC official has been part of the regular meetings of the North American Securities Administrators Association. That organization consists of the officials in each state, plus those in each Canadian province who enforce securities laws in their jurisdiction. NAIC was a representative on the "Group of 30," an organization that helped to initiate Direct Purchase Plans. Those plans made it easier and less expensive for investors to purchase stock and continue on a regular investment plan and are very popular in the country.

Participation in the Individual Investors Advisory Committee of the New York Stock Exchange has been particularly important. The committee was formed following the large market decline experienced in 1987 and continues today. The members of the committee all represent individual investors and NAIC has always had a representative on the committee. Regular meetings are held in New York with the main subject being fair treatment for individuals. Much has been accomplished through the years, especially the educational programs sponsored by

the exchange. In recognition of the importance of individual investors and the work done by NAIC, Ken Janke and Dick Holthaus were invited to ring the bell for the opening of trading on the exchange in April 2003. That appearance was viewed by more than 35 million people worldwide.

When Arthur Levitt became chairman of the SEC, he initiated a number of "Town Meetings" to be held in various parts of the country. The reasons for the meetings were to inform investors of their rights, help them in dealings with brokerage firms and further educate in regards to stock analysis. For each of those meetings, all NAIC members living in the area were invited to attend and made up the bulk of the attendance. In addition, NAIC officials were asked to make presentations that added greatly to the information received by investors. A representative from the association has also been invited to make presentations each year at the SEC's meeting with representatives from the stock exchanges of the world. Great interest has been shown by those representatives as to the formation of investment clubs and the educational programs that are offered. It is the hope of NAIC that those meetings will lead to the formation of other associations like those that now belong to the World Federation and strengthen the financial markets throughout the globe.

NAIC has shown that individuals can become wealthy by beginning with a modest amount of money and if that program is continued throughout the years. It is not necessary for someone to be rich to become an investor. Staying with a plan over a period of years and following the NAIC investment principles has proven to be a successful approach to investing.

STRESZCZENIE

Stowarzyszenie NAIC zostało założone w 1951 r. przez 4 kluby inwestycyjne, zrzeszające wówczas 60 członków. W opracowaniu scharakteryzowano NAIC oraz jego dotychczasową działalność wraz z problemami jakie stowarzyszenie to rozwiązywało. Jednym z nich było wprowadzenie w 1969 r. nowych metod wyliczania opłat transakcyjnych. W efekcie koszt dokonania transakcji dla indywidualnego inwestora wzrósł z kwoty około 6 USD do 25 USD. Spowo-

Copies of the two pages for the Stock Selection Guide and an Organizational Chart for the association are attached for reproduction. It is important that the SSG contains our COPYRIGHT mark since others are not allowed to reproduce it, although you have our permission to use it in the book. It cannot be duplicated for commercial use except as you have it in the book.

dowało to odejście z rynku kapitałowego dużej liczby indywidualnych inwestorów. W opracowaniu opisano, jakie działania podejmował NAIC dla zmiany tej sytuacji. Przytoczono także przykład jednego z klubów będących założycielem NAIC, którego wartość portfela akcji wyniosła blisko 6,6 mln USD (31.12.2003). Należy przy tym dodać, że w czasie działania klubu jego członkowie wypłacili już 5 mln USD, m.in. na edukację dzieci, kupno domu, rozpoczęcie prywatnej działalności gospodarczej.

W kwietniu 2003 r. przedstawiciele NAIC zostali zaproszeni do otwarcia notowań na New York Stock Exchange (zadzwonienie dzwonkiem giełdy). Uroczystość ta transmitowana była na cały świat. NYSE w ten sposób chciała podkreślić znaczenie indywidualnych inwestorów dla giełdy, a jednocześnie docenić pracę, jaką wykonano w NAIC.

Opracowanie to jest bardzo interesujące także z tego powodu, że napisane zostało przez wieloletniego prezesa tej organizacji, który obecnie przeszedł na emeryturę, ale ciągle aktywnie zaangażowany jest w pracę stowarzyszenia.

Do opracowania dołączono czysty i wypełniony formularz SSG (Przewodnika Wyboru Akcji), który od wielu lat rekomendowany jest przez NAIC indywidualnym inwestorom do analiz akcji i w efekcie do podejmowania decyzji inwestycyjnych. Jego wersja komputerowa (wraz z odpowiednimi danymi) dostępna jest dla członków NAIC poprzez Internet.

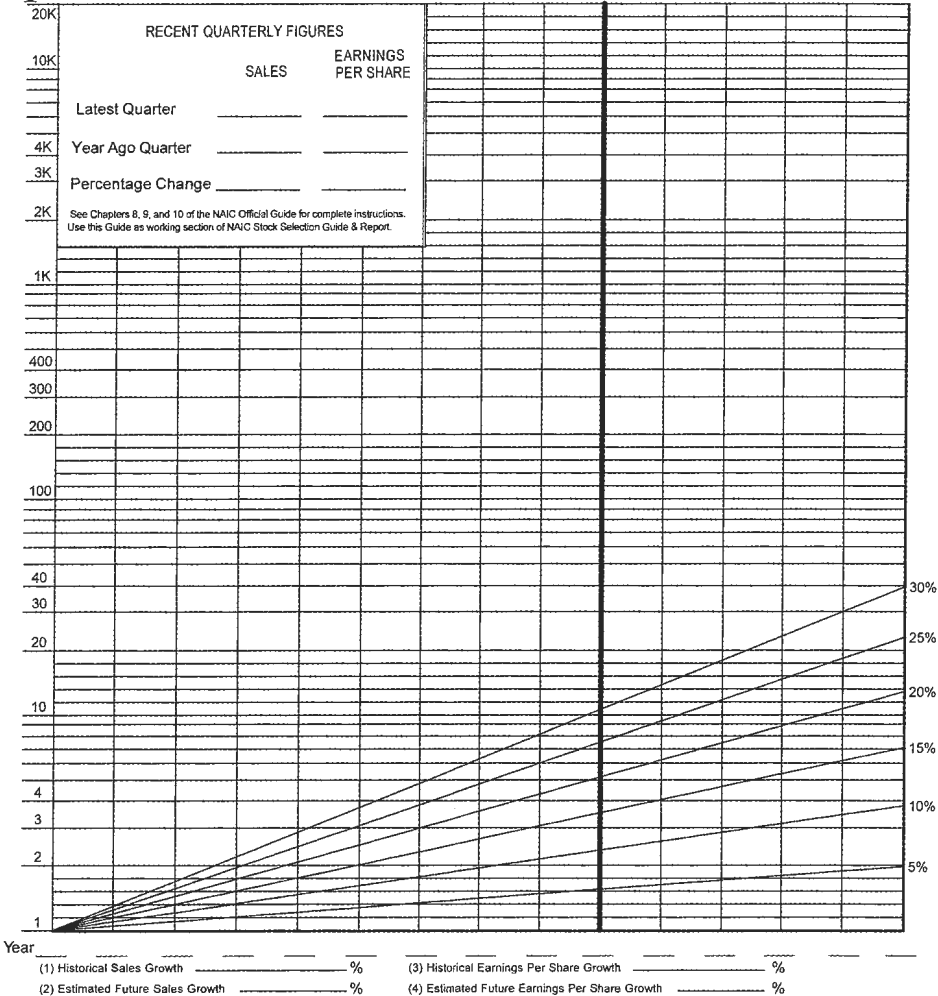
Attachments

Stock Selection Guide: the blank form and a study of AFLAC inc.

**Please note that AFLAC is not a recommendation,
merely an example of how a stock looks on the guide.**

| | |
|--|--|
| <p style="font-size: 2em; font-weight: bold; margin: 0;"><i>Stock Selection Guide</i>®</p> <p style="font-weight: bold; margin: 0;">The most widely used aid to good investment judgment</p> | Company _____ Date _____ |
| | Prepared by _____ Data taken from _____ |
| | Where traded _____ Major product/service _____ |
| | CAPITALIZATION -- Outstanding Amounts Reference _____ |
| Preferred _____ % Insiders % Institution | Common _____ |
| Debt _____ % to Tot.Cap. _____ | % Potential Dil. _____ |

1 VISUAL ANALYSIS of Sales, Earnings and Price



STOCK SELECTION GUIDE

The most widely used aid to good investment judgment

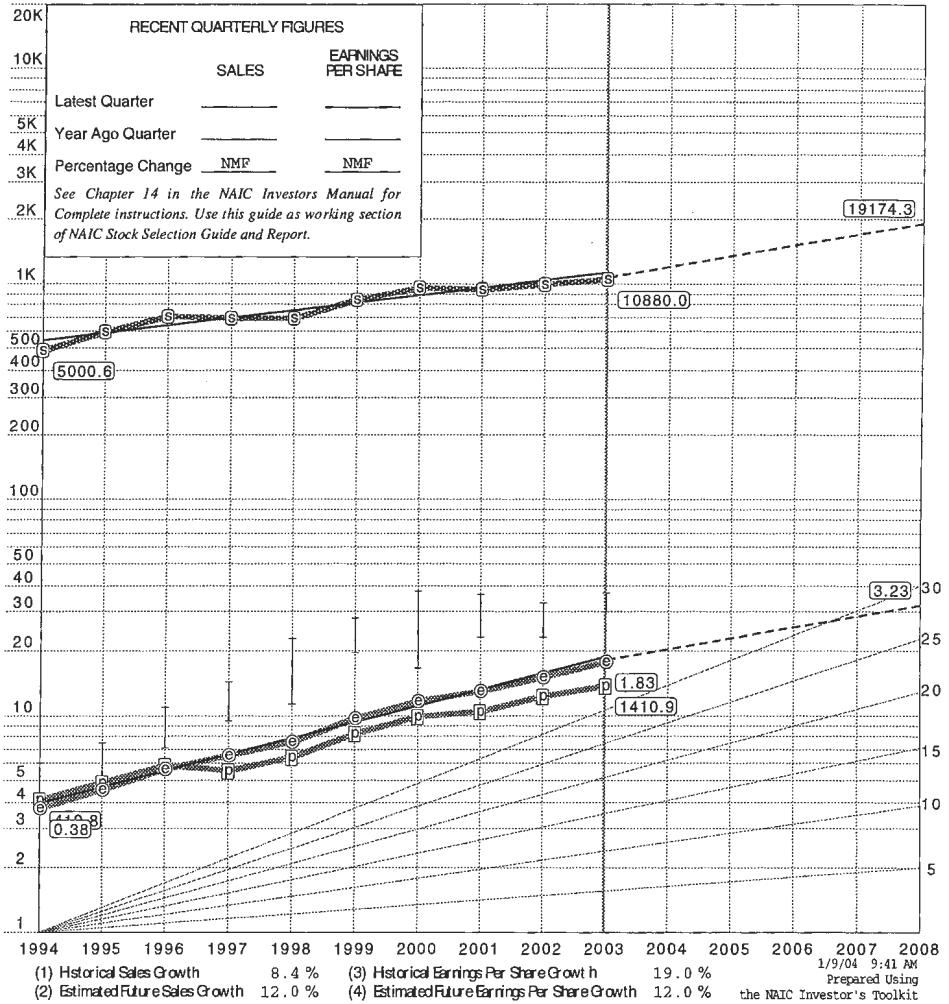


Company AFLAC Date 1/9/04
 Prepared by KSJ Data taken from V - L (1204)
 Where traded NYSE Main product/service Insurance

| | | | |
|----------------|--|--------------------|-------------|
| CAPITALIZATION | | Authorized | Outstanding |
| Preferred | | | |
| Common | | | |
| Other Debt | | Potential Dilution | None |

1 VISUAL ANALYSIS of Sales, Earnings and Price

AFL



2 EVALUATING MANAGEMENT

Company _____

| Year | _____ | | | | | _____ | | | | | LAST 5 YEAR AVG. | | TREND | |
|------|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------------|-------|-------|------|
| | _____ | _____ | _____ | _____ | _____ | _____ | _____ | _____ | _____ | _____ | _____ | _____ | UP | DOWN |
| A | % Pre-tax Profit on Sales (Net Before Taxes + Sales) | | | | | | | | | | | | | |
| B | % Earned on Equity (E/S + Book Value) | | | | | | | | | | | | | |

3 PRICE-EARNINGS HISTORY as an indicator of the future

This shows how stock prices have fluctuated with earnings and dividends. It is a building block for translating earnings into future stock prices.

| Year | PRESENT PRICE | | HIGH THIS YEAR | | LOW THIS YEAR | | F Dividend Per Share | G % Payout F ÷ C X 100 | H % High Yield F ÷ B X 100 |
|------|------------------------------|---------|----------------------|--------------------------------|---------------|---------|----------------------|------------------------|----------------------------|
| | A PRICE | B PRICE | C Earnings Per Share | D Price Earnings Ratio | E PRICE | F PRICE | | | |
| | HIGH | LOW | HIGH A ÷ C | LOW B ÷ C | HIGH | LOW | | | |
| 1 | | | | | | | | | |
| 2 | | | | | | | | | |
| 3 | | | | | | | | | |
| 4 | | | | | | | | | |
| 5 | | | | | | | | | |
| 6 | TOTAL | | | | | | | | |
| 7 | AVERAGE | | | | | | | | |
| 8 | AVERAGE PRICE EARNINGS RATIO | | | 9 CURRENT PRICE EARNINGS RATIO | | | | | |

4 EVALUATING RISK and REWARD over the next 5 years

Assuming one recession and one business boom every 5 years, calculations are made of how high and how low the stock might sell. The upside-downside ratio is the key to evaluating risk and reward.

A HIGH PRICE -- NEXT 5 YEARS

Avg. High P/E _____ X Estimate High Earnings/Share _____ = Forecast High Price \$ _____ (4A1)

B LOW PRICE -- NEXT 5 YEARS

(a) Avg. Low P/E _____ X Estimated Low Earnings/Share _____ = \$ _____ (3E7 as adj.)

(b) Avg. Low Price of Last 5 Years = _____ (3E7)

(c) Recent Severe Market Low Price = _____ (3E7)

(d) Price Dividend Will Support $\frac{\text{Present Divd.}}{\text{High Yield (H)}} = \frac{\text{Present Divd.}}{\text{High Yield (H)}} = \text{_____}$

Selected Estimate Low Price _____ = \$ _____ (4B1)

C ZONING

(4A1) High Forecast Price Minus _____ (4B1) Low Forecast Price Equals _____ (C) Range. 1/3 of Range = _____ (4C1)

(4C2) Lower 1/3 = _____ (4B1) to _____ (Buy)

(4C3) Middle 1/3 = _____ to _____ (Maybe)

(4C4) Upper 1/3 = _____ to _____ (4A1) (Sell)

Present Market Price of _____ is in the _____ (4C5) Range

D UP-SIDE DOWN-SIDE RATIO (Potential Gain vs. Risk of Loss)

High Price (4A1) Minus Present Price _____ = _____ = _____ To 1

Present Price _____ Minus Low Price (4B1) _____ = _____ (4D)

E PRICE TARGET (Note: This shows the potential market price appreciation over the next five years in simple interest terms.)

High Price (4A1) _____ = (_____) X 100 = (_____) - 100 = _____ % Appreciation

Present Market Price _____ = _____ (4E)

5 5-YEAR POTENTIAL

This combines price appreciation with dividend yield to get an estimate of total return. It provides a standard for comparing income and growth stocks.

Note: Results are expressed as a simple rate; use the table below to convert to a compound rate.

A Present Full Year's Dividend \$ _____
 Present Price of Stock \$ _____ = _____ X 100 = _____ Present Yield or % Returned on Purchase Price (5A)

B AVERAGE YIELD OVER NEXT 5 YEARS

Avg. Earnings Per Share Next 5 Years _____ X Avg. % Payout (3E7) _____ = _____ % (5B)

C ESTIMATED AVERAGE ANNUAL RETURN OVER NEXT FIVE YEARS

5 Year Appreciation Potential (4E) _____ % (5C)

Average Yield (5B) _____ %

Average Total Annual Return Over the Next 5 Years _____ %

Table to Convert From Simple to Compound Rate

| Simple Rate | 2 | 4 | 6 | 8 | 10 | 12 | 14 | 16 | 18 | 20 | 22 | 24 | 26 | 28 | 30 | 32 | 34 | 36 | 38 | 40 |
|---------------|---|---|---|---|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|
| Compound Rate | 2 | 4 | 6 | 8 | 10 | 12 | 14 | 16 | 18 | 20 | 22 | 24 | 26 | 28 | 30 | 32 | 34 | 36 | 38 | 40 |

2 EVALUATING MANAGEMENT Company AFLAC 1/9/04

| | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | LAST 5 YEAR AVE. | TREND | |
|---|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------------------|-------|------|
| | | | | | | | | | | | | UP | DOWN |
| A % Pre-tax Profit on Sales (Net Before Taxes + Sales) | 8.4 | 8.2 | 8.3 | 8.0 | 9.3 | 9.9 | 10.3 | 11.1 | 12.3 | 13.0 | 11.3 | ↑ | |
| B % Earned on Invested Capital (E/S + Book Value) | 14.8 | 12.5 | 15.0 | 10.4 | 11.0 | 13.7 | 13.5 | 13.0 | 13.4 | 14.8 | 13.7 | ↑ | |

3 PRICE-EARNINGS HISTORY as an indicator of the future

| | | PRESENT PRICE | | 35.500 | | HIGH THIS YEAR | | 36.960 | | LOW THIS YEAR | | 23.100 | |
|--------------------------------|-----------|---------------|-------------------------|---------------------------|----------------|--------------------------------|---------------------------|-------------------------------|--|---------------|--|--------|--|
| Year | PRICE | | C Earnings Per Share | D Price Earnings Ratio | | F Dividend Per Share | G % Payout F + C X 100 | H % High Yield F ÷ B X 100 | | | | | |
| | A HIGH | B LOW | | E HIGH A + C | E LOW B + C | | | | | | | | |
| 1 1999 | 28.4 | 19.5 | 1.00 | 28.4 | 19.5 | 0.150 | 15.0 | 0.8 | | | | | |
| 2 2000 | 37.5 | 16.8 | 1.20 | 31.2 | 14.0 | 0.180 | 15.0 | 1.1 | | | | | |
| 3 2001 | 36.1 | 23.0 | 1.34 | 26.9 | 17.2 | 0.200 | 14.9 | 0.9 | | | | | |
| 4 2002 | 33.4 | 23.1 | 1.56 | 21.4 | 14.8 | 0.240 | 15.4 | 1.0 | | | | | |
| 5 2003 | 37.0 | 30.4 | 1.83 | 20.2 | 16.6 | 0.320 | 17.5 | 1.1 | | | | | |
| 6 TOTAL | | | | | | | | | | | | | |
| 7 AVERAGE | | 22.5 | | 25.6 | 16.4 | | 15.6 | | | | | | |
| 8 AVERAGE PRICE EARNINGS RATIO | | | 21.0 | | | 9 CURRENT PRICE EARNINGS RATIO | 19.4 | | | | | | |

Current P/E Based upon Last 12 mo. Earnings [1.83]
 Proj. P/E [17.3] Based upon Next 12 mo. Earnings [2.05]

4 EVALUATING RISK and REWARD over the next 5 years

A HIGH PRICE - NEXT 5 YEARS
 Avg. High P/E $\frac{20.0}{(3D7)}$ x Estimated High Earnings/Share 3.23 = Forecast High Price B-1 \$ 64.5 $(4A1)$

B LOW PRICE - NEXT 5 YEARS
 (a) Avg. Low P/E $\frac{15.0}{(3E7)}$ x Estimated Low E/Share 1.83 = \$ 27.5
 (b) Avg. Low Price of Last 5 Years = 22.5
 (c) Recent Severe Market Low Price = 23.0
 (d) Price Dividend Will Support $\frac{\text{Present Divd. } 0.320}{\text{High Yield } (4)} = 29.8$
 Selected Estimated Low Price 1.1 B-2 \$ 26.0 $(4B1)$

C ZONING
 $\frac{64.5}{(4A1)}$ High Forecast Price Minus $\frac{26.0}{(4B1)}$ Low Forecast Price Equals 38.5 Range $\frac{1}{3}$ of Range = 12.8
 Lower $\frac{1}{3}$ = 26.0 To 38.8 (Buy) $(4C2)$
 Middle $\frac{1}{3}$ = 38.8 To 51.7 (Maybe) $(4C3)$
 Upper $\frac{1}{3}$ = 51.7 To 64.5 (Sell) $(4C4)$
 Present Market Price of 35.5 $(4A1)$ is in the Buy $(4C5)$ Range

D UP-SIDE DOWN-SIDE RATIO (Potential Gain vs. Risk of Loss)
 High Price 64.5 $(4A1)$ Minus Present Price 35.5 = 29.0
 Present Price 35.5 $(4A1)$ Minus Low Price 26.0 $(4B1)$ = 9.5
 Relative Value: $\frac{29.0}{9.5} = 3.1$ =To 1
 Projected Relative Value: 82.4 %

5 5-YR POTENTIAL

A Present Full Year's Dividend \$ 0.320
 Present Price of Stock \$ 35.5 = $\frac{0.320}{35.5} \times 100 = 0.9$ Present Yield or % Returned on Purchase Price

B AVERAGE YIELD OVER THE NEXT 5 YEARS
 Avg. Earnings Per Share Next 5 Years 2.57 x Avg % Payout $\frac{15.6}{(3B7)}$ = 1.1 %
 Present Price \$ 35.5 Total Return: 13.5 %

DANUTA DZIAWGO

INDYWIDUALNI INWESTORZY W WIELKIEJ BRYTANII

I. RYNEK FINANSOWY

Na brytyjskim rynku kapitałowym dominującą pozycję zajmuje giełda londyńska – London Stock Exchange (LSE), a Londyn pozostaje niewątpliwie jednym z centrów finansowych. Na koniec 2003 r. kapitalizacja spółek handlowanych na LSE wyniosła blisko 2,4 bln USD, co oznacza, że po giełdach amerykańskich oraz japońskich jest to obecnie trzecie centrum finansowe. Świadczy to o potencjale tego rynku.

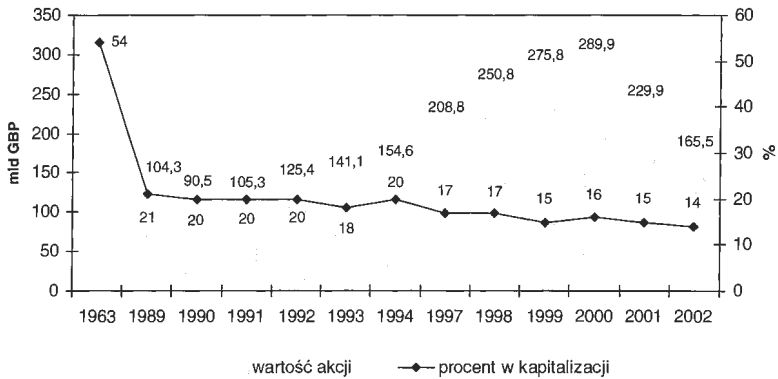
Strukturę akcji posiadanych przez poszczególne grupy akcjonariuszy przedstawiono w tabeli 1, natomiast na wykresie 1 zaprezentowano udział w kapitalizacji LSE indywidualnych inwestorów.

Tabela 1. Struktura kapitalizacji akcji na London Stock Exchange w wybranych latach

| WYSZCZEGÓLNIENIE | 1963 | 1990 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | |
|-------------------------|------|------|------|------|------|------|----------|
| | % | % | % | % | % | % | mlrd GBP |
| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 |
| Inwestorzy zagraniczni | 7,0 | 11,8 | 29,3 | 32,5 | 31,9 | 32,1 | 370,4 |
| Firmy ubezpieczeniowe | 10,0 | 20,4 | 21,6 | 21,0 | 20,0 | 19,9 | 230,1 |
| Fundusze emerytalne | 6,4 | 31,7 | 19,5 | 17,7 | 16,1 | 15,6 | 180,1 |
| Inwestorzy indywidualni | 54,0 | 20,3 | 15,3 | 16,0 | 14,8 | 14,3 | 165,5 |
| Fundusze inwestycyjne | 1,3 | 7,7 | 4,6 | 3,8 | 4,0 | 3,4 | 39,5 |

Ciąg dalszy tabeli 1.

| 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 |
|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Pozostałe instytucje finansowe | 11,3 | 0,7 | 5,1 | 4,6 | 9,9 | 10,5 | 121,4 |
| Fundacje | 2,1 | 1,9 | 1,3 | 1,4 | 1,0 | 1,1 | 13,1 |
| Instytucje poza finansowe | 5,1 | 2,8 | 2,2 | 1,6 | 1,0 | 0,8 | 9,1 |
| Banki | 1,3 | 0,7 | 1,0 | 1,4 | 1,3 | 2,1 | 24,2 |
| Sektor publiczny | 1,5 | 2,0 | 0,1 | 0 | 0 | 0,8 | 1,3 |
| Razem | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 1.154, |



Wykres 1. Wartość środków zainwestowanych w akcje przez bezpośrednich inwestorów indywidualnych w Wielkiej Brytanii w wybranych latach (dane na koniec roku, w mld GBP).

Źródło: *Share Ownership 2002*, National Statistics, Great Britain 2003, s. 9-10.

W ujęciu względnym w 1963 r. indywidualni inwestorzy posiadali 54% kapitalizacji London Stock Exchange, a w 2002 roku jedynie 14%. Jednak w ujęciu bezwzględnym, rynkowa wartość zainwestowanych kapitałów przez indywidualnych inwestorów uległa zwiększeniu z poziomu 104 mld GBP w 1989 roku do 166 mld GBP w 2002 roku.

W ujęciu wartościowym obroty dokonane przez inwestorów indywidualnych wyniosły 8,2%, przy czym średnia wartość transakcji tej grupy inwestorów wyniosła 7800 GBP (dane za 2000 r.)¹.

Istotnym segmentem brytyjskiego rynku finansowego jest także rynek funduszy inwestycyjnych. Na koniec stycznia 2004 r. na brytyjskim rynku finansowym funkcjonowało 1927 funduszy inwestycyjnych (1951 na 31.12.2002), oferowanych przez 129 towarzystw. Liczba prowadzonych kont wyniosła 19,3 mln (w 2002 r. było to 18,7 mln), a war-

¹ Survey of London Stock Exchange Transaction 2000; Internet, <http://www.london-stockexchange.com>

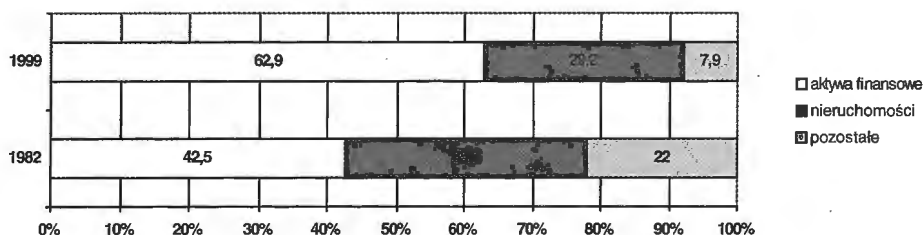
tość zarządzanych aktywów netto wyniosła 243,3 mld GBP (wobec 184,3 mld GBP na 31.01.2003).

Ponadto w Wielkiej Brytanii popularne są programy inwestowania w akcje, oferowane przez pracodawców. Są one korzystne ze względów podatkowych. Obecnie oferowane są:

- Sharesave, popularnie określane jako Save As You Earn (szacuje się, że obecnie uczestniczy w nim około 1200 firm i 1,75 mln pracowników, a roczne ulgi podatkowe wynoszą około 600 mln GBP),
- Company Share Option Plans (przyjęty w 4600 firmach, obejmujący około 450 000 uczestników; roczne ulgi podatkowe wynoszą około 130 mln GBP),
- Share Incentive Plan (przyjęty w około 450 firmach, obejmujący około 500 000 uczestników, pozwalający na osiągnięcie rocznych korzyści podatkowych w wysokości 400 mln GBP),
- Enterprise Management Incentives Plan (kierowany do małych firm; przyjęty w około 2500 firmach, roczne korzyści podatkowe z tytułu uczestnictwa w tym programie szacowane są na 45 mln GBP)².

2. AKTYWA FINANSOWE GOSPODARSTW DOMOWYCH

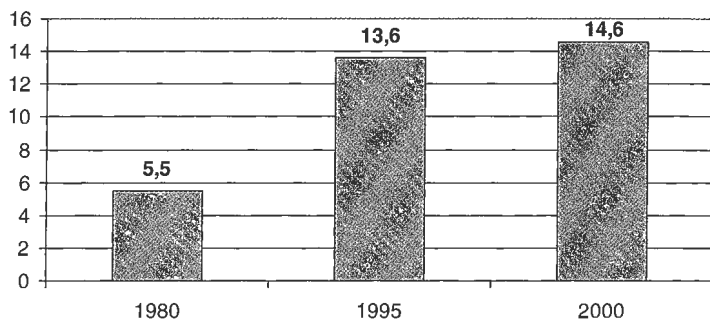
Według danych OECD udział aktywów finansowych w aktywach ogółem brytyjskich gospodarstw domowych wzrósł o ponad 48% pomiędzy końcem roku 1982 a 1999 (patrz wykres 2). Był to więc wzrost bardzo istotny.



Wykres 2. Struktura aktywów netto brytyjskich gospodarstw domowych w 1982 roku oraz 1999 roku
 Źródło: L. Boone, N. Girouard, *The stock market, the housing market and consumer behaviour*, OECD Economic Studies No. 35, 2000/2, s. 180.

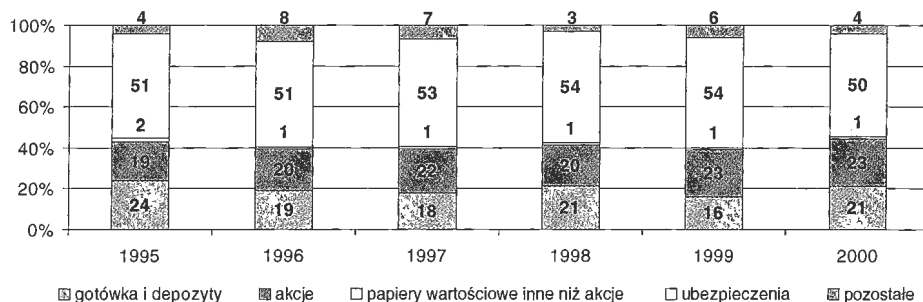
² Szacunki Inland Revenue.

Wyniki innych badań, także przygotowane przez OECD, sugerują, że udział akcji w aktywach ogółem gospodarstw domowych wzrósł o 7,4% pomiędzy rokiem 1995 a 2000, co zaprezentowano na wykresie 3.



Wykres 3. Udział akcji w aktywach ogółem brytyjskich gospodarstw domowych w wybranych latach
Źródło: jak na wykresie 2, s. 181.

Natomiast w innych badaniach tej samej instytucji prezentowane są dane informujące o tym, że udział akcji w strukturze aktywów finansowych brytyjskich gospodarstw domowych w latach 1995–2000 oscylował w przedziale 19–23%. Zaprezentowano to na wykresie 4.



Wykres 4. Struktura aktywów finansowych brytyjskich gospodarstw domowych w latach 1995–2000 (w %)
Źródło: B. Sand, T. M. Mathiausen, *Household financial wealth: trends, structures and valuation methods*, OECD, Statistics Directorate, OECD 2002, s. 22.

Z kolei w tabeli 2 przytoczono statystyki brytyjskie dotyczące rodzajów aktywów finansowych posiadanych przez gospodarstwa domowe. Zwraca uwagę bardzo duża popularność kont ISA (opisanych już we wcześniejszych rozdziałach niniejszej książki). Posiadanie akcji, podobnie jak posiadanie obligacji (innych niż rządu brytyjskiego), zadeklarowało odpowiednio 25% i 24% gospodarstw domowych. Tak więc inwestowanie oszczędności w papiery wartościowe jest wśród brytyjskich gospodarstw domowych relatywnie popularne.

Tabela 2. Rodzaje oszczędności posiadane przez brytyjskie gospodarstwa domowe (maj 2002)

| WYSZCZEGÓLNIENIE | % GOSPODARSTW DOMOWYCH |
|--|------------------------|
| Rachunek bieżący | 88 |
| Rachunek na pocztę | 7 |
| TESSA | 11 |
| ISA | 29 |
| Inne konta przynoszące dochód | 57 |
| Obligacje rządu brytyjskiego i udziały w funduszach inwestycyjnych | 6 |
| Akcje | 25 |
| National Savings | 4 |
| Save As You Earn | 1 |
| Obligacje | 24 |
| PEPs | 10 |

Źródło: *Family Resources Survey*, <http://www.statistics.gov.uk>

3. CHARAKTERYSTYKA INDYWIDUALNYCH INWESTORÓW

Szacuje się, że bezpośrednio akcje w Wielkiej Brytanii posiada około 10% dorosłych obywateli (a 22% zarówno bezpośrednio, jak i pośrednio). Liczba indywidualnych akcjonariuszy w Wielkiej Brytanii wzrosła z około 3 milionów w latach 50. do 12 milionów w roku 2000³. Wydaje się, że do zwiększenia zainteresowania Brytyjczyków inwestowaniem w papiery wartościowe przyczyniły się między innymi specjalne programy rządowe promujące inwestowanie poprzez korzyści podatkowe.

Na podstawie przeprowadzonych we wrześniu 2002 r. badań⁴ stwierdzono, że średnio indywidualny inwestor brytyjski posiada akcje 3 firm. Także w Wielkiej Brytanii, podobnie jak w Stanach Zjednoczonych, wyraźna jest koncentracja akcji pod względem ich wartości: 6% indywidualnych akcjonariuszy posiada 44% wartości akcji będących w posiadaniu indywidualnych inwestorów (wartość ich portfeli akcji wynosi przynajmniej 70 000 GBP), natomiast 19% akcjonariuszy posiada 79% wartości tych akcji. Z drugiej strony 22% indywidualnych akcjonariuszy posiada 1% akcji będących w posiadaniu indywidualnych akcjonariuszy (wartość ich portfela wynosi do 500 GBP).

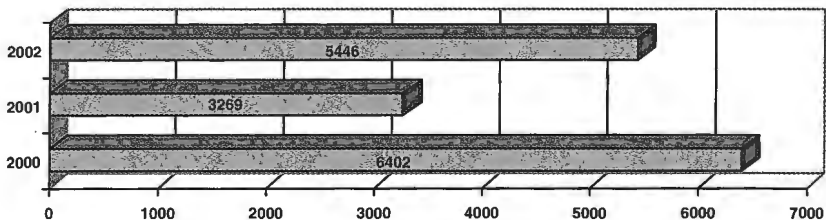
Inwestorzy brytyjscy nie są generalnie zainteresowani w uczestniczeniu w Walnych Zgromadzeniach Akcjonariuszy – aż 79% nie jest

³ *The Manual*, ProShare, London 2001, s. 3.

⁴ *Private Share Ownership in Britain 2002*, Internet, <http://www.proshare.org>

zainteresowana, wobec 15% zainteresowanych. Inwestorzy brytyjscy nie należą także do aktywnych – w ciągu roku kupili oni akcje średnio 1,8 razy, a sprzedali 1,4 razy, przy czym 10% inwestorów traktuje je jako rezerwy finansowe. Można zauważyć prawidłowość, że wraz z wiekiem indywidualnego inwestora wzrasta średnia wartość posiadanego przez niego portfela akcji⁵. Indywidualni inwestorzy pytani, co spowodowało, że zdecydowali się po raz pierwszy zainwestować w akcje twierdzą, że chcieli uzyskać wyższy zysk z zainwestowanych środków (20%), natomiast po 9% wskazało, że otrzymało akcje od firmy oraz że miało wolne środki finansowe.

Średnia wartość portfela akcji wyniosła 5445 GBP i wydaje się, że inwestorzy indywidualni zaczęli odbudowywać swoje pozycje na rynku akcji (por. wykres 5). Wartość ich portfela uległa bowiem zwiększeniu.



Wykres 5. Średnia wartość portfela akcji w latach 2000-2002

Źródło: *Private Share Ownership in Britain 2002*, Internet, <http://www.proshare.org>

Kolejnym ważnym aspektem związanym z rynkiem kapitałowym są akcje pracownicze. Inwestorzy, którzy otrzymali akcje od pracodawcy, w większości trzymają je (48%), natomiast 29% inwestorów częściowo je sprzedała, a częściowo zatrzymała. Pieniądze uzyskane ze sprzedaży akcji pracowniczych przeznaczyli przede wszystkim na inwestycje w nieruchomości: 37% (remonty, spłata hipoteki, kupno nowego domu) oraz na wczasy, samochody oraz dobra luksusowe: 32%. Jednak 10% inwestorów uzyskane środki przeznaczyła na kupno akcji innych firm w celu dywersyfikacji swojego portfela. Kolejne 9% inwestorów środki uzyskane z transakcji ulokowało w banku, a następne 9% w funduszach inwestycyjnych.

Z przedstawionych danych wynika, że programy akcji pracowniczych w Wielkiej Brytanii przyczyniają się do zwiększenia zainteresowania inwestowaniem wśród pracowników.

⁵ *The Big Storm – Will Private Investor Confidence Recover?*, ProShare, November 2002, s. 6.

4. STOWARZYSZENIA INDYWIDUALNYCH INWESTORÓW

Na rynku brytyjskim działają dwa stowarzyszenia indywidualnych inwestorów, łącznie zrzeszające ponad 110 000 osób, których portfel inwestycyjny szacowany jest na około 9 mld USD (2002 r.). Stowarzyszeniami tymi są UKSA, która zrzesza indywidualnych inwestorów oraz ProShare zrzeszająca kluby inwestycyjne. Także źródła finansowania działalności tych organizacji są odmienne. Poniżej pokrótce scharakteryzowano oba stowarzyszenia.

United Kingdom Shareholders' Association – UKSA (Stowarzyszenie Brytyjskich Akcjonariuszy) zostało założone w 1992 roku⁶. Liczy około 500 członków, jedynie osób fizycznych, z których składek, w wysokości 25 GBP rocznie, organizacja się utrzymuje. Stowarzyszenie to opiera się na pracy społecznej swoich członków.

Jest to organizacja niezależna, reprezentująca w Wielkiej Brytanii indywidualnych inwestorów i ich interesy. Przede wszystkim konsultuje akty prawne związane z brytyjskim rynkiem kapitałowym, w tym wprowadzanie zasad *corporate governance*. Współpracuje z rządem, giełdą, spółkami publicznymi i prasą.

Pracami stowarzyszenia kieruje Komitet Wykonawczy, który wybierany jest na roczną kadencję przez wszystkich członków. W strukturze UKSA funkcjonuje 6 oddziałów regionalnych, kierowanych przez przewodniczących.

Stowarzyszenie stara się realizować następujące cele:

- dopasować interesy właścicieli oraz osób zarządzających firmą,
- doprowadzić do zrównania poszanowania interesów inwestorów indywidualnych z interesami inwestorów instytucjonalnych,
- udostępniać inwestorom indywidualnym wysokiej jakości serwisy finansowe.

Stąd też działania stowarzyszenia koncentrują się przede wszystkim na:

- występowaniu w obronie interesów indywidualnych inwestorów,
- konsultowaniu projektów aktów prawnych,
- organizowaniu spotkań dla członków stowarzyszenia z analitykami, pracownikami giełdy, pracownikami biur maklerskich, zarządami spółek publicznych,
- organizowaniu wizyt w spółkach publicznych.

⁶ Internet, <http://www.uksa.org.uk>

Obecnie stowarzyszenie jest aktywne m.in. w lobbingu na rzecz obniżenia obciążeń związanych z podatkiem *stamp duty*, płaconym przy zakupie akcji w wysokości 0,5%.

Organizacją skupiającą kluby inwestycyjne oraz promującą inwestowanie na rynku kapitałowym w Wielkiej Brytanii jest ProShare – założona, także w 1992 roku, przez Ministerstwo Skarbu, London Stock Exchange oraz spółki publiczne⁷. To środki płynące właśnie od tych instytucji są źródłem finansowania działalności tej organizacji. Tak więc nie tyle jest to stowarzyszenie indywidualnych inwestorów, ile organizacja działająca na rzecz promocji inwestowania na rynku papierów wartościowych oraz edukacji ekonomicznej. Natomiast jednym z obszarów działania ProShare jest właśnie promocja inwestowania za pośrednictwem klubów inwestycyjnych, które mogą stać się członkami ProShare Investment Clubs – organizacji będącej częścią ProShare. ProShare przedstawia siebie jako niezależną organizację, która promuje upowszechnianie posiadania akcji oraz edukację finansową.

Za przynależność do ProShare Investment Club pobierana jest roczna opłata od klubu w wysokości 30 GBP. Przynależność do ProShare umożliwia między innymi korzystanie z bazy informacyjnej obejmującej dane ponad 2500 firm brytyjskich oraz pomoc prawną.

Celem działalności, określonym w statucie ProShare, jest zwiększenie popularności inwestowania w akcje wśród Brytyjczyków, co wyraża się już w samej nazwie, będącej skrótem od motta działania tej instytucji: *Promoting Share Ownership* – promowanie posiadania akcji. Jednym z narzędzi służącym do osiągnięcia tego celu jest edukacja obywateli w klubach inwestycyjnych – dlatego też ProShare koordynuje działalność klubów inwestycyjnych w Wielkiej Brytanii oraz służy pomocą przy zakładaniu nowych klubów, a następnie organizuje szkolenia i warsztaty dla członków klubów, będących członkami ProShare. Ponadto ProShare aktywnie promuje programy akcji pracowniczych. Organizacja ta pomaga przedsiębiorstwom wybrać odpowiedni rodzaj programu akcji pracowniczych, pomaga go wdrożyć, a następnie nim administrować. Działania ProShare na rzecz popularyzacji inwestowania oraz zakładania klubów inwestycyjnych przynoszą pożądane rezultaty.

5. KLUBY INWESTYCYJNE

Początek działalności klubów inwestycyjnych w Wielkiej Brytanii można określić na lata 60., kiedy utworzono brytyjski NAIC – National

⁷ Internet, <http://www.proshareclubs.co.uk>; <http://www.proshare.org>; <http://www.innovation.gov.uk/si2003>; <http://www.yourmoneybewise.co.uk>; *The Manual*; materiały uzyska-

Association of Investment Club Limited, aby popularyzować ideę klubów inwestycyjnych. W 1993 roku organizacja ta weszła w skład ProShare. Jej nazwa została następnie zmieniona na ProShare Investment Clubs.

W Wielkiej Brytanii funkcjonuje obecnie blisko 10 000 klubów inwestycyjnych (wg ostrożnych szacunków)⁸. Jest to bardzo duża liczba, zważywszy na to, że na koniec 1995 roku klubów takich funkcjonowało blisko 300. Można więc stwierdzić, że dynamika wzrostu liczby klubów inwestycyjnych jest w Wielkiej Brytanii bardzo wysoka. Szczegółowe dane dotyczące liczby klubów, które zarejestrowały się w organizacji ProShare, zawiera tabela 3. Na podstawie zaprezentowanych w niej danych można zaobserwować, że zainteresowanie tworzeniem nowych klubów inwestycyjnych (które jednocześnie rejestrowały się w ProShare) występowało w latach 1997–2001 na zbliżonym poziomie – rocznie rejestrowano powyżej tysiąca nowych klubów. Bardzo gwałtowny wzrost zainteresowania zakładaniem klubów nastąpił w roku 2000, w którym założono blisko 4000 nowych klubów.

Tabela 3. Liczba klubów inwestycyjnych zarejestrowana w ProShare w okresie 1994–luty 2003

| ROK | POWSTAJĄCE NOWE KLUBY | KLUBY ROZWIĄZANE | KLUBY AKTYWNE |
|---------|-----------------------|------------------|---------------|
| 1994 | 298 | 0 | 298 |
| 1995 | 127 | 132 | 293 |
| 1996 | 198 | 7 | 484 |
| 1997 | 1 266 | 70 | 1 387 |
| 1998 | 1 627 | 172 | 3 135 |
| 1999 | 1 544 | 71 | 4 608 |
| 2000 | 3 953 | 62 | 5 364 |
| 2001 | 1 112 | 55 | 9 556 |
| 2002 | 322 | 55 | 9 823 |
| 02.2003 | 63 | 9 | 9 876 |
| Razem | 10 509 | 633 | – |

Źródło: ProShare Investment Clubs. Statistics from 1994. Materiały udostępnione przez Lizz Fort z ProShare.

Na 10 509 klubów, które powstały i zarejestrowały się w ProShare, rozwiązaniu uległy zaledwie 633 kluby, tj. 6%. Wydaje się więc, że in-

ne z ProShare; B. Dziemaszkiewicz, Brytyjskie Stowarzyszenia Akcjonariuszy, „Akcjonariusz”, marzec 2002.

⁸ Investment Club Research 2001, Proshare, Internet, <http://www.proshare.org>; Internet, <http://www.proshareclubs.co.uk>; materiały uzyskane z ProShare.

westowanie poprzez kluby inwestycyjne przyjmuje się wśród brytyjskiego społeczeństwa i że ten sposób inwestowania oraz edukacji ekonomicznej nie jest związany z okresem chwilowej mody ani koniunktury panującej na giełdzie. Liczba rozwiązywanych klubów, szczególnie w roku 2002 oraz 2003, nie jest bowiem istotnie wysoka w porównaniu z wcześniejszymi latami.

Dynamika wzrostu liczby klubów inwestycyjnych oraz relatywnie niski wskaźnik poziomu rozwiązywanych klubów może świadczyć o wysokim, pomimo bessy, zainteresowaniu bezpośrednim inwestowaniem na rynku kapitałowym. Niewątpliwie do zainteresowania tego przyczyniły się w Wielkiej Brytanii także zachęty podatkowe oraz spektakularny wzrost indeksów giełdowych obserwowany na giełdach światowych w poprzednich latach.

Klub inwestycyjny w Wielkiej Brytanii może składać się z najwyżej 20 członków, co jest związane z regulacjami prawnymi dotyczącymi maksymalnej liczby członków spółki cywilnej. Klub, jako spółka cywilna, nie płaci podatków korzystając z uproszczonej procedury rozliczeń podatkowych. Z kolei członkowie klubu, osoby fizyczne, muszą włączać zyski kapitałowe oraz otrzymane dywidendy do swojego rocznego zeznania podatkowego na zasadach ogólnych.

Stowarzyszenie *ProShare* szacuje, że:

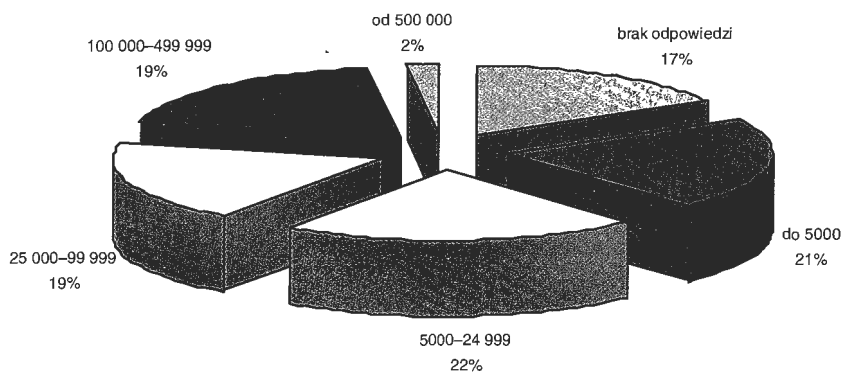
- członkami klubów inwestycyjnych w Wielkiej Brytanii jest 130 000 osób,
- aktywa klubów finansowych wynoszą obecnie ponad 150 mln GBP,
- wartość składek gromadzonych w klubach inwestycyjnych wynosi ponad 4 mln GBP miesięcznie.

Ostatnie dostępne badanie dotyczące klubów i ich członków zostało przeprowadzone w Wielkiej Brytanii w połowie 2001 roku. Poniżej zaprezentowano wybrane wyniki tego badania⁹:

- średnio kluby skupiały 11 członków,
- średnio kluby kupowały 8 razy w roku, a sprzedawały 5 razy w roku,
- średnia wartość dokonywanej transakcji wynosiła 1106 GBP,
- średnio wpisowe do klubu wynosiło 200 GBP, a składka comiesięczna wynosiła blisko 39 GBP,
- 38% indywidualnych akcjonariuszy posiadało w swoim portfelu akcje tylko 1–2 firm, ale z drugiej strony aż 36% inwestorów w istotny sposób dywersyfikowało swój portfel akcji, posiadając w nim przynajmniej 6 różnych firm,
- członkowie klubów inwestycyjnych w swoich prywatnych portfelach posiadali akcje 10 firm,

⁹ *Investment Club Research 2001*, Proshare, Internet, <http://www.proshare.org>

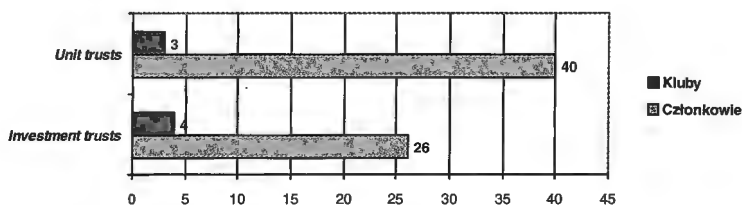
- 40% członków klubów posiadało prywatne portfele, których wartość przekraczała 25 000 GBP (patrz wykres 6).
- 22% indywidualnych akcjonariuszy inwestowało swoje środki także na giełdach zagranicznych,
- 80% uważało, że inwestowanie w akcje stanowi dobrą inwestycję długoterminową,
- 80% członków klubów stwierdziło, że od kiedy przystąpili do klubu, dużo nauczyli się na temat inwestowania,
- 70% członków klubów stwierdziło, że od kiedy przystąpili do klubu, to inwestowanie sprawia im przyjemność,
- 60% członków klubów stwierdziło, że dzięki uczestnictwu w klubie inwestycyjnym stali się bardziej pewni siebie, kiedy podejmują decyzje inwestycyjne,
- 66% członków przed przystąpieniem do klubu nigdy nie zakupiło akcji.



Wykres 6. Wartość indywidualnego portfela aktywów posiadanych przez członków klubów inwestycyjnych (w GBP)

Źródło: *Investment Club Research 2001*, Proshare, Internet, <http://www.proshare.org>

Środki klubów inwestycyjnych mogą być także lokowane w fundusze inwestycyjne. Ta forma inwestowania nie jest popularna wśród klubów inwestycyjnych. Jednakże członkowie klubów swoje środki poza klubem już częściej lokują w fundusze inwestycyjne. Na wykresie 7 zaprezentowano, jaka część klubów inwestycyjnych oraz członków klubów posiadających swoje prywatne portfele inwestowała w fundusze inwestycyjne.



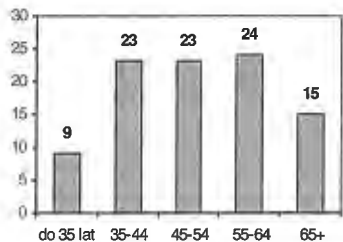
Wykres 7. Procent klubów inwestycyjnych oraz członków klubów inwestycyjnych, którzy nabyli udziały w funduszach inwestycyjnych w 2001 roku w Wielkiej Brytanii

gdzie: *Unit trusts* - fundusze inwestycyjne typu otwartego,

Investment trusts - fundusze inwestycyjne typu zamkniętego.

Źródło: jak na wykresie 6.

Z kolei na wykresie 8 zaprezentowano strukturę wieku członków klubów inwestycyjnych z Wielkiej Brytanii. Dominują tu osoby w średnim wieku. Należy jednocześnie zaznaczyć, że niemal tak samo liczne są aż trzy przedziały wiekowe: 34–44 lat, 45–54 lata oraz 55–64 lata.



Wykres 8. Struktura wieku członków klubów inwestycyjnych w Wielkiej Brytanii w 2001 r. (w %)

Źródło: jak na wykresie 6.

Podsumowując, na podstawie zaprezentowanych danych można stwierdzić, że także na brytyjskim rynku papierów wartościowych nie można pominąć znaczenia indywidualnych inwestorów. Podobnie jak w Stanach Zjednoczonych, także w Wielkiej Brytanii indywidualni akcjonariusze stanowią istotny element rynku giełdowego, traktując akcje jako zyskowną inwestycję średnio- i długoterminową. Obecnie akcje w sposób bezpośredni posiada około 12 mln obywateli Wielkiej Brytanii.

Ponadto należy podkreślić, że dzięki uczestnictwu w klubach inwestycyjnych 80% członków tych instytucji posiada portfel inwestycyjny także poza klubem. Tak więc kluby inwestycyjne w Wielkiej Brytanii odgrywają istotną rolę w procesie upowszechniania wiedzy z zakresu inwestowania.

EWELINA WIŚNIEWSKA

INDYWIDUALNI INWESTORZY W NIEMCZECH

I. RYNEK KAPITAŁOWY

Niemcy stanowiące jedną z największych potęg gospodarczych świata¹, należą do państw o relatywnie niewielkiej liczbie indywidualnych akcjonariuszy. Wydawałoby się, że występująca w gospodarce niemieckiej znacząca koncentracja produkcji i kapitału powinna sprzyjać klimatowi inwestycyjnemu. Także główne koncerny niemieckie należą do największych na świecie². Postępujący proces globalizacji i integracji rynków kapitałowych nie pozostał bez wpływu na rynek niemiecki, który od dłuższego czasu wymagał gruntownej reformy zarówno w zakresie obowiązujących ram prawnych, jak też przepisów podatkowych. Dokonane zmiany systemu *corporate governance*, jak też istotna modyfikacja przepisów prawa podatkowego umożliwiły stworzenie standardów na najwyższym poziomie światowym. Budzą one nadzieję na aktywny rozwój indywidualnego inwestowania w Niemczech. Ważnymi stymulatorami, które mogą mieć wpływ na dynamiczny wzrost liczby indywidualnych akcjonariuszy, są funkcjonujące od wielu lat stowarzyszenia inwestorów indywidualnych (SdK, DSW, Kritische Aktionäre) i prężnie działające kluby inwestycyjne. Obecnie istnieje w Niemczech ponad 6000 klubów inwestycyjnych zrzeszających w swych kręgach około 120 000 inwestorów indywidualnych.

¹ Niemcy wytwarzają ok. 6% produktu świat. brutto – 3. miejsce po USA i Japonii.

² Przykład stanowią takie koncerny, jak np. Daimler Benz (obroty roczne 50 mld USD), Volkswagen (40 mld USD), Siemens (37 mld USD), Veba (32 mld USD), BASF (27,5 mld USD), Hoechst (26,5 mld USD), Bayer (ok. 25 mld USD).

Niewielkie zainteresowanie rynkiem kapitałowym w Niemczech uwarunkowane było w dużym stopniu znaczną jego decentralizacją oraz niskim poziomem podaży walorów. W latach 1983–2002 można było zaobserwować niezwykle dynamiczny wzrost liczby spółek notowanych na giełdach w Niemczech – z 2122 w grudniu 1983 roku aż do 12 468 w sierpniu 2002 roku. Zauważalne było także zwiększenie w ogólnej liczbie notowanych spółek udziału przedsiębiorstw zagranicznych. W roku 1999 w Niemczech zarejestrowanych było aż 4789 przedsiębiorstw zagranicznych³. Jeszcze w 1990 roku kapitalizacja niemieckiego rynku kapitałowego wynosiła zaledwie 23% PKB, podczas gdy w Wielkiej Brytanii sięgała aż 87% PKB, w Stanach Zjednoczonych zaś 55% PKB. Już w roku 1997 kapitalizacja niemieckiego rynku wzrosła jednak do 39,4% PKB (w tym samym czasie w Wielkiej Brytanii wyniosła 155% PKB, a w Stanach Zjednoczonych 144% PKB).

Obrót papierami wartościowymi w Niemczech odbywa się na giełdach we Frankfurcie nad Menem, Berlinie, Hamburgu, Monachium, Bremie, Hanowerze, Stuttgartcie i Düsseldorfie w systemach oficjalnym, na giełdach i nieoficjalnym: na rynku regulowanym, nieoficjalnie regulowanym i w segmencie zwanym Neuer Markt. Udział poszczególnych giełd w obrotach walorami jest jednak bardzo zróżnicowany. Zdecydowanym liderem wśród rynków niemieckich jest giełda we Frankfurcie nad Menem, na której koncentruje się obecnie około 80% obrotów papierami wartościowymi. Na giełdzie Eurex, największej pod względem wartości obrotów giełdzie instrumentów pochodnych, odbywa się obrót kontraktami terminowymi i opcjami.

Tabela 1. Rozdział akcji pomiędzy różnymi grupami inwestorów w Niemczech, Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii w 2001 roku

| KRAJ | GOSPODARSTWA DOMOWE | PRZEDSIĘBIORSTWA | RZĄD | BANKI | FUNDUSZE INWESTYCYJNE I EMERYTALNE | INWESTORZY ZAGRANICZNI |
|-----------------|------------------------|------------------|-----------|-----------|--|---------------------------|
| Niemcy* | 17,1 (14,6) | 30,9 (42,1) | 0,7 (4,3) | 13 (10,3) | 15 (7,6) | 14 (8,7) |
| Wielka Brytania | 29,6 | 4,1 | 0,2 | 2,3 | 10,4 | 13,7 |
| USA | 36,4 | 15 | — | 0,2 | 13 | 4,2 |

Źródło: DAI Factbook 2002, s. 08.6–4.

* w nawiasie zaprezentowano dane dotyczące roku 1995

³ Na innych rozwiniętych rynkach giełdowych liczba przedsiębiorstw zagranicznych kształtowała się w tymże samym okresie następująco: NASDAQ i NYSE łącznie 7000, Japonia 2500, Wielka Brytania i Irlandia 2000.

Szacunki Deutsche Aktieninstitut wskazują, że w roku 2001 akcje posiadało tylko około 9,5% obywateli niemieckich, a w ujęciu wartościowym – akcje w aktywach finansowych niemieckich gospodarstw domowych stanowiły 17%.

Dane zawarte w tabeli 2 wyraźnie wskazują, że udział konwencjonalnych produktów bankowych w portfelach niemieckich gospodarstw domowych znacznie się obniżył, podczas gdy wzrosło znaczenie instrumentów bardziej złożonych.

Tabela 2. Procentowy udział wybranych aktywów finansowych w portfelach niemieckich gospodarstw domowych i organizacji pozafinansowych w latach 1975–1992 w Niemczech Zachodnich

| NIEMCY ZACHODNIE: GOSPODARSTWA DOMOWE I ORGANIZACJE POZAFINANSOWE | | | | | |
|--|------|------|------|------|------|
| Rok | 1975 | 1980 | 1985 | 1990 | 1992 |
| Rachunki bieżące, depozyty | 51,6 | 46,7 | 39,6 | 37,1 | 35,4 |
| Akcje, obligacje, jednostki w funduszach inwestycyjnych i inne instrumenty finansowe | 27,4 | 31,7 | 38,5 | 40,4 | 42,5 |

Źródło: Deutsche Bundesbank (1994), Deutsche Bundesbank (1999).

Statystyki dokumentujące kształtowanie się liczby akcjonariuszy bezpośrednich w ciągu ostatnich pięciu lat dowodzą, że ich liczba w tym okresie systematycznie rosła. Nieznaczny spadek ich liczby w roku 2002 w relacji do roku 2001 można tłumaczyć ogólnym załamaniem się gospodarki niemieckiej i okresem dekonjunktury niemal we wszystkich segmentach gospodarki. Widoczna jest także rosnąca w czasie liczba inwestorów pośrednich (tj. inwestujących w jednostki funduszy inwestycyjnych).

Tabela 3. Kształtowanie się liczby akcjonariuszy i posiadaczy jednostek w funduszach inwestycyjnych w latach 1997–2002 (w milionach)

| WYSZCZEGÓLNIENIE | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 |
|---|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| Akcjonariusze bezpośredni | 3,92 | 4,515 | 5,005 | 6,211 | 5,964 | 5,000 |
| Akcjonariusze pośredni | 2,308 | 3,185 | 4,744 | 8,365 | 9,766 | 8,637 |
| W tym: | | | | | | |
| Akcje i jednostki w funduszach | 0,627 | 0,911 | 1,518 | 2,748 | 2,607 | 2,088 |
| Tylko akcje | 3,293 | 3,604 | 3,487 | 3,463 | 3,087 | 2,912 |
| Tylko jednostki w funduszach | 1,681 | 2,274 | 3,226 | 5,617 | 7,159 | 6,549 |
| Suma akcjonariuszy i posiadaczy jednostek funduszy inwestycyjnych | 5,601 | 6,789 | 8,231 | 11,828 | 12,853 | 11,549 |

Źródło: Infratest-Umfragen im Auftrag des Deutschen Aktieninstituts, Mai 2003.

W Niemczech rośnie w ostatnich latach znaczenie funduszy inwestycyjnych. Statystyki wskazują, że od początku 1993 roku do września 2001 roku liczba funduszy wzrosła z 2692 do 6843, tj. aż o 154%. Wartość aktywów zarządzanych przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych zwiększyła się w tymże samym okresie z 417 miliardów DEM (tj. około 232 mld EUR) aż do 750 mld EUR⁴.

Istotną rolę na niemieckim rynku finansowym odgrywają także finansowe instytucje publiczne. Wartość aktywów 2740 instytucji finansowych w roku 2000 wynosiła aż 6,15 bln EUR. Prawie 1,7 bln EUR z tejże sumy było w posiadaniu 294 banków niemieckich, największe cztery banki komercyjne (Deutsche Bank, Dresdner Bank, Commerzbank, Bayerische Hypo – und Vereinsbank) koncentrowały zaś aż 57% całkowitej wartości aktywów wszystkich banków komercyjnych.

2. STOWARZYSZENIA INDYWIDUALNYCH INWESTORÓW

Istotną rolę w Niemczech odgrywają także inwestorzy indywidualni. Ich rola jest ważna w rozwoju rynku kapitałowego Niemiec i można przypuszczać, że w przyszłości będzie rosnąć. Obecnie istnieją w Niemczech trzy duże organizacje, które w swojej działalności koncentrują się właśnie na ochronie praw akcjonariuszy mniejszościowych. Należą do nich: Schutzgemeinschaft der Kleinaktionäre e.V. (SdK), Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. (DSW) i Kritische Aktionäre.

2.1. SCHUTZGEMEINSCHAFT DER KLEINAKTIONÄRE E.V. (SDK)

Jest to niezależna organizacja zrzeszająca i reprezentująca interesy akcjonariuszy mniejszościowych. Stowarzyszenie powstało prawie pięćdziesiąt lat temu, a jego siedziba główna znajduje się w Monachium. Członkowie organizacji mają możliwość przekazania pełnomocnictwa do głosowania przedstawicielom SdK na walnych zgromadzeniach akcjonariuszy. Stowarzyszenie zajmuje się także wydawaniem broszur informacyjnych i innych publikacji, jak też reprezentuje akcjonariuszy mniejszościowych przed sądem. Informacje na temat bieżącej działalności SdK relacjonowane są na internetowej stronie organizacji. Roczna opłata umożliwiająca przyjęcie w poczet członków wynosi obecnie 50 EUR. Członkostwo w organizacji jest gwarancją wzmocnienia pozycji drobnych akcjonariuszy, a w rezultacie inwesto-

⁴ Deutsche Bank, Capital Market Statistics, August–November 2001.

wanych przez nich na giełdzie kapitałów. Warto zapoznać się z dodatkowymi korzyściami, jakie można uzyskać wstępując do SdK. Członkowie otrzymują bezpłatnie dziesięć razy w roku sprawozdanie pt. „AktionärsReport”, które informuje o danych walnych zgromadzeń, aktualnym poziomie rozwoju rynku kapitałowego oraz bieżącej sytuacji prawnej akcjonariuszy.

Inwestorzy mogą ponadto skorzystać ze specjalnej oferty banku o nazwie „Heydt-Kersten & Söhne”, który niezależnie od wielkości środków na założonym rachunku bankowym przyznaje 50% upustu na wszelkie prowizje obowiązujące w tymże banku.

Udzielane są także 15% rabaty dla chętnych korzystających z oferty kursów prowadzonych przez Akademię Tworzenia Majątku „Akademie für VermögensBildung” na szkolenia z zakresów: opieki na starość, wiedzy na temat nieruchomości, podejmowania działań na giełdzie.

Statystyki prowadzone przez SdK dokumentują, że stowarzyszenie uczestniczy corocznie w ponad 700 walnych zgromadzeniach. Godny podkreślenia jest także fakt zajmowania przez przedstawicieli organizacji stanowiska, w kwestiach uznawanych powszechnie za kontrowersyjne niemal we wszystkich mediach i nagłaśnianie przypadków stosowania niewłaściwych praktyk wobec akcjonariuszy. Pod koniec każdego roku SdK sporządza szczegółowe sprawozdanie ze swojej działalności i odnotowuje odniesione w jej toku sukcesy.

Główne cele działania organizacji koncentrują się jednak przede wszystkim na stworzeniu dobrze funkcjonującego rynku akcji, na którym istnieją równe szanse interesariuszy i akcjonariuszy, jak też stworzone są możliwości rzetelnej kontroli i egzekwowania praw wszystkich inwestorów funkcjonujących na rynku. Osiągnięcie tego założenia wymagało sprecyzowania przez członków organizacji celów częściowych, za które uznano:

- 1) zarządzanie przedsiębiorstwem ukierunkowane na wzrost jego wartości,
- 2) odpowiednie do podejmowanego ryzyka oprocentowanie kapitału akcjonariuszy,
- 3) stworzenie ram prawnych umożliwiających skuteczne egzekwowanie praw akcjonariuszy,
- 4) równe traktowanie akcjonariuszy w obliczu fuzji i przejęć przedsiębiorstw,
- 5) dostęp do przejrzystej, czytelnej i wiarygodnej informacji,
- 6) optymalizację prac zarządów spółek,
- 7) sprawiedliwe i zgodne z prawem warunki emisji akcji,
- 8) przejrzystość obowiązujących przepisów prawnych,
- 9) obniżenie kosztów obsługi bankowej akcjonariuszy.

2.2. DEUTSCHE SCHUTZVEREINIGUNG FÜR WERTPAPIERBESITZ E.V. (DSW)

Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. jest organizacją, która zrzesza obecnie aż około 25 000 członków. Główna siedziba stowarzyszenia znajduje się w Düsseldorfie. Organizacja posiada 9 oddziałów na terenie całego kraju. Wszyscy przedstawiciele DSW są wykwalifikowanymi specjalistami z określonej dziedziny tj. prawnikami, doradcami podatkowymi, ekonomistami czy też bankowcami. Obszary zainteresowań i działań DSW obejmują wiele sfer – począwszy od płaszczyzny politycznej, poprzez kontakty z instytucjami finansowymi i sprawowaniem pieczy nad klubami inwestycyjnymi funkcjonującymi w Niemczech. Na płaszczyźnie międzynarodowej DSW jest członkiem europejskiego stowarzyszenia akcjonariuszy w Brukseli. Celem głównym DSW jest wzmocnienie pozycji akcjonariuszy i ochrona ich interesów. Warto podkreślić, że DSW było jedynym stowarzyszeniem reprezentującym akcjonariuszy, które uczestniczyło przy tworzeniu nowego kodeksu *corporate governance* w Niemczech. Co-rocennie DSW reprezentuje interesy akcjonariuszy na około 1000 walnych zgromadzeniach. W ramach oferty DSW zawiera się także bezpłatne udzielanie porad swoim członkom w kwestiach niejasności prawnych. Ważną sferą działalności DSW jest sprawowanie opieki nad ponad 6000 klubami inwestycyjnymi, udzielanie porad członkom klubów nowo tworzonych i pomoc w formułowaniu ich statutu. Oprócz wymienionych działań, DSW zajmuje się także szerzeniem wiedzy związanej z tematyką rynku kapitałowego, jak też propagowaniem kultury inwestowania w instrumenty rynku kapitałowego. Często organizowane są także spotkania edukacyjne mające za zadanie krzewienie wiedzy związanej z inwestowaniem na giełdzie. Wymieniając sukcesy DSW w ciągu wielu lat warto wspomnieć, że od 1965 roku stowarzyszenie brało udział w ponad 40 postępowaniach rekompensacyjnych, dzięki czemu przeforsowało łącznie kwotę w wysokości ponad 220 mln DEM dla swoich akcjonariuszy⁵. Jeden z procesów w sprawie niewłaściwego przeprowadzenia emisji akcji umożliwił przyznanie odszkodowania w kwocie 18 mln DEM. O wysokiej wiarygodności i sile organizacji świadczy zwracanie się do DSW przedstawiciele rządu i ministerstw niemieckich w kwestiach porad na temat projektów ustaw dotyczących rynku kapitałowego, instrumentów finansowych i opodatkowania.

Główne cele, które wyznaczone zostały przez członków organizacji jako priorytetowe obejmują następujące działania:

- 1) zajmowanie stanowiska w sprawie kierunków działań i tworzonych uregulowań w Unii Europejskiej. Oznacza to utrzymywanie ścisłych kontaktów z odpowiednimi komisjami Unii Europejskiej;

⁵ www.kanzlei-lesch.de/html/mitgliedschaften/dsw.html, z dnia 3.10.2003.

- 2) prowadzenie badań na temat technicznych i prawnych możliwości przekazywania praw do głosowania pomiędzy różnymi krajami (*cross-border-proxies*);
- 3) umożliwienie wzajemnego przedstawicielstwa i przekazywania prawa do głosowania członkom zagranicznych stowarzyszeń akcjonariuszy indywidualnych na walnych zgromadzeniach w ich kraju.

2.3. KRITISCHE AKTIONÄRE

Krytyczni akcjonariusze są organizacją założoną ponad 20 lat temu i zrzeszającą obecnie około 4000 akcjonariuszy. Cele tej organizacji znacznie różnią się jednakże od założeń wyznaczonych do osiągnięcia przez SdK i DSW. Główne obszary zainteresowań Krytycznych Akcjonariuszy obejmują tematykę związaną z:

- pokojem, redukcją zbrojeń i likwidacją przemocy,
- ochroną praw człowiek, tematyką Trzeciego Świata,
- sprawiedliwością społeczną, ochroną socjalną, ochroną praw kobiet,
- jednakowo równym dostępem do kształcenia,
- kwestiami tolerancji religijnej,
- ochroną środowiska,
- ekonomią, demokracją, polityką i równym dostępem do informacji.

Głównym motto, które przyświeca działaniom organizacji, jest „pozostawienie przyszłym pokoleniom świata, w którym najważniejsze są wartości etyczne”. Osiągnięcie założonych celów według akcjonariuszy mniejszościowych jest możliwe poprzez:

- przygotowywanie projektów ustaw spełniających wyżej wymienione kryteria propagowane przez organizację,
- informowanie jak największej liczby osób o podejmowanych przez organizację działaniach i osiągniętych w toku rezultatach,
- występowanie w mediach i nagłaśnianie ewentualnych przypadków łamania praw przez duże koncerny,
- organizowanie spotkań i kampanii informacyjnych.

3. KLUBY INWESTYCYJNE

Głównym celem tworzenia klubów inwestycyjnych w Niemczech jest wspólne inwestowanie w papiery wartościowe. Inwestowanie takie odbywa się przy współdziałaniu grupy, której uczestnicy współpracują ze sobą, prowadzą wzajemną edukację i uzgadniają strategie inwestycyjne. W wielu przypadkach o powstaniu nowego klubu decydują także możliwości wynegocjowania korzystniejszych warunków zawierania transakcji, jak też często wyższa stopa zwrotu z zaangażowanego kapitału.

3.1. FORMY PRAWNE

Utworzenie klubu inwestycyjnego powinno być poprzedzone analizą możliwych form prawnych, w ramach których może powstać organizacja. Przy wyborze formy prawnej dla klubu inwestycyjnego przyszli członkowie powinni zwrócić uwagę przede wszystkim na:

- aspekty podatkowe,
- wspólną odpowiedzialność inwestorów,
- możliwości rotacji członków klubu.

Według prawa niemieckiego teoretycznie możliwa jest niemal każda forma prawna zrzeszająca inwestorów. Formy prawne spółki akcyjnej (Aktiengesellschaft AG) i spółki z ograniczoną odpowiedzialnością (Gesellschaft mit beschränkter Haftung GmbH) są jednak niekorzystne głównie ze względu na aspekt podatkowy (konieczność uiszczania podatku przemysłowego Gewerbesteuer i podatku dochodowego od osób prawnych Körperschaftsteuer), jak też wysokie koszty założenia.

Zaletą spółki z ograniczoną odpowiedzialnością jest fakt, że udziałowcy odpowiadają za długi spółki tylko zadeklarowanym kapitałem, ich osobisty majątek pozostaje zaś nienaruszony. Forma ta jednak dla klubów jest w praktyce niemożliwa, gdyż kapitał udziałowy spółki musi wynosić przynajmniej 25 000 EUR.

Forma prawna stowarzyszenia (Vereins) jest niejako sprzeczna z celem klubu, którym jest pomnażanie kapitału, podczas gdy towarzystwa tworzone są głównie dla celów ideowych. W przypadku jednak realizowania celów ekonomicznych obecne przepisy utrudniają funkcjonowanie organizacji, co jest także między innymi związane z brakiem jej wiarygodności we współpracy z bankami. Inną barierą jest brak możliwości ograniczenia odpowiedzialności założycieli stowarzyszenia.

Forma prawna spółki komandytowej (Kommanditgesellschaft) w Niemczech jest przeznaczona głównie dla przedsiębiorstw przemysłowo-handlowych, co mija się z celami przyświecającymi funkcjonowaniu klubu. Spółka komandytowa bazuje na prawie spółki jawnej. Różnica polega na tym, że w spółce komandytowej istnieją dwa rodzaje udziałowców: komplementariusz ręczący całym swym majątkiem oraz komandytariusz ręczący tylko wkładem udziałowym.

Najbardziej odpowiednia dla potrzeb inwestorów wydaje się powszechnie obecnie stosowana forma spółki cywilnej. Pod postacią spółki cywilnej funkcjonuje obecnie większość klubów inwestycyjnych w Niemczech. Spółka cywilna (GbR – Gesellschaft burgerlichen Recht) ma swoje podstawy prawne w kodeksie cywilnym (Burgerliches Gesetzbuch, § 705). Spółkę mogą utworzyć co najmniej dwie osoby, które deklarują pełną odpowiedzialność za wnoszony majątek.

Atrakcyjność formy prawnej spółki cywilnej wynika także z jasnych uregulowań podatkowych i szerokich możliwości rotacji członków w klubie inwestycyjnym. Spółka cywilna nie posiada osobowości prawnej i w rezultacie nie podlega obowiązkowi uiszczania podatku dochodowego od osób prawnych i podatku przemysłowego. Inwestorzy rozliczają się pod koniec roku podatkowego jako osoby fizyczne, płacąc fiskusowi podatek od zysków wypracowanych w toku działalności od wysokości zainwestowanego kapitału. Warto także zaznaczyć, że w Niemczech poradnictwo i przygotowania związane z założeniem firmy przeprowadzane są z reguły przez radcę prawnego, który sporządza umowę spółki, uwzględniając wszystkie jej specyficzne potrzeby. Dzięki temu udziałowcy mogą wyeliminować prawie wszystkie problemy prawne. Istnieje jednak możliwość załatwienia wszelkich formalności bezpośrednio przez członków nowo powstałej organizacji.

W przypadku małych klubów inwestycyjnych liczba ich członków zawiera się w przedziale od 5 do 10 osób. Kluby średniej wielkości liczą z reguły od 10 do 15 osób. Taka liczba ich uczestników znacznie ułatwia wewnętrzną koordynację wyznaczonych pomiędzy inwestorami zadań. Za duże kluby inwestycyjne uważa się takie, które liczą od 25 do 30 osób. Zaletą dużych klubów są z reguły szybsze rezultaty osiągania założonych celów inwestycyjnych, ich wadą zaś trudności w koordynowaniu działań wewnątrz klubu. Nie istnieje wyznaczona prawem granica stanowiąca górny limit inwestorów zakładających klub. W uwagach ekspertów doradzających, aby górną granicę stanowiła liczba 30 członków, zawarte są przesłanki praktyczne. Uwzględniają one obowiązujące przepisy podatkowe, które utrudniają rozliczenia z fiskusem w przypadku, gdy liczba członków przekroczy 30 osób.

3.3. KONTAKTY KLUBU Z BANKIEM

Nowo powstały klub powinien skontaktować się z bankiem w celu założenia rachunku inwestycyjnego i podpisania odpowiedniej umowy. Ponieważ w przypadku spółki cywilnej jej założyciele odpowiadają całym swym majątkiem za podejmowane w toku jej działalności decyzje, konieczne jest podjęcie kroków, które minimalizują ewentualne ryzyko inwestorów. W celu wyznaczenia granic odpowiedzialności cywilnej, w momencie zakładania rachunku inwestycyjnego w wybranym banku strony umowy wyraźnie precyzują granice odpowiedzialności członków klubu. Podpisywana z bankiem umowa powinna także zawierać informację wyraźnie zastrzegającą brak możliwości zaciągania kredytów i innych zobowiązań na rzecz danej spółki przez zarządzających klubem (będących jednocześnie pełnomocnikami pozostałych inwestorów w kon-

taktach z bankiem). W praktyce większość klubów inwestycyjnych funkcjonujących w Niemczech posiada internetowe rachunki inwestycyjne, dzięki czemu zminimalizowane zostają koszty transakcyjne.

3.4. ROZLICZENIA PODATKOWE

Uregulowania podatkowe mają z pewnością bardzo istotny wpływ nie tylko na poziom aktywności gospodarczej w państwie, ale także na skłonność do inwestowania. Ważnym krokiem skierowanym w celu „ożywienia” gospodarki niemieckiej były podjęte przez rząd niemiecki reformy ustawy podatkowej, która miała na celu obniżenie podatków płaconych przez wszystkie podmioty prowadzące działalność gospodarczą, tj. duże korporacje i spółki, a także przedsiębiorstwa małe i średnie. Przedsiębiorstwa takie działają często w formie spółek osobowych. Przeprowadzone szacunki zakładały, że w wyniku przeprowadzonej reformy w roku 2005 całkowite obciążenie podatkowe powinno sięgnąć kwoty prawie 30 mld EUR.

Zgodnie z ustawodawstwem niemieckim, w przypadku formy prawnej spółki cywilnej obowiązek płacenia podatków powstaje odrębnie u każdego z jej członków. Klub inwestycyjny utworzony jako spółka cywilna powinien w momencie powstania zwrócić się do urzędu skarbowego (Finanzamt) o przyznanie indywidualnego numeru identyfikacyjnego. W celu ustalenia dochodów poszczególnych członków klubu, zarząd klubu zobowiązany jest do złożenia w imieniu spółki deklaracji podatkowej do urzędu skarbowego („Erklärung zur einheitlichen und gesonderten Feststellung von Besteuerungsgrundlagen”), w której wyszczególnione zostają źródła uzyskiwanych dochodów. W deklaracji takiej zawarte są następujące punkty:

- dochody kapitałowe,
- wysokość dochodu do opodatkowania,
- zyski spekulacyjne,
- straty spekulacyjne,
- zatrzymane zyski kapitałowe,
- zapłacony podatek solidarnościowy,
- zapłacone podatki od odsetek,
- koszty osiągnięcia przychodów.

Wypełniona deklaracja powinna zostać złożona do urzędu skarbowego wraz z potwierdzeniem podatkowym uzyskanym od banku najpóźniej do 31 maja następnego roku podatkowego.

Jeżeli wielkość zarządzanego majątku w klubie inwestycyjnym funkcjonującym jako spółka cywilna przekroczy wartość 1 mln DEM (512 tys. EUR), zgodnie z prawem niemieckim wymagane jest uzyska-

nie zezwolenia odpowiedniej komórki Niemieckiego Ministerstwa Finansów Republiki Federalnej Niemiec (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht).

Interesujące jest ujęcie w prawie niemieckim zysków i strat spekulacyjnych. Poprzez zyski/straty spekulacyjne według prawa niemieckiego rozumiane jest opodatkowanie dochodów z prywatnej sprzedaży, o ile pomiędzy zakupem i sprzedażą nie minęło 12 miesięcy. Jeżeli następuje zmiana kursu w kierunku korzystnym dla inwestora i cena akcji rośnie, inwestor ma prawo dokonać sprzedaży walorów, realizując przy tym zysk z tytułu zmiany ich kursu. Zysk ten jest wolny od opodatkowania, jeżeli pomiędzy zakupem akcji i ich następną sprzedażą upłynął rok kalendarzowy. Jeżeli jednak okres ten jest krótszy niż 12 miesięcy, zysk z tytułu różnicy kursu podlega opodatkowaniu według obowiązującej stopy podatku dochodowego od osób fizycznych. Ustalona została jednakże kwota wynosząca 1000 DEM (obecnie 512 EUR), która stanowi górną granicę zwalniającą od zapłaty tegoż podatku. Kwota ta nie jest jednak kwotą wolną od podatku (Freibetrag), lecz granicą kwoty wolnej od podatku. Oznacza to, że po uzyskaniu zysków przewyższających 512 EUR, podatnik ma obowiązek zapłacenia podatku nie tylko od kwoty, która przekroczyła 512 EUR, lecz od całkowitej kwoty uzyskanego zysku.

W sprawozdaniu podatkowym wykazywane są ponadto wszystkie koszty, które związane były z przeprowadzaniem transakcji, tj. opłaty za prowadzenie rachunku i prowizje, o które to pomniejszony zostanie zysk spekulacyjny.

Dywidendy według prawa niemieckiego opodatkowane są w taki sam sposób jak odsetki, niezależnie od długości okresu przetrzymywania walorów. Dywidendy podlegają podatkowi kapitałowemu w wysokości 25%. Podatek zostaje odliczony przez bank, w którym założony jest rachunek inwestycyjny, i odprowadzony do urzędu skarbowego.

4. AKTIENCLUB

AktienklubBerlin⁶ („Aktienklub Berlin; Horak, Kühn & Partner GbR”) jest interesującym przykładem klubu inwestycyjnego, ponieważ jest jednym z większych klubów inwestycyjnych działających na terenie Niemiec. Klub został założony 1 maja 1997 roku i do dnia dzisiejszego zgromadził około 200 członków. Warto jednak podkreślić, że istnieją trzy kluby, w któ-

⁶ Informacje na temat klubu zostały uzyskane podczas spotkania z Andreasem Horakiem w sierpniu 2002 roku. Jest on jednocześnie założycielem i głównym zarządzającym klubu.

rych liczba członków wyrażona jest w tysiącach. Należą do nich: Itzehoeer Aktien Club GbR (IAC) – 8500 osób, Hanseatischer Aktien-Club GbR (HAC) 4500 osób, Münchner Investment Club – 2500 osób.

Geneza powstania klubu sięga końca 1996 roku. Początkowym założeniem jego powstania było wypełnienie istniejącej luki na rynku funduszy inwestycyjnych. Większość z funduszy funkcjonujących w tamtym okresie prowadziła w opinii założycieli klubu bardzo jednostronną politykę inwestowania. Z drugiej strony większość funkcjonujących wtedy klubów oferowała co prawda atrakcyjne formy inwestycji w papiery wartościowe, jednakże bez możliwości aktywnego uczestniczenia w podejmowanych decyzjach wszystkich członków klubu.

Celem AktienklubBerlin jest jego ciągły rozwój i zainteresowanie tematyką giełdy jak największej liczby inwestorów, w związku z tym nie są stawiane ograniczenia maksymalnej liczby członków. Aby zostać członkiem klubu należy dokonać łącznej wpłaty 500 EUR na konto klubu. Klub posiada rachunki internetowe, dzięki czemu wyeliminowane są częściowo koszty transakcyjne związane z zakupem i obracaniem walorami (tj. koszty zakupu akcji w wysokości 3–5% wartości transakcji, koszty za prowadzenie rachunku bankowego w wysokości 1–2%). Jedynymi kosztami ponoszonymi przez klub w toku jego działalności są koszty: opłat pocztowych, dostępu do Internetu, papieru. Są one okresowo odliczane od wspólnego majątku klubu. Możliwe jest wypłacanie pieniędzy pod koniec każdego miesiąca, kiedy to każdy z członków otrzymuje osobisty wykaz stanu konta z kompletnym zestawieniem podatkowym. Aby dokonać wypłaty środków, należy złożyć pismo do zarządu najpóźniej do 25. danego miesiąca.

Większość z obecnych uczestników została pozyskana za pośrednictwem Internetu. Wszyscy członkowie klubu mają możliwości współuczestnictwa w tworzeniu strategii inwestycyjnej, doborze akcji do wspólnego portfela i monitorowania zachodzących w nim zmian poprzez stronę internetową klubu.

Aktienklub Berlin posiada dwa rachunki inwestycyjne. Pierwszy rachunek klubu nazywany jest „klasycznym” i obejmuje inwestycje w tzw. walory bezpieczne o charakterze wzrostowym, takie jak np. Nokia, Nestlé czy też General Electric. Drugi rachunek nazywany „spekulacyjnym”, zawiera w przeważającym stopniu walory zakupywane na krótki okres. Konto to charakteryzuje się wyższym ryzykiem, ale jednocześnie szansą uzyskania wyższej stopy zwrotu. Przykładowymi walorami będącymi w gestii zainteresowania członków klubu są takie akcje jak np. Microsoft, America Online (AOL), EMC, Lukoil czy też Thiel Logistik. W przeciwieństwie do wielu funduszy, które koncentrują się na konkretnych rynkach lub regionach klub dokonuje doboru takich akcji, które w dłuższym odcinku czasu wykazywały tylko tendencję rosnącą. W opi-

nii członków klubu tylko takie inwestycje mają sens. Przykładowo, Coca Colę piję około 40% Niemców, liczba ta zwiększa się zaś niemal z dnia na dzień. Nie ma więc sensu inwestowanie w niepewne walory notowane na rynkach wschodzących, kiedy inwestycje takich i tak dokonują duże koncerny. Klub wyklucza inwestycje charakteryzujące się bardzo wysokim ryzykiem i w ogóle nie dokonuje transakcji instrumentami pochodnymi (jest to prawnie zabronione i zapisane w statucie klubu).

Klub jednakże w doborze akcji do portfela nie kieruje się określonymi branżami czy też regionami. Najważniejsza jest wysoka jakość zakupowanych walorów. W przyszłości Andreas Horack będący od początku w dwuosobowym zarządzie klubu chciałby, aby klub funkcjonował podobnie jak fundusz inwestycyjny. Osoby zarządzające mogłyby przy wariacie dużej liczby członków czerpać dodatkowe dochody z tytułu zarządzania portfelem, nie generując przy tym jednostkowo wysokich kosztów dla członków klubu.

Przykłady klubów inwestycyjnych w Niemczech dowodzą, że ich działalność jest możliwa niezależnie od panującej koniunktury gospodarczej. Działające w Niemczech stowarzyszenia indywidualnych inwestorów jak też kluby inwestycyjne są przykładem, że ważnymi czynnikami sukcesu są przede wszystkim właściwe uregulowania prawne. Nie narzucają one w Niemczech górnego limitu kwot możliwych do zainwestowania przez członków klubu ani też liczby członków tworzących klub inwestycyjny, jak to jest przykładowo we Francji. Dzięki temu możliwe było w Niemczech powstanie kilku dużych klubów mających swoistą formę minifunduszy inwestycyjnych. W przypadku tych klubów ich klasyczna rola edukacyjna została niejako wyparta poprzez priorytetowy cel zakładający osiągnięcie wyższej stopy zwrotu, także poprzez minimalizowanie kosztów zarządzania portfelem. Nie bez znaczenia w przypadku inwestowania w dużym klubie jest możliwość wpływania na dobór walorów do wspólnego portfela, co nie jest realne w przypadku funduszy inwestycyjnych. Przeprowadzone w Niemczech zmiany zarówno w zakresie *corporate governance*, jak też przepisów prawa podatkowego wskazują, że w Niemczech dostrzega się potencjał tkwiący w grupie inwestorów indywidualnych i podejmuje działania mające na celu ułatwienie im inwestowania na rynku kapitałowym.

PAWEŁ MODRZYŃSKI

INDYWIDUALNI INWESTORZY WE FRANCJI

I. RYNEK FINANSOWY

Popularność inwestowania na rynku finansowym we Francji aż do końca lat siedemdziesiątych XX wieku była stosunkowo niewielka. Liczba inwestorów nieznacznie przekraczała 2 mln osób. Szczyt popularności aktywnej formy inwestowania na rynku finansowym przypadł na rok 1991, gdy liczba inwestorów wyniosła 14 mln. W latach 2000–2001 liczba inwestorów ukształtowała się na stabilnym poziomie 9 mln, wzrastając w 2002 roku do prawie 10 mln, a w 2003 r. przekroczyła tę barierę, osiągając poziom 10,2 mln inwestorów, co stanowi 22,6% populacji Francuzów¹. Na wykresie 1 przedstawiono dynamikę liczby inwestorów we Francji w latach 1978–2003.

W sierpniu 2002 r. Banque de France oraz Euronext Paris przeprowadziły badania dotyczące struktury własnościowej papierów wartościowych we Francji. W przeprowadzonej analizie brano pod uwagę osoby (powyżej 15 roku życia) inwestujące nadwyżki finansowe w akcje, obligacje, UCITS² – fundusze (w tym również emerytalne).

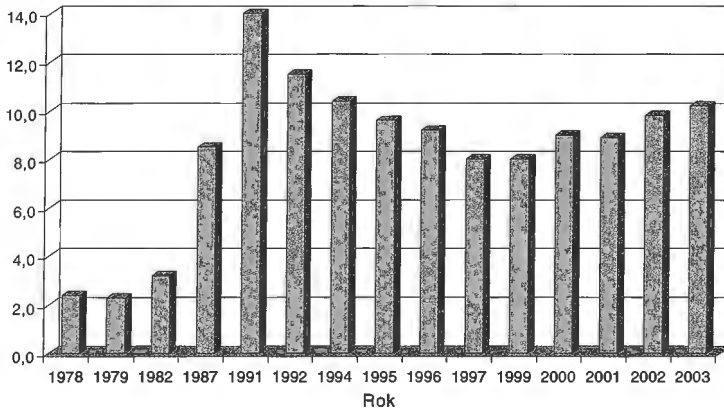
Badania ankietowe zostały przeprowadzone na reprezentatywnej próbie 10 000 osób. Uzyskane wyniki zostały ekstrapolowane na populację 44 770 000 Francuzów w wieku powyżej 15 roku życia.

Podczas analizy struktury portfela inwestorów wyraźnie zaznacza się tendencja spadkowa udziału obligacji w portfelu. Liczba inwestorów

¹ Wyniki badań zostały ekstrapolowane na populację osób powyżej 15 roku życia.

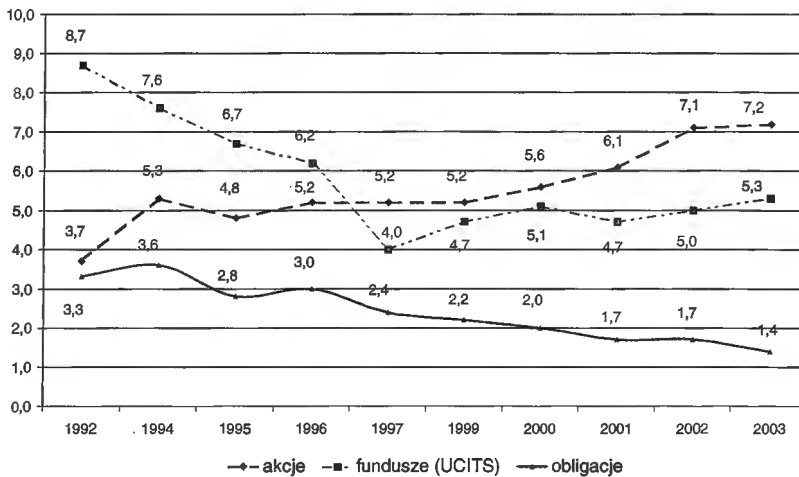
² UCITS – Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities – Fundusze inwestycyjne.

posiadających obligacje spadła z poziomu 3,6 mln w maju 1994 r. do 1,7 mln w maju 2002 r. Rośnie natomiast udział w portfelu akcji firm notowanych na giełdzie. W maju 1994 r. 5,3 mln inwestorów posiadało akcje firm notowanych na giełdzie, natomiast w maju 2002 r. liczba ta wzrosła do 7,1 mln, tj. o ok. 34%.



Wykres 1. Dynamika liczby indywidualnych inwestorów w mln w latach 1978–2003

Źródło: opracowanie własne.



Wykres 2. Liczba inwestorów (w mln) w podziale na wybrane instrumenty finansowe

Źródło: opracowanie własne.

Interesujący obraz zmian zachodzących w strukturze portfela przedstawiają papiery wartościowe typu UCITS – fundusze inwestycyjne. W grudniu 1992 r. stanowiły one najpopularniejszą formę lokowania nadwyżek finansowych – 8,7 mln inwestorów, natomiast w maju 2002 r. licz-

ba inwestorów obniżyła się do poziomu 5 mln. Na wykresie 2 przedstawiono zmiany zachodzące w strukturze inwestowania w latach 1992–2003.

INWESTYCJE W AKCJE FIRM NOTOWANYCH NA GIEŁDZIE

Przeprowadzone badania wskazują na rosnącą i obecnie dominującą rolę inwestycji w akcje w ogólnej strukturze portfela inwestycyjnego przeciętnego inwestora indywidualnego.

Źródłem pozyskiwania funduszy przez indywidualnych inwestorów są przede wszystkim dochody oraz oszczędności. W tabeli 1 przedstawiono zestawienie struktury procentowej źródeł finansowania zakupów akcji firm notowanych na giełdzie przez indywidualnych inwestorów.

Tabela 1. Źródła finansowania zakupów akcji wśród indywidualnych inwestorów

| WYSZCZEGÓLNIENIE | MAJ 2001 (%) | MAJ 2002 (%) |
|---|--------------|--------------|
| Dochody (tygodniówki, pensje, dochody wolne od podatku) | 54 | 49 |
| Oszczędności (lokaty bankowe, oszczędności) | 37 | 38 |
| – sprzedaż co najmniej jednego produktu finansowego (akcji, obligacji itp.) | 19 | 17 |
| – uzyskane dywidendy z posiadanych akcji | 15 | 17 |
| – odziedziczenie spadku | 7 | 8 |
| – sprzedaż nieruchomości | 3 | 3 |
| – otrzymane darowizny | – | 1 |
| – korzystanie z odroczenia płatności | 2 | 1 |
| – pożyczki, debety | 1 | – |
| – nie wyszczególnione | 8 | 11 |

Możliwa więcej niż jedna odpowiedź

Źródło: opracowanie własne.

OBLIGACJE

Popularność obligacji jako formy lokowania nadwyżek finansowych w ostatnich latach wyraźnie maleje. Począwszy od 1991 roku liczba inwestorów posiadających w swych portfelach obligacje systematycznie się obniża. We Francji szacuje się, iż w 1991 r. było 4 mln inwestorów posiadających w portfelach obligacje, natomiast w 2002 r. liczba ich spadła do 1,7 mln. Właściciele obligacji charakteryzują poniższe parametry:

- są to osoby powyżej 55 roku życia,
- należą do nich głównie emeryci, ale także osoby prowadzące działalność gospodarczą,

— wartości ich portfela inwestycyjnego jest dość wysoka – powyżej 91 400 EUR.

FUNDUSZE INWESTYCYJNE „UCITS”

Francja jest państwem, w którym popularność funduszy inwestycyjnych w ostatnich latach utrzymuje się na niezmiennym poziomie. Liczba inwestorów lokujących nadwyżki finansowe w fundusze w latach 1999–2002 oscylowała wokół poziomu 4,7–5,0 mln osób. Należy jednakże podkreślić, iż na początku lat dziewięćdziesiątych fundusze inwestycyjne cieszyły się znacznie większą popularnością niż obecnie. W 1991 roku 11 mln Francuzów posiadało jednostki funduszy inwestycyjnych. W tabeli 2 przedstawiono inwestycje w poszczególne typy funduszy inwestycyjnych.

Tabela 2. Struktura inwestowania w fundusze inwestycyjne (jako % populacji)

| WYSZCZEGÓLNIENIE | 1992 (%) | 1994 (%) | 1995 (%) | 1996 (%) | 1997 (%) | 1999 (%) | 2000 (%) | 2001 (%) | 2002 (%) |
|--|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Ogółem fundusze | 20,3 | 17,7 | 15,6 | 14,4 | 9,3 | 10,7 | 11,6 | 10,5 | 11,2 |
| Fundusze akcji | 6,5 | 5,6 | 4,1 | 3,4 | 3,1 | 4,0 | 5,8 | 5,4 | 5,7 |
| Fundusze obligacji | 5,8 | 6,5 | 5,8 | 4,9 | 3,4 | 2,5 | 2,2 | 1,4 | 0,8 |
| Fundusze rynku pieniężnego | 12,0 | 7,6 | 7,0 | 4,2 | 1,8 | 0,9 | 0,9 | 0,6 | 0,4 |
| Fundusze zrównoważone | 0,8 | 1,3 | 1,2 | 1,3 | 1,4 | 1,9 | 3,0 | 2,4 | 2,4 |
| Fundusze gwarantowane | 1,5 | 1,5 | 1,1 | 1,1 | 1,0 | 0,9 | 1,6 | 1,0 | 1,1 |
| Fundusze zagraniczne | – | – | – | – | – | – | – | – | 0,5 |
| Fundusze nieokreślone przez respondentów | – | 1,2 | 2,4 | 2,8 | 1,4 | 1,8 | 0,8 | 1,9 | 2,5 |

Źródło: opracowanie własne.

Z kolei szacuje się, iż w maju 2002 r. 5 mln osób posiadało jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych, co stanowiło ok. 11,2% populacji w wieku powyżej 15 lat. Interesujące zmiany zaszły również w samej strukturze inwestowania w fundusze. W wyniku przeprowadzonych badań szacuje się, iż w 2002 r. ok. 5,7% populacji inwestowało nadwyżki finansowe w fundusze akcji. Dla porównania w 1992 roku 6,5% populacji wybrało tę formę inwestowania. Największy spadek w strukturze funduszy inwestycyjnych zanotowały fundusze rynku pieniężnego – z 12% w 1992 r. do zaledwie 0,4% populacji w 2002 r. Podobną sytuację można zaobserwować w przypadku funduszy obligacji, gdzie w 1992 r. 5,8% populacji posiadało jednostki funduszy obligacji, natomiast w 2002 r. już tylko 0,8%. Nieznaczny wzrost z 0,8% w 1992 r. do poziomu 2,4% w 2002 r. odnotowały fundusze zrównoważone.

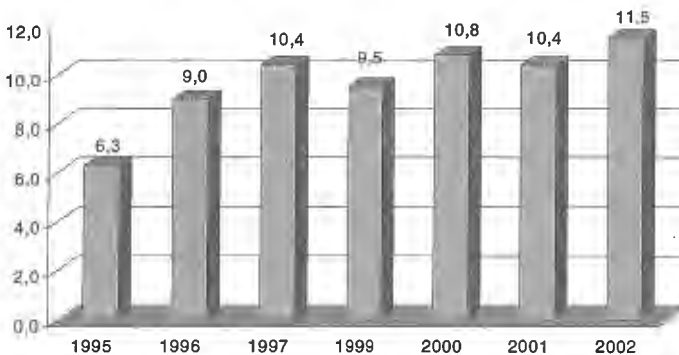
Przeprowadzone badania wskazują na znaczący wzrost zainteresowania wśród inwestorów szeroko pojętym rynkiem akcji. Przedstawione zmiany zachodzące w strukturze inwestowania w fundusze inwestycyjne można tłumaczyć zwiększonymi oczekiwaniami inwestorów na osiągnięcie znacznie wyższych stóp zwrotu z zainwestowanego kapitału, przy jednoczesnym akceptowaniu wyższego poziomu ryzyka. Obecnie inwestorzy nie są zainteresowani utrzymaniem realnej wartości swych aktywów, co jest efektem inwestowania w bezpieczne fundusze obligacji czy rynku pieniężnego, a ich uwaga skupia się zasadniczo wokół funduszy akcji.

Ponadto, przeprowadzone badania potwierdziły następujące zależności:

- 1) osoby inwestujące nadwyżki finansowe w fundusze to przede wszystkim osoby powyżej 55 roku życia (52,8% badanej grupy) oraz emeryci (17%),
- 2) najmniejszym zainteresowaniem fundusze inwestycyjne cieszą się wśród osób w wieku 25–34 lat (13,6% badanej grupy), będących rzemieślnikami oraz kupcami, o rodzinnych dochodach netto w wysokości powyżej 3800 EUR miesięcznie.

POLISY UBEZPIECZENIOWE

Rynek ubezpieczeniowy we Francji na początku 2. połowy lat dziewięćdziesiątych XX wieku przeżywał swój rozkwit. Liczba osób w wieku powyżej lat 15 korzystających z ubezpieczeń na życie wzrosła z 6,3 mln osób w 1995 r. do 10,4 mln osób w 1997 r., co daje wzrost w ciągu dwóch lat o 65,1%. Wyraźny wzrost na rynku ubezpieczeń zanotowano w 2002 r., gdy liczba ubezpieczonych wzrosła o 1,1 mln osób, tj. o 10,6%. Na wykresie 3 przedstawiono dynamikę liczby osób korzystających z polis „na życie” w latach 1995–2002.



Wykres 3. Właściciele polis „na życie” (w mln osób powyżej 15 roku życia)

Źródło: opracowanie własne.

Należy podkreślić, iż większość, bo ponad 71% kontraktów ubezpieczeniowych zawieranych jest w unijnej walucie euro.

Ponadto 51% właścicieli polis ubezpieczeniowych zawarło swe kontrakty za pośrednictwem banków komercyjnych, banków (kas) oszczędnościowych oraz placówek poczty, natomiast pozostała część bezpośrednio z firmą ubezpieczeniową.

LOKATY BANKOWE

Oprócz rosnącej popularności aktywnych form inwestowania, propagowanej i wspieranej przez bardzo aktywne we Francji kluby indywidualnych inwestorów, dużym zainteresowaniem cieszą się lokaty bankowe. Liczba osób posiadających w bankach rachunki oszczędnościowe wyniosła w 2002 r. 33,5 mln osób (powyżej 15 roku życia). W porównaniu do ubiegłego roku zanotowano spadek o 6%.

WYNIKI BADAŃ RYNKU KAPITAŁOWEGO WE FRANCJI W 2003 R.

Liczba spółek notowanych na giełdzie papierów wartościowych w Paryżu wyniosła w 2003 roku 816. Wartość kapitalizacji paryskiej giełdy w 2003 roku wyniosła 1075 mld EUR. Miesięczna średnia wartość zawieranych transakcji na rynku giełdowym w 2003 roku – 4,0 mld EUR.

W tabeli 3 przedstawiono zyski giełdy Euronext w Paryżu za 2003 r.

Tabela 3. Zyski z działalności prowadzonej przez giełdę w Paryżu

| (w tys. EUR) | ROK | | ZMIANA (%) |
|---|---------|---------|------------|
| | 2003 | 2002 | |
| Opłaty związane z pierwotną emisją akcji na giełdzie | 30 652 | 38 396 | -20.2% |
| Prowizje związane z kupnem/sprzedżą akcji spółek notowanych na giełdzie | 187 463 | 190 488 | -1.6% |
| Instrumenty pochodne | 299 984 | 290 111 | 3.4% |
| Operacje clearingowe* | 165 071 | 183 684 | -10.1% |
| Zarządzanie aktywami | 28 236 | 29 051 | -2.8% |
| Usługi informacyjne | 91 154 | 92 073 | -1.0% |
| Sprzedaż oprogramowania | 172 511 | 148 484 | 16.2% |
| Pozostałe zyski | 15 969 | 24 266 | -34.2% |
| Ogółem | 991 040 | 996 553 | -0.6% |

* Nowy system clearingowy - The LCH.Cleamnet rozpoczął swoje działania 22 grudnia 2003. Od tego momentu zyski z transakcji nie są skonsolidowane. To wydarzenie odbiło się negatywnie na zyskowości z działalności clearingowej w IV kwartale 2003 r. na kwotę około 3 mln EUR.

Działalności na rynku pierwotnym w 2003 r. nie można zaliczyć do udanych. Nie zanotowano spektakularnych emisji na rynku pierwotnym, co dało w efekcie niskie zyski z tego typu aktywności. W 2003 r. Euronext zanotował dość dużą liczbę przeprowadzonych transakcji – prawie 150 mln, co daje wzrost w porównaniu do roku poprzedniego o 8,3%. Jednakże przeciętna wartość akcji, którymi handlowano, spadła z 1,38 EUR do 1,25 EUR, co w efekcie przyniosło nieznaczny spadek zyskowności w tym segmencie.

Pomimo słabszego IV kwartału aktywność na rynku instrumentów pochodnych pozostała na wysokim poziomie. Wartość dochodów z handlu instrumentami pochodnymi w 2003 roku wyniosła 300 mln EUR, co oznacza wzrost o 3,4% w porównaniu do roku 2002, gdzie dochód wyniósł 290,1 mln EUR.

W 2003 r. na zlecenie Banque de France oraz Euronext przeprowadzono badania podobne do tych w 2002 r., na reprezentatywnej grupie 9182 osób powyżej 15 roku życia.

Badania wykazały, że Francuzi pozostali wierni swoim przekonaniom, jeśli chodzi o sposoby inwestowania oszczędności. We wszelkiego rodzaju produkty o charakterze oszczędnościowym inwestuje 11,9 mln osób (26,5%). Z tego około 10,2 mln osób (22,6%) jest posiadaczami różnego rodzaju papierów wartościowych (akcji, obligacji, jednostek funduszy inwestycyjnych oraz pracowniczych funduszy inwestycyjnych). Stanowi to nieznaczny wzrost w stosunku do poprzedniego roku, gdy posiadanie papierów wartościowych deklarowało 9,8 mln Francuzów.

Rok 2003 był też tym, w którym zanotowano znaczący spadek liczby indywidualnych inwestorów do poziomu 7,2 mln (16,0%). O ile rok 2002 r. można uznać za bardzo udany pod względem przyrostu liczby indywidualnych inwestorów (wiązało się to m.in. z dużą atrakcyjnością wielu debiutów giełdowych, np. Credit Agricole, i przyczyniło się do zwiększenia zainteresowania rynkiem akcji mimo trudnej sytuacji na rynku), o tyle rok 2003 charakteryzuje się dość poważnym spadkiem liczby indywidualnych inwestorów (ze względu na brak wyjątkowo atrakcyjnych debiutów giełdowych i przedłużający się trend spadkowy na giełdach). W związku z przedłużającą się bessą na rynku większość indywidualnych akcjonariuszy zdecydowało się na pozostawienie swoich portfeli w niezmienionej postaci, w ten sposób ograniczając liczbę wykonywanych przez siebie transakcji. W tym samym czasie wzrosła liczba osób posiadających akcje spółek, w których pracują. Fakt posiadania akcji spółek, w których są zatrudnieni deklaruje 1,9% inwestorów. Najczęściej stają się ich właścicielami poprzez pracownicze fundusze inwestycyjne. Wzrosła też nieznacznie liczba posiadaczy jednostek planów systematycznego oszczędzania.

Liczba posiadaczy jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych wzrosła do 5,3 mln (11,8%) w porównaniu do roku 2002, gdy wynosiła

ona 5 mln. Wzrost ten jest efektem niesłabnącego zainteresowania produktami bezpiecznymi, a jednocześnie gwarantującymi zyski na dość wysokim poziomie. Jednocześnie w dalszym ciągu występuje malejące zainteresowanie obligacjami. Liczba osób zainteresowanych tym produktem zmalała do 1,4 mln (w porównaniu do 1,7 mln w roku 2002).

Z przeprowadzonych badań wynika również, że pomimo spadku liczby transakcji przeprowadzanych *on-line* występuje nieznaczny wzrost czynności, do których używany jest Internet. Jest on coraz częściej wykorzystywany do zarządzania papierami wartościowymi, będącymi w posiadaniu indywidualnych inwestorów, zwłaszcza jeśli chodzi o weryfikowanie zawartości portfela i jego aktualną wycenę.

2. SYSTEM PODATKOWY

Omawiając system podatkowy obowiązujący w 2003 roku we Francji należy wymienić sześć podstawowych grup klasyfikacji podatków, są to mianowicie:

- podatki bezpośrednie,
- podatki pośrednie,
- opłaty skarbowe – rejestracyjne,
- podatek od bogactwa,
- podatek od nieruchomości,
- pozostałe.

Skala podatkowa dla podatku dochodowego od osób fizycznych jest progresywna i zawiera się w przedziale od 0% do 48,09% (patrz tabela 3). Co do zasady, wszystkie uzyskiwane przez podatnika dochody podlegają opodatkowaniu, w tym wynagrodzenia, renty, emerytury, wynagrodzenie z tytułu prac zleconych i wykonywanych czasowo, dochody z nieruchomości, działalności rolnej i leśnej, z działalności gospodarczej, handlu, a także dochody kapitałowe.

Tabela 3. Skala podatkowa dla podatku dochodowego od osób fizycznych w 2003 r.

| STAWKA PODATKU DOCHODOWEGO OD OSÓB FIZYCZNYCH | PROGI PODATKOWE DOCHODU (W EUR) |
|---|---------------------------------|
| 0% | do 4262 |
| 6,83% | od 4262 do 8382 |
| 19,14% | od 8382 do 14 753 |
| 28,26% | od 14 753 do 23 888 |
| 37,38% | od 23 888 do 38 868 |
| 42,62% | od 38 868 do 47 932 |
| 48,09% | powyżej 47 932 |

3. STOWARZYSZENIE KLUBÓW INWESTYCYJNYCH

W roku 1966 w paryskim Instytucie Nauk Politycznych zaadaptowano koncepcję klubów. Dwa lata później we Francji rozpoczęto kampanię propagującą inwestowanie poprzez kluby indywidualnych inwestorów. Kampania ta przyniosła wymierne rezultaty, obecnie Francja zajmuje, po Stanach Zjednoczonych, drugie miejsce na świecie, jeśli chodzi o liczbę członków zrzeszonych w klubach indywidualnych inwestorów. Pierwszy klub inwestycyjny powstał we Francji ponad 30 lat temu. Według danych z marca 2002 r. we Francji w Stowarzyszeniu FFCI (Federation Française des Clubs d'Investissement) zarejestrowanych było ponad 17 000 klubów zrzeszających około 250 000 członków. FFCI od 1984 roku jest członkiem Światowego Stowarzyszenia Klubów Inwestorów (The World Federation of Investors Corporation – WFIC).

Wszelkie formalności administracyjne związane z rejestracją klubów indywidualnych inwestorów zostały ograniczone do niezbędnego minimum. Ponadto, nie są pobierane opłaty rejestracyjne ani manipulacyjne związane z zakładaniem klubu. Formą prawną klubu jest wspólnota³, która może skupiać od 5 do 20 osób. Do założenia klubu niezbędne jest posiadanie statutu klubu oraz otwarcie rachunku inwestycyjnego pod nazwą klubu za pośrednictwem pośrednika finansowego (banku, kasy oszczędnościowej czy domu maklerskiego).

Przedmiotem działalności klubu jest przede wszystkim zwiększanie wartości portfela klubu poprzez działalność inwestycyjną. Zgodnie z przepisami kodeksu cywilnego, które stosuje się do klubów indywidualnych inwestorów, klub musi liczyć co najmniej 5 członków, ale nie więcej niż 20. Ponadto członkiem klubu może zostać wyłącznie osoba fizyczna. Otwarcie rachunku inwestycyjnego klubu następuje dopiero po wyborze prezydenta. Osoba fizyczna może być członkiem tylko jednego klubu indywidualnych inwestorów z uwagi na przysługujące ulgi podatkowe.

Każdy członek jest zobowiązany do regularnego wnoszenia wpłat miesięcznych na rachunek klubu. Całkowita roczna wpłata wnoszona przez jednego członka nie może przewyższać 5500 EUR.

Spotkania członków klubu indywidualnych inwestorów odbywają się co najmniej 10 razy w roku. Liczba głosów przypadających na członka klubu może być ustalona w dwojaki sposób:

- każdy członek klubu dysponuje jednym głosem,
- liczba głosów ustalana jest proporcjonalnie do wkładu wnoszonego przez członka klubu.

³ *Une indivision* (franc.) – forma prawna: wspólność posiadania, niepodzielność, współwłasność.

Okres obrachunkowy ewidencji księgowej klubu pokrywa się z rokiem kalendarzowym. Pierwszy okres obrachunkowy rozpoczynany jest w dniu pierwszej operacji na koncie klubu i trwa do końca danego roku kalendarzowego.

Akcje znajdujące się w portfelu inwestycyjnym klubu ewidencjonowane są według cen nabycia. Na koniec ustalonego przez klub okresu (miesiąc, kwartał) dokonywane jest przeliczanie posiadanych waloarów w portfelu inwestycyjnym wg aktualnych notowań giełdowych. Osiągnięty w ten sposób wynik ewidencjonowany jest po stronie pasywów. Po dokonaniu operacji przeliczania wartości portfela inwestycyjnego następuje przeliczanie wartości posiadanego kapitału przypadającego na członka klubu. Wówczas wynik osiągnięty z operacji finansowych powiększa lub pomniejsza zgromadzony przez klub kapitał.

Francja jest krajem, w którym kluby indywidualnych inwestorów cieszą się dużą popularnością. Rozwiązania obowiązujące we Francji różnią się nieznacznie od rozwiązań przyjętych w innych krajach Unii Europejskiej. Należy jednakże podkreślić, iż idea powoływania klubów jest zawsze ta sama – propagowanie aktywnego uczestnictwa w życiu finansowym, wybieranie aktywnych form lokowania nadwyżek oraz edukacja ekonomiczna.

Przeprowadzone przez Banque de Paris oraz Euronext Paris badania potwierdzają rosnące zainteresowanie wśród inwestorów rynkiem akcji, będącym jednocześnie głównym obszarem działań klubów inwestycyjnych. Należy oczywiście pamiętać, iż w zależności od wieku, statusu społecznego, wykształcenia, zasobności portfela itp. inwestorzy będą dywersyfikować posiadane portfele inwestycyjne. Nadal popularne są takie instrumenty finansowe, jak lokaty bankowe czy fundusze inwestycyjne, które nie należą do przedmiotu zainteresowań klubów indywidualnych inwestorów.

Ideą klubu jest zachęcanie ludzi do podejmowania wysiłku w celu zrozumienia mechanizmów giełdowych, a następnie próbowania budowania własnego portfela inwestycyjnego o stopniu ryzyka dostosowanym do indywidualnego gracza. Kluby stanowią alternatywę wobec przede wszystkim funduszy inwestycyjnych, które oprócz wyboru typu funduszu (akcyjny, obligacji, rynku pieniężnego itp.) nie dają możliwości żadnego wpływu na politykę lokacyjną.

PAWEŁ MODRZYŃSKI

INDYWIDUALNI INWESTORZY W BELGII

I. RYNEK KAPITAŁOWY

Belgia jest państwem o wysoko rozwiniętej gospodarce, odgrywającym znaczącą rolę na europejskim rynku kapitałowym. Produkt krajowy brutto przypadający na jednego mieszkańca umiejscawia Belgię w pierwszej dziesiątce najbogatszych krajów świata. PKB *per capita* w 2002 roku wyniósł 25 200 EUR, tj. był ponadtrzykrotnie wyższy niż w Polsce (PKB *per capita* w Polsce w 2002 roku wyniósł 8300 EUR).

Instytucjami nadzorującymi belgijski rynek kapitałowy są Narodowy Bank Belgii oraz giełda papierów wartościowych Euronext. Euronext – pierwsza paneuropejska giełda papierów wartościowych – powstała z połączenia giełd w Amsterdamie, Brukseli oraz Paryżu. Ogłoszone w marcu 2000 roku porozumienie w sprawie utworzenia giełdy o międzynarodowym charakterze uzyskało swoją ostateczną formę we wrześniu tego samego roku. Akcjonariusze giełd tworzących Euronext trzymali akcje nowej spółki. Aby sprostać regulacjom prawnym, w szczególności jeśli chodzi o zasady dotyczące notowania spółek na giełdzie, oraz żeby zakorzenić Euronext w kulturze biznesu wszystkich trzech krajów, giełdy-założyciele nominalnie tworząc jedną giełdę występowały w swoich państwach pod różnymi nazwami: Euronext Amsterdam N.V., Euronext Brussels S.A./N.V. i Euronext Paris S.A. Każdy z uczestników wspólnego rynku kapitałowego oferował zarówno emitentom, instytucjom finansowym, jak i indywidualnym inwestorom dostęp do jednolitego, zunifikowanego rynku papierów wartościowych. Na początku 2002 r. Euronext rozwinął się poprzez nabycie LIFFE (London International Financial Futures and Options Exchange) oraz w wyniku połą-

czenia się z portugalską giełdą papierów wartościowych w Lizbonie (6 lutego 2002 r.). Od 2 września 2002 r. inwestorzy mogą swobodnie inwestować na rynkach kapitałowych krajów wchodzących w skład paneuropejskiej giełdy Euronext.

Należy podkreślić, iż wprowadzenie w krajach UE należących do EMU (European Monetary Union – Europejskiej Unii Monetarnej) jednolitej waluty euro przyczyniło się do globalizacji rynku kapitałowego. Od 4 stycznia 1999 roku wartości akcji spółek notowanych na giełdach Amsterdamu, Brukseli oraz Paryża wyrażane były już we wspólnej walucie. Utworzenie wspólnego rynku kapitałowego pozwoliło na zniesienie podstawowych barier ograniczających swobodę dostępu do międzynarodowego rynku kapitałowego, a mianowicie:

- w znacznym stopniu ułatwiono dostęp do informacji nt. spółek notowanych na zagranicznych giełdach,
- obniżono koszty inwestowania,
- ograniczono czas niezbędny na przeprowadzenie transakcji.

Również z punktu widzenia spółek notowanych na poszczególnych giełdach należących do Euronext utworzenie wspólnego rynku kapitałowego wiązało się z większą możliwością pozyskania kapitału.

Przedstawione zmiany zachodzące na europejskich rynkach kapitałowych i konsolidacja giełd były odpowiedzią na zmiany zachodzące na świecie od początku lat 90. XX wieku. Postępujący proces globalizacji rynków kapitałowych, ograniczenie kosztów dostępu do informacji oraz czasu przepływu informacji pozwoliły na upowszechnienie aktywnego uczestnictwa w rynku kapitałowym wśród indywidualnych inwestorów. Inwestowanie na zagranicznych rynkach kapitałowych przez indywidualnych inwestorów stało się obecnie w pełni możliwe, a utworzenie paneuropejskiej giełdy było odpowiedzią na zachodzące zmiany.

Na belgijskiej giełdzie notowanych jest 1484 spółek. Kapitalizacja giełdy wynosi ok. 1500 mld EUR. W ciągu 2002 roku przeprowadzono prawie 138 mln operacji na łączną kwotę 1570 mld EUR.

Narodowy Bank Belgii (BNB), jako bank centralny, jest odpowiedzialny za emisję pieniądza oraz politykę monetarną. Przystąpienie Belgii do Europejskiej Unii Monetarnej oraz wprowadzenie wspólnej waluty nakłada na belgijski bank centralny obowiązek utrzymania wskaźników inflacji na poziomie maksymalnie 2% rocznie. BNB nie ma bezpośredniego wpływu na kształtowanie wskaźników cen, jednakże poprzez ustalenie wysokości podstawowych stóp procentowych jest w stanie aktywnie stabilizować rynek pieniężny. Z dniem 1 maja 1998 r. BNB, obok 10 banków centralnych państw UE (Austrii, Finlandii, Francji, Niemiec, Irlandii, Luksemburga, Holandii, Portugalii, Hiszpanii oraz Włoch), stał

się członkiem Europejskiego Systemu Banków Centralnych (The European System of Central Banks – ESCB), który utworzył Europejski Bank Centralny (The European Central Bank). Do państw tych 1 stycznia 2001 r. dołączyła Grecja. W Europejskim Systemie Banków Centralnych uczestniczą również kraje spoza obszaru euro, tj. Dania, Szwecja i Wielka Brytania. Mają one tu jednak zupełnie odmienną pozycję i specyficzne uprawnienia.

Kapitał akcyjny BNB wynosi 10 mln EUR i dzieli się na 400 000 akcji, z czego 50% akcji należy do skarbu państwa i nie jest dopuszczonych do obrotu. Pozostałe akcje notowane są na giełdzie papierów wartościowych.

2. SYSTEM PODATKOWY

Belgia należy do krajów Unii Europejskiej stosujących stosunkowo wysokie stawki podatkowe. Co do zasady wszelkie źródła przychodów podlegają opodatkowaniu.

Skala podatku dochodowego od osób fizycznych za rok podatkowy 2003 była następująca:

- gdy dochód podatnika w roku podatkowym nie przekracza 6840 EUR, podatek wynosi 25%,
- gdy dochód podatnika w roku podatkowym mieści się w przedziale od 6840 do 9740 EUR, wówczas nadwyżka dochodów ponad kwotę 6840 EUR obłożona jest podatkiem w wysokości 30%,
- gdy dochód podatnika w roku podatkowym mieści się w przedziale od 9740 do 14 530 EUR, wówczas nadwyżka dochodów ponad kwotę 9740 EUR obłożona jest podatkiem w wysokości 40%,
- gdy dochód podatnika w roku podatkowym mieści się w przedziale od 14 530 do 29 740 EUR, wówczas nadwyżka dochodów ponad kwotę 14 530 EUR obłożona jest podatkiem w wysokości 45%,
- dochód podatnika powyżej 29 740 EUR obłożony jest 50% podatkiem.

Ponadto osoby fizyczne płacą podatek od nieruchomości (wyłącznie od nieruchomości położonych na terenie Belgii).

Wypłata dywidendy zazwyczaj jest obłożona podatkiem w wysokości 25%. Jednakże w przypadku gdy dywidenda wypłacana jest z akcji emitowanych w ofercie publicznej po 1 stycznia 1994 roku, spółka wypłacająca dywidendę może pobrać podatek w wysokości 15%.

Dochody kapitałowe z funduszy emerytalnych, inwestycyjnych oraz lokat bankowych nie są ujmowane w rocznym zeznaniu podatkowym i nie podlegają opodatkowaniu. Dochody kapitałowe z obligacji podlegają 15% stawce podatkowej.

3. ORGANIZACJE INDYWIDUALNYCH INWESTORÓW W BELGII

W Belgii używa się dwóch oficjalnych języków: flamandzkiego we Flandrii oraz francuskiego w Walonii. Flandria zajmuje północną część kraju, natomiast Walonia południową. W efekcie takiej struktury narodowościowej w Belgii powstały dwa stowarzyszenia zrzeszające kluby indywidualnych inwestorów oraz indywidualnych inwestorów. W Antwerpii – należącej do flamandzkiej części kraju – ma swoją siedzibę Vlaamse Federatie van Beleggers (VFB), natomiast w walońskiej części kraju – w Brukseli – swoją siedzibę ma Federation Belge des Clubs D'Investissement & Des Investisseurs Individuels (FBCI). Obydwa Stowarzyszenia są członkami Światowego Stowarzyszenia Klubów Inwestorów (The World Federation of Investors Corporation – WFIC).

Zarówno flamandzkie stowarzyszenie VFB, jak i walońskie FBCI zrzeszają zarówno kluby indywidualnych inwestorów, jak i bezpośrednio samych indywidualnych inwestorów.

Do głównych zadań obu stowarzyszeń należy m.in.:

- wspieranie zakładania nowych klubów indywidualnych inwestorów (przeciętna liczba członków tych klubów wynosi ok. 15–20 osób),
- pozyskiwanie nowych członków spośród indywidualnych inwestorów oraz zrzeszanie ich w ramach stowarzyszenia,
- organizowanie szkoleń, seminariów oraz prezentacji firm;
- organizowanie spotkań inwestorów z zarządami firm notowanych na giełdach.

Charakter podstawowych zadań stowarzyszeń wynika z organizacji samych podmiotów wchodzących w jego skład. Głównym celem promotorów tworzenia klubów indywidualnych inwestorów było i jest propagowanie powszechnego wykorzystywania przez osoby fizyczne instrumentów finansowych celem utrzymywania realnej wartości swych oszczędności i ich pomnażanie. Państwo, wspierając ideę takich form inwestowania, zniósł wszelkie bariery i umożliwiło klubom indywidualnych inwestorów dynamiczny rozwój.

Nie należy traktować stowarzyszeń i klubów jako form substytucyjnych względem siebie. Stowarzyszenia mają najczęściej charakter organizacji narodowych, realizujących szersze cele – m.in. ochronę inwestorów indywidualnych, lobbing na rzecz środowiska, propagowanie wiedzy z zakresu inwestycji kapitałowych etc. Natomiast w klubie gromadzi się grono 5–20 osób chcących nauczyć się inwestowania na giełdzie. Te obie formy działalności nie wykluczają się wzajemnie, a najczęściej stowarzyszenia działają na rzecz tworzenia klubów.

Do założenia klubu niezbędna jest minimalna liczba członków – dwie osoby. Klub nie ma osobowości prawnej. Członkowie klubu wybierają spośród siebie władze reprezentujące dany klub, tj. prezydenta i skarbnika. Struktura klubu, obowiązki i uprawnienia jego członków są zapisywane w statucie klubu. Wzór statutu klub może otrzymać od stowarzyszenia. Trzeba jednak podkreślić, iż posiadanie przez klub statutu nie jest wymagane do jego rejestracji w stowarzyszeniu. Jednak przedstawiciele stowarzyszenia zawsze doradzają klubom stworzenie statutu, gdyż jest on niezwykle pomocny w przypadku rozwiązywania wszelkich problemów czy konfliktów.

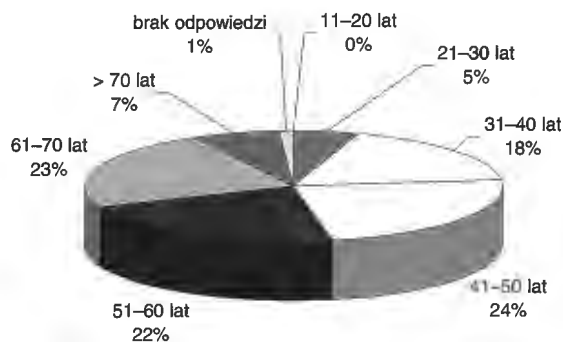
Zarówno kluby, jak i indywidualni inwestorzy wnoszą opłaty na rzecz stowarzyszenia. Każdy klub przekazuje stowarzyszeniu rocznie 25 EUR oraz dodatkowo 12,5 EUR od każdego członka.

Każdy z członków klubu rozlicza się indywidualnie z osiągniętych zysków kapitałowych. W Belgii nie występuje podatek od zysków kapitałowych. Istnieje jedynie podatek od dywidendy w wysokości 25% lub 15%. W przypadku osiągnięcia strat w wyniku inwestowania na giełdzie, belgijskie ustawodawstwo podatkowe nie przewiduje możliwości odliczenia poniesionych strat od podatku czy przychodu osiągniętego w danym roku podatkowym.

Stowarzyszenia, oprócz podstawowych zadań, do których zalicza się pomoc przy zakładaniu klubów indywidualnych inwestorów oraz przeprowadzanie akcji szkoleniowych, prowadzą również badania statystyczne, mające na celu określenie cech charakteryzujących kluby oraz indywidualnych inwestorów.

Stowarzyszenie Vlaamse Federatie van Beleggers, które skupia wokół siebie 450 klubów indywidualnych inwestorów oraz 7500 członków indywidualnych zrzeszonych w klubach lub bezpośrednio w stowarzyszeniu, ostatnie badania ankietowe przeprowadziło w lutym 2001 roku.

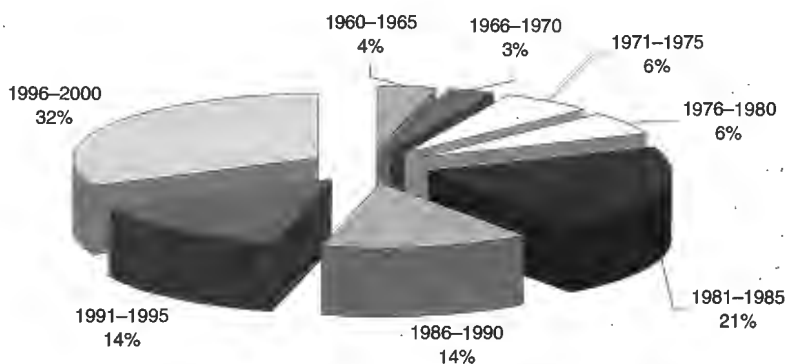
W wyniku przeprowadzonych badań stwierdzono, iż w przeważającej części, tj. 83,9% badanej grupy, inwestorami są mężczyźni, w 13,8% kobiety, w 2,3% nie uzyskano odpowiedzi. Do grona osób należących do klubów indywidualnych inwestorów bądź bezpośrednio zrzeszonych w stowarzyszeniu należą osoby w średnim wieku oraz starsze. Taka zależność wynika bezpośrednio z zamożności społeczeństwa oraz aktywności zawodowej. Cechą charakterystyczną krajów wysoko rozwiniętych jest to, iż osoby powyżej 50. tego roku życia należą do grupy osób zamożnych. Ta grupa osób posiada oszczędności, które wykorzystywane są po przejściu na emeryturę lub też stanowią podstawę do dalszego ich inwestowania. A przede wszystkim osoby te dysponują dużym doświadczeniem i wolnym czasem. Procentowa struktura wiekowa członków klubów indywidualnych inwestorów została przedstawiona na wykresie 1.



Wykres 1. Procentowy udział poszczególnych grup wiekowych osób zrzeszonych w klubach indywidualnych inwestorów

Źródło: opracowanie własne.

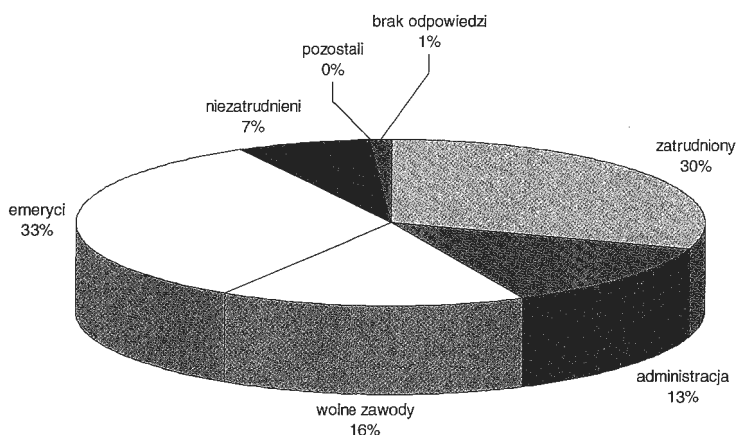
Osoby powyżej 50. roku życia stanowią 52%, a osoby do 30 roku życia zaledwie 5% osób zrzeszonych w stowarzyszeniach indywidualnych inwestorów. W gronie osób najaktywniejszych zawodowo, czyli w przedziale wiekowym 31–40 lat – 18% zrzeszonych jest w stowarzyszeniu. Taki stan rzeczy można tłumaczyć faktem, iż osoby te nie dysponują wolnym czasem w takim zakresie, aby móc go poświęcać na spotkania oraz wspólne inwestowanie w klubach. Interesujące wyniki badań dotyczą także długości inwestowania. Okazuje się, iż prawie 1/3 respondentów lokuje oszczędności poprzez inwestycje giełdowe czy inne instrumenty finansowe od ok. 4 lat. Osoby, które grają na giełdzie od ponad 20 lat, stanowią niespełna 20% badanej grupy (por. wykres 2).



Wykres 2. Od którego roku jesteś „aktywnym inwestorem”?

Źródło: opracowanie własne.

Struktura procentowa osób zrzeszonych w klubach indywidualnych inwestorów pod względem statusu zawodowego została przedstawiona na wykresie 3.



Wykres 3. Status członków klubów indywidualnych inwestorów

Źródło: opracowanie własne.

Przedstawione powyżej grupy wiekowe odpowiadają podziałowi inwestorów według kryterium statusu zawodowego. Grupa emerytów jest najliczniejsza i stanowi 33% badanej grupy. Kolejną pod względem liczebności grupą jest grupa osób czynnych zawodowo, do której należą osoby w przedziale wieku 51–60 lat. Liczną grupę stanowią również osoby tzw. „wolnych zawodów” oraz osoby niezatrudnione, łącznie blisko 30% badanej grupy.

Jeżeli analizie poddane zostanie wykształcenie, wówczas okaże się, że 25% członków klubów indywidualnych inwestorów to osoby ze średnim wykształceniem, natomiast 28% członków posiada wykształcenie wyższe zawodowe (licencjat). Zaledwie 11% badanej grupy to osoby z wykształceniem wyższym ekonomicznym.

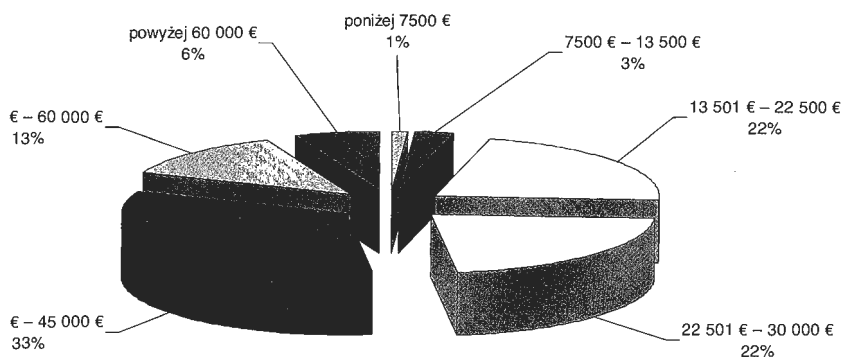
Interesujące badania przeprowadzone na zlecenie VFB dotyczyły ponadto modelu rodziny członków klubów indywidualnych inwestorów. Wyniki badań pokryły się z przyjętym modelem zamożnych rodzin krajów wysoko rozwiniętych. W krajach tych przeważa model rodziny 2+1 oraz 2+2. Osoby posiadające oszczędności oraz aktywnie lokujące posiadane środki w instrumenty finansowe należą do przedstawionego powyżej modelu rodziny 2+1 lub 2+2. Blisko 75% członków klubów indywidualnych inwestorów posiada rodzinę 3- lub 4-osobową.

Przeciętna liczba członków klubu indywidualnych inwestorów wynosi ok. 15–20 osób, natomiast przeciętny okres funkcjonowania klubu – do 3 lat. Jest tak w przypadku ok. 50% ogólnej liczby istniejących

klubów. Jest to więc okres, w którym grupa osób deklaruje chęć przystąpienia do klubu i wspólnego inwestowania. Zdobyte doświadczenie wykorzystywane jest następnie przy indywidualnym inwestowaniu. Wobec powyższego członkowie występują z klubów. Niemniej jednak, istnieją również kluby, których okres działalności wynosi 10 i więcej lat, i stanowią one aż 25% wszystkich istniejących klubów.

Kluby zrzeszają osoby uzyskujące dochody w przedziale od 13 000 do 45 000 EUR rocznie. Dochody w tej wysokości osiąga 80% członków klubów. Zaledwie 6% osób uzyskujących wysokie dochody, tj. powyżej 60 000 EUR rocznie, zrzeszonych jest w klubach indywidualnych inwestorów.

Struktura dochowa rodzin członków klubów indywidualnych inwestorów przedstawiona została na wykresie 4.



Wykres 4. Dochód roczny przypadający na rodzinę

Źródło: opracowanie własne.

Na podstawie powyższych badań można stwierdzić, iż większość inwestorów to osoby w średnim wieku bądź starsze, pracujące lub przebywające już na emeryturze, o wykształceniu średnim bądź wyższym, ale nie związanym z naukami ekonomicznymi, o modelu rodziny 2+1 lub 2+2 oraz o ustabilizowanych dochodach, oscylujących wokół średniej krajowej.

Ideą tworzenia klubów indywidualnych inwestorów oraz zrzeszania indywidualnych inwestorów w stowarzyszenia była popularyzacja zasad inwestowania oraz funkcjonowania giełdy. Kluby zrzeszają więc przede wszystkim osoby, które nie posiadają doświadczenia oraz niezbędnej wiedzy z zakresu finansów, pozwalającej na samodzielne inwestowanie. Dzięki uczestnictwu w klubie osoby zdobywają podstawową wiedzę na temat zasad inwestowania i funkcjonowania giełdy, a także

empirycznie testują własne portfele inwestycyjne. Kluby indywidualnych inwestorów nie są sposobem na zarabianie pieniędzy czy pomnażanie oszczędności. Stanowią swego rodzaju pole doświadczalne dla przyszłych inwestorów, którzy angażując miesięcznie niewielkie kwoty uczą się zasad inwestowania. Równocześnie z inwestowaniem poprzez kluby, indywidualni inwestorzy zakładają własne rachunki w biurach maklerskich, gdzie zarządzają swoimi oszczędnościami, wykorzystując doświadczenie zdobyte w klubie.

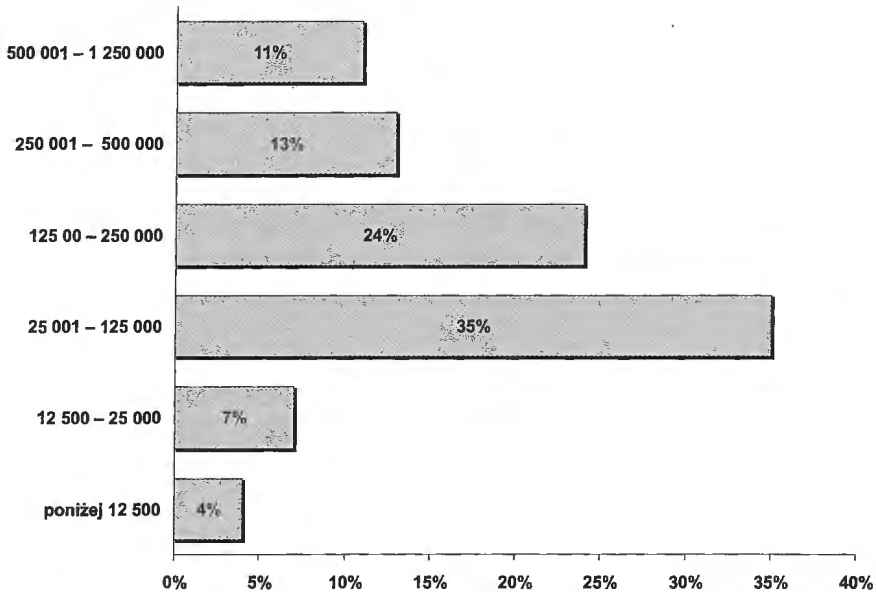
Stowarzyszenia, oprócz odgrywania roli koordynatora tworzenia i funkcjonowania klubów indywidualnych inwestorów, organizują spotkania członków klubów oraz indywidualnych inwestorów z przedstawicielami firm, happeningi oraz wspólne spotkania inwestorów.

Uczestnictwo w klubie indywidualnych inwestorów oraz inwestowanie poprzez klub stanowią alternatywną formę inwestowania środków finansowych, zwłaszcza w stosunku do funduszy inwestycyjnych. Przy lokowaniu środków w fundusz inwestycyjny (inwestowanie pośrednie) inwestor nie ma wpływu na sposób i wybór papierów wartościowych, w które inwestuje fundusz. Ma on jedynie możliwość określenia dopuszczalnego, akceptowanego poziomu ryzyka – wybór rodzaju funduszu oraz kwoty, jaka będzie inwestowana. Idea klubów indywidualnych inwestorów polega na „edukacji finansowej”, a więc na inwestowaniu bezpośrednim. Kluby są ofertą dla osób, które same chcą inwestować na giełdzie. Wspólne spotkania, wymiana wiedzy i doświadczeń pozwalają na lepsze poznanie mechanizmów giełdy. Należy podkreślić, iż zainteresowania klubów koncentrują się na inwestycjach na giełdzie, głównie w akcje. Obligacje traktuje się jako formę zabezpieczenia realnej wartości kapitału i nie stanowią one głównego celu inwestycyjnego klubu.

Zadaniem klubu jest nauczenie jego członków inwestowania w długim horyzoncie czasowym, a nie dokonywania spekulacji giełdowych celem uzyskania krótkookresowych zysków z różnic w kształtowaniu się kursów akcji. Przy przeciętnej wartości portfela wynoszącej 300 000 EUR wartość obligacji w portfelu kształtuje się na poziomie ok. 25 000 EUR. Natomiast przeciętna wartość transakcji dokonywanych przez klub kształtuje się na poziomie 2500–9000 EUR.

Dla porównania, z informacji uzyskanych z FBCI wynika, że przeciętna wartość portfela inwestycyjnego klubu zrzeszonego w powyższym stowarzyszeniu wynosi 64 777 EUR, z czego blisko 88% stanowią akcje, natomiast 12% obligacje. Stowarzyszenie FBCI podkreśliło, iż do kręgu zainteresowań klubów nie należą obligacje skarbowe. Również instrumenty pochodne nie cieszą się dużą popularnością. Wynika to głównie z faktu, iż w przypadku rezygnacji bądź śmierci członka klubu dokonanie podziału posiadanego kapitału na poszczególnych członków jest niezwykle trudne.

Udział akcji w portfelu inwestycyjnym klubu przedstawiony został na wykresie 5.



Wykres 5. Przeciętna wartość akcji w portfelu inwestycyjnym (w EUR)

Źródło: opracowanie własne.

Jeżeli natomiast chodzi o instrumenty pochodne, to nie cieszą się one zbyt dużą popularnością wśród indywidualnych inwestorów. Na podstawie przeprowadzonej ankiety stwierdzono, iż 81% respondentów w ogóle nie wykorzystuje opcji *call/put*, zaledwie 4% korzysta z opcji typu *put*, 3% z opcji *call*, a 12% wykorzystuje obie opcje.

4. PODSUMOWANIE

Działalność klubów oraz stowarzyszeń indywidualnych inwestorów odgrywa w Belgii znaczącą rolę w popularyzacji aktywnych form inwestowania. Dynamicznemu rozwojowi klubów indywidualnych inwestorów sprzyja przede wszystkim prostota działania klubów, przy tym potencjalnych inwestorów nie zniechęcają żadne biurokratyczne formalności. Państwo, chcąc zachęcić inwestorów do lokowania środków finansowych w akcje przedsiębiorstw, rozpoczęło propagowanie tego sposobu inwestowania, jakim są kluby, które promują zaangażowanie w długim horyzoncie czasowym i wykorzystują głównie inwestycje na giełdach europejskich. Ograniczono do minimum wszelkie formalności zwią-

zane z zakładaniem i organizacją klubów. Natomiast rolą stowarzyszeń jest pomoc przy tworzeniu klubów i ich bieżącej działalności, ich reprezentacja, organizowanie spotkań inwestorów, przedstawicieli firm oraz organizowanie szkoleń.

Należy podkreślić, iż kluby indywidualnych inwestorów nie są metodą na lokowanie kapitału. Stanowią pewnego rodzaju „pole doświadczalne” dla indywidualnego inwestora, który po zdobyciu doświadczenia w klubie inwestuje swoje pieniądze indywidualnie.

JOANNA MODRZYŃSKA, PAWEŁ MODRZYŃSKI

INDYWIDUALNI INWESTORZY W DANII

I. RYNEK FINANSOWY

Dania, niewielki kraj europejski położony na Półwyspie Jutlandzkim, o powierzchni 43 100 km² oraz liczbie ludności wynoszącej 5,33 mln mieszkańców, należy do najbogatszych krajów Europy oraz świata. Produkt krajowy brutto przypadający na 1 mieszkańca wyniósł w 2002 roku 25 200 EUR, co stawia Danię wśród najbogatszych państw Unii Europejskiej. Dla porównania w Polsce w 2002 r. wynosił on 8 300 EUR, czyli 3 razy mniej. Największy udział w tworzeniu PKB Danii ma sektor usług – 72,0% ogólnej kwoty produktu krajowego brutto, następnie przemysł – 25,3% oraz rolnictwo – 2,7%.

Od początku lat 80. XX wieku duński rynek finansowy charakteryzuje się dynamicznym rozwojem, zarówno pod względem organizacyjno-prawnym, jak i międzynarodowym (globalnym). Zachodzące na rynku kapitałowym zmiany miały na celu ułatwienie indywidualnym inwestorom dokonywania transakcji oraz obniżenie kosztów uczestnictwa na rynku finansowym i przeprowadzania transakcji. Swobodny przepływ kapitału na międzynarodowych rynkach finansowych wpłynął na ujednoczenie cen (stóp procentowych) produktów finansowych na rynkach finansowych poszczególnych krajów.

Omawiając problematykę rynków pieniężnych i kapitałowych Danii należy podkreślić, że znaczącą rolę w stabilizacji i popularyzacji tego rynku odgrywa Narodowy Bank Danii.

Od 1 maja 1998 roku Dania współpracuje z Europejskim Bankiem Centralnym. Mimo że Dania jest członkiem Unii Europejskiej, to jako jedno z trzech państw unijnych nie przystąpiła do Europejskiej Unii

Monetarnej i nie wprowadziła na rynek pieniężny wspólnej waluty euro. Narodowy Bank Danii podpisał umowę regulującą współpracę z Europejskim Bankiem Centralnym w zakresie stabilizacji kursów wymiany walut (Exchange Rate Mechanism II). Celem tego porozumienia jest utrzymanie fluktuacji kursów wymiany walut w przedziale $\pm 2,25\%$.

Od 1982 roku duński rynek pieniężny i kapitałowy przeszedł proces dostosowywania do wymogów międzynarodowych i obecnie spełnia wszelkie warunki stawiane przez Unię Europejską w zakresie wolnego przepływu kapitału oraz możliwości dokonywania transakcji na zagranicznych rynkach.

W Danii w 2001 roku indywidualni inwestorzy przeznaczyci ogółem kwotę 6,9 mld EUR na inwestycje na rynkach kapitałowych. Należy podkreślić, iż w ciągu ostatnich pięciu lat kwota inwestycji stale rosła i charakteryzowała się znaczną dynamiką, wynoszącą około 9% każdego roku.

Większość duńskich inwestorów uczestniczy na rynku kapitałowym pośrednio, poprzez inwestycje w różnego rodzaju polisy ubezpieczeniowe, fundusze emerytalne oraz fundusze inwestycyjne. Udział indywidualnych inwestorów na rynku kapitałowym w Danii jest ciągle znacznie niższy niż udział inwestorów instytucjonalnych. Dzielne obroty dokonywane przez indywidualnych inwestorów na Kopenhaskiej Giełdzie Papierów Wartościowych wynoszą ok. 15% ogólnej liczby dokonywanych transakcji.

W Danii w 2000 r. 32% dorosłych obywateli inwestowało na rynkach kapitałowych, co stanowi w ujęciu liczbowym 1,3 mln osób. Indywidualni inwestorzy nie stanowią homogenicznej grupy, gdyż zaledwie 8% spośród inwestorów posiada portfele inwestycyjne, w skład których wchodzi akcje i jednostki funduszy inwestycyjnych o wartości powyżej 104 000 DKK. Większość indywidualnych inwestorów posiada akcje 1 lub 2 spółek giełdowych o wartości portfela poniżej 14 850 DKK. Liczba indywidualnych inwestorów, których wartość portfela przekracza kwotę 52 000 DKK, wzrosła aż o 57%, z 350 000 do 550 000 inwestorów w ciągu 3 ostatnich lat.

Centralnym miejscem dokonywania oficjalnych transakcji w zakresie obrotu papierami wartościowymi – obligacjami, akcjami, instrumentami pochodnymi oraz instrumentów rynku pieniężnego jest Giełda Papierów Wartościowych w Kopenhadze. Do 1996 roku funkcjonowała ona jako instytucja państwowa. W 1996 roku została przekształcona w spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością.

Instytucją wspierającą działalność Giełdy Papierów Wartościowych jest Centrum Rozliczeniowe. Do głównych zadań Centrum należy czuwanie nad bezpieczeństwem oraz prawidłowością przeprowadzania transakcji giełdowych.

Rejestr dokonywanych transakcji giełdowych prowadzony jest przez Duńskie Centrum Papierów Wartościowych, które powstało w 1983 roku i współpracuje z Euroclear – Międzynarodowym Centrum Papierów Wartościowych. W 2000 roku Duńskie Centrum Papierów Wartościowych zostało przekształcone z instytucji państwowej w spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością.

Duński rynek papierów wartościowych jest integralnym systemem funkcjonującym na Kopenhaskiej Giełdzie Papierów Wartościowych, Duńskim Centrum Papierów Wartościowych oraz w Centrum Rozliczeniowym.

Rynek giełdowy w Danii składa się z czterech rynków kapitałowych, tj.: rynku akcji, obligacji, funduszy inwestycyjnych oraz rynku instrumentów pochodnych. Najmłodszym rynkiem kapitałowym na giełdzie jest rynek instrumentów pochodnych, zwany FOTOP. Inauguracja instrumentów pochodnych notowanych na giełdzie odbyła się w 1989 roku.

Rok 2003 nie był zbyt korzystny dla inwestorów giełdowych i uczestników rynków kapitałowych także w Danii:

- liczba rachunków inwestycyjnych zmniejszyła się w porównaniu do 2002 roku aż o 13% i osiągnęła poziom 55,5 mln rachunków wobec 63,5 mln w 2002 roku;
- całkowita wartość notowanych na giełdzie papierów wartościowych, wliczając w to akcje, obligacje, certyfikaty inwestycyjne, wyniosła 7 357 mln DKK, tj. wzrost o 16% w porównaniu do 2002 roku. Wartość obrotu instrumentów pochodnych (*futures* oraz *opcji*) wzrosła aż o 43% i osiągnęła liczbę 769 tys. kontraktów w 2003 roku;
- na koniec 2003 roku na giełdzie notowanych było 194 spółek, w tym siedem zagranicznych. W 2003 roku dwie spółki sektora finansowego zadebiutowały na giełdzie, natomiast aż dziewięć spółek wycofało akcje z obrotu giełdowego.

W kwietniu 2003 r. giełda papierów wartościowych w Kopenhadze wprowadziła na rynek kapitałowy dwa nowe segmenty przeznaczone dla małych i średnich przedsiębiorstw: *MidCap+* oraz *SmallCap+*. Jednocześnie uruchomiony został nowy portal internetowy www.plus-portal.dk, gdzie indywidualni inwestorzy mogą znaleźć bieżące notowania, artykuły prasowe i nowości poświęcone spółkom giełdowym, zwłaszcza segmentu małej i średniej przedsiębiorczości.

RYNEK AKCJI

Aktywność inwestorów na rynku akcji w 2003 roku była niewielka. Powodem zaistniałej sytuacji był m.in. najniższy poziom stóp procentowych, które uczyniły rynek kredytowy niezwykle interesującym i tanim źródłem pozyskania kapitału. Jak wspomniano wyżej, zaledwie dwie

nowe spółki zadebiutowały na parkiecie, natomiast dotychczasowych dziewięć spółek wycofało swe akcje z obrotu giełdowego. Na szczególną uwagę zasługuje fuzja dwóch spółek giełdowych, tj. Dampskibsselskabet af 1912 połączył się z Dampskibsselskabet Svendborg. Była to największa w historii Danii fuzja spółek. Utworzona w wyniku połączenia spółka zmieniła nazwę na A.P. Moller-Maersk A/S. Wartość kapitalizacji spółki wyniosła na koniec 2003 roku 182 mld DKK, tj. prawie dwukrotnie więcej niż wartość kapitalizacji Danske Bank, drugiej co do wielkości spółki notowanej na giełdzie. Warto podkreślić, iż dla duńskich przedsiębiorców krajowy rynek giełdowy staje się coraz bardziej znaczący. Wiele firm, których akcje notowane były również na międzynarodowych rynkach finansowych, takich jak Giełda Papierów Wartościowych w Londynie, obecnie posiada akcje wyłącznie w krajowym obrocie giełdowym.

W 2000 roku na giełdzie notowanych było 235 spółek, natomiast w 2001 roku już tylko 217 spółek, tj. zanotowano spadek o 7,7%, w 2002 roku zaś 201 spółek (spadek o 7,8%), a w 2003 roku 194 spółek (spadek o 3,5%).

W Danii kapitalizacja rynku akcji jest niższa niż rynku obligacji. Rynek akcji jest dopiero w fazie rozwoju, a popularność zawdzięcza m.in. rosnącej liczbie indywidualnych inwestorów. Główną barierą rozwoju rynku akcji są wciąż wysokie podatki, jak i skomplikowany system podatkowy.

Kapitalizacja rynku akcji w 2003 roku wyniosła 698 mld DKK, co oznacza wzrost o 15% w porównaniu do 2002 roku, gdzie wartość kapitalizacji wyniosła 609,1 mld DKK. Indeks KFX dla 20 największych spółek giełdowych zmniejszył się z poziomu 557,1 mld DKK w 2001 r. do 407,3 mld DKK w 2002 r., tj. o 27%. Największy udział w kapitalizacji rynku akcji notowanych na giełdzie w 2002 r. miał sektor przemysłowy, którego udział wyniósł aż 31%, tj. 172,9 mld DKK. Na drugim miejscu w strukturze kapitalizacji rynku akcji uplasował się sektor finansowo-bankowy – 25% udziału, tj. 143,3 mld DKK.

Analizując strukturę kapitalizacji rynku akcji należy zwrócić uwagę na znaczną koncentrację kapitału wokół sześciu największych spółek giełdowych, na które przypada 46,5% kapitalizacji tego rynku. Do grona największych spółek giełdowych w 2002 r. należały:

- Danske Bank – 85,9 mld DKK, tj. 21,10%,
- Novo Nordisk – 62,9 mld DKK, tj. 15,45%.

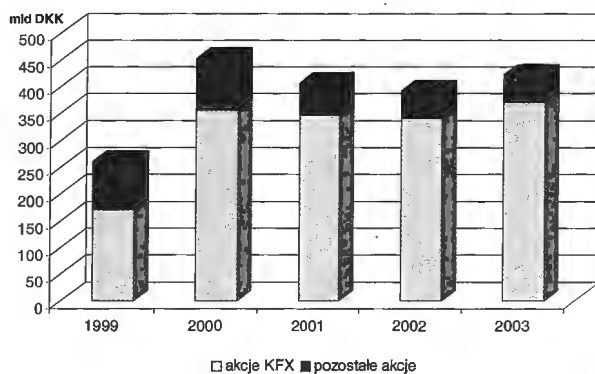
Odnotować także należy wzrost zainteresowania duńską giełdą papierów wartościowych wśród inwestorów zagranicznych w ciągu ostatnich lat. Udział notowanych na giełdzie akcji należących do zagranicznych inwestorów wzrósł z 20% w 1997 r. do 28% na koniec 1. połowy 2002 r. Pozostały udział, wynoszący w 1997 r. od 16% do 17% akcji

notowanych na giełdzie, rozkładał się równomiernie pomiędzy trzy grupy inwestorów: indywidualnych inwestorów, instytucje finansowe oraz fundusze emerytalne. W 2002 roku zaszły dość poważne zmiany w strukturze własnościowej firm, których akcjami obraca się na giełdzie. Zaprezentowano to na wykresie 1.



Wykres 1. Struktura własnościowa akcji notowanych na duńskiej giełdzie papierów wartościowych (2002 rok)

Źródło: <http://www.xcse.dk> - Giełda Papierów Wartościowych w Kopenhadze.



Wykres 2. Wartość obrotów akcji (lata 1999-2003)

Źródło: Copenhagen Stock Exchange - Annual Report 2003.

RYNEK FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH

Na koniec 2003 roku na giełdzie notowanych było 155 funduszy inwestycyjnych (wobec 161 w 2002 roku), o łącznej wartości rynkowej na poziomie 58 mld DKK, tj. wzrost o 29% w porównaniu do 2002 roku. Fundusze inwestycyjne stanowią przedmiot obrotu również na pozagiełdowym rynku tzw. XtraMarked, który został utworzony 1 marca 2002 roku. W Danii fundusze inwestycyjne cieszą się dużą popularnością

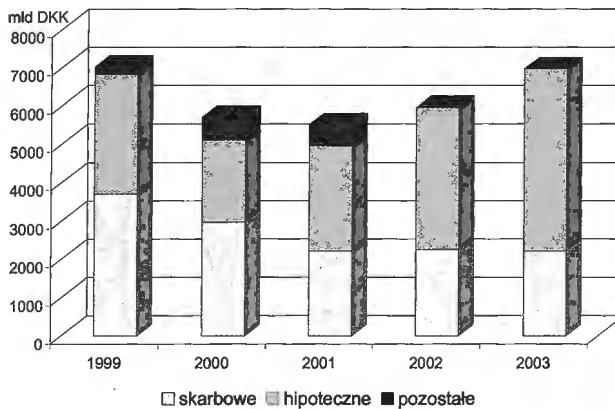
wśród inwestorów. Wartość obrotu rynku XtraMarked, na którym notowanych jest 65 funduszy inwestycyjnych, wyniosła w 2003 roku 39,9 mld DKK, tj. wzrost o 31% w porównaniu do roku 2002.

RYNEK OBLIGACJI

Duński rynek obligacji przeszedł w ciągu ostatniego roku wiele istotnych, zwłaszcza dla indywidualnych inwestorów, zmian, w tym również organizacyjnych. W strukturze rynku obligacji wyróżnia się: obligacje skarbowe, zagraniczne papiery dłużne, obligacje hipoteczne i specjalne, Asset Backed Securities oraz obligacje przedsiębiorstw.

Na giełdzie notowanych było na koniec 2003 roku ponad 2300 obligacji, o wartości nominalnej 2512 mld DKK. Dużym zainteresowaniem inwestorów cieszyły się obligacje hipoteczne, których wartość nominalna wzrosła o 9%, tj. z 1627 mld DKK w 2002 roku do poziomu 1775 mld w 2003 roku.

Interesujące jest ponadto, że duński rynek obligacji należy do największych w Europie. Pod względem wartości dokonywanych transakcji oraz wartości rynkowej obligacji plasuje się na 6 pozycji wśród rynków kapitałowych Europy.



Wykres 3. Wartość obrotów na rynku obligacji (lata 1999-2003)

Źródło: jak w wykresie 2.

Z kolei duński rynek obligacji hipotecznych należy do największych w Europie i tylko niemiecki rynek kapitałowy obligacji hipotecznych jest większy (niem. Pfandbriefe). Według stosunku wielkości rynku obligacji hipotecznych do liczby mieszkańców, duński rynek jest największy na świecie. Wartość inwestycji w Danii w 2002 roku w obligacje hipoteczne w przeliczeniu na jedną osobę wyniosła 30 000 EUR, przy 3000

EUR w Niemczech. Za dużą popularnością oraz stabilnością rynku obligacji hipotecznych przemawiają następujące argumenty:

- rozbudowane ramy prawne dotyczące emisji obligacji gwarantujące stabilność rynku kapitałowego,
- niskie koszty pozyskiwania kapitału na finansowanie inwestycji drogą emisji obligacji,
- bezpieczeństwo inwestorów – dotychczas żaden inwestor nie stracił zainwestowanego kapitału, żaden bank hipoteczny czy kredytowa instytucja hipoteczna nie zbankrutowała.

RYNEK INSTRUMENTÓW POCHODNYCH

Na rynku instrumentów pochodnych w 2003 roku zrealizowano 769 tys. kontraktów, z których 618 tys. przypada na instrumenty *futures*, natomiast 151 tys. kontraktów na opcje. Wartość transakcji zrealizowanych na rynku instrumentów pochodnych w 2003 roku wyniosła 16,2 mld DKK. Zdaniem przedstawicieli Giełdy Papierów Wartościowych w Kopenhadze niewielka aktywność na rynku instrumentów pochodnych wśród indywidualnych inwestorów jest spowodowana niedogodnymi rozwiązaniami podatkowymi.

SEKTOR BANKOWY I UBEZPIECZENIOWY

Główne miejsce w sektorze bankowym, ale również i na rynku kapitałowym, zajmuje Bank Centralny. Do głównych zadań Banku Centralnego należy sprawowanie kontroli nad systemem monetarnym oraz przepływem pieniężnym. Ponadto Bank Centralny, realizując założenia polityki pieniężnej, jest odpowiedzialny za zarządzanie długiem publicznym, utrzymywanie rezerw walutowych oraz emisję nowych banknotów i monet.

Na duńskim rynku bankowym zaszły istotne zmiany w zakresie koncentracji kapitału. W latach 50. XX wieku istniało ponad 160 banków komercyjnych oraz 475 kas oszczędnościowych. Od początku lat 80. postępował proces konsolidacji sektora bankowego. W 1989 roku nastąpiła fuzja sześciu największych duńskich banków, w wyniku której powstały dwa największe kapitałowo banki: Danske Bank i Unibank. Na koniec roku 2001 w duńskim sektorze bankowym funkcjonowało 190 banków, z których pięć największych kontroluje ponad 82% rynku produktów bankowych.

Podobnie jak w przypadku sektora bankowego, w ostatnich latach następowała koncentracja kapitałowa duńskiego sektora ubezpieczeniowego. Na koniec 2001 roku funkcjonowało ponad 240 firm ubezpieczeniowych, z czego 44 to zagraniczne firmy ubezpieczeniowe. Koncentra-

cja kapitałów następowała poprzez fuzje oraz przejęcia. Aktywnym uczestnikiem rynku ubezpieczeniowego są również największe banki. Dla przykładu można wymienić Danske Bank, który przejął kontrolę nad Towarzystwem Ubezpieczeniowym Danica, oraz wspomniany wcześniej Unibank, który przejął kontrolę nad Towarzystwem Ubezpieczeniowym Tryg-Baltica. Wartość rynku ubezpieczeń na koniec 2001 roku wyniosła 76 mld DKK, z czego 49 mld DKK stanowiły polisy na życie, 27 mld DKK zaś – pozostałe polisy ubezpieczeniowe.

W Danii znaczącą rolę na rynku kapitałowym odgrywają również fundusze emerytalne. Wartość rynku funduszy emerytalnych wyniosła na koniec 2001 roku 719 mld DKK, z czego:

- 272 mld DKK – fundusze emerytalne tworzone przez zakłady pracy,
- 141 mld DKK – państwowe fundusze socjalne,
- 247 mld DKK – uzupełniające fundusze emerytalne duńskiego rynku pracy,
- 59 mld DKK – pracownicze fundusze emerytalne.

Na uwagę zasługuje duński system kredytowania nieruchomości, o długiej tradycji. Instytucje kredytowania nieruchomości finansują, poprzez system gwarantowania pożyczek oraz emisję obligacji hipotecznych, rynek nieruchomości. Początkowo instytucje te tworzone były przez pożyczkobiorców, a obecnie funkcjonują jako spółki z ograniczoną odpowiedzialnością. Obecnie w Danii funkcjonuje osiem instytucji kredytowania nieruchomości, z których cztery są własnością banków. Całkowita wartość udzielonych pożyczek hipotecznych na koniec II kw. 2002 r. wyniosła 1150 mld DKK. Do największych instytucji kredytowania nieruchomości należą: BRFKredit, Nykredit, Realkredit Danmark, Totalkredit i Unikredit, które kontrolują aż 96% całego rynku.

2. OPODATKOWANIE OSÓB FIZYCZNYCH

Obowiązujący w Danii w 2003 roku system podatkowy w przypadku osób fizycznych wyróżnia pięć kategorii źródeł uzyskiwanego przychodu:

- 1) przychody wynikające ze stosunku pracy,
- 2) przychody kapitałowe (w tym odsetki od depozytów bankowych),
- 3) pozostałe przychody (np.: z wynajmu nieruchomości),
- 4) przychody z akcji,
- 5) przychody z akcji kontrolowanych spółek zagranicznych (ang. CFC – *controlled foreign companies*).

Ponadto fundusz socjalny opiera się na redukcji dochodów brutto o 9%. Podatki dochodowe od osób fizycznych pobierane są przez budżet państwa oraz budżet samorządowy z zastrzeżeniem, że łączne ob-

ciężenia fiskalne pobierane przez państwo i gminę nie mogą przekroczyć 59% dochodów.

Podatek dochodowy w Danii jest progresywny. Jeżeli suma dochodów podatnika nie przekroczyła kwoty 198 000 DKK (396 000 DKK dla małżeństw), wówczas podatek wynosi 39%. Nadwyżka dochodów podatnika ponad kwotę 198 000 DKK (396 000 DKK dla małżeństw) obłożona jest podatkiem w wysokości 6%. W przypadku gdy dochody podatnika przekraczają kwotę 295 300 DKK (590 600 DKK dla małżeństw), wówczas nadwyżka dochodów ponad ww. kwotę obłożona jest podatkiem w wysokości 15%. Jeżeli całość pobieranych przez Skarb Państwa i gminę podatków przekracza 59% dochodów podatnika, wówczas redukuje się odpowiednio wysokość tego trzeciego, najwyższego progu podatkowego, tak aby wysokość płaconych przez podatnika podatków nie przekroczyła wartościowo 59%.

Ulga rodzinna przypadająca na podatnika (kwota wolna od podatku) w skali roku wynosi 35 600 DKK, natomiast dla małżeństw rozliczających się łącznie kwota wolna od podatku wynosi 71 200 DKK. Dochody małżonków, którzy rozliczają się razem, w zeznaniu podatkowym są sumowane.

W przypadku opodatkowania zysków kapitałowych w 2003 obowiązywały zasady, że jeśli wartość rynkowa portfela akcji podatnika nie przekracza 129 500 DKK (259 000 DKK dla małżeństw) oraz jeśli posiadane przez nich papiery wartościowe znajdują się w ich posiadaniu przez co najmniej 3 lata, wówczas zyski kapitałowe zwolnione są z podatku. Można więc stwierdzić, że obowiązujący w Danii system podatkowy preferuje drobnych inwestorów długoterminowych.

Podatek w wysokości 28% płacony jest, gdy wartość posiadanych przez podatnika akcji przekroczy kwotę 129 500 DKK (259 000 DKK dla małżeństwa) oraz jeśli posiadane przez nich papiery wartościowe są w ich posiadaniu przez 3 lata lub dłużej, i jednocześnie zyski z kapitału przekroczą wartość 41 100 DKK dla pojedynczego podatnika (82 200 DKK dla małżeństw). W przypadku przekroczenia ww. progów stopa podatku wynosi 43% wartości portfela.

Jeśli okres posiadania papierów wartościowych w portfelu inwestycyjnym indywidualnego inwestora jest krótszy niż 3 lata, wówczas dochody kapitałowe obłożone są podatkiem w wysokości od 40–59%.

Podatek od dochodów z tytułu wypłat dywidendy dla osób fizycznych ustalony został w wysokości 28% dla dochodów do wysokości 41 100 DKK dla podatnika (82 200 DKK dla małżeństw). Powyżej tych kwot stopa opodatkowania dochodów z tytułu wypłacanej dywidendy wynosi 43%.

Dla osób prawnych podatek od dochodów z tytułu wypłacanej dywidendy wynosi 28%, natomiast podatek dochodowy 30%.

W Danii od 1997 roku nie występuje podatek od posiadanego majątku (ang. *wealth tax*).

3. DUŃSKIE STOWARZYSZENIE AKCJONARIUSZY

Interesy indywidualnych inwestorów w Danii reprezentuje Duńskie Stowarzyszenie Akcjonariuszy (Dansk aktion rforening DAF); zostało założone w 1984 roku, ale działalnoś rozpocz o dopiero w roku 1996. Siedzib  stowarzyszenia jest Kopenhaga. Duńskie Stowarzyszenie Akcjonariuszy blisko wspo pracuje ze Szwedzkim Stowarzyszeniem Akcjonariuszy, z ktorego implementowało szereg rozwi aza  organizacyjnych.

Stowarzyszenie jest członkiem Światowej Federacji Inwestorów (The World Federation of Investors Corporation – WFIC) oraz Europejskiej Grupy Akcjonariuszy (Euroshareholders Association), a także Europejskiego Stowarzyszenia na rzecz Promocji Akcjonariatu (The European Association for Share Promotion – EASP).

W Stowarzyszeniu zrzeszonych było w 2003 r. 11 600 indywidualnych inwestorów oraz 60 inwestorów instytucjonalnych płacących sk adk  członkowską. Dzia alno  Stowarzyszenia finansowana jest przede wszystkim poprzez składki wnoszone przez jego członkowie. Indywidualny inwestor wnosi rocznie op at  w wysokości 300 DKK. Dla inwestorów poniżej 27 roku życia wprowadzono niższą op atno  – 180 DKK.

Każdego roku na walnym zgromadzeniu członkowie Stowarzyszenia wybieranych jest 36 reprezentantów do Rady Stowarzyszenia. Rada Stowarzyszenia zbiera się co najmniej dwa razy w ciągu roku. Do jej zadań należy zatwierdzanie strategii działania Stowarzyszenia, budżetu oraz wybór członkowie zarządu Stowarzyszenia. W skład zarządu Stowarzyszenia wchodzi siedem osób. Zarząd wybiera spośród siebie dyrektora, ktory kieruje Stowarzyszeniem oraz reprezentuje je na zewnątrz.

Dzia alno  stowarzyszenia dotyczy pięciu podstawowych kierunków, a mianowicie:

- lobbingu,
- edukacji,
- negocjacji w inwestycjach,
- funkcji socjalnej,
- funkcji promującej.

W ramach działalnoś lobbingowej Stowarzyszenie bada i poro wnuje standardy duńskiej giełdy papierów wartościowych z międzynarodowymi standardami giełdowymi, przeprowadza badania wśród indywidualnych inwestorów dotyczące oceny np. domów maklerskich i innych pośredników obrotu giełdowego. Wyniki tych badań są publikowane w prasie finansowej, telewizji i innych środkach masowego przekazu.

Działalność edukacyjna Stowarzyszenia polega na organizowaniu spotkań indywidualnych inwestorów z przedstawicielami władz spółek notowanych na giełdzie oraz pośrednikami finansowymi. Stowarzyszenie wydaje również miesięcznik, organizuje szkolenia oraz opracowuje programy komputerowe służące analizie finansowej. Mimo starań stowarzyszenia nie udało się utworzyć w Danii klubu indywidualnych inwestorów. Duńczycy preferują indywidualne uczestniczenie w rynku kapitałowym.

Stowarzyszenie przywiązuje dużą wagę do działalności wydawniczej. Wydawany miesięcznik trafia do 80% ogólnej liczby członków stowarzyszenia. Przedstawiciele władz Stowarzyszenia podkreślają znaczącą i rosnącą rolę Internetu jako środka masowego przekazu informacji, promowania działalności stowarzyszenia i rynków kapitałowych.

Na szczególną uwagę zasługuje działalność Stowarzyszenia w zakresie przeprowadzania negocjacji. Stowarzyszenie występuje tutaj w interesie indywidualnych inwestorów – członków Stowarzyszenia w negocjacjach z pośrednikami finansowymi w zakresie pobieranych prowizji i opłat bankowych, maklerskich i innych.

Działalność socjalna powiązana jest ściśle z działalnością promującą. W skład struktury Stowarzyszenia wchodzi 12 regionalnych oddziałów, z których każdy organizuje spotkania i dyskusje.

Bardzo ważnym kierunkiem działalności jest ochrona indywidualnych inwestorów. Na początku tworzenia się rynków kapitałowych, gdy rola informacji i szybkość ich przekazywania nie odgrywały dużej roli, ochrona inwestorów nie była aż tak konieczna. Obecnie sytuacja zmieniła się diametralnie. Technologia elektroniczna umożliwia inwestorom dokonywanie transakcji na międzynarodowych rynkach kapitałowych o każdej porze, bez względu na miejsce ich dokonywania. Obowiązujące przepisy prawne chronią osoby prywatne jako konsumentów, natomiast wciąż nie istnieje prawna ochrona indywidualnych inwestorów. Transakcje dokonywane przez inwestorów w zakresie kupna akcji czy innych instrumentów finansowych, nie podlegają takiej samej ochronie jak zakup przez osobę prywatną dóbr konsumpcyjnych.

„Vilstrup Research” przeprowadziło w czerwcu 1997 roku i wrześniu 2001 roku na zlecenie Duńskiego Stowarzyszenia Akcjonariuszy badania ankietowe na reprezentatywnej grupie 1000 osób. Przeprowadzone badania pozwoliły na wyciągnięcie następujących wniosków:

- przy populacji wynoszącej ponad 5 mln osób (z czego 4,21 mln to osoby powyżej 18 roku życia) liczba indywidualnych inwestorów zwiększyła się z 26% w 1997 roku do 33% w 2001 roku,
- w ciągu ostatnich 5 lat liczba inwestorów inwestujących bezpośrednio w akcje utrzymuje się na stabilnym poziomie 20% populacji,

- w ciągu ostatnich 5 lat liczba inwestorów inwestujących pośrednio w akcje i inne papiery wartościowe poprzez fundusze inwestycyjne wzrosła gwałtownie z 7% do 17% populacji,
- liczba indywidualnych inwestorów posiadających portfel inwestycyjny o wartości przekraczającej kwotę 50 000 DKK (ok. 29 tys. PLN) zwiększyła się z 8% do 13% populacji,
- zainteresowanie rynkami kapitałowymi jest większe wśród mężczyzn, niż wśród kobiet,
- podwoiła się liczba najmłodszych inwestorów w wieku od 18 do 29 lat, natomiast liczba inwestorów w wieku od 45 do 59 lat zwiększyła się z 29% do 42% ogólnej liczby inwestorów,
- zwiększeniu o 64% uległa liczba pracowników umysłowych inwestujących w akcje.

Interesujące zmiany zaszły również w strukturze indywidualnych inwestorów oraz w konstrukcji dokonywanych przez nich transakcji. Zmalało, o prawie 30%, zainteresowanie akcjami banków wśród pracowników danego banku. Wzrosło natomiast o 33% zainteresowanie akcjami przedsiębiorstw notowanych na giełdzie wśród jego pracowników.

Wzrosła z 14% do 22% ogólnej liczby inwestorów liczba indywidualnych inwestorów lokujących aktywa finansowe na rynku pierwotnym (badanie dotyczyło okresu: marzec–wrzesień 2001 rok). Ponadto w 2001 roku zmniejszyła się, z 80% do 67% ogólnej liczby inwestorów, liczba osób, które nie inwestują na rynku pierwotnym.

Za rosnącą popularnością aktywnych form inwestowania wśród obywateli Danii przemawia również fakt, iż z 19% do 28% zwiększył się udział w strukturze ogólnej inwestorów posiadających w swych portfelach inwestycyjnych akcje o wartości przekraczającej kwotę 100 000 DKK. Tym samym zmniejszeniu z 41% do 20% uległa liczba drobnych inwestorów lokujących na giełdzie kwoty mniejsze niż 20 000 DKK.

Z przeprowadzonych badań wynika ponadto, iż inwestorzy posiadający portfele o największej wartości, przekraczającej 104 000 DKK, znacznie częściej uczestniczą w „życiu kapitałowym”, tzn. czynnie uczestniczą w walnych zgromadzeniach akcjonariuszy i innych spotkaniach organizowanych przez kierownictwo spółek, których akcje posiadają. W przeprowadzonej ankiecie respondenci, którzy posiadają niewielkie wartościowo portfele inwestycyjne, rzadko uczestniczą w spotkaniach walnego zgromadzenia akcjonariuszy. Podstawowy powód jest bardzo prozaiczny – nie przywiązują do tego wagi lub zapominają o terminach spotkań.

Badając sposób przeprowadzania zleceń przez indywidualnych inwestorów, należy podkreślić, iż coraz bardziej na popularności zyskują elektroniczne, bezpośrednie formy kontaktu inwestor–giełda, takie jak Internet. Coraz częściej zastępują one zlecenia składane w standardowej formie poprzez bank lub w biurze maklerskim.

Bogate kraje europejskie, takie jak m.in. Dania, charakteryzują się wysoko rozwiniętym rynkiem kapitałowym. Znaczący udział międzynarodowej wymiany handlowej w tworzeniu produktu krajowego brutto sprzyja dynamicznemu rozwojowi nowoczesnych instrumentów finansowych, co z kolei tworzy podstawy działalności indywidualnych inwestorów. Mimo długoletniej tradycji inwestowania w wysoko rozwiniętych krajach, nie tylko europejskich, wciąż brakuje międzynarodowych norm prawnych, które gwarantowałyby indywidualnym inwestorom ochronę. W Danii działalność Stowarzyszenia Akcjonariuszy cechuje duża dynamika. Podjęty przez stowarzyszenie szeroki wachlarz działalności wskazuje na duże zaangażowanie w propagowanie ochrony indywidualnego inwestowania. Mimo usilnych starań stowarzyszenia, Duńczycy preferują inwestowanie indywidualne i jak dotąd nie podejmują tematyki klubów inwestycyjnych – organizacji tak popularnych w Belgii, Francji czy Stanach Zjednoczonych. W obszarach zainteresowań stowarzyszenia Akcjonariuszy w Danii na szczególną uwagę zasługuje prowadzenie, w imieniu indywidualnych inwestorów, negocjacji w zakresie warunków i możliwości dokonywania przez indywidualnych inwestorów transakcji finansowych z pozostałymi uczestnikami rynku kapitałowego. Stowarzyszenie odgrywa więc rolę swoistej równoważni, starając się zbilansować przewagę olbrzymich korporacji finansowych, takich jak banki, domy maklerskie, fundusze inwestycyjne, firmy ubezpieczeniowe itp., stojących po jednej stronie rynku finansowego, a indywidualnymi inwestorami po drugiej. Rozwiązania podatkowe, podobnie jak w innych wysoko rozwiniętych krajach, preferują inwestowanie w długim horyzoncie czasowym.

JOANNA MODRZYŃSKA, PAWEŁ MODRZYŃSKI

INDYWIDUALNI INWESTORZY W ISLANDII

I. RYNEK FINANSOWY

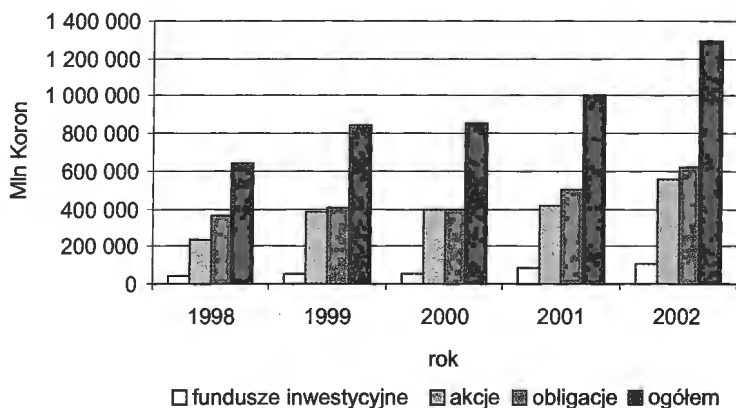
Islandia jest bardzo szczególnym krajem europejskim. Położona na wyspie, terytorialnie jest ponad trzy razy większa niż Belgia, ponad dwa razy większa niż Holandia, natomiast jej populacja stanowi zaledwie 50% populacji Luksemburga.

Mimo trudnych warunków atmosferycznych oraz geograficznych Islandia należy do najbogatszych krajów świata. Gospodarka kraju oparta jest na rybołówstwie morskim, w którym zatrudnienie znajduje 12% ludności zawodowo czynnej, wytwarzającym (razem z zakładami przetwórstwa rybnego) 67% wartości eksportu. Wszystkie ważniejsze zakłady przemysłu przetwórczego skupiły się w Reykjaviku. Produkt krajowy brutto przypadający na 1 mieszkańca Islandii wyniósł w 2002 roku 29 316 USD. Szacunkowy PKB przypadający na 1 mieszkańca w 2003 roku wyniósł 30 528 USD, tj. zanotowano wzrost o 1,5% w stosunku do poprzedniego roku. W tworzeniu produktu krajowego brutto największy udział ma sektor usług prywatnych (43,0% w 2002 r.) oraz sektor usług publicznych (22,6% w 2002 r.).

Wyniki inwestorów uzyskane w 2002 roku, zarówno dla rynku obligacji, jak i rynku akcji, były korzystne. Podstawowy wskaźnik giełdowy ICEX-15 (obejmujący notowania 15 największych spółek giełdowych) wzrósł w 2002 roku o 17%. Na wykresie 1 przedstawiono dynamikę obrotu na rynku papierów wartościowych w latach 1998–2002.

W 2003 r. wartość obrotu papierów wartościowych notowanych na islandzkiej giełdzie wyniosła 1577 mld ISK (wzrost o 39% w porównaniu do 2002 r.), w tym obrót na rynku akcji wyniósł 554 mld ISK (wzrost

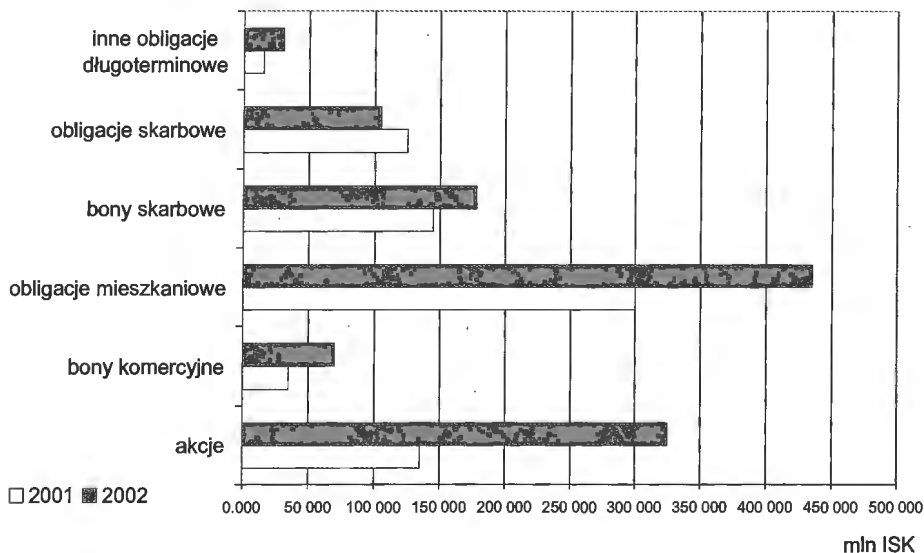
o 72%), obroty rynku obligacji oraz bonów skarbowych wyniosły 1024 mld ISK (wzrost o ponad 25%).



Wykres 1. Rynek papierów wartościowych w Islandii w latach 1998-2022

Źródło: Iceland Stock Exchange - Fact Book 2003.

Struktura obrotu papierami wartościowymi w Islandii w latach 2001-2002 została przedstawiona na wykresie 2, natomiast na wykresie 3 przedstawiono strukturę rynku kapitałowego.



Wykres 2. Struktura obrotu papierami wartościowymi w Islandii w latach 2001-2002

Źródło: Iceland Stock Exchange - Fact Book 2003.



Wykres 3. Struktura rynku kapitałowego w Islandii w 2002 roku

Źródło: Iceland Stock Exchange – Fact Book 2003.

W 2002 roku zmalała liczba spółek notowanych na Islandzkiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Na koniec roku wyniosła ona 64 spółki. Pomimo zmniejszenia liczby spółek notowanych na giełdzie rynkowa wartość notowanych akcji wzrosła w ciągu roku o 24%, tj. z 427 mld ISK do 529 mld ISK. Obroty w 2002 roku wyniosły aż 321 mld ISK (tj. 4,45 mld USD) i były o 62% wyższe niż w roku 2000, gdy obrót na rynku akcji wyniósł 199 mld ISK (2,76 mln USD). Spółki należące do sektora ubezpieczeniowego i finansowego stanowią dominujący sektor spółek notowanych na giełdzie (31% kapitalizacji giełdy).

Rynek obligacji w Islandii w ciągu ostatnich kilku lat został zde-terminowany przez następujące czynniki:

- niższy wzrost gospodarczy,
- obniżenie się popytu wewnętrznego,
- gwałtowny spadek wskaźnika inflacji.

Powyższe czynniki stanowiły bezpośrednią przyczynę interwencji Banku Centralnego na rynku stóp procentowych. W ciągu roku Bank Centralny obniżył podstawową stopę procentową o 4,3 pkt %, tj. z 10,1% do 5,8%. Tak znacząca obniżka miała bezpośredni wpływ na rentowność obligacji. Na islandzkim rynku papierów dłużnych dużą popularnością cieszą się tzw. obligacje mieszkaniowe. Obligacje mieszkaniowe są to dłużne papiery wartościowe emitowane przez Fundusze Mieszkaniowe. Wyróżnia się dwa rodzaje obligacji mieszkaniowych:

- Housing bonds (IBH) – gwarantowane przez państwo obligacje na okaziciela,

- Housing authority bonds (IBN) – gwarantowane przez państwo obligacje imienne.

2. SYSTEM PODATKOWY

Dynamiczny rozwój gospodarczy Islandii zawdzięcza m.in. niskim podatkom. Podatek dochodowy od osób prawnych należy do jednego z najniższych w Europie i wynosi 18%, natomiast dla przedsiębiorstw zagranicznych, zarejestrowanych w Islandii, a prowadzących działalność na rynkach międzynarodowych, nie tylko w Islandii, podatek dochodowy wynosi tylko 5%.

W grudniu 2001 r. parlament Islandii przyjął pakiet reform systemu podatkowego. Przyjęte zmiany dotyczyły przede wszystkim wysokości płaconych podatków. Od 1 stycznia 2002 r. zredukowany został poziom podatku dochodowego od osób prawnych – z 30% do 18%. Wprowadzone reformy podatkowe wysunęły Islandię na czołowe miejsce wśród krajów OECD o najniższych podatkach.

Skonsolidowany podatek od zysków kapitałowych został wprowadzony na początku 1997 roku. Poprzednie rozwiązania systemu podatkowego w zakresie zysków kapitałowych były niespójne. Odsetki od lokat bankowych były zwolnione z opodatkowania, natomiast inne dochody kapitałowe podlegały wliczeniu do innych dochodów uzyskiwanych przez podatnika i podlegały opodatkowaniu na zasadach ogólnych. Wprowadzone w 1997 r. zmiany w systemie podatkowym ujednoliciły zasady naliczania podatku od dochodów kapitałowych. Wszystkie dochody kapitałowe uzyskiwane z tytułu odsetek od lokat bankowych, dywidendy czy operacji finansowych na rynku giełdowym obłożone zostały jednolitym podatkiem w wysokości 10%. Podatek odprowadzany jest bezpośrednio przez instytucję finansową, natomiast osoba fizyczna otrzymuje odsetki netto.

W przypadku osób prawnych zyski z inwestycji kapitałowych podlegają również opodatkowaniu 10% podatkiem od dochodów kapitałowych, a następnie uzyskane dochody netto wliczane są do pozostałych przychodów i podlegają opodatkowaniu podatkiem dochodowym od osób prawnych.

Stawka podatku dochodowego od osób fizycznych wynosi 25,75%. Ponadto osoby fizyczne płacą również podatki na rzecz samorządów lokalnych, których wysokość ustalona jest w przedziale 11,24–13,03%. Wartość kwoty wolnej od podatku wynosi miesięcznie 26 825 ISK. Osoby o bardzo wysokich dochodach, tj. powyżej 4 089 450 ISK, płacą dodatkowo 5% podatek.

3. STOWARZYSZENIE DROBNYCH INWESTORÓW, AKCJONARIUSZY I DEPOZYTARIUSZY

Stowarzyszenie Drobnych Inwestorów, Akcjonariuszy i Depozytariuszy (The Association of Small Investors, Holders of Shares and Savings) zostało założone w 1982 roku, z siedzibą w stolicy Islandii – Reykjavíku. Reprezentuje ono interesy indywidualnych inwestorów. Obecnie zrzesza 120 000 członków. Jednocześnie w Islandii nie funkcjonują kluby indywidualnych inwestorów. Działające stowarzyszenie skupione jest wyłącznie wokół inwestorów, akcjonariuszy i depozytariuszy inwestujących swoje oszczędności indywidualnie, którzy nie należą do klubów inwestycyjnych. Brak popularności klubów inwestycyjnych nie wynika z braku możliwości prawnych do ich powstawania. Islandczycy są osobami bardzo zamkniętymi w sobie.

Stowarzyszenie współpracuje ściśle z Komisją Handlu i Przemysłu (odpowiednikiem Izby Przemysłowo-Handlowej), Bankiem Centralnym oraz Ministerstwem Przemysłu. Ponadto jest akcjonariuszem Islandzkiej Giełdy Papierów Wartościowych. Jeden z członków zarządu stowarzyszenia jest równocześnie członkiem zarządu giełdy*. W 2002 roku zacieśniono współpracę Islandzkiej Giełdy Papierów Wartościowych (ICEX) z Islandzkim Depozytariuszem Papierów Wartościowych (Icelandic Securities Depository ISD), w wyniku czego powstał holding.

Największy udział w Zarządzie Giełdy posiadają instytucje finansowe, które dysponują prawie 40% udziałów. Ich interesy reprezentuje 4 członków Zarządu. Spółki notowane na giełdzie posiadają dwu przedstawicieli w Zarządzie Giełdy, natomiast fundusze emerytalne, Bank Centralny oraz Stowarzyszenie Drobnych Inwestorów posiadają po jednym przedstawicielu w Zarządzie. Skarb Państwa nie posiada przedstawiciela w składzie Zarządu Giełdy.

* Islandzka Giełda Papierów Wartościowych (ICEX) została założona w 1985 roku z inicjatywy Banku Centralnego i od tego momentu stała się liderem w rozwoju islandzkiego rynku papierów wartościowych. W kwietniu 1998 roku Parlament Islandii uchwalił nowe prawo o obrocie papierami wartościowymi. Zmieniony został status prawny Giełdy, z państwowego na spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością. Od 1 stycznia 1999 roku udziałowcami Giełdy stały się firmy, których akcje notowane były na Giełdzie, Bank Centralny, fundusze emerytalne oraz Stowarzyszenie Drobnych Inwestorów, Akcjonariuszy i Depozytariuszy.

Jako podstawowe cele działalności stowarzyszenia, jego przedstawiciele wymieniają:

- reprezentację jego członków na zewnątrz (nie dotyczy to jednak spraw sądowych),
- działalność opiniotwórczą i doradczą,
- organizowanie spotkań stowarzyszenia, które pełnią również funkcję edukacyjną.

Zgodnie ze statutem stowarzyszenia, jego członkami mogą być wyłącznie osoby fizyczne, bez względu na wartość i rodzaj posiadanych inwestycji, wiek, status majątkowy czy miejsce zamieszkania. Stowarzyszenie otwarte jest dla wszystkich potencjalnych inwestorów. Każdy członek stowarzyszenia, po ujęciu go na liście członków oraz dokonaniu opłaty, dysponuje pełnymi prawami.

Dotychczas działalność stowarzyszenia finansowana była ze środków uzyskanych z Centralnego Banku Islandii i nie istniała konieczność pobierania składek od jego członków.

Statutowym celem stowarzyszenia jest umacnianie relacji pomiędzy akcjonariuszami, inwestorami oraz depozytariuszami poprzez uczestnictwo w międzynarodowym stowarzyszeniu inwestorów. Ponadto stowarzyszenie reprezentuje interesy swoich członków przed władzami, politykami oraz instytucjami finansowymi.

Swoje cele stowarzyszenie realizuje poprzez:

- przeprowadzanie debat na forum publicznym dotyczących poziomu i wartości oszczędności osób fizycznych,
- wydawanie opinii oraz analizowanie aktów prawnych mogących mieć wpływ na poziom oszczędności osób fizycznych i liczbę inwestorów,
- zbieranie informacji o inwestorach, akcjonariuszach, a także informacji pochodzących ze świata biznesu i polityki, mających wpływ na indywidualnych inwestorów,
- zbieranie informacji o aktualnych ofertach banków, domów maklerskich, emitentów akcji i innych papierów wartościowych.

Pracami stowarzyszenia kieruje zarząd, w skład którego wchodzi pięć osób wybranych spośród członków Stowarzyszenia oraz dwie osoby spoza Stowarzyszenia. Kadencja członków Zarządu trwa rok.

Zarząd może również tworzyć specjalne stowarzyszenia celem ochrony określonej grupy inwestorów, np.: akcjonariuszy czy klientów określonego banku. Zarząd może również zawierać umowy i porozumienia o współpracy.

Ponadto w strukturze stowarzyszenia funkcjonuje Rada Ekonomiczna, składająca się z dziesięciu członków, wybieranych spośród członków Stowarzyszenia, na roczną kadencję. Rada Ekonomiczna jest organem doradczym i pomaga Zarządowi przy określaniu kierunków dzia-

łań. Zarząd Stowarzyszenia zwołuje posiedzenia Rady Ekonomicznej nie rzadziej niż dwa razy pomiędzy kolejnymi posiedzeniami Walnego Zgromadzenia. Maksymalny okres zasiadania w składzie Rady Ekonomicznej wynosi pięć kolejnych lat.

Ponadto stowarzyszenie zobowiązane jest posiadać dwóch audytorów, z których jeden musi posiadać kwalifikacje biegłego rewidenta. Audytor, pełniący funkcję księgowego (skarbnika) Stowarzyszenia, wybierany jest na okres dwu lat. Do jego obowiązków należy przede wszystkim bieżąca kontrola spraw finansowych Stowarzyszenia oraz sporządzanie i przedkładanie corocznego sprawozdania finansowego na Walnym Zgromadzeniu Członków Stowarzyszenia. Okres obrachunkowy został ustalony od 1 września do 31 sierpnia każdego roku.

4. PODSUMOWANIE

Rynek kapitałowy w Islandii funkcjonuje stosunkowo krótko, a mimo to charakteryzuje się bardzo dynamicznym rozwojem. Zainteresowanie instrumentami rynku kapitałowego wśród społeczeństwa jest bardzo duże, aczkolwiek w Islandii nie działają kluby inwestycyjne. Indywidualni inwestorzy skupieni są w Stowarzyszeniu Drobnych Inwestorów, Akcjonariuszy i Depozytariuszy. Według informacji uzyskanych od przedstawicieli Stowarzyszenia, liczba jego członków wynosi ok. 120 tys. osób, a średnia wartość portfela inwestycyjnego znajduje się w przedziale od 10 000 do 40 000 USD. Islandzkie stowarzyszenie inwestorów wywiera znaczny wpływ na otoczenie ekonomiczne Islandii. Poprzez powiązania z Giełdą Papierów Wartościowych, współpracę z Ministerstwem Przemysłu, Komisją Przemysłu i Handlu, z Bankiem Centralnym Stowarzyszenie ma znaczący wpływ na obowiązujące rozwiązania legislacyjne w zakresie rynku kapitałowego Islandii.

EWELINA WIŚNIEWSKA

INDYWIDUALNI INWESTORZY W SZWECJI

I. WPROWADZENIE

W Szwecji, kraju liczącym zaledwie dziewięć milionów mieszkańców, udało się stworzyć infrastrukturę sprzyjającą efektywnemu inwestowaniu środków finansowych akcjonariuszy. Obecnie ponad 65% społeczeństwa w Szwecji lokuje środki finansowe poprzez fundusze inwestycyjne, ponad 30% dorosłych obywateli inwestuje zaś w akcje w sposób bezpośredni. Inwestorzy indywidualni posiadają ponad 14% udziału kapitalizacji giełdy w Sztokholmie i udział ten jest ustabilizowany¹. Prężnie działają w tym kraju także stowarzyszenia indywidualnych inwestorów oraz kluby inwestycyjne. Mają one stabilizujący wpływ na rynek finansowy poprzez swoją działalność mającą na celu integrowanie środowisk akcjonariuszy, edukację ukierunkowaną na właściwy dobór instrumentów i stosowanie właściwych taktyk inwestycyjnych przez inwestorów. Mimo że w kraju tym istnieje dopuszczona prawem możliwość tworzenia klubów inwestycyjnych, inwestorzy indywidualni chętniej zgłaszają przynależność do wyżej wymienionych organizacji, których dodatkowym zadaniem jest obrona praw konsumentów.

2. STOWARZYSZENIE INDYWIDUALNYCH INWESTORÓW – AKTIESPARARNA

Stowarzyszenie Indywidualnych Inwestorów Aktiespararna zostało założone w 1966 roku. W styczniu 2002 roku w organizacji zarejestro-

¹ D. Dziawgo, *Stowarzyszenia indywidualnych inwestorów i kluby inwestycyjne na rynku papierów wartościowych*, Wydawnictwo UMK, Toruń 2004.

wanych było 117 869 członków (13 000 stanowili członkowie Unga Aktiespararna – Stowarzyszenia Młodych Indywidualnych Inwestorów)². Głównym motywem utworzenia organizacji było wprowadzenie przez Ministra Finansów opodatkowania zysków z kapitału. W ciągu 36 lat działalności kwestie podatkowe stały się jednymi z głównych sfer zainteresowania członków organizacji, którzy corocznie zajmują się opracowywaniem raportów porównawczych na temat opodatkowania dochodów z kapitału w poszczególnych państwach na świecie. Szwecja, pomimo aktywnych działań lobbingsowych Aktiespararna, należy w dalszym ciągu do krajów, w których opodatkowanie zysków z kapitału należy do najwyższych na świecie i jest średnio ponaddwukrotnie wyższe niż w krajach Unii Europejskiej i krajach OECD.

Kwestie wysokich podatków to tylko niektóre z czynników, mające wpływ na działalność inwestorów indywidualnych. Główny wysiłek stowarzyszenia jest także skoncentrowany na kreowaniu środowiska przyjaznego inwestowaniu i mobilizowaniu do informowania firm oraz ciągłego edukowania swych członków na temat rynku finansowego. Aktiespararna oferuje inwestorom dodatkowe usługi związane z obrotem instrumentami finansowymi, dostosowane do zgłaszanych przez nich potrzeb. Należą do nich: upusty i rabaty na książki, programy komputerowe jak też prowizje pobierane w biurach maklerskich.

„Złote zasady” Aktiespararna opierają się na sześciu filarach odpowiedzialnego inwestowania ukierunkowanego na długi horyzont czasowy. Sformułowane one zostały w następujący sposób³:

- 1) myśl długoterminowo,
- 2) inwestuj regularnie,
- 3) dywersyfikuj ryzyko,
- 4) zachowaj ostrożność przy zaciąganiu pożyczek,
- 5) inwestuj w przedsiębiorstwa przyjazne akcjonariuszom,
- 6) rozszerzaj swoją wiedzę na temat rynku finansowego w sposób ciągły.

Historyczne obserwacje potwierdzają, że dochody uzyskiwane z tytułu posiadania akcji, funduszy inwestycyjnych i innych instrumentów finansowych w długim okresie są wyższe niż z tytułu innych form lokowania środków.

Reprezentowanie interesów uczestników stowarzyszenia ma na celu zapewnienie inwestorom indywidualnym równego traktowania przez ciała ustawodawcze, jak też przez pozostałe ogniwa systemu finansowego, tj. banki, domy maklerskie i organy decyzyjne przedsiębiorstw

² Fragmenty niniejszego opracowania ukazały się w: *Nasz Rynek Kapitałowy* 2003, nr 1.

³ *The Swedish Shareholders' Association, A presentation*, Aktiespararna, Stockholm 2002, materiały informacyjne.

notowanych na giełdach. Przeciętny akcjonariusz powinien mieć poczucie, że na rynku panuje atmosfera otwartości, wolnej konkurencji, ale i wysokiej etyki. Stąd też działania sekcji Aktiespararna mającej na celu ochronę interesów akcjonariuszy obejmują:

- zabezpieczenie interesów mniejszościowych akcjonariuszy,
- wzmacnianie zasad konstytucyjnej ochrony praw właścicielskich,
- międzynarodową konkurencyjność w zakresie opodatkowania dochodów z kapitału,
- poprawienie funkcjonowania zasad w zakresie *corporate governance* w wybranych przedsiębiorstwach,
- wzmocnienie praw posiadaczy udziałów w funduszach inwestycyjnych,
- zacieśnienie współpracy akcjonariuszy na szczeblu międzynarodowym.

Do głównych zadań w zakresie działalności edukacyjnej organizacji należy wypracowanie u inwestorów indywidualnych samodzielności przy podejmowaniu decyzji finansowych. Do narzędzi wykorzystywanych w procesie edukacji należą książki, magazyny i wszelkiego rodzaju publikacje o charakterze informacyjnym. Organizowane są także specjalne kursy tematyczne.

Praca na rzecz poprawy pozycji inwestora indywidualnego prowadzona jest poprzez aktywne członkostwo stowarzyszenia w Giełdowym Komitecie ds. Etyki (Börsens Etikmitté), utrzymywanie kontaktów z władzami giełdy (Stockholms Fondbörs), Stowarzyszeniem Brokerów (Fondhandlareföreningen) i Szwedzkim Giełdowym Komitetem Przemysłowo-Handlowym (Näringslivets Börskommitté). Organizacja jest także reprezentowana w Narodowym Zarządzie ds. Reklamacji Konsumenta (Allmänna Reklamationsnämnden), gdzie uczestniczy w ekspertyzach w zakresie papierów wartościowych.

Aktiespararna poza działaniami na rzecz ochrony akcjonariuszy monitoruje także segment rynku funduszy inwestycyjnych. Zarząd Aktiespararna w marcu 1997 uchwalił szczegółowe kierunki polityki organizacji dotyczącej działalności funduszy inwestycyjnych. Fundusze inwestycyjne są według Aktiespararna korzystną formą oszczędzania dla osób, które nie chcą aktywnie uczestniczyć w samodzielnym inwestowaniu na giełdzie. Uchwała definiuje pogląd organizacji na temat funduszy i zawiera informacje skierowane do posiadaczy jednostek uczestnictwa w funduszach. Określa także reguły zachowań funduszy, które są bardzo często posiadaczami dużych pakietów akcji notowanych na giełdzie.

W listopadzie 1999 roku Aktiespararna utworzyła swój własny fundusz inwestycyjny – Aktiespararna Topp Sverige, którego indeks spółek wzorowany jest na indeksie OMX reprezentującym 26 największych szwedzkich spółek giełdowych. Fundusz zarządzany jest przez Aktiespararnas Investerings AB. Głównym mottem, stanowiącym filar funk-

cjonowania tego funduszu, są właśnie wytyczne w zakresie polityki *corporate governance*.

Całościowa polityka Aktiespararna wobec funduszy inwestycyjnych opiera się na następujących założeniach:

- jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych są korzystną formą oszczędzania dla osób, które nie mają możliwości ciągłego monitorowania rynku, a w szczególności inwestycji dokonywanych na rynkach zagranicznych,
- fundusze powinny jasno definiować swoje strategie działania w ogólnodostępnych materiałach informacyjnych,
- fundusze powinny organizować spotkania na szczeblach lokalnych z posiadaczami jednostek w tych funduszach,
- niezależność towarzystw funduszy inwestycyjnych powinna być wzmocniana, relacje pomiędzy wierzycielami/bankami w stosunku do funduszy inwestycyjnych powinny zaś być przejrzyste i ukierunkowane na minimalizację ryzyka nieporozumień mogących wynikać z koncentracji władzy i różnic interesów,
- większość składu zarządu w funduszach inwestycyjnych powinni stanowić członkowie niezależni. Ponadto jedną z funkcji zarządu funduszu winno być zarówno powoływanie, jak i odwoływanie dyrektora odpowiedzialnego za zarządzanie funduszem,
- każdy właściciel jednostek uczestnictwa funduszu powinien mieć zagwarantowaną możliwość ciągłego monitorowania bieżących decyzji podejmowanych przez zarządzających funduszem,
- zadaniem funduszy powinno być formułowanie zasad polityki prowadzonej w zakresie *corporate governance*.

Ponadto reprezentanci funduszy, które zarządzają dużymi pakietami akcji powinni:

- aktywnie uczestniczyć i głosować na walnych zgromadzeniach akcjonariuszy,
- współuczestniczyć w procedurach wyboru władz spółek,
- upubliczniać wiadomości ze spotkań dla szerszego kręgu odbiorców.

3. SUKCESY AKTIESPARARNA OSIĄGNIĘTE W TOKU JEJ DZIAŁALNOŚCI

Interesująca wydaje się próba podsumowująca dotychczasową działalność stowarzyszenia w przeciągu 38 lat jego działalności. Do głównych sukcesów Aktiespararna władze stowarzyszenia zaliczają:

- wytworzenie klimatu respektowania roli i pozycji drobnego akcjonariusza na rynku kapitałowym,
- wyedukowanie setek tysięcy indywidualnych inwestorów świadomych istoty podejmowania długoterminowych decyzji inwestycyjnych,

- ochronę praw właścicielskich,
- wpływ na obniżenie kosztów transakcyjnych przy obrocie akcjami poprzez aktywny lobbying,
- rozwinięcie systemu internetowego mającego na celu raportowanie i wymianę informacji z walnych zgromadzeń akcjonariuszy. Ma on w przyszłości także umożliwić głosowanie na zgromadzeniach poprzez łącza internetowe. Obecnie jednak, w przypadku braku możliwości osobistego uczestnictwa w zgromadzeniach dla akcjonariuszy, istnieje możliwość przesłania upoważnienia, które daje przedstawicielom Aktiespararna prawo do reprezentowania danej osoby,
- wpływ na ciała ustawodawcze ukierunkowany na respektowanie praw indywidualnych inwestorów przy uchwalaniu ustaw,
- informowanie ustawodawców o sytuacji akcjonariuszy w innych państwach w celu doprowadzenia warunków ich funkcjonowania do względnej porównywalności (w kwestiach obniżenia opodatkowania działania te jak dotąd nie przyniosły pożądanych rezultatów),
- inicjację i wspólne organizowanie wraz z Dagens Industri mistrzostw giełdy szwedzkiej – przedsięwzięcia, które w sposób istotny przyczyniło się do popularyzacji aktywnego inwestowania na giełdzie,
- protesty i aktywny lobbying mające na celu zapobieganie decyzjom spółek giełdowych, które szkodzą interesom akcjonariuszy (przykład tego stanowią fuzje Volvo/Fermenta, Volvo/Norway, Volvo/Renault).

Organizacja prowadzi także aktywną współpracę międzynarodową z licznymi innymi organizacjami. W ramach współpracy z tymi organizacjami zrealizowano lub podjęto następujące inicjatywy:

- wypracowano wiodącą pozycję Akiespararna w ramach organizacji EuroShareholders w Brukseli, która aktywnie uczestniczy w procesie harmonizacji praw akcjonariuszy w Europie i harmonizacji prawa korporacji,
- wspierano EuroShareholders w kwestiach dotyczących ustawodawstwa związanego z funkcjonowaniem spółek, praw konsumenta i ochroną praw właścicielskich,
- prowadzono działania lobbingowe wśród parlamentarzystów Unii Europejskiej,
- opracowano raport na temat podatków w krajach OECD,
- usystematyzowano materiały w zakresie *corporate governance* w ujęciu uwzględniającym doświadczenia innych krajów w tym zakresie, co ma służyć bardziej prawidłowemu opracowaniu reguł kontroli spółek notowanych na giełdzie szwedzkiej i podejmowaniu właściwych inicjatyw z tym związanych,

— zdefiniowano politykę Aktiespararna dotyczącą funduszy inwestycyjnych i ich funkcjonowania w perspektywie międzynarodowej.

Liczba dotychczasowych osiągnięć jest znaczna, stowarzyszenie zaś wyznaczyło sobie kolejne zadania do osiągnięcia w toku dalszej działalności. Należy do nich przede wszystkim dalsza walka na rzecz obniżenia opodatkowania dochodów z kapitału, która jest nie tylko w interesie akcjonariuszy, lecz także gospodarki całego kraju. Ponadto obserwuje się w Szwecji zapotrzebowanie na kapitał akceptujący podwyższone ryzyko, którego napływ byłby gwarantem tworzenia nowych miejsc pracy, a także przyczyniłby się do pozytywnego rozwoju szwedzkiego przemysłu i handlu. Prawidłowo funkcjonujący rynek giełdowy jest szczególnie istotny z ekonomicznego punktu widzenia całego społeczeństwa. Cechą charakterystyczną takiego rynku jest wysoka płynność obrotu akcjami notowanych spółek, jak też występowanie licznej grupy inwestorów biorących udział w obrotach instrumentami finansowymi. Akcjonariusze jako środowisko mogą stanowić źródło napływu kapitału wysokiego ryzyka i jednocześnie stabilizują rynek poprzez podejmowanie decyzji długoterminowych. W roku 2003 Aktiespararna obchodziła 10-lecie rozpoczęcia działalności na rzecz większej przejrzystości i kontroli właścicieli spółek, poprzez opracowywanie zasad *corporate governance*. Istotą ładu korporacyjnego jest zapewnienie równowagi pomiędzy interesami różnych podmiotów, mających wpływ na funkcjonowanie danej organizacji i umożliwienie jej tym samym efektywnego rozwoju. Założenia *corporate governance* opublikowane zostały po raz pierwszy w marcu 1993 roku i bazowały na rekomendacjach komitetu Giełdy Londyńskiej (London Stock Exchange), opracowanych pod przewodnictwem Sir Adriana Cadbury. Rekomendacje zawarte w raporcie kładły szczególny nacisk na rolę inwestorów indywidualnych, wskazując spółkom na odpowiedzialność związaną z podejmowaniem decyzji zgodnych z interesami akcjonariuszy, którzy stanowią ostatnie ogniwo powiązań na rynku finansowym i jednocześnie są najczęściej finalnymi odbiorcami oferowanych produktów.

4. STOWARZYSZENIE MŁODYCH INDYWIDUALNYCH INWESTORÓW - UNGA AKTIESPARARNA

Swedish Young Shareholders Association jest obecnie jedną z największych organizacji młodzieżowych w Szwecji. Unga Aktienspararna powstała w 1977 roku początkowo jako osobny departament działający w ramach Stowarzyszenia Indywidualnych Inwestorów Aktienspararna. Young Shareholders Association jest organizacją zrzeszającą młodych

inwestorów, której głównym motywem jest wykorzystanie dostępnych form edukacji mających na celu wzrost wiedzy młodych uczestników rynku finansowego na temat dostępnych form inwestowania środków pieniężnych w różne typy instrumentów finansowych. Założenie to realizowane jest głównie poprzez bezpośredni kontakt przedstawicieli rynku finansowego – ukierunkowany na przekazywanie wiedzy i informacji związanych z funkcjonowaniem giełdy.

Status organizacji niezależnej Unga Aktiespararna uzyskała w roku 1990. Całkowita autonomiczność stowarzyszenia młodych inwestorów jest niewątpliwie niezwykle istotnym czynnikiem, odgrywającym stymulującą rolę szczególnie w procesie pozyskiwania wykształconych profesjonalistów, którzy gotowi są przejąć pełną odpowiedzialność za powierzane im zadania. Rola Aktiespararna ograniczona została do funkcji mentora i organizacji zapewniającej pośrednie wsparcie finansowe. Młodzi akcjonariusze mają prawo do korzystania z baz danych, pomieszczeń biurowych, otrzymują też pomoc w zakresie rachunkowości. Ponadto istnieje kooperacja grup roboczych organizacji na wszystkich poziomach wykonywanych zadań.

Do stowarzyszenia należy ok. 13 500 członków⁴ (w marcu 2000 liczba członków wynosiła 24 000). Członkiem organizacji może zostać każdy obywatel, który nie przekroczył 28 roku życia. Większość członków rekrutowana jest obecnie ze szkół średnich i uniwersytetów. Liczba członków jest niewątpliwie ściśle skorelowana z sytuacją na giełdzie. Okres dekonjunktury na rynku finansowym cechuje się spadkiem zainteresowania uczestnictwa w tego typu organizacji.

Długookresowa strategia stowarzyszenia opiera się na kilku głównych filarach. Podstawowymi zadaniami organizacji są:

- rozpowszechnianie wiedzy o organizacji i założeniach jej funkcjonowania,
- stymulujący wpływ na rynek finansowy,
- rekrutowanie nowych członków.

5. KLUBY INWESTYCYJNE

Mimo że kluby inwestycyjne w Szwecji nie są szczególnie popularną formą zrzeszania się uczestników rynku finansowego, istnieje możliwość ich tworzenia. Kluby inwestycyjne mają na celu wspólne gromadzenie określonych kwot pieniężnych w celu wspólnego ich inwestowania w różnego rodzaju aktywa charakteryzujące się określoną stopą

⁴ Dane z czerwca 2002 r.

zwrotu, przy danym poziomie ryzyka. Spotkania członków klubu mają ponadto na celu wzajemną edukację i podniesienie poziomu wiedzy uczestników transakcji finansowych.

W Szwecji istnieje kilka dopuszczonych prawem form, w ramach których możliwa jest organizacja i dalsza działalność klubu inwestycyjnego. Najbardziej popularna jest forma, według której klub nie stanowi osoby prawnej. Forma ta nosi nazwę *enkelt belog*. Przyszli członkowie klubu spisują wspólnie statut, w którym ustalają reguły dotyczące możliwych form inwestowania, doboru instrumentów, wysokości wnoszonych składek, reguł przyjmowania nowych członków i ewentualnej rezygnacji członków obecnych. Sugerowane jest, aby wszystkie te zasady zawarte zostały w specjalnym piśmie, stanowiącym dokument powstania klubu. Pierwsze spotkanie organizacyjne ma z reguły na celu wybór jednego lub dwóch reprezentantów, którzy w imieniu klubu otwierają rachunek inwestycyjny w banku lub biurze maklerskim, otrzymując jednocześnie osobisty numer identyfikacyjny. Wraz z końcem roku kalendarzowego instytucja finansowa prowadząca rachunek inwestycyjny przesyła do organów podatkowych informację o dokonanych transakcjach, strukturze portfela inwestycyjnego osoby, na którą zarejestrowany jest rachunek, jak też o ewentualnych przychodach uzyskanych z tytułu ulokowanych środków. Obowiązkiem klubu jest poinformowanie instytucji podatkowej o kwotach udziałów poszczególnych członków klubu w danym portfelu.

Jeżeli dany klub z założenia ma być liczny, dokonuje się wyboru zarządu, który w ramach udzielonego mu pełnomocnictwa ma prawo podejmowania kluczowych decyzji w imieniu jego członków.

W przypadku klubu liczącego zaledwie kilku członków, alternatywnym rozwiązaniem jest otwarcie tzw. rachunku udziałowego, zarejestrowanego na wszystkich uczestników transakcji. Wybór tej opcji działania zwalnia członków klubu z przesyłania uzupełniającej informacji do organów podatkowych, ponieważ szczegółowe informacje na temat zainwestowanych kwot przesyłane są organom podatkowym bezpośrednio przez bank lub biuro maklerskie, prowadzące rachunek inwestycyjny. Jak dotąd nie zostały przeprowadzone badania, dzięki którym możliwe byłoby określenie liczby klubów obecnie działających w Szwecji.

Stowarzyszenia Aktiespararna, Unga Aktiespararna, jak też kluby inwestycyjne przez wiele lat ich istnienia, dzięki aktywnej działalności przyczyniły się do ewolucji szwedzkiego rynku kapitałowym i poprawy jego funkcjonowania. Obecnie ponad 65% społeczeństwa Szwecji lokuje środki finansowe poprzez fundusze inwestycyjne bądź też inwestuje bezpośrednio na giełdzie poprzez biura maklerskie. W Polsce rachunki inwestycyjne posiada zaledwie 1% obywateli. Modele szwedzkich orga-

ganizacji są znakomitym przykładem do obserwacji i ewentualnego dalszego ich naśladownictwa. Nauka efektywnego oszczędzania jest niewątpliwie jednym z podstawowych czynników wzrostu zamożności społeczeństwa oraz też wpływa na poprawę funkcjonowania całej gospodarki.

EWELINA WIŚNIEWSKA

INDYWIDUALNI INWESTORZY W AUSTRII

I. RYNEK KAPITAŁOWY

Postępująca internacjonalizacja rynków kapitałowych i integracja Austrii z Unią Europejską 1 stycznia 1995 roku stały się bodźcem do działań, mających na celu wzrost atrakcyjności austriackiego rynku kapitałowego. Mimo że Austria należy do krajów o probankowym modelu systemu finansowego, w ostatnich latach można było wyraźnie zaobserwować odpływ środków pieniężnych osób fizycznych z banków w kierunku funduszy inwestycyjnych, funduszy emerytalnych i przedsiębiorstw ubezpieczeniowych. Paradoksalnie, większość z tych instytucji jest własnością banków lub też posiada z nimi silne powiązania. Trafniejsze wydaje się więc stwierdzenie, że nie nastąpiło zmniejszenie udziału banków w procesie pośrednictwa przyjmowania depozytów i udzielania kredytów, ale zmiana ich formy.

Rynek kapitałowy w Austrii jest niewielki, przy czym widoczny jest trend ku globalizacji, szczególnie w drugiej połowie lat 90. Nastąpił wówczas wyraźny wzrost udziałów aktywów i pasywów obcych w portfelach austriackich banków. Integracja europejska wpłynęła nie tylko na wzrost wysiłków austriackich instytucji kredytowych sprostania wyzwaniom wzrastającej konkurencji, ale była także katalizatorem procesów konsolidacyjnych tychże banków. Pewna część banków austriackich zawarła alianse strategiczne z bankami zagranicznymi (głównie niemieckimi), w nadziei odniesienia korzyści będących efektem synergii.

Bankowy charakter systemu finansowego Austrii nie pozostał bez wpływu na decyzje inwestycyjne gospodarstw domowych. Mimo że

w ostatnich latach można było zaobserwować wzrost w ich portfelach wartości papierów wartościowych, to nadal ich udział jest zdecydowanie niższy niż w większości państw europejskich.

Tabela 1. Podział aktywów i pasywów finansowych (jako udział % PKB, koniec 2000 r.)

| WYSZCZEGÓLNIENIE | AKTYWA FINANSOWE | | ZOBOWIĄZANIA FINANSOWE | |
|-----------------------------------|---|--|------------------------|--|
| | DEPOZyty, REZERWY, FUNDUSZE RYNKU PIENIĘŻNEGO, JEDNOSTKI FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH | AKCJE I POZOSTAŁE PAPIERY WARTOŚCIOWE | KREDYTY | AKCJE I POZOSTAŁE PAPIERY WARTOŚCIOWE |
| Rezydenci sektora pozafinansowego | 137,0 | 44,4 | 118,4 | 93,5 |
| Gospodarstwa domowe | 111,1 | 16,5 | 29,2 | 0 |
| Przedsiębiorstwa pozafinansowe | 20,3 | 18,2 | 75 | 32,8 |
| Rząd | 5,6 | 9,7 | 14,2 | 60,8 |
| Nierezydenci | 47,9 | 94,1 | 27,7 | 71,7 |
| Łącznie | 185 | 138,5 | 146,1 | 165,3 |

Źródło: Oesterreichische Nationalbank, National Financial Accounts Statistics, 2004, <http://www.oenb.at>

Inicjatywa reformy austriackiego rynku kapitałowego była jednym z najbardziej wszechstronnych działań zmierzających do kompleksowych zmian obowiązujących wówczas procedur i uregulowań prawnych. Istotną cechą podjętych w tymże okresie działań było duże poparcie i kooperacja organów nadzorczych z głównymi uczestnikami rynku finansowego. Kooperacja ta była bez wątpienia konsekwencją świadomości, że tylko konsensus zbiorowy umożliwi podjęcie kroków zmierzających do wzrostu wartości rynku kapitałowego w Austrii. Austriacka giełda powierzyła przygotowanie paktu zmian Oesterreichische Kontrollbank AG, specjalistycznej instytucji finansowej odgrywającej ważną rolę na austriackim rynku kapitałowym. Reformy, których wprowadzanie rozpoczęto już od początku 1992 roku, były także efektem współpracy krajowych i zagranicznych uczestników rynku, właściwych organów władzy i ponad 100 ekspertów z dziedziny prawa, ekonomii i etyki biznesu. Najważniejsze punkty, zawarte w tym opracowaniu, dotyczyły:

- utworzenia giełdy Wiener Börse AG poprzez połączenie ÖTOB AG i Vienna Stock Exchange,
- aliansu strategicznego Wiener Börse AG z niemiecką giełdą Deutsche Börse AG (wszystkie notowania na giełdzie miały się odbywać się w systemie XETRA giełdy Deutsche Börse AG od połowy 1999 roku, obie giełdy wprowadziły zaś wspólną wymianę akcji Europy Środkowej i Wschodniej [CEEX]),

- wprowadzenia systemu notowań ciągłych na giełdzie z codziennym rozliczeniem na bazie T+3 dni (tzw. SICS – Settlement Information Clearing System),
- utworzenia niezależnych organów nadzoru rynku,
- ustanowienia parkietu dla małych i średnich przedsiębiorstw.

Uregulowania wewnętrzne obejmowały poprawkę do ustawy o giełdzie *Börsegesetz*, w celu wyeliminowania działań o charakterze *insider trading*. Zaaprobowane zostały przez banki, fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne, przedsiębiorstwa ubezpieczeniowe, emitentów i konsultantów inwestycyjnych postanowienia zawarte w tzw. Kodeksie Zgodności „Standard Compliance Code”. Pozostałe udoskonalenia obejmowały rozwój systemów informacyjnych: Hermes i Reuters.

W grudniu 2000 roku na Wiener Börse AG notowanych było 97 krajowych spółek akcyjnych i 20 zagranicznych. Niezwykle niska liczba spółek krajowych odzwierciedla bankowy charakter struktury finansowej w tym kraju. Notowania na giełdzie wiedeńskiej obejmują głównie największe spółki. Wartość rynkowa spółek krajowych wynosiła pod koniec 2000 r. 31,2 mld EUR i stanowiła 15% PKB Austrii. Warto dodać, że od początku 1990 do 2000 roku przedsiębiorstwa zwiększyły swój kapitał w drodze jego podwyższenia lub poprzez ofertę publiczną aż o 19 mld EUR.

Tabela 2. Charakterystyka rynku giełdowego w Austrii

| WYSZCZEGÓLNIENIE | 1998 | 2000 |
|--|-----------|-----------|
| Liczba notowanych spółek | 96 | 97 |
| Kapitalizacja rynkowa notowanych spółek (jako udział % PKB) | 15,3 | 15,2 |
| Wartość brutto podwyższenia kapitału przez spółki krajowe poprzez emisję akcji (jako udział % PKB) | 0,3 | 1,2 |
| Liczba spółek stanowiących skład indeksu EURO STOXX 50 i EURO STOXX | 0/19 | 0/3 |
| Indeks koncentracji (% udział 10 największych spółek w całkowitej kapitalizacji rynku) | 59,8 | 59,6 |
| Liczba notowanych spółek zagranicznych | 32 | 14 |
| Liczba giełd akcyjnych i pozostałych giełd | 1 | 1 |
| Liczba uczestników rynku giełdowego (w szt.) | 74 | 65 |
| Liczba zawartych transakcji w obrocie akcjami | 2 973 090 | 1 715 502 |
| Całkowita wartość obrotów akcjami (jako udział % PKB) | 16,4 | 10,4 |

Źródło: Vienna Stock Exchange, Datastream, STOXX.

Mimo iż całkowita wartość akcji i obligacji austriackiego rynku kapitałowego szacowana jest na 120% PKB, należy uznać, że rynek ten nie jest znaczny i pozostaje ściśle zintegrowany z pozostałymi rynkami

międzynarodowymi. Ponad 40% akcji wyemitowanych przez rezydentów i prawie 60% obligacji krajowych jest w posiadaniu nierezydentów. W latach 1998–2000 widoczne było także zmniejszanie udziałów krajowych papierów wartościowych w portfelach zarówno gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw¹.

Obecnie Austria należy do państw o dobrze rozwiniętej gospodarce rynkowej, mocno powiązanej z pozostałymi wysoko rozwiniętym gospodarkami Unii Europejskiej, w szczególności z gospodarką niemiecką. Osłabienie wzrostu gospodarczego zarówno w Niemczech, jak też w pozostałych gospodarkach światowych² przyczyniło się do wzrostu konkurencji. Działania podjęte w Austrii, które mają obecnie za zadanie utrzymanie jej pozycji gospodarki rozwiniętej, obejmują: wspieranie sektora *know-how*, kontynuowanie deregulacji sektora usług i obniżanie obciążeń podatkowych.

2. STOWARZYSZENIE AUSTRIACKICH FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH

Analizując zmiany zachodzące na austriackim rynku kapitałowym nie sposób nie wspomnieć o funduszach inwestycyjnych, które odgrywają – obok Otwartych Funduszy Emerytalnych (OFIs) – dominującą rolę na rynku pośredników finansowych. Wzrost ich znaczenia nastąpił w ciągu kilku ostatnich lat, kiedy to wartość aktywów zarządzanych przez fundusze inwestycyjne wzrosła z 14% PKB w 1995 roku aż do 45% PKB w roku 2000. Większość funduszy inwestycyjnych jest w posiadaniu banków, ich produkty są także dystrubowane poprzez kanały bankowe. Nabywcami jednostek funduszy inwestycyjnych w Austrii są zarówno przedsiębiorstwa, jak też gospodarstwa domowe. Godny uwagi jest fakt, że fundusze inwestycyjne w Austrii zaczynają zwiększać udział akcji w swoich aktywach. W latach 1995–2000 udział akcji w aktywach funduszy inwestycyjnych podwoił się i wyniósł 20% ich wartości. Znamienne jest jednak, że tylko niewielki udział stanowią akcje spółek austriackich (47% w 1990 roku i tylko 7% w 2000 r.).

Stowarzyszenie Austriackich Funduszy Inwestycyjnych (Vereinigung Österreichischer Investmentgesellschaften – VÖIG) zostało utworzone w 1988 i jest zrzeszeniem wszystkich 23 austriackich spółek kapitałowych (KAGs). Zorganizowane w formie prawnej stowarzyszenie oprócz opieki nad inwestorami ma także za zadanie dostarczanie infor-

¹ http://www.oenb.at/downloads/fmsb6_de.pdf

² W roku 2001 światowy wzrost gospodarczy wyniósł 1,2%, w roku 2002 – 0,6%, w roku 2003 zaś – 0,8%.

macji na temat bieżącego klimatu inwestycyjnego i kondycji funduszy. VÖIG znajduje się w ciągłym kontakcie z odpowiednimi organami ustawodawczymi i ministerstwami i dąży do jak najpełniejszej wymiany informacji. Będąc członkiem Europejskiego Stowarzyszenia Inwestycyjnego Europäischen Investmentvereinigung, VÖIG jest na bieżąco informowane o rozwoju i zmianach następujących na europejskim rynku kapitałowym. VÖIG reprezentuje także fundusze wobec opinii publicznej i ustosunkowuje się wobec ewentualnych zapytań związanych z ich działalnością oraz komentują podejmowane decyzje inwestycyjne.

3. STOWARZYSZENIA INDYWIDUALNYCH INWESTORÓW

Długą tradycję ma w Austrii idea indywidualnego inwestowania. Można przypuszczać, że zmiany zachodzące na austriackim rynku kapitałowym przyczynią się do jej umacniania i wzrostu znaczenia inwestorów indywidualnych w procesie alokacji środków finansowych. Dla zachęcenia osób fizycznych do inwestowania, do uaktywnienia ich kapitałów wykorzystywane są w Austrii stowarzyszenia indywidualnych inwestorów. Poniżej zostały one pokrótce scharakteryzowane.

3.1. INTERESSENVERBAND FÜR ANLEGER (IVA)

Stowarzyszenie indywidualnych inwestorów IVA jest niezależną organizacją utworzoną w celu ochrony interesów akcjonariuszy. Priorytetowym celem stowarzyszenia jest egzekwowanie prawa do informacji i właściwa interpretacja przekazów informacyjnych. IVA występuje na Walnych Zgromadzeniach Akcjonariuszy zajmując stanowisko dotyczące podejmowanych ważnych decyzji ekonomicznych w spółkach³.

Powstrzymując się od głosowania IVA sygnalizuje negatywną postawę wobec danej uchwały. Zadania stowarzyszenia polegają także na kompleksowej analizie i ocenie, czy rekompensaty i działania podejmowane w spółkach (np. oferty przejęcia) odzwierciedlają rzeczywistość ich wartość i czy one są zgodne z prawem. W razie występowania nieprawidłowości IVA zgłasza zawiadomienie o popełnieniu przestępstwa i reprezentuje interesy akcjonariuszy przed sądami. Do zadań organizacji należy także reprezentowanie interesów akcjonariuszy przed administracyjnymi organami państwowymi i formułowanie opinii na temat uchwalanych ustaw. W razie wykrycia nieprawidłowości IVA podejmuje działania interwencyjne w odpowiednich ministerstwach. Stowarzyszenie przyczynia się także do

³ [http:// www.iva.or.at](http://www.iva.or.at)

szerzenia kultury indywidualnego inwestowania w społeczeństwie. W opinii przedstawicieli IVA akcjonariusze mniejszościowi mogą egzekwować swoje prawa i wpływać na uwzględnianie ich interesów przez ciała ustawodawcze, akcjonariuszy większościowych, zarządy, rady nadzorcze i organy kontrolne, jeżeli będą działać zbiorowo i wyrażać swoje poglądy na Walnych Zgromadzeniach Akcjonariuszy i wobec opinii publicznej. Promowanie zasady demokracji wśród akcjonariuszy i zasad *corporate governance* to główne filary działania stowarzyszenia IVA.

3.2. ZWIĄZEK AUSTRIACKICH KLUBÓW INWESTYCYJNYCH

Związek klubów inwestycyjnych w Austrii (Verband österreichischer Investmentklubs) został utworzony w 1971 roku przez dr. Liebshera i dr. Bartla. Siedzibą związku jest od początku jego istnienia Linz. Początkowo organizacja zrzeszała tylko 2 kluby, ale już w grudniu 2002 roku obejmowała 35 klubów, członkami których było aż 14 500 inwestorów indywidualnych. Liczba członków klubu inwestycyjnego nie jest limitowana, stąd też można spotkać kluby liczące nawet ponad 500 członków. Podejmowanie decyzji inwestycyjnych w tak dużych grupach byłoby utrudnione, dlatego też w ramach tych klubów wyodrębnia się grupy robocze liczące od 10 do 20 osób⁴. W 275 grupach (Veranlagungsgruppen) odbywają się spotkania dyskusyjne, na których wymieniane są poglądy i doświadczenia związane z giełdą i rynkiem kapitałowym⁵.

Związek austriackich klubów inwestycyjnych jest obecnie członkiem Światowego Zrzeszenia Inwestorów (World Federation of Investors). Do głównych zadań związku klubów inwestycyjnych w Austrii należy reprezentowanie interesów inwestorów indywidualnych przed instytucjami politycznymi i publicznymi.

Składki za uczestnictwo w związku klubów inwestycyjnych płacone są nie od osoby, ale od klubu, i kształtują się następująco:

- 1) jednorazowa składka członkowska klubu do stowarzyszenia powiększająca kapitał zakładowy stowarzyszenia: 219 EUR,
- 2) roczne składki członkowskie, uzależnione od liczby członków w danym klubie:
 - klub liczący poniżej 100 członków: 73 EUR,
 - klub liczący od 100 do 500 członków: 110 EUR,
 - klub liczący powyżej 500 członków: 146 EUR.

⁴ Tradycyjnie klub inwestycyjny liczy od 10 do 20 członków. W Austrii powstała jednak odmienna forma klubów, liczących nawet ponad 500 osób. Kluby te dzielone są na zespoły robocze, które dopiero można by porównać do klubów inwestycyjnych działających w innych państwach, takich jak np. Stany Zjednoczone, Francja czy też Wielka Brytania.

⁵ <http://www.investmentclubs.at>

4. KLUBY INWESTYCYJNE

4.1. PODSTAWY PRAWNE

Głównym motywem utworzenia pierwszego klubu inwestycyjnego w Austrii w 1970 roku w ramach kasy oszczędnościowej (Sparkasse Oberösterreich) było wspieranie tworzenia majątku członków klubu. Motywem pobocznym było zdobywanie wiedzy związanej z rynkiem kapitałowym i możliwościami pomnażania zasobów finansowych, jakie stwarza on inwestorom indywidualnym. Edukacja inwestycyjna (Investment Education) należy obecnie w Austrii do najważniejszych zadań klubów inwestycyjnych. Wiedza teoretyczna powinna być jednakże uzupełniona poprzez własne doświadczenia zdobyte w procesie inwestowania.

W Austrii kluby inwestycyjne mogą mieć formę stowarzyszenia (niem. Vereine) lub związku (niem. Vereinsgesetz)⁶. Osoba fizyczna lub prawna, która ma zamiar utworzyć stowarzyszenie nazywana jest zgodnie z prawem *Proponenten*. Pierwszym zadaniem tejże osoby jest sporządzenie statutu klubu.

Rejestracja klubu inwestycyjnego mającego formą prawną stowarzyszenia musi zostać przeprowadzona przez *Proponenten*. Jej obowiązkiem jest pisemne zawiadomienie stosownych organów o powstaniu klubu i złożenie w trzech egzemplarzach sporządzonego wcześniej statutu klubu. Właściwymi organami są inspektoraty (Sicherheitsdirektionen), którym podporządkowane są poszczególne terytoria Austrii. Potwierdzenie rejestracji następuje po uiszczeniu opłaty skarbowej i naklejeniu znaczków skarbowych na poszczególnych egzemplarzach przedłożonego statutu. Inspektorat ma 6 tygodni, od czasu zgłoszenia zawiadomienia o utworzeniu klubu, na ewentualną odmowę, jeżeli nazwa i cele stowarzyszenia są sprzeczne z prawem⁷.

Do zadań klubu, które są zdefiniowane szczegółowo w statucie, należy przede wszystkim:

- dostarczanie informacji dla jego członków,
- tworzenie grup roboczych złożonych z takiej liczby inwestorów, które umożliwiają zdobywanie wiedzy poprzez inwestowanie w papiery wartościowe, szczególnie w akcje.

Każdorazowa zmiana statutu klubu wiąże się z jego reorganizacją, nawet jeżeli poprawka dotyczy jedynie jego nazwy lub też miejsca sie-

⁶ Podstawa prawna pochodzi z 1951 – BGBl 1951/233, 1954–141, 1962/102, 1987/648.

⁷ Podstawa prawna – Europäische Konvention zum Schutze der Menschenrechte und Grundfreiheiten, BGBl 1958/210.

dziby. Musi ona zostać zgłoszona ponownie właściwym organom, które mają 6 tygodni na odrzucenie proponowanej zmiany i powiadomienie o niej osoby zwanej *Proponenten*.

Rozwiązanie klubu inwestycyjnego w Austrii może mieć charakter dobrowolny bądź też przymusowy, jako efekt decyzji organów administracyjnych. W praktyce przymusowe rozwiązanie klubu mogłoby stanowić jedynie rezultat powzięcia uchwały, która jest sprzeczna z kodeksem. Dobrowolne rozwiązanie stowarzyszenia następuje z kolei poprzez zgłoszenie decyzji odpowiednim organom, wniesieniu opłaty skarbowej i uzyskaniu potwierdzenia administracyjnego w ciągu 4 tygodni od powzięcia decyzji o jego rozwiązaniu.

4.2. ROLA INSTYTUCJI KREDYTOWYCH W DZIAŁALNOŚCI KLUBÓW INWESTYCYJNYCH

Sektor instytucji finansowych w Austrii jest zdecydowanie zdominowany przez przedsiębiorstwa kredytowe. Model bankowości uniwersalnej w Austrii nie wyklucza możliwości specjalizacji indywidualnych instytucji kredytowych w poszczególnych usługach. Prawie 90% austriackich instytucji kredytowych, łącznie z małymi i średnimi bankami, stanowią kasy oszczędnościowe lub też banki kooperacyjne i są one stowarzyszone w jednej z trzech instytucji Multi-tier sectors (Sparkassen, Reiffeisenbankem, Volksbanken). Instytucje kredytowe odgrywają ważną rolę w działalności klubów inwestycyjnych w Austrii. Podczas gdy w Stanach Zjednoczonych pośrednikiem w działaniach klubów są maklerzy, w Austrii funkcję taką pełnią właśnie wspomniane powyżej instytucje kredytowe (Kreditunternehmen), które jednocześnie sprawują opiekę nad klubami. Członkowie klubu inwestycyjnego mogą korzystać z porad personelu fachowego zatrudnianego w tych instytucjach. Niezwykle rzadko w początkowej fazie działalności klubów ich członkowie decydują się na całkowicie samodzielne podejmowanie decyzji inwestycyjnych. Przedsiębiorstwa kredytowe zajmują się ponadto pośrednictwem w obrocie papierami wartościowymi, przeprowadzają stosowne analizy i dostarczają fachowych informacji na temat giełdy, a także zakupują prasę ekonomiczną, udostępniając ją na bieżąco inwestorom. Także konsultanci i opiekunowie tzw. grup roboczych, wydzielanych w ramach danego klubu, działają zwykle pod patronatem banków.

4.3. FORMY AKTYWNOŚCI KLUBÓW INWESTYCYJNYCH

W opinii członków klubów inwestycyjnych w Austrii tylko mało znaczące ekonomicznie zasoby umożliwiają na początku „próbowanie” swoich możliwości na giełdzie. Bazą programową działalności każdego klubu inwestycyjnego w Austrii jest tzw. Dispositionsabend. W ramach

tegoż programu raz w miesiącu członkowie klubu otrzymują od pracowników zaufanej instytucji kredytowej informacje na temat bieżącej sytuacji i trendów na międzynarodowym rynku finansowym. Informacje te przekazywane są w formie wykładu trwającego od 30 do 60 minut, w trakcie którego poruszone zostają następujące tematy:

- kształtowanie się obowiązujących stawek oprocentowania na rynku i podstawowych wskaźników mikro- i makroekonomicznych,
- stan giełdy (zmian indeksów, informacje o notowaniach nowych spółek),
- udzielenie konkretnych porad co do zakupu i sprzedaży papierów wartościowych.

Pod koniec wykładu członkowie grupy wspólnie podejmują decyzje związane z zakupem bądź też sprzedażą papierów wartościowych. W przypadku rozwijających się dopiero klubów mogą występować sytuacje, że ich członkami są doświadczeni akcjonariusze lub też całkowicie nowicjusze z zakresu tematyki papierów wartościowych i decyzji inwestycyjnych. W zależności od przewagi inwestorów doświadczonych lub też nowicjuszy, wiele klubów stosuje podział na tzw. kluby „aktywne” i „pasywne”.

Kluby inwestycyjne w Austrii, ze względu na dużą liczbę ich członków, organizowane są w formie grup roboczych, które liczą najczęściej 10–20 osób. Każda grupa robocza ma także swoją nazwę, np. „Ryzyko”, „Inwestorzy”, „Hossa”. Kryteria, wedle których są one wyodrębniane, obejmują: doświadczenie poszczególnych inwestorów, wartość deklarowanych przez nich środków pieniężnych, które wnoszą, czy też strategię stanowiącą fundament podejmowania decyzji inwestycyjnych (mniej lub bardziej spekulacyjna). Wszyscy nowi członkowie podpisują specjalny formularz „Merkblatt für die Mitglieder von Anlagegruppen”, w ramach którego określone zostają reguły inwestowania. Decyzje w grupach roboczych podejmowane są na zasadzie głosowania większościowego. Każda grupa robocza ma założony w instytucji kredytowej własny rachunek inwestycyjny i konto rozliczeniowe. Członkowie grup roboczych zobowiązani są, od momentu ich wyodrębnienia, do regularnego wpłacania ustalonych wcześniej składek na wspólny rachunek inwestycyjny. Tymczasem zarządzanie grupami roboczymi odbywa się za pomocą powszechnie stosowanego programu komputerowego (EDV-Programme). Związek klubów inwestycyjnych rekomenduje także program „Vermögen 2000”. Im większa jest dana grupa robocza, tym bardziej praktyczne zastosowanie mają wyżej wymienione programy. Dobrym rozwiązaniem w austriackich klubach inwestycyjnych okazało się podejmowanie comiesięcznych wspólnych decyzji inwestycyjnych przez wszystkich członków grup roboczych. Istnieją także możliwości tzw. rozwiązań specjalnych i udzielenia upoważnienia 2 lub 3 inwestorom do podejmowania

w wyjątkowych sytuacjach decyzji inwestycyjnych bez udziału pozostałych członków. W przypadku gdy kapitał grupy roboczej lub też poszczególne jej członków wzrosnie powyżej określonego poziomu, dokonuje się jego podziału. Czynności takie podejmowane są z uwagi na problemy podatkowe. Nie jest też celowe akumulowanie znacznego kapitału, motywem działań inwestycyjnych inwestorów jest bowiem przede wszystkim edukacja.

Dodatkowe formy aktywności, które podejmowane są w ramach działalności klubów inwestycyjnych, to także organizowanie wykładów i odczytów. Zapraszani są na nie profesjonalści na co dzień związani z rynkiem kapitałowym. Na spotkania jubileuszowe zapraszani są goście specjalni znani z mediów.

Szczególnym zainteresowaniem inwestorów cieszą się także wizyty w przedsiębiorstwach. Nie muszą do nich należeć spółki notowane na giełdzie. Często są to małe przedsiębiorstwa, mieszczące się niedaleko siedziby klubu inwestycyjnego. Inwestorzy są często zadziwiani innowacyjnością rozwiązań stosowanych w tychże firmach.

W przypadku długo działających klubów inwestycyjnych ich członkowie organizują czasem wyjazdy na giełdy np. w Chicago czy też Hongkongu. Wycieczki takie umożliwiają niejako rozszerzenie horyzontów inwestowania i poczucia prawdziwej atmosfery giełdowej.

4.4. OPODATKOWANIE KLUBÓW INWESTYCYJNYCH

Wnoszone przez członków klubów inwestycyjnych wpłaty są gwarantowane przez instytucje kredytowe, sprawujące nad nimi pieczę w zakresie ochrony przed malwersacją zgromadzonych środków. Instytucje te nie pobierają od klubów żadnych dodatkowych opłat. W ten sposób nie jest tworzony dodatkowy majątek, a w związku z tym nie powstają zobowiązania podatkowe. Ten charakter prowadzenia klubu w Austrii jest więc niejako najprostszą i najbardziej popularną formą, która rekomendowana jest przez Austriackie Stowarzyszenie Klubów Inwestycyjnych.

Każda wyodrębniona w ramach klubu grupa robocza uzyskuje w ciągu roku dochody z inwestowania w papiery wartościowe, które zostają zaksięgowane na wspólny rachunek inwestycyjny. Każdy członek grupy roboczej otrzymuje pod koniec roku kalendarzowego wykaz informujący o dochodach z tytułu dywidend i odsetek, które są obliczone odpowiednio do zainwestowanych wcześniej funduszy. Informację tę inwestor ma obowiązek uwzględnić w swojej rocznej indywidualnej deklaracji podatkowej.

Zyski z kapitału dzielone są na dwie grupy:

- a) wolne od podatku, jeżeli aktywa są utrzymywane w portfelu przez okres dłuższy niż 2 lata;

- b) opodatkowane jako tzw. dochody spekulacyjne, jeżeli akcje znajdują się w portfelu papierów wartościowych krócej niż 2 lata (przed 2000 r. okres ten wynosił 1 rok):
- po odliczeniu straty spekulacyjnej, pozostaje nadwyżka,
 - zostaje przekroczona granica dochodu, wynosząca 6000 EUR na każdego członka grupy.

Tabela 3. Kształtowanie się liczby klubów inwestycyjnych i inwestorów indywidualnych w Austrii

| ROK | LICZBA KLUBÓW INWESTYCYJNYCH DZIAŁAJĄCYCH POD PATRONATEM AUSTRIACKIEGO STOWARZYSZENIA KLUBÓW INWESTYCYJNYCH | ŁĄCZNA LICZBA CZŁONKÓW | LICZBA GRUP ROBOCZYCH | LICZBA CZŁONKÓW W GRUPACH ROBOCZYCH |
|------|---|---------------------------|--------------------------|--|
| 1971 | 2 | 960 | 26 | 236 |
| 1986 | 17 | 5 281 | 104 | 1 974 |
| 1987 | 22 | 6 473 | 125 | 2 407 |
| 1988 | 30 | 8 495 | 174 | 3 294 |
| 1989 | 34 | 10 601 | 242 | 4 781 |
| 1997 | 49 | 14 335 | 286 | 5 836 |
| 1998 | 47 | 15 346 | 276 | 6 385 |

Źródło: Der Letfdaten: Anforderungen zur Grundung eines Investment klubs, Verband österreichischer Investment-klubs, 2004.

Dane zwarte w tabeli 3 potwierdzają, że istniejący model klubów inwestycyjnych doprowadził do ożywienia idei indywidualnego inwestowania w Austrii. Zarówno łączna liczba członków, jak i liczba członków w przypadku grup roboczych ulegały systematycznemu zwiększaniu.

Postępujące w coraz szybszym tempie zmiany międzynarodowego rynku kapitałowego są ściśle związane z pojawianiem się innowacji finansowych. Powoduje to niejako obowiązek każdego inwestora, który lokuje swoje środki pieniężne w sposób świadomy, do ciągłego rozszerzania swojej wiedzy. W Austrii pomimo niewielkich rozmiarów rynku kapitałowego istnieje wśród inwestorów świadomość, że zakup akcji jest rodzajem lokaty traktowanej jako „inwestycja”, „długoterminowa forma oszczędzania” czy też „zabezpieczenie przedemerytalne”.

Austriacki model funkcjonowania stowarzyszeń indywidualnych inwestorów i klubów inwestycyjnych, mimo iż różni się od tych, które funkcjonują w pozostałych państwach Unii Europejskiej, jest dopracowany i spełnia swoje główne zadania. Kluby inwestycyjne postrzegane są w Austrii jako filar edukacji inwestycyjnej wśród obywateli, umożliwiając nie tylko zdobywanie wiadomości na tematy związane z giełdą, ale prowadząc do wszechstronnego rozszerzania wiadomości związanych

z otaczającą rzeczywistością gospodarczą. Oprócz funkcji informacyjnych, sens istnienia klubów inwestycyjnych sprowadza się do wspólnego inwestowania, prowadzącego do wzrostu wartości majątku jego członków, przy jednoczesnej dywersyfikacji ryzyka.

EWELINA WIŚNIEWSKA

INDYWIDUALNI INWESTORZY NA MEKSYKAŃSKIM RYNKU KAPITAŁOWYM

I. WPROWADZENIE

Należy zaznaczyć, że nie we wszystkich państwach na świecie rynek finansowy jest rozwinięty. Do państw tych należy Meksyk, zaliczany do grupy krajów rozwijających się. Proces przemian politycznych ponownie wprowadził ten kraj na drogę stabilizacji makroekonomicznej. O przyszłości jego gospodarki zadecydują jednak działania podejmowane w najbliższych kolejnych latach. Niezbędne jest zbudowanie nowego ładu instytucjonalnego. Oznacza to rozwój nie tylko instytucji finansowych, do których należą banki i giełdy, ale też stworzenie całej infrastruktury prawnej. Uregulowania prawne, kompatybilne ze standardami światowymi, i efektywna ich egzekucja stanowią także podstawę rozwoju rynku kapitałowego. Z uwagi na przyspieszenie w ostatnich latach procesów integracyjnych gospodarki światowej problem ten nabrał w Meksyku szczególnego znaczenia. Brak samodzielnego rynku kapitałowego stwarza zagrożenie dla krajowych przedsiębiorstw, które nie będą w stanie konkurować na międzynarodowym rynku finansowym, nie mając stworzonych możliwości pozyskiwania funduszy na rynku krajowym.

Kondycja gospodarki meksykańskiej pozostaje pod silnym wpływem gospodarki amerykańskiej. W ostatnich latach, pomimo spowolnienia tempa rozwoju gospodarczego w Stanach Zjednoczonych, gospodarka meksykańska znajdowała się w fazie kontynuującego wzrostu, inflacja zaś była pod kontrolą. W Meksyku, jak i pozostałych krajach Ameryki Łacińskiej, idea indywidualnego inwestowania jest właściwie nieznaną. Aż 40% ludności kraju żyje w biedzie, a dyktowana regułami ekonomii

polityka *laissez faire* pozostawia ich samym sobie. Oferowana przez rząd pomoc najbiedniejszym rodzinom wynosi 2,5 pesos dziennie (1 PLN).

Do braku uczestnictwa inwestorów indywidualnych na meksykańskim rynku kapitałowym przyczyniają się także z pewnością niedostateczna ochrona ich interesów i brak tradycji przestrzegania zasad *corporate governance* w spółkach. Czynniki te stanowią jednak warunek stworzenia podstaw indywidualnego inwestowania. Należy przy tym podkreślić, że meksykański rynek kapitałowy, charakteryzujący się ciągle dość wysoką zmiennością stóp procentowych i wahaniami kursów walutowych, umożliwi osiągnięcie atrakcyjnych stóp zwrotu z inwestycji na rynku papierów wartościowych. O przyszłości inwestorów na meksykańskim rynku kapitałowym zadecyduje kilka najbliższych lat. Będą one sprawdzianem skuteczności wprowadzanych obecnie reform.

2. SYTUACJA GOSPODARCZA MEKSYKU

Wzrost gospodarczy w Meksyku w roku 2003 wyniósł niewiele ponad 1%. Oficjalna stopa bezrobocia w Meksyku była niezwykle niska (4%), jednak w rzeczywistości aż 50% ludności miast nie posiadała uprawnień do podstawowych świadczeń społecznych, pracując w gospodarce nieformalnej. Większość dużych przedsiębiorstw jest własnością przedsiębiorców amerykańskich bądź stanowi filie tych przedsiębiorstw. Należą do nich np. General Motors Mexico, Ford Motor Mexico czy też Chrysler de Mexico. Stany Zjednoczone są także głównym partnerem handlowym Meksyku i generują odpowiednio: 70% eksportu i 65% importu tego państwa. Aż 60% dochodu narodowego pochodzi z sektora handlowo-usługowego. Pod koniec lat 80. XX w. Meksyk znajdował się w kryzysie. Inflacja wynosiła około 50%, bezrobocie 16%, gospodarka zaś była w stanie stagnacji.

Przystąpienie Meksyku w 1992 r. do NAFTA (North Atlantic Free Trade Agreement – porozumienie o wolnym handlu) zostało odebrane na rynkach międzynarodowych jako gwarancja utrzymania „słusznych” reform. Udało się zredukować inflację, ograniczyć deficyt budżetowy, zredukować wydatki na pomoc społeczną, zmniejszyć dług zagraniczny i znieść cła. NAFTA było w momencie jego utworzenia największym trójstronnym układem handlowym. Porozumienie wiążące Stany Zjednoczone, Kanadę i Meksyk stworzyło ugrupowanie liczące sobie ponad 370 milionów ludzi, ze średnim PKB wynoszącym 6,3 bln USD. Układ wyeliminował wszystkie bariery celne pomiędzy Kanadą, Stanami Zjednoczonymi i Meksykiem. Część z nich została zniesiona z dniem wejścia w życie porozumienia, jednak większość miała zostać wyeliminowana w ciągu 10–15 lat od wejścia w życie układu. Przyjęto także w ra-

mach porozumienia szczególne warunki w odniesieniu do sektora bankowego w Meksyku. Zezwolono bowiem amerykańskim i kanadyjskim instytucjom finansowym zwiększenie ich udziału w rynku meksykańskim z 8% do 16%. Pewne zastrzeżenie przyjęto w stosunku do banków, którym zabroniono łącznego posiadania większego udziału niż 20% udziałów do roku 2000. Po tym okresie poszczególne banki mogły posiadać maksymalnie 4% udział w meksykańskim sektorze bankowym.

Z punktu widzenia Stanów Zjednoczonych układ (oprócz stabilizacji politycznej i gospodarczej Meksyku) dawał szansę na dalszą ekspansję gospodarczą. Porozumienie zawierało obietnice nowych możliwości handlowych dla amerykańskich przedsiębiorstw oraz zapewniało ochronę i rozwój amerykańskich inwestycji w Meksyku.

Pomimo integracji gospodarczej w ramach NAFTA Meksykanom nie żyje się dobrze. Świadczą o tym liczne próby nielegalnej ucieczki do USA (około 300 000 osób rocznie). Trudno się więc dziwić, że pomimo relatywnie wysokich ocen wiarygodności finansowej Meksyku na poziomie inwestycyjnym i prawidłowych wskaźników ekonomicznych Meksyk nie należy do krajów, rokujących pomyślnie dla idei indywidualnego inwestowania w przyszłości.

Tabela 1. Oceny wiarygodności finansowej przyznane Meksykowi w latach 1998-2003

| WYSZCZEGÓLNIENIE | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
|-------------------------|------|------|------|------|------|------|
| Moody's | Ba2 | Ba1 | Baa3 | Baa3 | Baa2 | Baa2 |
| Standard and Poor's | BB | BB | BB+ | BB+ | BBB- | BBB- |
| Fitch IBCA, Duff&Phelps | BB+ | BB+ | BB+ | BB+ | BBB- | BBB- |

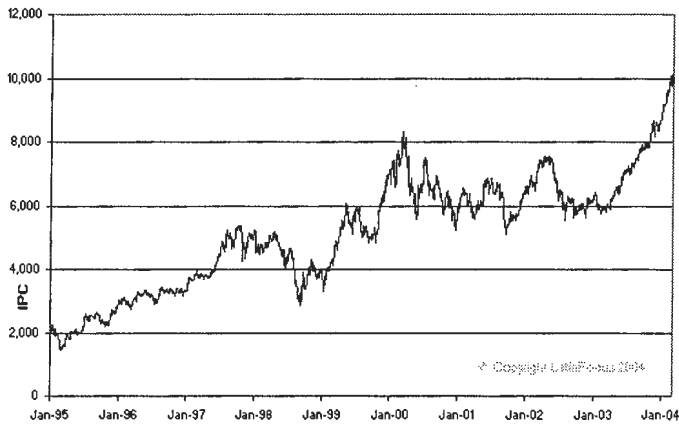
Źródło: <http://www.latin-focus.com>

3. RYNEK KAPITAŁOWY

Meksykański rynek kapitałowy charakteryzował się przez ostatnich 18 lat wysokim poziomem dochodowości. Twierdzenie to jest prawdziwe, nawet jeśli uwzględnimy okres dewaluacji peso i tzw. chwilowego załamania rynku. Giełdowy indeks IPC przyjmował jedynie czterokrotnie w ciągu tych lat ujemną stopę zwrotu, kolejno w latach: 1994, 1998, 2000 i 2002. Średnia roczna stopa zwrotu, w przeliczeniu dolarowym w latach 1985-1999 wynosiła aż 27,7% rocznie.

Atrakcyjne stopy zwrotu oferowały także inwestycje w papiery wartościowe emitowane przez rząd Meksyku (tj. obligacje i instrumenty dłużne rynku pieniężnego). Rzeczywista średnia rentowność krótkoter-

minowych papierów wartościowych CETEs, o terminie zapadalności wynoszącym 91 dni, w ciągu ostatnich 18 lat kształtowała się na poziomie 4,19%, w porównaniu z rentownością 2,30%, 3-miesięcznych amerykańskich bonów skarbowych. Wysoką stopą zwrotu cechowały się także meksykańskie rządowe euroobligacje dłużne nominowane w USD lub EUR (od 8 do 10%).



Wykres 1. Kształtowanie się indeksu IPC w latach 1995-2004

Źródło: <http://www.latin-focus.com/latinfocus/countries/mexico/mexstocks.htm>

Główną instytucją meksykańskiego rynku kapitałowego jest giełda papierów wartościowych – Bolsa Mexicana de Valores. Jest ona instytucją prywatną regulowaną poprzez ustawę Mexican Securities Market Act. Na giełdzie tej mogą inwestować zarówno inwestorzy krajowi, jak i zagraniczni. Zagraniczni inwestorzy indywidualni mają możliwość lokowania środków finansowych poprzez autoryzowane meksykańskie przedsiębiorstwa brokerskie lub też nabywając ADRy (American Depository Receipts) w Stanach Zjednoczonych.

Na giełdzie w Meksyku występuje około 250 emitentów papierów wartościowych, a indeks giełdowy utworzony jest na bazie 40 przedsiębiorstw, zmniejsza się jednak zainteresowanie inwestorów spółkami.

Giełda jest obsługiwana przez korporację, której akcjonariuszami powinny być domy brokerskie lub też doradcy inwestycyjni. Zarówno domy brokerskie, jak też doradcy inwestycyjni muszą być zarejestrowani w National Registry of Securities and Intermediaries. Domy brokerskie i inwestorzy inwestycyjni są zgodnie z ustawą o giełdzie pośrednikami na rynku papierów wartościowych i mogą wykonywać usługi w zakresie:

- a) zleceń, usług brokerskich i innych działań, mających na celu kreowanie podaży i popytu,

- b) operacji na rachunek własny i ofert publicznych papierów wartościowych emitowanych przez osoby trzecie,
 c) zarządzania i obrotem papierami wartościowymi w portfelach osób trzecich.

Opłaty transakcyjne pobierane przez brokerów kształtują się pomiędzy 1–1,5% wartości transakcji.

Instrumenty dostępne dla inwestorów na meksykańskim rynku kapitałowym obejmują:

- American Depository Receipts – ADRy (obecnie notowane są na NYSE meksykańskie fundusze inwestycyjne, takie jak np. Fondo Mexico¹),
- akcje spółek meksykańskich,
- CETES (Federal Treasury Certificate), stanowiące certyfikaty kredytowe obligujące federalny rząd w Meksyku do wypłaty odsetek od wartości nominalnej w momencie ich wygaśnięcia. CETES są emitowane na terminy do 2 lat. Dochód uzależniony jest od sytuacji gospodarczej i wypłacany jednorazowo.

Tabela 2. Ekonomiczne wskaźniki rynku kapitałowego w Meksyku w latach 1998–2003

| WYSZCZEGÓLNIENIE | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
|--|-------|------|-------|------|-------|------|
| Rynek akcji (stopa zwrotu w % w rozliczeniu USD) | -34,5 | 78,5 | -21,5 | 15,9 | -15,0 | 29,8 |
| Rynek akcji (stopa zwrotu na bazie indeksu IPC) | -24,3 | 80,1 | -20,7 | 12,7 | -3,8 | 43,5 |
| Rynek obligacji (punkty bazowe) | 732 | 360 | 390 | 312 | 331 | 199 |

Źródło: <http://www.latin-focus.com>

4. OPODATKOWANIE INWESTYCJI NA RYNKU PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

W Meksyku nie występuje opodatkowanie zysków z kapitału, jak też ze sprzedaży akcji, jeżeli transakcje odbywają się na parkiecie danej giełdy. Również dywidendy wypłacane przez spółki amerykańskie rezydentom tego kraju nie muszą być wykazywane jako dochody. Odsetki obliczane od depozytów w bankach, jak też od jednostek funduszy inwestycyjnych są wypłacane po potrąceniu podatków. Przedsiębiorstwo, które osiąga zyski z tytułu sprzedaży aktywów, podlega obowiązkowi

¹ Meksyk jest krajem o najwyższym udziale lokalnie notowanych spółek, które emitują ADR.

podatkowemu. Podatek uzależniony jest od prawnego statusu sprzedawcy. Korporacja meksykańska, która realizuje zyski w rezultacie sprzedaży aktywów (w tym akcji), łączy dochody ze sprzedaży z pozostałymi dochodami z innych działań i jest zobowiązana do zapłaty podatku w wysokości 34% od skumulowanego dochodu, pomniejszonego o ewentualne odliczenia. Oddziały korporacji zagranicznych podlegają tym samym zasadom opodatkowania jak przedsiębiorstwa meksykańskie i nie są zobowiązane do uiszczania żadnych dodatkowych podatków. Od dochodu mogą zostać odliczone jedynie te wydatki, które powstały w związku z działalnością na terenie państwa Meksyk.

W przypadku sprzedaży akcji przez inwestorów indywidualnych, zarówno krajowych, jak też zagranicznych, operacja taka podlega opodatkowaniu podatkiem dochodowym w wysokości 20% całkowitej wartości transakcji, bez możliwości dokonywania jakichkolwiek odliczeń. Sprzedający może jednak zdecydować o uiszczeniu podatku w innej formie, tj. w wysokości 30% od całości uzyskanego dochodu.

5. PRAWA AKCJONARIUSZY

Uregulowania praw akcjonariuszy w Meksyku są nadal bardzo niedoskonałe. Akcjonariusze mniejszościowi mają właściwie znikomy wpływ na decyzje finansowe podejmowane w przedsiębiorstwach. Główną ich siłą jest prawo do głosowania. Prawo do głosowania na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy, wybór zarządu i wpływ na główne długoterminowe decyzje finansowe pośrednio umożliwiają akcjonariuszom kontrolowanie kondycji przedsiębiorstw.

W Meksyku, w odróżnieniu do Stanów Zjednoczonych, inwestorzy nie otrzymują pisemnej informacji o szczegółowym programie zgromadzeń. Głosowanie możliwe jest tylko poprzez bezpośrednie uczestniczenie w zebraniu. Nie istnieje także możliwość upoważnienia osoby trzeciej do oddania głosu ani też głosowania poprzez pocztę mailową. Zgłoszenie zamiaru uczestniczenia w zgromadzeniu i głosowania na nim powoduje równoczesną blokadę akcji, uniemożliwiając inwestorowi obrót posiadanymi przez niego instrumentami w dniach poprzedzających głosowanie.

Inwestorzy w spółkach meksykańskich muszą posiadać co najmniej 33% udziału w kapitale spółki, aby mieć wpływ na decyzje podejmowane w przedsiębiorstwach. Prawa inwestorów do głosowania chronione są jednak w sposób dość rygorystyczny. Istnieją wymogi dotyczące procentowego udziału głosów niezbędnego do podjęcia uchwały na Walnym Zgromadzeniu. Wymagany procentowy udział głosów konieczny do podjęcia uchwały na tzw. zgromadzeniach „zwyczajnych” to 50% + 1.

Podjęcie uchwały na tzw. zgromadzeniu nadzwyczajnym wymaga poparcia połowy obecnych, chyba że zarząd spółki zdecyduje o konieczności uzyskania tzw. kwalifikowanej większości głosów.

W Meksyku obowiązują także w dalszym ciągu dalekie od doskonałości ustawy w zakresie prawa rynku kapitałowego i standardy rachunkowości. Cechą charakterystyczną dla najbardziej rozwiniętych rynków kapitałowych jest skuteczna ochrona praw inwestorów. W Meksyku natomiast podmioty te chronione są w sposób niedostateczny, szczególnie w porównaniu z egzekucją praw akcjonariuszy np. w Stanach Zjednoczonych czy też Kanadzie. Dlatego też reforma zasad *corporate governance*, która powinna zostać przeprowadzona w Meksyku, musi przede wszystkim obejmować²:

- 1) zwiększenie dostępu do informacji związanego szczególnie ze zgromadzeniami akcjonariuszy i uproszczenie procedur uczestniczenia w zgromadzeniach,
- 2) ułatwienie głosowania i wyrażania opinii akcjonariuszy odmiennych niż opinie kierownictwa i akcjonariuszy większościowych,
- 3) wykreowanie mechanizmu umożliwienia akcjonariuszom mniejszościowym zgłaszania propozycji zmian, które powinny zostać przedyskutowane na walnych zgromadzeniach,
- 4) umożliwienie proporcjonalnego udziału akcjonariuszy mniejszościowych, posiadających co najmniej 10% udziału w spółce do reprezentacji w zarządzie spółki,
- 5) zagwarantowanie braku dyskryminacji akcjonariuszy mniejszościowych, w przypadku ich dezaprobaty dla decyzji podejmowanych przez akcjonariuszy sprawujących kontrolę,
- 6) zdefiniowanie obowiązków i zakresu odpowiedzialności prawnej członków zarządu w spółkach,
- 7) uregulowanie standardów zachowań w przypadku konfliktu interesów w spółkach,
- 8) umożliwienie akcjonariuszom wewnętrznego audytu spółek.

Meksykański rynek kapitałowy znajduje się na etapie ciągłego rozwoju. Nie stworzono jeszcze na tyle przejrzystych przepisów i ram prawnych chroniących prawa akcjonariuszy mniejszościowych, które umożliwiałyby ich większy udział na rynku kapitałowym. Pomimo zapewnień rządu, że meksykański rynek kapitałowy należy do najbezpieczniejszych na świecie, inwestorzy wolą lokować swoje środki finansowe np. w Chinach. Sąsiedztwo ze Stanami Zjednoczonymi powinno jednakże przyczynić się do rozwoju idei indywidualnego inwestowania w przy-

² F. Lopez-de Silanes, *Reforming and Deepening Mexico's Financial Markets*, A paper from the project on Development, Trade, International Finance, Council on Foreign Relations, 2001.

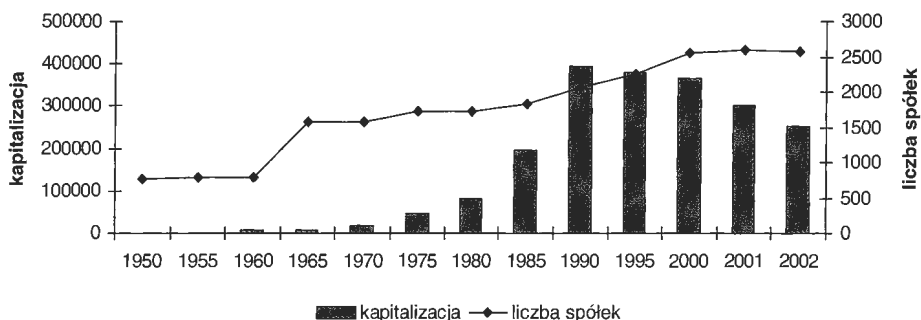
szłości. Potencjalni inwestorzy indywidualni stanowią niestety ciągle znikomą część społeczeństwa w Meksyku. Najpoważniejszą barierą rozwoju idei indywidualnego inwestowania jest bieda i brak środków finansowych ludności. Konieczne jest także dokonanie zmian w zakresie przepisów *corporate governance* i większe zaangażowanie wszystkich uczestników działających na rynku kapitałowym, aby wykreować w przyszłości wyższą aktywność akcjonariuszy na rynku kapitałowym.

DANUTA DZIAWGO

INDYWIDUALNI INWESTORZY W JAPONII

I. RYNEK KAPITAŁOWY

W Japonii indywidualni inwestorzy posiadają około 20% udział w kapitalizacji giełd funkcjonujących w tym państwie. Zaprezentowano to w tabeli 1. Średnio indywidualny inwestor w Japonii posiada w swoim portfelu akcje trzech firm.



Wykres 1. Liczba spółek i wartość kapitalizacji akcji (mld JPY) notowanych na giełdach japońskich w wybranych latach

Źródło: Fact book 2003, Tokyo Stock Exchange, Internet: <http://www.tse.or.jp>

Z kolei na wykresie 1 zaprezentowano japoński rynek akcji z uwzględnieniem liczby notowanych spółek oraz wartość ich kapitalizacji w poszczególnych latach. Liczba spółek, których akcje notowane są na giełdach japońskich, wzrosła z 764 w 1950 roku do 2576 w roku 2002. Natomiast wartość kapitalizacji tego rynku uległa zwiększeniu

z 179 mld JPY do 251 000 mld JPY w tym okresie. Najwięcej spółek notowanych było w 2001 roku: 2591, natomiast najwyższy poziom kapitalizacji rynku akcji wystąpił w 1989 roku: 630 212 mld JPY¹.

Tabela 1. Struktura kapitalizacji akcji na giełdach japońskich w wybranych latach (na 31 marca).

| WYSZCZEGÓLNIENIE | 2000 | 2001 | 2002 | |
|---|---------|---------|---------|---------|
| | % | % | % | MLD JPY |
| Rząd i jednostki samorządowe | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 533 |
| Instytucje finansowe, w tym: | 36,5 | 39,1 | 39,4 | 122,483 |
| – banki | 17,7 | 19,2 | 19,2 | 59,627 |
| – fundusze inwestycyjne | 7,2 | 8,3 | 9,3 | 28,998 |
| – firmy ubezpieczenia życiowego | 8,1 | 8,2 | 7,5 | 23,370 |
| – firmy ubezpieczenia majątkowego | 2,6 | 2,7 | 2,7 | 8,316 |
| – pozostałe | 0,9 | 0,7 | 0,7 | 2,169 |
| Przedsiębiorstwa | 26,0 | 21,8 | 21,8 | 67,578 |
| Domy maklerskie (<i>securities companies</i>) | 0,8 | 0,7 | 0,7 | 2,170 |
| Inwestorzy indywidualni | 18,0 | 19,4 | 19,7 | 61,033 |
| Inwestorzy zagraniczni | 18,6 | 18,8 | 18,3 | 56,733 |
| Razem (%) | 100,0 | 100,0 | 100,0 | – |
| Ogółem (mld JPY) | 461 923 | 354 737 | 310 533 | 310 533 |

Źródło: Fact book 2003, Tokyo Stock Exchange, Internet: <http://www.tse.or.jp>

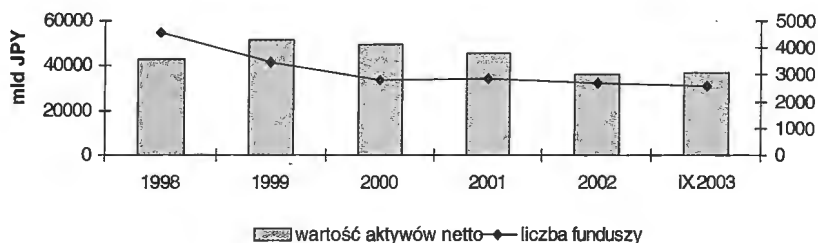
W Japonii udział indywidualnych inwestorów w kapitalizacji giełd jest ustabilizowany. Wartość rynkowa akcji będących w posiadaniu japońskich inwestorów indywidualnych wynosiła 19,7% kapitalizacji giełdowej (31.03.2001) oraz 20,6% (na 31.03.2002). Według danych Tokyo Stock Exchange udział ten jest stabilny w poszczególnych okresach i od 1985 r. oscyluje wokół 20%². Liczba indywidualnych inwestorów w Japonii szacowana jest obecnie na blisko 33 mln osób.

Z kolei na wykresie 2 zaprezentowano popularność funduszy inwestycyjnych w Japonii. Zwraca uwagę istotne zmniejszenie liczby działających funduszy (blisko o połowę) oraz obniżenie wartości aktywów netto po rekordowym 1999 roku, przy czym w roku 2003 nastąpiło przełamanie tendencji spadkowej.

W ramach funduszy inwestycyjnych zdecydowanie najwięcej środków, ponad połowę, zainwestowano w fundusze akcyjne. Na wykresie 3 zaprezentowano popularność poszczególnych rodzajów funduszy inwestycyjnych w Japonii.

¹ Dane Tokyo Stock Exchange.

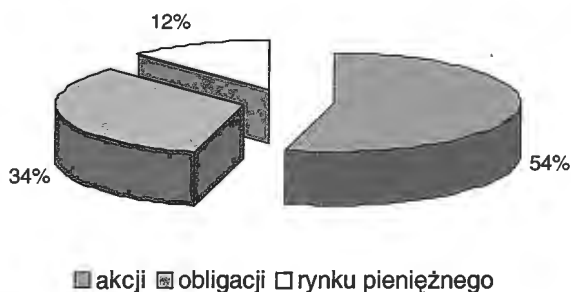
² 2002 Shareownership Survey, Tokyo Stock Exchange 2003.



Wykres 2. Wartość aktywów netto (mld JPY) oraz liczba funduszy inwestycyjnych w Japonii w latach 1998-2003

Źródło: FEFSI.

Ponadto w Japonii popularność zyskują pogromy akcji pracowników. W marcu 2002 roku uczestniczyło w nich 3 655 000 pracowników.



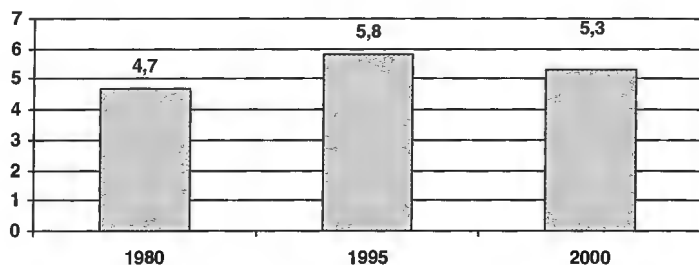
Wykres 3. Struktura funduszy inwestycyjnych w Japonii pod względem wartości zgromadzonych aktywów netto (30.09.2003)

Źródło: FEFSI.

2. AKTYWA FINANSOWE GOSPODARSTW DOMOWYCH

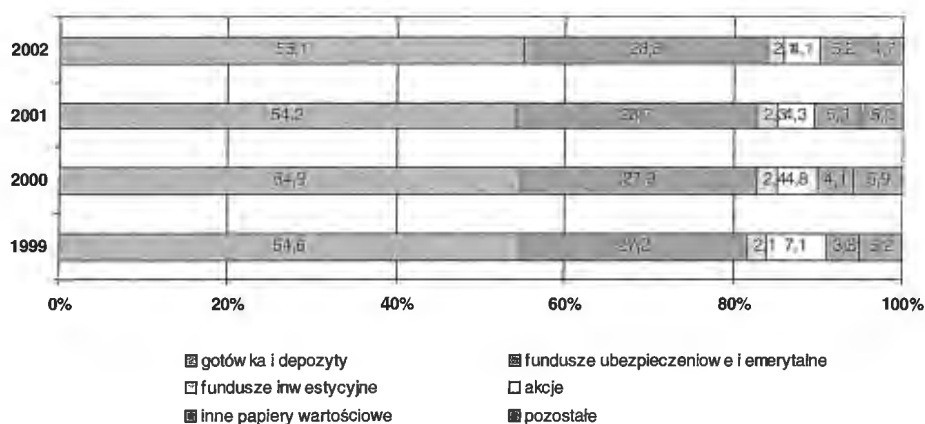
Japonia jest specyficznym państwem z uwagi na strukturę alokacji aktywów finansowych gospodarstw domowych. Ponad 50% aktywów finansowych gospodarstw domowych utrzymywane jest w gotówce w domach oraz w postaci depozytów bankowych. W akcjach ulokowano jedynie 6% ogółu aktywów (patrz wykres 4 i 5)³.

³ Materiały uzyskane od Franka Fumio Kaneko, prezesa SeLeNet.



Wykres 4. Udział akcji w aktywach ogółem japońskich gospodarstw domowych w wybranych latach

Źródło: L. Boone, N. Girouard, *The stock market, the housing market and consumer behaviour*, OECD Economic Studies No. 35, 2002/2, s.181.



Wykres 5. Aktywa finansowe osób fizycznych w Japonii w latach 1999–2002

Źródło: Bank of Japan za: Fact book 2003, Tokyo Stock Exchange.

Tak więc, w stosunku do zaprezentowanych wcześniej państw, przy analizie japońskich gospodarstw domowych zwraca uwagę relatywnie niski poziom inwestowania posiadanych zasobów finansowych w papierach wartościowych. Częściowo ta skłonność do posiadania zasobów finansowych w gotówce oraz lokatach bankowych może wynikać z występującego w Japonii zjawiska deflacji.

Zaprezentowany materiał można uzupełnić o dane OECD. Szacunki tej organizacji w zakresie struktury aktywów finansowych japońskich gospodarstw domowych zestawiono w tabeli 2. Zauważalna jest przy tym proporcja akcji nie będących w obrocie publicznym do akcji, które były w obrocie publicznym (w 2000 r.). Udział akcji nie będących w obrocie publicznym stanowił 66% ogółu akcji posiadanych przez gospodarstwa domowe.

Tabela 2. Udział wybranych instrumentów finansowych w aktywach finansowych japońskich gospodarstw domowych w roku 1995 oraz 2000 (%)

| WALUTY I LOKATY | | DEŁŻNE PAPIERY WARTOŚCIOWE | | AKCJE* | |
|-----------------|------|----------------------------|------|--------|-----------|
| 1995 | 2000 | 1995 | 2000 | 1995 | 2000 |
| 49,4 | 52,9 | 7,9 | 4,5 | 6,2 | 5,0 (3,3) |

* W nawiasie podano tę część posiadanych akcji, która nie była w obrocie na rynku publicznym.

Źródło: A. Babeau, T. Sbrano, *Household Wealth in the National Accounts of Europe, the United States and Japan*, OECD, STD/DOC(2003)2, s. 12-18, 04.05.2003.

3. STOSUNEK DO INWESTOWANIA W SPOŁECZEŃSTWIE JAPOŃSKIM

W roku 2002 i 2003 r. przeprowadzono w Japonii badania na temat gotowości inwestowania w akcje: jedynie 11,4% respondentów wyraziło gotowość zainwestowania w akcje, wobec 82,7% respondentów, którzy nie zamierzali inwestować w akcje (5,9% nie udzieliło odpowiedzi), ponieważ nie posiadało wiedzy z tego zakresu (33,3%) oraz uważało to za zbyt ryzykowne (32,5%). Równocześnie jednak aż 66% respondentów stwierdziło, że ich dzieciom będzie potrzebna wiedza z zakresu inwestowania. Ponadto 79,7% respondentów przyznało, że nie posiada doświadczenia w zakresie inwestowania (tu rozumianego jako inwestowanie w akcje, obligacje, fundusze inwestycyjne). Jedynie 9,8% zadeklarowało, że obecnie inwestuje, a 8,8% stwierdziło, że inwestowało w przeszłości.

Tak więc obecnie na rynku japońskim indywidualne inwestowanie nie jest popularne, natomiast wydaje się, że występuje już świadomość zmiany otoczenia ekonomicznego i w efekcie konieczności inwestowania w przyszłości, szczególnie przez młode pokolenie.

Taki właśnie stosunek do inwestowania znajduje swoje odzwierciedlenie w strukturze aktywów finansowych japońskich gospodarstw domowych, które zaprezentowano powyżej.

W Japonii nie są znane przypadki funkcjonowania klubów inwestycyjnych, natomiast działają dwa stowarzyszenia zrzeszające indywidualnych inwestorów: Japan Association of Investors Education oraz SeLeNet. Mając na uwadze aktywność działania należy stwierdzić, że SeLeNet można uznać za organizację wiodącą.

SeLeNet rozpoczęła działalność w październiku 2000 roku. Jej głównym celem jest oferowanie narzędzi pomocnych w inwestowaniu: programów komputerowych, serwisów informacyjnych, programów edukacyjnych itp. Aby jednak realizować ten cel, musi wzrosnąć poziom bezpośredniego inwestowania w japońskim społeczeństwie. Dlatego też SeLeNet podjęła działania mające na celu promowanie inwestowania,

w tym inwestowania w sposób bezpośredni, zarówno samodzielnie, jak i poprzez kluby inwestycyjne. Współpracuje w tym zakresie z Shoken Gakushu Kyokai – stowarzyszeniem edukującym w zakresie papierów wartościowych.

W dotychczasowej działalności SeLeNet na uwagę zasługują następujące działania:

- przeprowadzanie seminariów z zakresu inwestowania, m.in. nt. „Jak rodzice mogą edukować swoje dzieci w zakresie samodzielnego finansowania”, „Przejrzyj swoje domowe finanse”, „Jak możesz dawać kieszonkowe swoim dzieciom”,
- prowadzenie seminariów z zakresu inwestowania dla nauczycieli,
- prowadzenie okazjonalnych prezentacji, np. w przedszkolu, w formie historyjek obrazkowych „Jak rodzice zarabiają pieniądze potrzebne w domu”,
- prowadzenie cotygodniowego programu w radio (NHK, Nikkei CNBC) oraz w telewizji (Tokyo Channel 11) na temat finansów.

Jak można zauważyć już z samych tytułów prowadzonych szkoleń – są one skierowane przede wszystkim do matek oraz matek z dziećmi jako formy uczestnictwa rodzinnego. Związane jest to z japońską tradycją, gdzie prowadzenie domu i wychowywanie dzieci pozostaje w gestii kobiety, natomiast mężczyzna zarabia pieniądze. Ponieważ kobiety podejmują decyzje w sprawie edukacji dzieci oraz dodatkowych zajęć, to właśnie do nich przede wszystkim skierowane są programy edukacyjne.

Działalność tej organizacji oraz potrzeba podejmowanych przez nią działań jest dostrzegana w Japonii. Może o tym między innymi świadczyć wsparcie finansowe jej działań przez bank centralny Japonii – Bank of Japan.

SeLeNet koncentruje się na edukacji oraz pozyskaniu społecznej akceptacji inwestowania w akcje. Z kolei działania drugiego japońskiego stowarzyszenia – Japan Association of Investors Education zmierzają także do inwestowania na rynku finansowym, ale poprzez osoby związane profesjonalnie z rynkiem papierów wartościowych, tj. poprzez firmę *asset management*, która jest fundatorem tego stowarzyszenia.

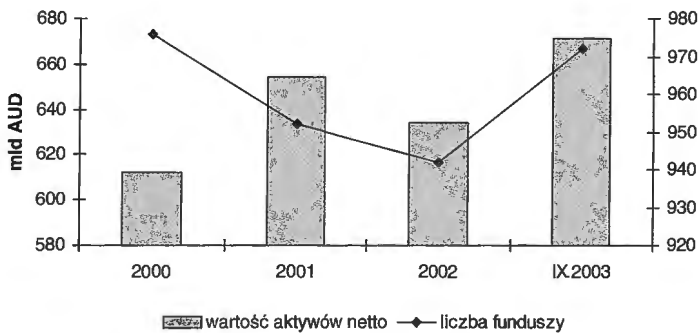
Podsumowując można stwierdzić, że w Japonii proces organizowania się indywidualnych inwestorów znajduje się obecnie we wstępnej fazie. W państwie tym istnieją już dwa stowarzyszenia, których celem jest rozwijanie indywidualnego inwestowania. Proces edukacji rozpoczęto od uświadomienia obywatelom znaczenia inwestowania dla bezpieczeństwa finansowego rodziny. Dopiero na tej podstawie możliwe będzie zaproponowanie wspólnej praktycznej nauki inwestowania na giełdzie, w tym także poprzez kluby inwestycyjne. Być może z czasem struktura aktywów finansowych japońskich gospodarstw domowych zmieni się i wzrośnie w niej udział papierów wartościowych.

DANUTA DZIAWGO

INDYWIDUALNI INWESTORZY W AUSTRALII

I. RYNEK KAPITAŁOWY

Na giełdzie australijskiej – Australian Stock Exchange notowane są akcje ponad 1500 spółek, których kapitalizacja wynosi ponad 1 bln AUD. W Australii popularne są także fundusze inwestycyjne, których w 2003 roku działało ponad 970. Zgromadzono w nich aktywa o wartości ponad 670 mld AUD (patrz wykres 1), z czego najwięcej w funduszach akcji (patrz wykres 2).



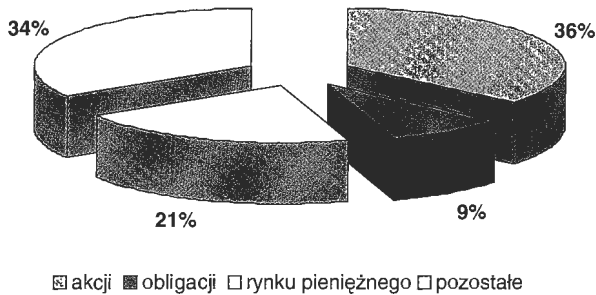
Wykres 1. Wartość aktywów netto (mld AUD) oraz liczba funduszy inwestycyjnych w Australii w latach 2000–2003

Źródło: FEFSI.

Na australijskim rynku giełdowym zaobserwowano występowanie między innymi następujących zjawisk¹:

¹ G. Bradley, *How to Make Shareholder Participation Effective and Contributory to the Success of Companies*, Internet, <http://www.asa.asn.au>

- występuje gwałtowny wzrost zainteresowania w społeczeństwie zagadnieniami związanymi z indywidualnym inwestowaniem i zarządzaniem inwestycjami,
- zwiększa się liczba osób fizycznych posiadających akcje,
- wielu akcjonariuszy jest w wieku powyżej 55 lat – przykładają oni duże znaczenie do wyników działalności firm oraz postępowania w zakresie *corporate governance*,
- zwiększa się liczba pracowników posiadających akcje pracodawcy,
- elektroniczny dostęp do informacji zwiększa poziom aktywności indywidualnych inwestorów, którzy chcą doradzać bądź wpływać na decyzje podejmowane przez kierownictwa firm,
- poziom środków zainwestowanych w akcje rośnie wraz z poziomem wykształcenia oraz poziomem dochodów.



Wykres 2. Struktura funduszy inwestycyjnych w Australii pod względem wartości zgromadzonych aktywów netto (30.09.2003)

Źródło: FEFSI.

2. CHARAKTERYSTYKA INDYWIDUALNYCH INWESTORÓW

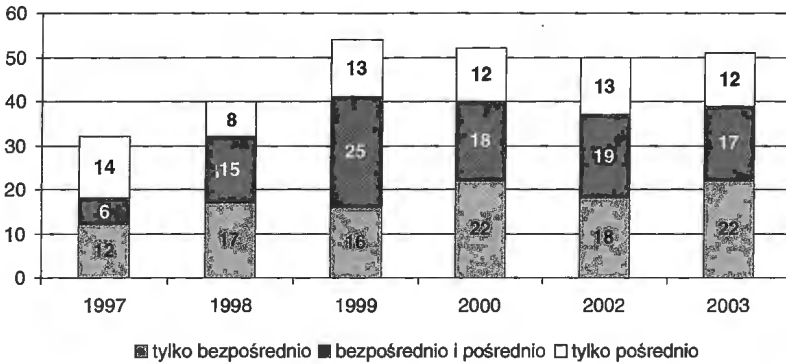
W Australii inwestowanie w akcje jest bardzo popularne. Odpowiednie dane zaprezentowano na wykresie 3². W 2002 roku akcje bezpośrednio posiadało 18% dorosłych³ obywateli Australii, 13% posiadało akcje pośrednio, natomiast 19% zainwestowało w akcje zarówno w sposób bezpośredni, jak i pośredni. Oznacza to, że w 2002 roku 50% dorosłych obywateli Australii posiadało akcje bezpośrednio bądź pośrednio. Jest to wzrost z poziomu 34% w roku 1997, tj. o 47%. W roku 2003

² 2002 *Australian Share Ownership Study*, Australian Stock Exchange 2003; Australian Shareholders' Association, Internet, <http://www.asa.asn.au/>

³ Dorosły obywatel jest definiowany jako osoba mająca ukończone 18 lat.

poziom ten podwyższył się o 1 pkt %: akcje posiadało 51% dorosłych Australijczyków.

Tak więc w Australii w akcje bezpośrednio inwestowało w 2002 r. ponad 5 mln osób, co stanowiło 37% dorosłych obywateli Australii, przy czym był to poziom o 3 pkt % niższy niż w roku 2001. Natomiast w roku 2003 w akcje bezpośrednio inwestowało już 5,7 mln osób (patrz tabela).



Wykres 3. Poziom inwestowania w akcje w Australii w wybranych latach (%).

Źródło: 2003 Australian Share Ownership Study, Australian Stock Exchange 2004, s. 5.

Tabela. Liczba osób inwestujących w akcje w Australii w wybranych latach (w mln osób)

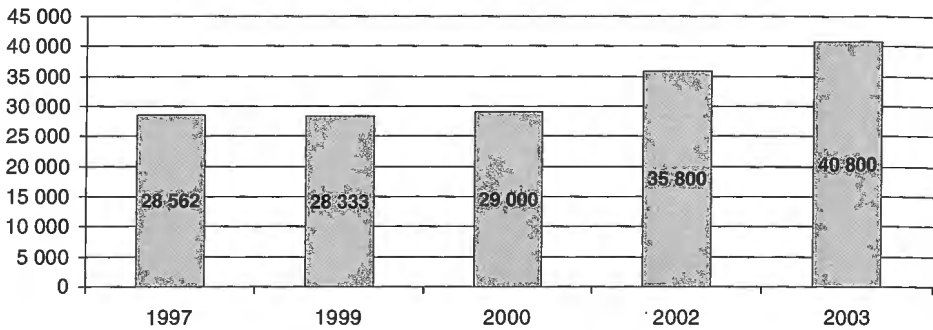
| WYSZCZEGÓLNIENIE | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2002 | 2003 |
|-------------------------|------|------|------|------|------|------|
| Tylko bezpośrednio | 1,6 | 2,3 | 2,2 | 3,1 | 2,6 | 3,2 |
| Bepośrednio i pośrednio | 1,2 | 2,1 | 3,5 | 2,6 | 2,8 | 2,5 |
| Tylko pośrednio | 1,9 | 1,1 | 1,9 | 1,7 | 1,9 | 1,7 |
| Ogółem | 4,7 | 5,5 | 7,6 | 7,4 | 7,3 | 7,4 |

Źródło: 2003 Australian Share Ownership Study, Australian Stock Exchange 2004, s. 8.

Średnia wartość akcji posiadanych przez indywidualnych inwestorów w sposób bezpośredni wyniosła w 2002 roku 35 800 AUD, co stanowi wzrost o 25% w stosunku do 2000 roku, w którym średnia wartość tych akcji wyniosła 29 000 AUD. Natomiast w okresie 1997–2000 wartość ta była relatywnie stała i oscylowała w granicach 28 300–29 000 AUD. W roku 2003 nastąpił kolejny istotny wzrost wartości średniego portfela o 14%: do 40 800 AUD (patrz wykres 4).

Średnio bezpośredni inwestorzy posiadali w swoim portfelu w 1998 roku akcje trzech spółek, w 2002 roku akcje sześciu spółek, natomiast w 2003 roku akcje siedmiu spółek.

Aż 86% respondentów w 2003 roku stwierdziło, że inwestuje w akcje bezpośrednio, ponieważ muszą odpowiedzialnie zarządzać swoją finansową przyszłością.



Wykres 4. Średnia wartość portfela akcji bezpośrednich indywidualnych inwestorów w Australii w wybranych latach

Źródło: 2003 Australian Share Ownership Study, Australian Stock Exchange 2004, s. 11.

Od lipca 2001 roku w Australii zniesiono podatek *stamp duty*, płacony przy obrocie akcjami. Miało to przyczynić się do wzrostu wartości inwestycji oraz liczby dokonywanych przez indywidualnych inwestorów transakcji. Nie można co prawda potwierdzić, że zniesienie tego podatku przyczyniło się bezpośrednio do zwiększenia aktywności indywidualnych inwestorów na rynku giełdowym, niemniej jednak należy zauważyć, że w roku 2000 średnia liczba transakcji akcjami dokonywanych w roku przez statystycznego bezpośredniego indywidualnego inwestora wyniosła jeden, natomiast w 2002 roku wyniosła aż trzy transakcje (wzrost 3-krotny), a w roku 2003 aż sześć transakcji (wzrost 2-krotny).

3. ORGANIZACJE INDYWIDUALNYCH INWESTORÓW

W Australii od 1960 roku działa stowarzyszenie indywidualnych inwestorów – Australian Shareholders' Association – ASA. Obecnie zrzesza ono około 5000 członków. Jego działalność koncentruje się na ochronie interesów indywidualnych inwestorów, szczególnie poprzez aktywność na walnych zgromadzeniach akcjonariuszy. W 2003 roku organizacja ta zbierała pełnomocnictwa do udziału w 66 WZA w spółkach. W Australii nacisk położony został na ochronę interesów indywidualnych inwestorów poprzez udział w WZA, opiniowanie aktów prawnych i zgłaszanie inicjatyw ustawodawczych mających na celu zwiększenie efektywności i przejrzystości funkcjonowania rynku finansowego w tym państwie.

W Australii przepisy podatkowe nie zachęcają do tworzenia klubów inwestycyjnych. Z uwagi na to, że nie są one zrzeszone w żadnym stowarzyszeniu, ich liczba jest trudna do określenia. Wydaje się, że można ją szacować na minimum kilkadziesiąt.

Podsumowując można stwierdzić, że w Australii ponad połowa dorosłych obywateli posiada akcje, przy czym 39% w sposób bezpośredni, a od 1999 roku wartość posiadanych przez nich akcji rośnie.

DANUTA DZIAWGO

INDYWIDUALNI INWESTORZY W POLSCE

I. WPROWADZENIE

Inwestorzy indywidualni są bez wątpienia istotnym podmiotem rynku papierów wartościowych w Polsce. Ich zaangażowanie kapitałowe jest wprawdzie zmienne w czasie i podlega pewnym, okresowo nawet poważnym fluktuacjom, ale pozostaje istotne dla funkcjonowania krajowego rynku kapitałowego. Fakt ten jest coraz powszechniej dostrzegany.

W instytucjach rynku kapitałowego, takich jak Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie oraz Komisja Papierów Wartościowych i Giełd podejmowane są pewne działania na rzecz aktywizacji kapitałów indywidualnych inwestorów. Przykładem tego może być inicjatywa podjęta przez giełdę, dotycząca utworzenia na terenie całego kraju szkół giełdowych. Ich celem jest edukowanie indywidualnych inwestorów i zachęcanie do inwestowania na giełdzie. Szkoły takie działają już w kilku miastach¹. Znamienne jest także, że KPWiG zaproponowała po raz pierwszy odpowiednie zapisy dotyczące klubów inwestycyjnych w projekcie ustawy – Prawo o organizacji obrotu papierami wartościowymi.

2. GIEŁDA PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE

W Polsce publiczny obrót papierami wartościowymi odbywa się na rynku regulowanym, który tworzą Giełda Papierów Wartościowych S.A.

¹ Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., Internet, <http://www.gpw.com.pl>

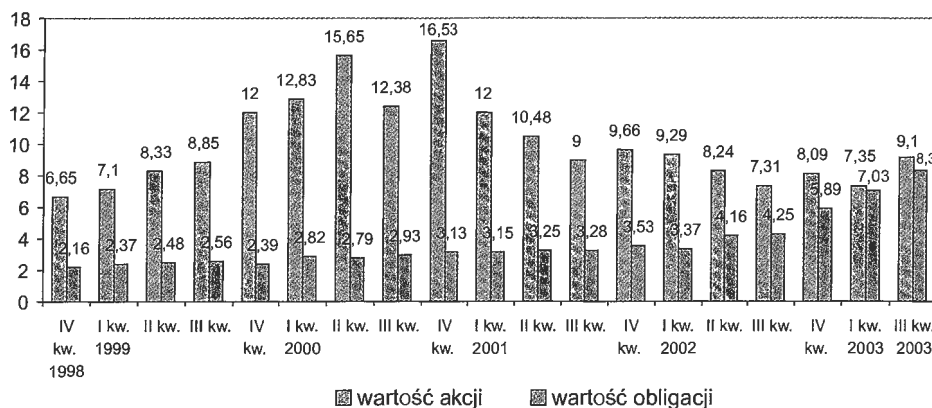
Tabela 1. Wybrane dane dotyczące rynku regulowanego w Polsce (stan na koniec okresu)

| WYSZCZEGÓLNIENIE | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
|-------------------------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Giełda Papierów Wartościowych | | | | | | | | | |
| Liczba notowanych spółek | 65 | 83 | 143 | 198 | 221 | 225 | 230 | 216 | 203 |
| Wartość rynkowa (mln PLN) | 11 271 | 24 000 | 43 766 | 72 442 | 123 411 | 130 085 | 103 370 | 110 565 | 167 717 |
| WIG (punkty) | 7 585,90 | 14 342,80 | 14 668,00 | 12 795,60 | 18 083,60 | 17 847,55 | 13 922,16 | 14.366,65 | 20 820,07 |
| Stopa zwrotu z WIG | 1,5% | 89,10% | 2,30% | -12,80% | 41,30% | -1,30% | -21,99% | 3,19% | 44,92% |
| Centralna Tabela Ofert | | | | | | | | | |
| Liczba notowanych spółek | – | 2 | 13 | 25 | 24 | 21 | 21 | 21 | 22 |
| Wartość rynkowa (mln PLN) | – | 110 | 149 | 492 | 450 | 290 | 232 | 232 | 378 |
| ITO (punkty) | – | 19 433,3 | 16 475,2 | 11 500,1 | 15 548,8 | 15 254,1 | 9 114,9 | 9 775,8 | 9 703,5 |
| Stopa zwrotu z ITO | – | – | -15,22% | -30,20% | 35,21% | -1,90% | -40,25% | 7,25% | -0,74% |

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie oraz Centralnej Tabeli Ofert.

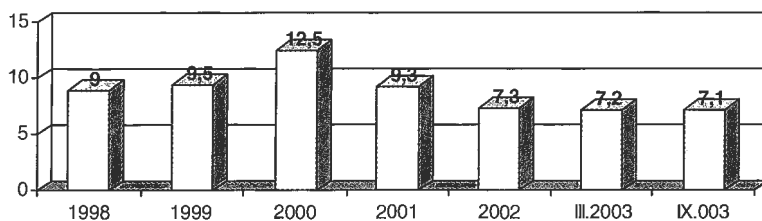
w Warszawie (GPW) oraz Centralna Tabela Ofert S.A. (CeTO). W tabeli 1 zestawiono wybrane dane na temat rynku akcji notowanych na rynku regulowanym w Polsce. Należy zauważyć, że kapitalizacja spółek notowanych na CTO jest bardzo niska w porównaniu z kapitalizacją spółek notowanych na GPW. Tak więc dominującą pozycję na rynku regulowanym w Polsce zajmuje Giełda Papierów Wartościowych.

Wartość akcji na rachunkach osób fizycznych obniżała się od 2001 z poziomu 16,5 mld PLN do 7,4 mld PLN na 31 marca 2003 r., ale następnie wzrosła do 9,2 mld PLN na 30 września 2003 (wykres 1). Jednocześnie od roku 2000 można zauważyć wzrost wartości obligacji posiadanych przez inwestorów indywidualnych (według wartości nominalnej) z poziomu 2,4 mld PLN na koniec 1999 roku do 7 mld PLN na koniec marca 2003 oraz 8,3 mld PLN na koniec września 2003.



Wykres 1. Wartość akcji oraz obligacji na rachunkach inwestorów indywidualnych w biurach i domach maklerskich w okresie 31.12.1998-30.09.2003 (w mld PLN)

Źródło: Wyniki finansowe biur/domów maklerskich (1998-2003), GUS, Warszawa 2004.

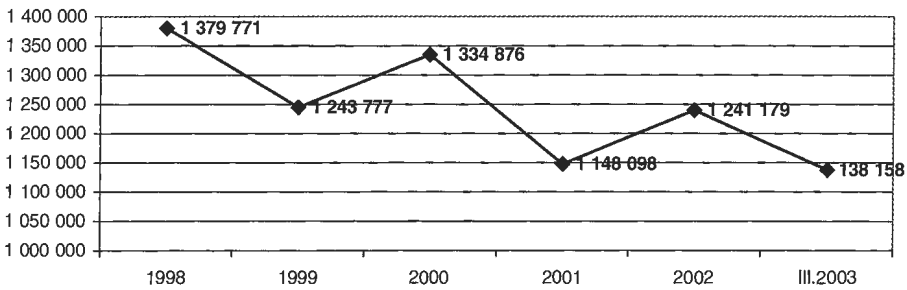


Wykres 2. Udział indywidualnych inwestorów w kapitalizacji akcji notowanych na rynku regulowanym w okresie 31.12.1998-30.09.2003 (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, Centralnej Tabeli Ofert oraz Głównego Urzędu Statystycznego, Wyniki finansowe biur/domów maklerskich w okresie trzech kwartałów 2003, GUS, Informacje bieżące, Warszawa 2003.

Z kolei na wykresie 2 zaprezentowano udział indywidualnych inwestorów w kapitalizacji akcji notowanych na rynku regulowanym. Można zauważyć, że od 2001 roku udział inwestorów indywidualnych w kapitalizacji rynku akcji, które są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, obniżył się – z najwyższego poziomu 12,5% w roku 2000 do 7,2% na 31 marca 2003 oraz 7,1% na 30 września 2003. Jest to więc poziom relatywnie niski, w porównaniu z innymi państwami.

Z kolei analizując liczbę rachunków inwestycyjnych prowadzonych przez biura i domy maklerskie można zauważyć, że prowadziły one 1 138 158 rachunków inwestycyjnych osób fizycznych (na 30 września 2003). Szacuje się, że w 2001 roku na giełdzie inwestowało około 4% dorosłych obywateli Polski² (por. wykres 3).



Wykres 3. Liczba rachunków inwestycyjnych indywidualnych inwestorów w okresie 31.12.1998-30.09.2003 (w szt.)

Źródło: jak w wykresie 1.

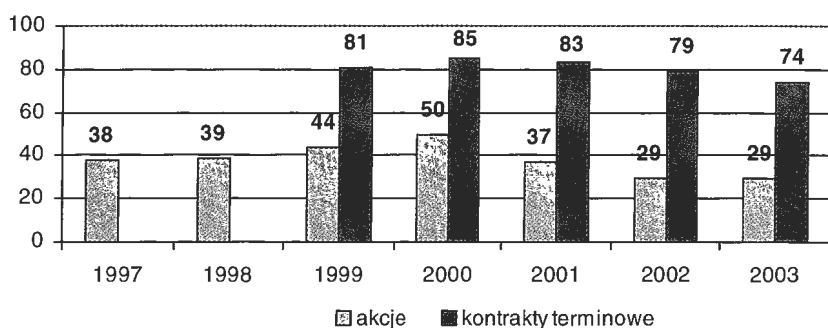
Na zlecenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie dwa razy w roku przeprowadzana jest analiza dotycząca struktury obrotów dokonywanych przez poszczególne grupy inwestorów. Z danych tych wynika, że indywidualni inwestorzy w istotny sposób przyczyniają się do płynności GPW. W 2003 r. obroty akcjami dokonane przez indywidualnych inwestorów krajowych stanowiły 29% (por. wykres 4).

Z kolei na rynku kontraktów terminowych indywidualni inwestorzy krajowi utrzymali swoją dominującą pozycję, ale i tutaj poziom obrotów dokonywanych przez krajowych inwestorów indywidualnych był najniższy w historii, tj. stanowił 75% wartości obrotów kontraktami terminowymi.

Na podstawie zaprezentowanych danych nie można mieć wątpliwości, iż indywidualni inwestorzy pozostają znaczącym podmiotem polskiego rynku papierów wartościowych. Posiadają oni akcje o wartości rynkowej mierzonej w miliardach PLN, zapewniają dopływ na giełdę

² L. Furga, *Upowszechnianie akcjonariatu*, Nasz Rynek Kapitałowy 2002, nr 2.

nowych kapitałów. Ponadto indywidualni inwestorzy w blisko 1/3 uczestniczą w obrotach dokonywanych na giełdzie, przyczyniając się w istotny sposób do płynności papierów wartościowych na niej notowanych. Tak więc zaangażowanie indywidualnych inwestorów na polskiej giełdzie pozostaje poważne. Co więcej, można stwierdzić, że znaczenie indywidualnych inwestorów wzrasta właśnie z uwagi na to, że instytucjonalni inwestorzy posiadają coraz większe udziały w kapitalizacji giełdy oraz w dokonywanych obrotach. Ich udział ma istotne znaczenie szczególnie dla płynności notowanych na giełdzie instrumentów. Dlatego też, mając powyższe na uwadze, należy rozważać sposoby aktywizacji kapitałów osób fizycznych na polskim rynku papierów wartościowych.



Wykres 4. Udział indywidualnych inwestorów w obrotach akcjami oraz kontraktami terminowymi na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 1997-2003 (w %).

Uwaga: do grupy inwestorów indywidualnych zaliczono także te osoby, które korzystają z usług *asset management*, tj. zarządzania portfelem na zlecenie.

Źródło: *Udział grup inwestorów w obrotach giełdowych – rok 2003*, materiały informacyjne GPW, Warszawa 2004.

Dla stabilnego, długookresowego rozwoju gospodarczego należałoby podjąć działania mające na celu zwiększenie aktywności inwestycyjnej w polskim społeczeństwie, także z wykorzystaniem idei stowarzyszeń indywidualnych inwestorów oraz klubów inwestycyjnych. Pewne działania zmierzające do utrzymania indywidualnych inwestorów na rynku papierów wartościowych, zwiększenia poziomu ich zaangażowania finansowego, a także pozyskania nowych indywidualnych inwestorów są już w Polsce podejmowane. Poniżej zaprezentowano wybrane z nich.

3. FUNDACJA UPOWSZECHNIANIA AKCJONARIATU

W Polsce działa Fundacja Upowszechniania Akcjonariatu (FUA), której działalność – jak sama nazwa wskazuje – koncentruje się na upo-

wszechnianiu w polskim społeczeństwie inwestowania w papiery wartościowe, w tym przede wszystkim w akcje. FUA została założona w marcu 2001 roku³.

Misję fundacji określono jako edukację służącą popularyzacji powszechnego inwestowania na rynku kapitałowym. W ramach misji fundacji wyrażana jest nadzieja, że edukacja polskich uczniów, studentów i dorosłych obywateli spowoduje, iż polskie społeczeństwo będzie świadomym społeczeństwem inwestorów. Misja FUA realizowana jest poprzez:

- formułowanie postulatów zmiany prawa lub innych elementów polityki gospodarczej państwa w celu upowszechnienia indywidualnego akcjonariatu w Polsce,
- inicjowanie dyskusji oraz wzbudzanie refleksji nad miejscem rynku kapitałowego w polskiej gospodarce i społeczeństwie,
- pomoc osobom i instytucjom zarządzającym rynkiem kapitałowym w jego popularyzacji.

Inicjatorzy powstania Fundacji Upowszechniania Akcjonariatu uważali, że – poza niskim poziomem oszczędności – istotnymi barierami ograniczającymi aktywność Polaków na rynku kapitałowym są:

- niska znajomość rynku finansowego przez przeciętnego obywatela,
- zbyt sztywne regulacje prawne, ograniczające możliwość aktywnej promocji rynku kapitałowego przez instytucje pośredniczące.

Dotychczasowa działalność fundacji koncentrowała się przede wszystkim na następujących zagadnieniach:

- inicjowanie i pomoc w działalności klubów inwestycyjnych,
- edukacja w zakresie rynku kapitałowego,
- lobbing na rzecz zmian regulacji prawnych w zakresie indywidualnego inwestowania,
- organizowanie konferencji poświęconych analizie barier upowszechnienia rynku kapitałowego w Polsce,
- organizowanie corocznego zjazdu na temat „Raport o stanie upowszechnienia rynku” za dany rok.

Ponadto fundacja powołała Zespół Podatkowy. Jego celem było opracowanie stanowiska w zakresie opodatkowania dochodów uzyskiwanych przez osoby fizyczne z rynku kapitałowego. Była to jedna z pierwszych zorganizowanych inicjatyw na rzecz rozważenia wprowadzenia zmian w przepisach prawnych dotyczących opodatkowania dochodów osób fizycznych z tytułu obrotu publicznymi papierami wartościowymi.

³ Informacje uzyskane od prezesa FUA, Mirosława Grucy; Internet, <http://www.rk.pl/fua/>; M. Gruca, *Na rzecz powszechnego akcjonariatu*, *Nasz Rynek Kapitałowy* 2002, nr 12; idem, *Połączyć wiedzę z praktyką*, *Nasz Rynek Kapitałowy* 2001, nr 10; idem, *Pierwsze kluby inwestora w Polsce*, *Nasz Rynek Kapitałowy* 2002, nr 10.

Można stwierdzić, Fundacja Upowszechniania Akcjonariatu aktywnie działa na rzecz promowania inwestowania w papiery wartościowe wśród polskiego społeczeństwa. Należy tu szczególnie podkreślić starania podejmowane w ramach FUA dotyczące zmian przepisów prawnych dotyczących inwestowania oraz propagowanie idei klubów inwestycyjnych jako formy praktycznej nauki inwestowania w papiery wartościowe. Ponadto bardzo ważna jest działalność lobbingowa FUA.

4. STOWARZYSZENIE INWESTORÓW INDYWIDUALNYCH

W Polsce, podobnie jak w innych opisywanych już uprzednio państwach, działa Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych (SII) z siedzibą we Wrocławiu. Zostało ono zarejestrowane w grudniu 1999 roku. Obecnie zrzesza 1550 osób. Polskie SII zostało też przyjęte do grona organizacji międzynarodowych zrzeszających tego typu stowarzyszenia – The World Federation of Investors (we wrześniu 2000) oraz do Euroshareholders (październik 2001). Należy zaznaczyć, że we wrześniu 2003 roku przedstawiciel polskiego stowarzyszenia został wybrany do władz Euroshareholders⁴.

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych określiło w statucie cztery cele swojej działalności:

- działanie na rzecz powstania w Polsce klubów inwestycyjnych,
- pomoc w zdobywaniu wiedzy i kwalifikacji dających indywidualnym inwestorom możliwość czynnego wpływu na kształt rynku kapitałowego w Polsce,
- działanie na rzecz obrony interesów indywidualnych inwestorów w Polsce,
- propagowanie zagadnień związanych z funkcjonowaniem rynku kapitałowego w Polsce.

Członkami stowarzyszenia mogą zostać zarówno osoby fizyczne, jak i prawne, przy czym osoba prawna może być jedynie członkiem wspierającym. W stowarzyszeniu wyróżniono cztery rodzaje członkostwa, dla członków: założycieli, zwyczajnych, honorowych oraz wspierających. Członkami SII mogą także być cudzoziemcy.

Ponadto stowarzyszenie posiada Honorową Radę Patronów. Rada ta spotyka się z zarządem stowarzyszenia przynajmniej dwa razy w roku, pełniąc funkcję doradczą i opiniującą działania podejmowane przez stowarzyszenie. Skład Rady oraz instytucje reprezentowane przez te osoby

⁴ Informacje uzyskane ze stowarzyszenia; Statut Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych; Internet, <http://www.sii.org.pl>

pozwalają na wyrażenie opinii, iż sprawne funkcjonowanie Stowarzyszenia Indywidualnych Inwestorów jest ważne dla polskiego rynku papierów wartościowych.

Oficjalnym wydawnictwem stowarzyszenia jest kwartalnik „Akcjonariusz”, poświęcony problematyce związanej z działalnością stowarzyszenia. Zawarte są w nim również opracowania mające na celu podniesienie poziomu edukacji inwestorów.

Do najważniejszych konferencji organizowanych przez SII można zaliczyć:

- konferencje z serii WallStreet,
- konferencje tematyczne związane z technikami nowoczesnego inwestowania,
- cykliczne debaty publiczne, odbywające się zazwyczaj w budynku Giełdy Papierów Wartościowych.

Ponadto organizowane są spotkania w różnych miastach z przedstawicielami spółek giełdowych oraz przedstawicielami Giełdy Papierów Wartościowych. Stowarzyszenie Indywidualnych Inwestorów jest aktywne na rynku. W okresie swojej działalności SII zbierało już między innymi pełnomocnictwa na WZA oraz nadzwyczajne WZA następujących spółek:

- a) w roku 2001: Pepees S.A., Rolimpex S.A., Mostostal Płock S.A., Wólczanka S.A., Orbis S.A., Bank Śląski S.A.,
- b) w roku 2002: Elektrim S.A., Paged S.A., Mostostal Płock S.A.,
- c) w roku 2003: KZWM (Katowickie Zakłady Wyrobów Metalowych).

Do największych sukcesów Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych prezes tej organizacji zalicza obecnie⁵:

- wprowadzenie do Rady Nadzorczej Mostostalu Płock przedstawiciela akcjonariuszy mniejszościowych, działających w porozumieniu z SII. Sformowana koalicja dysponowała ponad 20% kapitału akcyjnego,
- udaremnienie fuzji spółek Yawal oraz Paged, niekorzystnej dla akcjonariuszy (w opinii SII),
- współpracę z inwestorami instytucjonalnymi w Stomilu Olsztyn zakończoną podniesieniem przez Michelin ceny w wezwaniu z 24 PLN do 48 PLN za akcję, czyli o 100%,
- zablokowanie emisji akcji w spółce Pepees, niekorzystnej dla inwestorów (w opinii SII),
- udaremnienie wycofania z publicznego obrotu akcji spółki Grajowo,
- wprowadzenie do projektu ustawy nowelizującej prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi zapisów dotyczących działalności klubów inwestycyjnych, w formie spółki cywilnej.

⁵ Informacje uzyskane od prezesa Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych, 15.09.2003.

Stowarzyszenie jest również aktywne w kwestii implementacji idei klubów inwestycyjnych na polskim rynku papierów wartościowych. Należy stwierdzić, że Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych działające w Polsce jest dynamiczną organizacją. Do promowania podejmowanych działań jej członkowie wykorzystują media. Osiągnięcia członków SII zostały także dostrzeżone na forum międzynarodowym, o czym może świadczyć fakt wyboru przedstawiciela Polski do władz Euroshareholders.

5. KLUBY INWESTYCYJNE

Ponieważ, jak dotąd, w żadnej regulacji prawnej w Polsce nie wymienia się klubu inwestycyjnego jako podmiotu, w związku z tym problematyczna jest obecnie jego forma prawna. Pierwszych pięć klubów inwestycyjnych założonych zostało z inicjatywy Fundacji Upowszechniania Akcjonariatu, jako spółki komandytowe, na trzech wyższych uczelniach.

W tym przypadku komplementariuszem była FUA, która odpowiadała całym swoim majątkiem za działalność spółki, natomiast komandytariuszami były osoby fizyczne – członkowie klubu, odpowiadają do określonej sumy komandytowej (określonej na 100 PLN). FUA przejęła na siebie sprawy prawne związane z organizowaniem klubów inwestycyjnych w tej formie prawnej, aby ich działalność mogła się skoncentrować na aspekcie edukacyjnym i inwestycyjnym⁶.

Powstałe przy udziale fundacji kluby liczyły od 11 do 22 członków. Kluby zobowiązały się do łącznego, comiesięcznego wnoszenia wpłat pieniężnych w wysokości od 1200 do 1800 PLN. Kluby zawiązano na okres 2 lat. Jednak kluby inwestycyjne powołane w formie spółki komandytowej rozwiązano. Było to efektem zmiany ustawy o systemie ubezpieczeń społecznych. W rezultacie dokonanych zmian na wspólników spółek komandytowych został nałożony obowiązek opłacania ubezpieczenia społecznego. Wobec tego w lutym 2003 roku wspólnicy spółek komandytowych podjęli decyzję o zaprzestaniu działalności. W fundacji dalsze działania na rzecz tworzenia klubów inwestycyjnych podjęte zostaną po wprowadzeniu do ustawy o publicznym obrocie papierami wartościowymi odpowiednich zapisów, dotyczących klubów inwestycyjnych.

Natomiast z inicjatywy SII został powołany jeden klub inwestycyjny, w formie spółki cywilnej, o nazwie MIDAS. W związku z tym, że w nowych przepisach prawnych ma zostać uregulowany status prawny klubu inwestycyjnego, stąd też obecnie zostały wstrzymane prace nad

⁶ M. Gruca, *Pierwsze kluby inwestora w Polsce*.

dalszym rozwojem liczbowym klubów inwestycyjnych. Obecnie jest to jedyny (o którym wiadomo) klub inwestycyjny funkcjonujący w Polsce. Klub MIDAS został stworzony przede wszystkim jako klub testowy, aby w praktyce potwierdzić możliwość stosowania rekomendowanych przez SII rozwiązań. Klub utworzyło 6 osób, które są jednocześnie członkami SII. Głównie są to członkowie zarządu SII. Koszt założenia klubu jako spółki cywilnej wyniósł 50 PLN. Celem klubu inwestycyjnego w formie spółki cywilnej jest wspólna edukacja z zakresu rynku kapitałowego poprzez wspólne inwestowanie.

Klub MIDAS działa od listopada 2002 roku. Członkowie dokonują wpłat po 80 PLN miesięcznie.

Dla dalszego rozwoju klubów inwestycyjnych w Polsce ważna jest inicjatywa ustawodawcza Komisji Papierów Wartościowych i Giełd dotycząca klubów inwestycyjnych. Będzie to kolejny impuls do rozwoju tego typu organizacji na rynku papierów wartościowych.

W polskich rozwiązaniach proponuje się, aby członek klubu mógł wnieść w ciągu danego roku kalendarzowego środki pieniężne do 20 000 PLN włącznie. Jednocześnie w klubie inwestycyjnym zrzeszonych może być 3–20 osób, które zobowiązują się do⁷:

- wspólnego działania w celu zdobywania wiedzy o zasadach inwestowania na rynku papierów wartościowych, w szczególności poprzez wspólne inwestowanie w publicznym obrocie papierami wartościowymi,
- nieuczestniczenia w innych klubach inwestycyjnych,
- niezaciągania w związku z działalnością klubu zobowiązań o łącznej wartości przewyższającej wartość aktywów zgromadzonych na rachunkach pieniężnym i papierów wartościowych klubu.

W proponowanych przepisach ani klub inwestycyjny, ani jego członkowie nie są przedsiębiorcami. Jest to zapis istotny, niweluje bowiem obowiązek ubezpieczenia społecznego członków klubu.

5. SYTUACJA MATERIALNA POLAKÓW

Ważnym aspektem związanym z upowszechnieniem indywidualnego inwestowania jest niewątpliwie poziom zamożności społeczeństwa. W październiku 2003 CBOS przeprowadził badania ankietowe na ten temat. Respondentom zadano pytanie: „Czy ma Pan(i) jakieś oszczędności lub inne zasoby materialne, które można spieniężyć w razie potrzeby?”.

⁷ Ustawa – Prawo o organizacji obrotu papierami wartościowymi, projekt z 16.06.2003, materiały Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, art. 187.

Niepokojące jest, że aż 44% respondentów zadeklarowało brak jakichkolwiek oszczędności, posiadanie zaś jednej lokaty finansowej zadeklarowało 22% respondentów (por. tabela 2).

Tabela 2. Rozkład odpowiedzi na pytanie: „Czy ma Pan(i) jakieś oszczędności lub inne zasoby materialne, które można spieniężyć w razie potrzeby?”

| WYSZCZEGÓLNIENIE | IV 94 | XI 95 | X 96 | X 97 | X 99 | X 01 | X 02 | X 03 |
|---|-------|-------|------|------|------|------|------|------|
| Nie posiadam żadnych lokat ani oszczędności | 49 | 54 | 50 | 50 | 50 | 38 | 42 | 44 |
| Dysponuję tylko jedną lokatą finansową | 25 | 23 | 21 | 26 | 20 | 24 | 23 | 22 |
| Dysponuję dwoma rodzajami lokat finansowych | 12 | 9 | 13 | 12 | 12 | 16 | 16 | 14 |
| Dysponuję trzema rodzajami lokat finansowych | 7 | 6 | 8 | 5 | 9 | 8 | 9 | 7 |
| Dysponuję czterema i więcej rodzajami lokat finansowych | 7 | 8 | 10 | 7 | 9 | 13 | 10 | 13 |

Źródło: *Oszczędności, lokaty i sposoby radzenia sobie z trudnościami finansowymi*, CBOS, 2003, Internet, <http://www.cbos.com.pl>

Ponadto zadano także respondentom pytanie na temat ich oszczędności. Lokowanie środków w papierach wartościowych utrzymuje się na bardzo niskim poziomie. Poniżej zaprezentowano wybrane sposoby oszczędzania polskiego społeczeństwa. Najwięcej respondentów wskazało na konta bankowe nominowane w polskich złotych. Zaledwie 2% wskazało, że posiada akcje firm notowanych na giełdzie, także 2% posiadało obligacje Skarbu Państwa oraz 2% zadeklarowało posiadanie udziałów w funduszach inwestycyjnych (por. tabela 3).

Zwracają przy tym uwagę znaczne rozbieżności pomiędzy wynikami uzyskiwanymi przez dwie renomowane agencje badania opinii publicznej w zakresie kont a vista, polis na życie oraz gotówki w domu. Wyniki dotyczące inwestowania w papiery wartościowe uzyskane w obu podmiotach są bardzo zbliżone.

Ponadto badania przeprowadzone w styczniu 2004 roku przez Ipsos Demoskop wskazują, że nastąpił wzrost liczby osób, które przewidują, że w ciągu najbliższego roku nie uda im się zaoszczędzić. Niestety od 1999 roku odsetek tych osób z roku na rok rośnie: od 66% w styczniu 1999 r., poprzez 71%, 74%, 77%, 81% w kolejnych latach, aż do 84% w styczniu 2004 roku. Jest to zjawisko bardzo niepokojące.

Tabela 3. Rozkład odpowiedzi na pytanie CBOS: „Czy ma Pan(i) jakieś oszczędności lub inne zasoby materialne, które w razie potrzeby można spieniężyć? Czy są to:” – wybrane odpowiedzi. Pytanie Ipsos Demoskop: „Czy swoje oszczędności przechowuje Pan(i):”

| WYSZCZEGÓLNIENIE | IV 94 | XI 95 | X 96 | X 97 | X 99 | X 01 | X 02 | X 03 | I 04* |
|-----------------------------------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|-------|
| Książeczka oszczędnościowa | 21 | 17 | 18 | 16 | 16 | 13 | 14 | 12 | 14 |
| Konto bankowe terminowe w PLN | 6 | 11 | 13 | 15 | 17 | 19 | 18 | 18 | 29 |
| Konto bankowe a vista w PLN | 6 | 9 | 14 | 13 | 19 | 32 | 34 | 27 | 41 |
| Walutowy w domu | 6 | 4 | 3 | 3 | 2 | 3 | 3 | 2 | 5 |
| Akcje firm notowanych na giełdzie | 4 | 2 | 2 | 4 | 3 | 3 | 2 | 2 | 1 |
| Obligacje Skarbu Państwa | 2 | 4 | 4 | 6 | 3 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| Udziały w funduszu inwestycyjnym | 2 | 1 | 2 | 1 | 1 | 3 | 1 | 2 | 3 |
| Indywidualna polisa na życie | – | – | – | 13 | 18 | 25 | 24 | 23 | 5 |
| Kosztowności | 9 | 9 | 8 | 7 | 7 | 8 | 6 | 8 | – |
| Gotówka w domu | 16 | 15 | 13 | 15 | 7 | 12 | 8 | 13 | 41 |

* Wyniki badania przeprowadzonego przez Ipsos Demoskop.

– brak porównywalności danych.

Źródło: *Oszczędności i lokaty finansowe gospodarstw domowych*, CBOS, grudzień 2002, Internet, <http://www.cbos.com.pl>; *Oszczędzania Polaków: lata 1999–2004*, Internet, www.demoskop.com.pl

Jednocześnie nie można także pomijać tego, że 84% respondentów zadeklarowało, że nie posiada obecnie żadnych oszczędności, a jedynie 1% – posiadanie oszczędności w wysokości rocznych dochodów. Ponadto zauważyć należy, że respondenci, którzy „odkładają duże sumy i/lub inwestują”, stanowią zaledwie 1% respondentów, a ich odsetek nie uległ zmianie w stosunku do poprzedniego badania. Udział ten jest niższy niż poziom błędu statystycznego, który dla tego typu badania wynosi +/-3,2% na poziomie ufności 0,95.

Dodatkowo można przytoczyć wyniki badań w zakresie inwestowania, przeprowadzonych w 2002 roku przez OBOP, kolejną renomowaną agencję. Badania te przeprowadzono na zlecenie autorki na dwóch próbach: reprezentatywnej próbie mieszkańców Polski powyżej 15 roku życia (3–5.08.2002) oraz próbie celowej 200 inwestorów giełdowych z terenu Warszawy (30.07–12.08.2002). Poniżej przytoczono wybrane wyniki uzyskane w tym badaniu.

Także i w tych badaniach uzyskano niepokojący, z punktu widzenia długofalowego rozwoju gospodarczego, bardzo wysoki wskaźnik osób deklarujących brak oszczędności – aż 79%.

Tabela 4. Rozkład wyników odpowiedzi na pytanie: „W co inwestuje Pan(i) swoje pieniądze? Proszę wskazać wszystkie sposoby inwestowania pieniędzy, które Pan(i) wykorzystuje”

| WYSZCZEGÓLNIENIE | PROCENT WSKAZAŃ | |
|---|-----------------------|-------------------------|
| | PRÓBA REPREZENTATYWNA | INDYWIDUALNI INWESTORZY |
| Akcje | 2,7% | 86,5% |
| Obligacje | 0,9% | 58,0% |
| Lokaty w banku | 9,8% | 35,0% |
| Instrumenty pochodne | 0,1% | 27,5% |
| Udziały w funduszach inwestycyjnych | 0,5% | 16,5% |
| Waluty | 1,5% | 14,5% |
| Nieruchomości | 3,8% | 11,5% |
| Inne | 1,5% | 4,0% |
| Posiadam oszczędności, ale ich nie inwestuję, trzymam je w domu | 4,3% | – |
| Nie posiadam oszczędności, dlatego nie inwestuję | 79,1% | – |

Uwaga: respondenci mogli udzielić więcej niż jedna odpowiedzi, stąd też procenty nie sumują się do 100.

W polskim społeczeństwie najczęściej wykorzystywane do inwestowania są ciągle jeszcze lokaty bankowe. Z kolei w grupie inwestorów giełdowych można zauważyć, że obok inwestycji w akcje bardzo popularne są w tej grupie respondentów inwestycje w obligacje. Lokaty bankowe posiadało relatywnie niewielu respondentów – zaledwie 35%. Relatywnie wysoki jest natomiast procent osób inwestujących w tej grupie w instrumenty pochodne – aż 27,5%.

Respondentom, którzy zadeklarowali, że posiadają oszczędności, ale nie zainwestowali ich w akcje, zadano pytanie otwarte, dlaczego nie zainwestowali w akcje? Próba ta wyniosła 180 osób.

Tabela 5. Rozkład wyników odpowiedzi na pytanie: „Dlaczego nie zainwestował(a) Pan(i) w akcje?”

| WYSZCZEGÓLNIENIE | PROCENT WSKAZAŃ W PRÓBIE REPREZENTATYWNEJ |
|---|---|
| Brak środków finansowych | 39,9% |
| Nie znam się na tym, nie interesuję się tym | 27,4% |
| Nie chcę ponosić ryzyka | 15,9% |
| Nie mam zaufania | 5,4% |
| Nie wiedziałem(am), że mogę tak inwestować | 3,7% |
| To się nie opłaca, ponieważ na giełdzie są zniżki | 2,7% |
| Mam ważniejsze wydatki | 2,4% |
| Inne | 14,0% |
| Trudno powiedzieć | 2,8% |

Komentując uzyskane wyniki należy zauważyć, że uzasadnieniem znacznej części odpowiedzi, tj. 40%, jest brak środków finansowych. Ponieważ osoby te posiadają oszczędności i inwestują, można domniemywać, iż uważają one, że ich zasoby finansowe są zbyt skromne, aby otworzyć rachunek inwestycyjny i inwestować w akcje. Ponadto aż 4% respondentów przyznało, że nie wiedziało, iż w taki sposób może inwestować swoje środki finansowe. Występuje również pewna grupa osób, które są zdeklarowanymi przeciwnikami inwestowania w akcje, jednak nie jest ona zbyt liczna (ok. 1%).

Respondentom zadano także pytanie na temat polityki w zakresie relacji z akcjonariuszami prowadzonej w spółkach (tabela 6).

Tabela 6. Rozkład wyników odpowiedzi na pytanie: „Czy Pana(i) zdaniem firmy dbają o drobnych akcjonariuszy?”

| WYSZCZEGÓLNIENIE | PROCENT WSKAZAŃ | |
|-------------------|-----------------------|---------------------|
| | PRÓBA REPREZENTATYWNA | INWESTORZY GIEŁDOWI |
| Tak | 6,1 | 6,5 |
| Nie | 38,0 | 85,0 |
| Trudno powiedzieć | 55,9 | 8,5 |

W obu badanych grupach poziom odpowiedzi pozytywnej na to pytanie jest bardzo niski i wynosi jedynie 6%. Natomiast aż 85% inwestorów giełdowych było zdania, że firmy nie dbają o interesy drobnych inwestorów. Jest to wynik znamieny, wynikający z przeświadczenia respondentów o niskiej poziomie tzw. kultury korporacyjnej na polskim rynku finansowym, o braku tzw. „dobrej praktyki”. Tymczasem zaufanie inwestora jest przecież bardzo istotnym elementem w procesie pozyskiwania kapitału na rynku finansowym. Tak wysoki deklarowany poziom braku zaufania inwestorów giełdowych do spółek nie jest optymistyczny, szczególnie na obecnym poziomie rozwoju rynku kapitałowego w Polsce. Są to dane wręcz alarmujące.

Podsumowując powyższe rozważania należy zwrócić uwagę na to, że polska gospodarka pozostaje w fazie transformacji oraz wzmacniania rynku finansowego, a w tym integralnej jego części w postaci rynku papierów wartościowych. Wiele już uczyniono, ale można stwierdzić, że widoczny jest ogrom prac, jakie należy jeszcze podjąć zarówno w polskim społeczeństwie, polskiej gospodarce, jak i na samym rynku papierów wartościowych.

Ponadto wydaje się, że do zwiększonego zainteresowania inwestowaniem na giełdzie konieczne są zwiększone zasoby finansowe pozostające w dyspozycji obywateli. Niewysoki poziom zamożności społeczeństwa jest poważnym problemem w Polsce nie tylko dla rynku papierów wartościowych.

JOANNA MODRZYŃSKA, PAWEŁ MODRZYŃSKI

MIĘDZYNARODOWE ORGANIZACJE STOWARZYSZEŃ INDYWIDUALNYCH INWESTORÓW I KLUBÓW INWESTYCYJNYCH

I. WPROWADZENIE

Równolegle do istniejących stowarzyszeń i klubów indywidualnych inwestorów funkcjonują organizacje, których zadaniem jest zrzeszanie klubów oraz stowarzyszeń indywidualnych inwestorów z poszczególnych krajów. Do tych ponadnarodowych organizacji skupiających kluby i stowarzyszenia indywidualnych inwestorów można zaliczyć Europejską Grupę Akcjonariuszy „Euroshareholders” (The European Shareholders Group „Euroshareholders”) oraz Europejskie Stowarzyszenie na rzecz Promocji Akcjonariatu (The European Association for Share Promotion – EASP). Obie te organizacje działają w Europie. Z kolei Światowa Federacja Inwestorów (The World Federation of Investors Corporation – WFIC) jest organizacją o zasięgu światowym.

Z wyżej wymienionych trzech organizacji najprężniej działają „Euroshareholders” oraz WFIC. EASP od kilku lat znajduje się w fazie organizacji. Cechą wspólną tych organizacji jest brak własnych pracowników i zaplecza administracyjnego. Tylko „Euroshareholders” posiada własną siedzibę oraz dwóch pracowników zatrudnionych w niepełnym wymiarze godzin. Działalność tych organizacji opiera się raczej na sformalizowanej współpracy klubów i stowarzyszeń indywidualnych inwestorów, które wchodzi w ich skład. Do kluczowych przejawów tej współpracy można zaliczyć organizowanie spotkań klubów i stowarzyszeń zrzeszonych w ramach danej organizacji oraz indywidualnych inwestorów wchodzących w ich skład, a także promowanie idei wspólnego inwestowania osób prywatnych.

Przyglądając się bliżej powyższym organizacjom można wyróżnić zarówno ich cechy wspólne, jak również te, które je od siebie odróżniają. W tabeli 1 zaprezentowano członków poszczególnych organizacji międzynarodowych.

Tabela 1. Organizacje będące członkami poszczególnych organizacji międzynarodowych zrzeszających indywidualnych inwestorów i kluby inwestycyjne.

| KRAJ | WFIC | EUROSHAREHOLDERS | EASP |
|-------------------|--|--|--|
| 1 | 2 | 3 | 4 |
| Afryka Południowa | South African Institute of Financial Markets | – | – |
| Australia | Australian Shareholders Association Ltd. | – | – |
| Austria | 1. Interessenverband für Anleger – IVA 2. Verband österreichischer Investment clubs | Interessenverband für Anleger – IVA | Aktienforum |
| Belgia | 1. Vlaamse Federatie van Belggingsclubs en Beleggers – VFB; 2. INVESTA – Association des Investisseurs actifs | Vlaamse Federatie van Belggingsclubs en Beleggers – VFB | – |
| Bułgaria | – | Securities Holders Association – SHA | – |
| Czechy | Czech Association of Investment Clubs | Ochranné Sdružení Malých Akcionářů | – |
| Dania | The Danish Shareholders Association | The Danish Shareholders Association | The Danish Shareholders Association |
| Estonia | Estonian Shareholders Association | – | – |
| Finlandia | Osakesäästäjien keskusliitto ry | Osakesäästäjien keskusliitto ry | Finnish Foundation for Share Promotion |
| Francja | Fédération Française des Clubs d'Investissement | Association pour la défense des Actionnaires Minoritaires | – |
| Grecja | – | Association des Actionnaires a la Bourse d'Athènes | – |
| Hiszpania | Asociación para la Defensa del Accionista | 1. Asociación para la Defensa del Accionista 2. Asociación de Usuarios de Bancos, Cajas y Seguros | – |
| Holandia | De Nederlandse Vereniging voor Beleggingsstudieclubs | Vereniging van Effectenbezitters | – |
| Hongkong | Hong Kong Institute of Investors Limited | – | – |
| Islandia | Association of Icelandic Investors | – | – |
| Japonia | 1. Japan Association of Investors Education 2. SeLeNet | – | – |

Ciąg dalszy tabeli 1.

| 1 | 2 | 3 | 4 |
|------------------------------|--|---|------------------------------|
| Kanada | Canadian Shareowners Association | – | – |
| Litwa | – | Lithuanian Shareholders Association | – |
| Luksemburg | – | INVESTAS Association Luxembourgeoise des actionnaires privés" | – |
| Malta | – | Malta Shareholders Association | – |
| Niemcy | Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V | Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz e.V. | Deutsches Aktien-institut |
| Norwegia | The Norwegian Shareholders Association | – | AksjeNorge |
| Polska | Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych | Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych | – |
| Portugalia | Associação dos investidores e Qnalistas Técnicos do Mercado | Associação dos investidores e Qnalistas Técnicos do Mercado | – |
| Rumunia | – | Asociația Actionarilor din Romania | – |
| Stany Zjednoczone | National Association of Investors Corporation – NAIC | – | – |
| Szwajcaria i Lichtenstein | – | – | Swisscapital |
| Szwecja | Sveriges Aktiesparares Riksförbund – SARF | Sveriges Aktiesparares Riksförbund – SARF | – |
| Wielka Brytania | ProShare Ltd. | United Kingdom Shareholders Association | ProShare Ltd. |
| Włochy | – | Assorisparmio | – |

2. THE WORLD FEDERATION OF INVESTORS

Działalność Światowej Federacji Inwestorów – WFIC skupiona jest przede wszystkim na promowaniu inwestowania na giełdach wśród osób fizycznych. W tej chwili WFIC skupia 25 członków z Europy, Azji, Ameryki Pn., Afryki i Australii. Również Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych jest członkiem WFIC.

Federacja ta powstała na spotkaniu zorganizowanym w Londynie 8 lipca 1960 roku. Pierwotna nazwa – Światowa Federacja Klubów Inwestycyjnych (The World Federation of Investment Clubs – WFIC) została w późniejszym okresie zmieniona, aby podkreślić znaczenie członków stowarzyszeń i klubów, czyli indywidualnych inwestorów. Do członków założycieli należały stowarzyszenia ze Stanów Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii, Holandii i Nowej Zelandii.

W dokumencie założycielskim za nadrzędny cel istnienia WFIC uznano promowanie i rozwój na skalę światową idei inwestowania na

giełdach poprzez kluby i stowarzyszenia indywidualnych inwestorów. Z założenia promocja tej idei powinna odbywać się na poziomie osób indywidualnych, rodzin, znajomych i całych społeczeństw poprzez wymianę doświadczeń z zakresu inwestowania. Dodatkowo WFIC stara się służyć pomocą w wymianie informacji i doświadczeń pomiędzy swoimi członkami – klubami i stowarzyszeniami a indywidualnymi inwestorami i grupami inwestorów.

W chwili obecnej każdy kraj członkowski wybiera do zarządu po dwóch dyrektorów. Ci zaś – spośród ochotników – wybierają funkcjonariuszy organizacji. Dyrektorzy odpowiedzialni są za całokształt współpracy w ramach WFIC, jak również za organizowanie światowego kongresu WFIC, który odbywa się co dwa lata w jednym z państw członkowskich. Przeciętnie w takim kongresie, który trwa średnio 4 dni, bierze udział od 300 do 500 uczestników z całego świata.

Statut WFIC przewiduje członkostwo tylko jednej organizacji skupiającej indywidualnych inwestorów z każdego kraju. W przypadku członkostwa więcej niż jednej organizacji indywidualnych inwestorów lub klubu inwestycyjnego z danego kraju, niezbędne jest porozumienie między nimi w sprawie nominacji dyrektorów do zarządu WFIC¹.

W chwili obecnej roczna opłata członkowska wynosi 100 USD dla stowarzyszeń krajowych reprezentujących do 1000 członków, 300 USD dla organizacji liczących do 10 000 członków oraz 500 USD dla organizacji liczących powyżej 10 000 członków.

Do głównych zadań WFIC można zaliczyć:

- organizowanie seminariów i szkoleń w zakresie tworzenia i prowadzenia klubów oraz stowarzyszeń oraz inwestowania w papiery wartościowe;
- pomoc w tworzeniu federacji inwestorów w krajach niebędących członkami WFIC oraz umożliwienie im uzyskania statusu członka WFIC;
- ustanawianie głównych zasad równego traktowania inwestorów w poszczególnych krajach członkowskich.

Najważniejsze zasady dotyczące sprawiedliwego traktowania inwestorów indywidualnych zawarte zostały w Wielkiej Karcie Inwestorów (Investors Magna Charta), która została przyjęta na spotkaniu w Paryżu w 1980 r. Tekst tego dokumentu zaprezentowano poniżej².

ZASADY

1. Nasza struktura społeczna opiera się na współpracy pomiędzy kapitałem i pracą, dlatego prawa prywatnych właścicieli i pracowników muszą być gwarantowane.

¹ Tak jest w przypadku Austrii, Belgii i Japonii.

² D. Dziawgo, *Stowarzyszenia indywidualnych inwestorów i kluby inwestycyjne na rynku papierów wartościowych*, UMK, Toruń 2004, s. 181.

2. Wolna produkcja przez prywatne firmy na wolnym rynku zakłada ponoszenie ryzyka. Kapitał ponoszący ryzyko jest niezbędnym czynnikiem wzrostu, tak jak praca, kreatywność, wynalazczość oraz aspekty społeczne. Możliwość uczestniczenia w kapitale akcyjnym firmy powinna być zagwarantowana, aby niemożliwa była dyskryminacja pomiędzy różnymi kategoriami akcjonariuszy.
3. Indywidualny akcjonariat powinien być stymulowany poprzez informacje i edukację. Waga tego zagadnienia wynika z tego, że tak dużo osób jak jest to możliwe powinno zarówno brać na siebie ryzyko, jak i też otrzymywać wynagrodzenie za ponoszenie tego ryzyka w ramach danej struktury społecznej oraz organizacji społeczeństwa. Prawa inwestora jako osoby fizycznej, która inwestuje swoje pieniądze bezpośrednio albo pośrednio w papiery wartościowe, powinny być zabezpieczone.
4. Władze powinny uwzględnić w prowadzonej polityce, że inwestorom należy się odpowiednie zrekompensowanie ryzyka, ponoszonego poprzez udział w kapitale akcyjnym. Prawa akcjonariuszy są respektowane wówczas, kiedy występuje współpraca pomiędzy akcjonariuszami a kierownictwem firmy.
5. Powinien być promowany swobodny międzynarodowy przepływ kapitału. Należy unikać dyskryminacji inwestorów zagranicznych.
6. Zaufanie inwestorów powinno być wzmacniane poprzez odpowiednią politykę informacyjną dotyczącą firm oraz transakcji na rynku.

Podsumowując, inwestowanie w papiery wartościowe jest formą bogacenia się, dlatego powinno być promowane przez rządy poprzez instrumenty prawne. Przez posiadanie papierów wartościowych obywatele uzyskują bowiem możliwość nawet przy niskim poziomie zaangażowanego kapitału, udziału w zyskach i wzroście gospodarki, a co za tym idzie w rozwoju całego narodu, a poprzez to budowaniu światłej gospodarki światowej.

Punkty te zarysowują zasady, poprzez które WFIC dąży do osiągnięcia swojego celu podstawowego, to jest Pokój i Dobrobyt Poprzez Edukację w Zakresie Inwestowania.

Do metod, którymi WFIC się posługuje w procesie promowania idei inwestowania, można przede wszystkim zaliczyć dążenie do zbudowania międzynarodowych powiązań pomiędzy indywidualnymi inwestorami oraz klubami i stowarzyszeniami. Powiązania te mają ułatwić współpracę oraz wymianę informacji i doświadczeń pomiędzy poszczególnymi grupami inwestorów. Niezbędne wydaje się również wykreowanie WFIC na organizację międzynarodową, która stałaby na straży interesów indywidualnych inwestorów. Interesy te byłyby zabezpieczane przede wszystkim w zakresie postanowień, które są zawarte w Wielkiej Karcie Inwestorów.

Za najlepszą metodę promowania idei inwestowania w papiery wartościowe WFIC uważa wszelkie metody edukacji w tym zakresie, które prowadzą do tworzenia nowych klubów i stowarzyszeń indywidualnych inwestorów oraz pozwalają inwestorom lepiej zrozumieć korzyści i zagrożenia płynące ze wspólnego inwestowania.

Do głównych zadań WFIC zaliczyć można również dostarczanie inwestorom informacji oraz promowanie techniki inwestowania nazywanej *learn-by-doing* (nauka poprzez działanie). Do podstawowych zasad tej techniki należą następujące założenia:

- należy inwestować regularnie przez dłuższy okres,
- zyski z inwestycji powinny być reinwestowane,
- inwestorzy powinni być w stanie wynajdować i kupować akcje spółek, które rozwijają się szybciej niż gospodarka, a co za tym idzie – ich wartość rośnie w większym tempie,
- inwestycje powinny być dywersyfikowane.

Poza tym WFIC stara się dostarczać narzędzia, dzięki którym inwestowanie może się okazać dostępnejsze dla przeciętnego obywatela. Oprócz pomocy w organizowaniu i prowadzeniu klubu czy stowarzyszenia indywidualnych inwestorów, do narzędzi takich można zaliczyć książkę *Przewodnik po sposobach inwestowania* (*Stock Selection Guide*) promowaną przez amerykańskie stowarzyszenie NAIC oraz wszelkiego rodzaju programy komputerowe dostępne poprzez krajowe stowarzyszenia i kluby.

Edukacja w zakresie inwestowania prowadzona jest na różnorodnych seminariach, konwencjach i targach inwestorów, które organizowane są przy udziale lub przez WFIC. Dodatkowo wydawane są różnego rodzaju przewodniki i foldery. Niekiedy WFIC wspiera krajowe stowarzyszenia w reprezentowaniu indywidualnych inwestorów na spotkaniach, które dotyczą spółek, w które te osoby zainwestowały. Najlepszym tego przykładem jest szwedzkie stowarzyszenie, które wysłało swoich przedstawicieli na wszystkie (czyli ok. 400 w roku) walne zgromadzenia akcjonariuszy spółek, które są notowane na szwedzkiej giełdzie papierów wartościowych.

W ramach WFIC indywidualni inwestorzy postulują między innymi:

- wprowadzenie jednolitych standardów rachunkowości na całym świecie, aby zysk wypracowywany przez firmy w różnych krajach był wreszcie możliwy do porównania,
- wprowadzenie jednolitych regulacji prawnych dotyczących rynku finansowego, aby były one tożsame w poszczególnych państwach,
- ujednoczenie systemu podatkowego w poszczególnych państwach w zakresie rynku kapitałowego, aby nie występowała dyskryminacja jednych akcjonariuszy względem innych,

— powołanie ponadnarodowego urzędu rzecznika praw akcjonariuszy, co wynika nie tylko z międzynarodowego charakteru inwestycji indywidualnych inwestorów, ale także ze zwiększenia znaczenia przepływów transgranicznych w globalnych koncernach.

Na koniec 2000 r. liczbę członków zrzeszonych w WFIC poprzez organizacje krajowe szacowano na 1,1 mln. W tabeli 2 zestawiono dane dotyczące liczby członków w krajowych stowarzyszeniach indywidualnych inwestorów. W 1997 r. szacowano, że członkowie stowarzyszeń z trzech państw: Stanów Zjednoczonych, Kanady oraz Niemiec posiadali łącznie portfel papierów wartościowych o wartości 125,5 mld USD.

Tabela 2. Liczba członków WFIC w wybranych latach

| PAŃSTWO | 1997 | 2000 | 31.08.2003 |
|-------------------|--------------------|--------------------|---|
| Afryka Południowa | – | – | 300 (0) |
| Australia | 2.500 | 5.800 | 5.000 (–) |
| Austria | 12.000 (55) | 16.357 (46) | |
| Belgia (VFB) | 6.750 (450) | 10.000 (550) | 6.000 (450) |
| Belgia (INVESTA) | 1.000 (60) | 1.342 (84) | |
| Czechy | 100 (5) | 100 (5) | |
| Dania | 4.200 | 14.500 | 11.440 (0), średni portfel 268.000 EUR |
| Finlandia | 1.900 (27) | 1.900 (35) | |
| Francja | 200.000 (15.000) | 250.000 (18.000) | 250.000 (17.000) |
| Hiszpania | brak danych | 300 (3) | |
| Holandia | 7.500 (700) | 14.070 (1.266) | 10.000 (975) |
| Hong Kong | – | 320 | |
| Islandia | 300 | brak danych | |
| Japonia (JAIE) | – | brak danych | |
| Japonia (SeLeNet) | – | 600 | |
| Kanada | 12.000 (100) | 20.000 (150) | 15.000 (–) |
| Niemcy | 20.000 (5.000) | 25.000 (6.000) | |
| Norwegia | 3.800 (25) | 5.600 (50) | |
| Polska | – | brak danych | 1.550 (1) |
| Portugalia | – | 100 | 79 (0) |
| Stany Zjednoczone | 633.000 (31.828) | 560.662 (36.287) | |
| Szwecja | 110.000 (500) | 142.000 (500) | |
| Wielka Brytania | 7.000 (225) | 7.000 (225) | |
| Razem | 1.022.050 (36.256) | 1.069.474 (63.180) | |

gdzie: (–) nie zrzeszają klubów inwestycyjnych; w nawiasie podano liczbę klubów inwestycyjnych.

Źródło: D. Dziawgo, op. cit., s. 179-180.

3. THE EUROPEAN SHAREHOLDERS GROUP „EUROSHAREHOLDERS”

Porównując WFIC do organizacji „Euroshareholders” można dostrzec, że stowarzyszenie europejskie jest o wiele bardziej aktywne i prowadzi swoją działalność na szerszą skalę. Europejska Grupa Akcjonariuszy „Euroshareholders” jest konfederacją 21 stowarzyszeń inwestorów z całej Europy. Powstała ona w 1990 r. i ma swoją siedzibę w Brukseli. Także polskie Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych jest jej członkiem. Za swoje nadrzędne zadanie „Euroshareholders” uważa reprezentowanie i obronę interesów indywidualnych akcjonariuszy w Unii Europejskiej. Dodatkowo „Euroshareholders” wspiera harmonizację prawa UE w zakresie ochrony praw akcjonariatu mniejszościowego oraz obowiązkowej przejrzystości działań spółek dopuszczonych do obrotu na giełdach papierów wartościowych. Aby podkreślić znaczenie indywidualnych inwestorów „Euroshareholders” angażuje się również w prowadzenie badań dotyczących zarówno inwestorów, jak i spółek, w które oni inwestują. Organizacja zajmuje się także reprezentowaniem swoich członków na WZA.

Kolejną cechą odróżniającą „Euroshareholders” od WFIC jest fakt, że „Euroshareholders” posiada dwa rodzaje członkostwa: zwykłe i stowarzyszone. Członkami mogą być zarówno osoby prawne, jak i fizyczne, o ile pozostaje to w zgodzie z przepisami prawa obowiązującego w kraju pochodzenia danego członka. W WFIC wystarczy wyrazić chęć przystąpienia do organizacji, aby stać się jej członkiem. W „Euroshareholders” decyzja o przyjęciu nowego członka jest podejmowana przez zgromadzenie ogólne, które składa się z przedstawicieli członków zwykłych i stowarzyszonych. Za przystąpieniem nowego członka musi głosować co najmniej $\frac{2}{3}$ obecnych przedstawicieli reprezentujących co najmniej $\frac{3}{4}$ ogólnej liczby członków.

O członkostwo w „Euroshareholders” mogą ubiegać się przedstawiciele krajowych stowarzyszeń indywidualnych inwestorów państw Unii Europejskiej, krajów stowarzyszonych z UE na podstawie art. 238 Traktatu o Wspólnocie Europejskiej oraz państw wchodzących w skład EFTA – Europejskiego Stowarzyszenia Wolnego Handlu. „Euroshareholders” może odrzucić kandydaturę nowego członka bez podawania przyczyn swojej decyzji. Krajowe kluby i stowarzyszenia mogą zrezygnować z członkostwa w „Euroshareholders”. Mogą one być również pozbawione tego członkostwa, jeśli za wnioskiem głosowałoby co najmniej $\frac{2}{3}$ obecnych przedstawicieli co najmniej $\frac{3}{4}$ ogólnej liczby członków. W obydwu przypadkach roczna składka wpłacona do budżetu nie podlega zwrotowi.

Wszyscy członkowie „Euroshareholders” posiadają swoich przedstawicieli w zgromadzeniu ogólnym. Wszyscy mają prawo do zabierania głosu i udziału w dyskusji, ale tylko przedstawiciele członków zwykłych mogą podejmować decyzje podczas głosowania. Zgromadzenie ogólne wybiera prezesa oraz członków zarządu, którzy zajmują się prowadzeniem i nadzorowaniem bieżącej działalności organizacji. Zgromadzenie ogólne jest najwyższym organem posiadającym zdolność do podejmowania decyzji dotyczących „Euroshareholders”. Wszystkie decyzje muszą być podejmowane w obecności co najmniej $\frac{3}{4}$ wszystkich członków. W sprawach proceduralnych decyzje podejmowane są zwykłą większością głosów, natomiast w kwestiach istotnych dla istnienia i działania organizacji, decyzje zapadają większością $\frac{2}{3}$ głosów. Do zagadnień tych zaliczane są – zgodnie ze statutem – poniższe kwestie:

- ustalanie i wszelkie zmiany dotyczące zasad działania organizacji,
- decyzje dotyczące przyjmowanie nowych członków,
- decyzje dotyczące odwołania członków,
- powoływanie i odwoływanie sekretarza generalnego organizacji oraz ustalanie warunków jego pracy,
- zmiany w statucie organizacji,
- decyzje o rozwiązaniu organizacji,
- wyznaczanie ogólnych kierunków działania i rozwoju organizacji,
- zatwierdzanie budżetu organizacji.

Zarówno zarząd, jak i zgromadzenie ogólne mają obowiązek spotkania się co najmniej raz do roku.

„Euroshareholders” posiada również sekretariat generalny z sekretarzem generalnym na czele, który zajmuje się kwestiami organizacyjnymi i administracyjnymi organizacji. Sekretariat generalny ściśle współpracuje z zarządem organizacji.

„Euroshareholders” posiada swój wyodrębniony budżet. Co roku propozycje dotyczące budżetu są przedstawiane przez sekretarza generalnego i następnie aprobowane przez zgromadzenie ogólne. Co prawda członkowie sami pokrywają wszystkie koszty wynikające z przynależności do organizacji i wydatki związane z uczestnictwem w spotkaniach, jednakże niezbędne jest posiadanie budżetu, z którego pokrywane są koszty związane z istnieniem i zarządzaniem organizacją. Składka pobierana od członków stowarzyszonych jest niższa od tej płaconej przez członków zwykłych. Dla najmniejszych członków stowarzyszonych składka ta wynosi 250 EUR rocznie, natomiast dla największych stowarzyszeń krajowych takich jak np. ze Szwecji czy Niemiec, składka ta wynosi 9000 EUR rocznie. Dla porównania składka dla stowarzyszenia średniej wielkości, duńskiego, wynosi 2000 EUR rocznie.

W „Euroshareholders” sformułowano wytyczne dotyczące następujących obszarów³:

- *corporate governance*,
- funduszy inwestycyjnych,
- ofert publicznych, w tym w szczególności pierwszych ofert publicznych,
- zwiększenia zaufania do rynku publicznego.

I. CORPORATE GOVERNANCE

W zakresie *corporate governance* w „Euroshareholders” zaproponowano następujące postulaty.

1. Firmy powinny przede wszystkim maksymalizować wartość dla akcjonariuszy w długim okresie. Firmy powinny jasno określić i umieścić w raporcie rocznym, jakie są ich finansowe cele, które zamierzają osiągnąć, podobnie jak przyjęta strategia.
2. Decyzje, które mają fundamentalne znaczenie dla działania firmy oraz wpływają na wielkość, strukturę i ryzyko związane działalnością firmy, a także decyzje, które mają istotne znaczenie dla pozycji akcjonariuszy w danej firmie, powinny być zostać zaaprobowane przez akcjonariuszy albo przez WZA.
3. Techniki obrony przed przejęciem, które ograniczają wpływ akcjonariuszy na firmę, powinny być zakazane.
4. Akcjonariusz musi mieć możliwość sprzedaży akcji po cenie, która została zapłacona za akcje dające kontrolę nad firmą.
5. Firmy powinny natychmiast ujawniać informacje, które mogą wpływać na ceny akcji, w tym informacje na temat tych akcjonariuszy, którzy osiągnęli (bądź stracili) 5% udział w kapitale akcyjnym danego podmiotu. Powinny być surowe kary za brak przestrzegania tych wymogów.
6. Biegli rewidenci powinni być niezależni i wybierani na WZA.
7. Akcjonariusze powinni mieć możliwość wprowadzania dodatkowych punktów do porządku obrad na WZA.
8. Dodatkowo do tradycyjnych kanałów komunikacji firmy powinny wykorzystywać kanały elektroniczne, aby dostarczać akcjonariuszom informacji mogących wywierać wpływ na poziom kursów akcji.
9. Akcjonariusze powinni mieć prawo do wyboru członków zarządu i rady nadzorczej, a przed wyborem powinni mieć możliwość sugerowania kandydatów. Powinni mieć także prawo do stawiania wniosków o ich dymisje.

³ Szerzej patrz D. Dziawgo, op. cit., s. 183–189.

10. Członkostwo w zarządzie bądź radzie nadzorczej powinno być ograniczone do 12 lat oraz aby nie więcej niż jeden członek rady nadzorczej wcześniej piastował funkcje w zarządzie danej firmy.

2. FUNDUSZE INWESTYCYJNE

Fundusze inwestycyjne, co jest podkreślane przez „Euroshareholders”, stały się jedną z form oszczędzania przez Europejczyków. Wzrasta także liczba funduszy inwestycyjnych oraz rośnie wartość kapitałów przez nie zarządzanych. Tymczasem nie zaoferowano ochrony klientom funduszy inwestycyjnych – konsumentom usług świadczonych przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Dlatego też w „Euroshareholders” zaproponowano przestrzeganie zastępujących zasad w działalności towarzystw i funduszy inwestycyjnych.

1. W ramach Unii Europejskiej powinny zostać ujednolicone standardy w zakresie informacji przekazywanych przez fundusze oraz sposobów obliczania wyników działalności funduszy.
2. Informowanie inwestorów o potencjalnych rodzajach ryzyka związanych z inwestowaniem w dany rodzaj funduszu.
3. Wyniki inwestycyjne funduszu powinny być prezentowane w porównaniu z innymi odpowiednimi indeksami albo innymi porównywalnymi funduszami. Dane powinny być zestawione za okres ostatnich 3 bądź 5 lat, albo też od momentu utworzenia funduszu.
4. Wszystkie koszty i opłaty, zarówno bezpośrednie jak i pośrednie, powinny być ujęte w raportach i obliczane w ten sam sposób w ramach Unii Europejskiej. Wskaźnik łącznych wydatków (TER – *total expense ratio*) powinien być dodatkowo podzielony na kilka kategorii obejmujących: koszty transakcyjne, koszty administracyjne, koszty zarządzania, koszty przystąpienia do funduszu oraz inne opłaty.
5. Fundusze powinny informować o przychodach (i ich wysokości) uzyskiwanych z tytułu pożyczania papierów wartościowych oraz z tytułu zapewniania płynności obrotu danymi papierami wartościowymi.
6. Tylko autoryzowani doradcy finansowi powinni mieć prawo do doradzania w zakresie inwestowania w fundusze inwestycyjne. Doradcy nieautoryzowani powinni być traktowani jako sprzedawcy. Klienci powinny być informowani, czy doradca jest niezależny czy też zależny⁴.

⁴ Doradca zależny – tak zwany *tied adviser* – reprezentant danej firmy, który może rekomendować jedynie jej produkty.

7. Fundusze inwestycyjne muszą być niezależne, a zależności i związki z innymi instytucjami finansowymi muszą być opisane.
8. Rada nadzorcza i zarząd towarzystwa funduszy inwestycyjnych powinny być niezależne od właściciela. Dlatego większość członków tych organów powinna się składać z osób niezależnych od właściciela towarzystwa.
9. Towarzystwa funduszy inwestycyjnych powinny określić politykę w zakresie zasad *corporate governance* oraz swoją politykę w zakresie głosowania na WZA po to, aby głosować w interesie posiadaczy udziałów w swoich funduszach.
10. Prawo głosu ma ekonomiczną wartość, dlatego powinno być zarządzane tak jak inne aktywa. Stąd też towarzystwa funduszy inwestycyjnych powinny wykorzystywać prawa głosu z posiadanych akcji, a następnie informować o tym posiadaczy udziałów w ich funduszach.

3. PIERWSZA OFERTA PUBLICZNA

W zakresie pierwszych ofert publicznych w „Euroshareholders” sformułowano następujące sugestie.

1. Regulacje w zakresie pierwszych ofert publicznych powinny zostać zharmonizowane na poziomie europejskim po to, aby występujące różnice nie były elementem walki konkurencyjnej pomiędzy giełdami papierów wartościowych.
2. Spółki wprowadzające akcje do obrotu publicznego powinny wykazywać zyski za okres poprzednich 3 lat.
3. Wyjątek jest dopuszczalny w stosunku do spółek funkcjonujących w tzw. „sektorze nowych technologii”. Firmy te nie muszą legitymować się zyskiem za okres poprzednich 3 lat, ale inwestorzy powinni zostać szczegółowo poinformowani o zakresie podwyższonego ryzyka związanego z inwestowaniem w daną firmę. Powinien zostać także określony termin, kiedy spodziewane jest osiągnięcie przez firmę zysków oraz pozytywnych przepływów pieniężnych.
4. Oferta powinna być znana przynajmniej na 2 tygodnie przez rozpoczęciem subskrypcji, aby inwestorzy mogli zapoznać się z firmą i warunkami oferty.
5. Cena powinna uwzględniać wyższe ryzyko, jakie podejmują inwestorzy inwestując w akcje firmy, które nie były dotąd w obrocie publicznym. Instytucjonalni inwestorzy nie powinni być uprzywilejowani.
6. Prognozy przyszłych zysków oraz planowane do osiągnięcia cele powinny być jasno określone w prospekcie. Firmy powinny informować inwestorów o postępach, które uczyniły w zakresie osiągnięcia tych celów.

7. Warunki przydziału akcji powinny być jasne. Szeroka dystrybucja akcji pomiędzy indywidualnych inwestorów powinna wpływać na stabilność kursów akcji danej firmy.
8. Część oferty zarezerwowana dla „przyjaciół i rodzin” (*friends and family*) powinna dotyczyć jedynie osób, które bezpośrednio przyczyniły się do sukcesu firmy, to jest kierownictwa firmy i pracowników. Ta część oferty, przydzielana na preferencyjnych warunkach, nie powinna przekroczyć 3% akcji oferowanych w ofercie publicznej.
9. Inwestorzy instytucjonalni i inwestorzy indywidualni powinni być traktowani równo, szczególnie w zakresie dostępu do informacji, okresu subskrypcji, liczby oferowanych akcji, cen.
10. W stosunku do dotychczasowych akcjonariuszy firmy powinien być zastosowany okres, w którym nie mogą oni dokonać sprzedaży posiadanych akcji. Dla firm, które przez ostatnie 3 lata wypracowały zyski, zakaz ten powinien obejmować 12 miesięcy, natomiast dla pozostałych firm okres 24 miesięcy. Powinno to ograniczyć ryzyko spadku cen w wyniku sprzedaży akcji przez dotychczasowych akcjonariuszy firmy.

4. ZWIĘKSZENIE ZAUFANIA DO RYNKU PUBLICZNEGO

W 2003 roku sformułowano następujące sugestie dotyczące zwiększenia zaufania do rynku publicznego.

1. Akcjonariusze powinni mieć możliwość wybierania i odwoływania członków zarządu i rady nadzorczej w spółkach publicznych.
2. Pozycja akcjonariuszy mniejszościowych na WZA powinna być wzmocniona.
3. Opcje i programy bonusów powinny być akceptowane przez WZA. Jest to bowiem forma wynagrodzenia. Dlatego powinny zostać przedstawione obliczenia, w jaki sposób ich realizacja wpłynie na zysk wypracowany przez firmę.
4. Firma pełniąca funkcję biegłego rewidenta w spółce, nie powinna być równocześnie jej konsultantem. Istnieje bowiem niebezpieczeństwo braku obiektywności audytu.
5. Należy przeprowadzić badania na temat możliwych konfliktów interesów w bankach, które powinny doprowadzić do uszczelnienia „chińskich murów” pomiędzy działem obsługi korporacji finansowych a działem obrotów papierami wartościowymi.
6. Należy określić wpływ krótkiej sprzedaży na rynek. Jeżeli badania, poczynwszy od wiosny 2000 roku, wykażą jej negatywny wpływ na rynek, wówczas należy rozważyć jej ograniczenie.
7. Inwestorzy instytucjonalni powinni być inwestorami aktywnymi, wykorzystującymi prawa głosu z posiadanych akcji. Dotyczy to

w szczególności funduszy inwestycyjnych, funduszy emerytalnych oraz firm ubezpieczeniowych.

8. Regulacje prawne w zakresie przestępstw finansowych powinny zostać zredefiniowane.
9. Należy wprowadzić bardziej efektywny system sankcji nakładanych na spółki, których akcje znajdują się w publicznym obrocie. Giełdy papierów wartościowych nie wydają się do tego odpowiednie, można bowiem zaobserwować proces przekształcania się ich w firmy nastawione na osiąganie zysków, które obracają swoimi akcjami.

4. THE EUROPEAN ASSOCIATION FOR SHARE PROMOTION

The European Association for Share Promotion – EASP to organizacja, która obecnie jest na etapie tworzenia struktur. W dniu 13 czerwca 2003 r. w Helsinkach odbyło się spotkanie klubów i stowarzyszeń krajowych należących do EASP, które miało na celu ustalenie, jakie oczekiwania mają wobec niej członkowie organizacji oraz jakie aspekty istotne z punktu widzenia indywidualnych inwestorów można by zaliczyć do głównych zadań stojących przed organizacją.

W toku dyskusji ustalono, że nie istnieje jeden katalog wspólnych problemów charakterystycznych dla inwestorów. Istnieją jednak zagadnienia, które mogą prędzej czy później stać się kwestiami istotnymi dla indywidualnych inwestorów pochodzących z różnych, często bardzo odmiennych państw. Do najważniejszych zadań stojących przed EASP zaliczono:

- wynajdywanie i określanie problemów, które pojawiają się w procesie promowania idei inwestowania indywidualnych inwestorów poprzez kluby i stowarzyszenia;
- ustalanie sposobów przezwycięzania tych problemów i stałe czuwanie nad ich rozwiązywaniem;
- wymianę pomiędzy członkami organizacji wszelkiego rodzaju doświadczeń i narzędzi, które służą do promocji idei inwestowania poprzez kluby i stowarzyszenia;
- potrzebę edukowania indywidualnych inwestorów, zachęcanie ich do długoterminowego inwestowania, zwłaszcza w małe i średnie spółki.

Mimo że EASP jest ciągle strukturą nieformalną, uczestnicy spotkania zdecydowali się wybrać sekretarza generalnego, który koordynowałby działania mające na celu uczynienie z EASP prężnie działającej organizacji. Członkowie podzielili się także zadaniami, które mają umożliwić oficjalne powstanie i działanie EASP. Deklarację przystąpienia do tej organizacji wyraziło siedem organizacji z siedmiu państw.

5. PODSUMOWANIE

Na podstawie zaprezentowanych powyżej danych można stwierdzić, że mimo iż przedstawione organizacje różnią się między sobą strukturą organizacyjną i sposobem działania, łączy je niewątpliwie chęć upowszechnienia indywidualnego inwestowania jako sposobu oszczędzania i bogacenia się społeczeństw.

Zespół Autorów niniejszej publikacji tworzą znakomici teoretycy oraz praktycy z **Polski i Stanów Zjednoczonych**.

Autorzy amerykańscy reprezentują:

- U.S. Securities and Exchange Commission (SEC),
- National Association of Investors Corporation (NAIC).

Natomiast polscy autorzy związani są z takimi instytucjami, jak:

- Komisja Papierów Wartościowych i Giełd,
- Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych,
- Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie,
- Stowarzyszenie Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych w Polsce,
- Citigroup,
- Allied Irish Banks.

Z ośrodków akademickich reprezentowane są:

- Akademia Ekonomiczna w Poznaniu,
- Szkoła Główna Handlowa w Warszawie,
- Uniwersytet Gdański,
- Uniwersytet Łódzki,
- Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie,
- Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu,
- Uniwersytet Szczeciński,
- Wyższa Szkoła Ubezpieczeń i Bankowości w Warszawie.