

Architektura systemu pośrednictwa finansowego

Marian Górski

Institucje pośrednictwa finansowego zarządzają w skali globalnej aktywami finansowymi gospodarstw domowych o wartości ponad 72 biliony USD, podczas gdy w Polsce 98 mld USD. Pośrednicy finansowi oferują oszczędzającym instrumenty o zróżnicowanym poziomie płynności, stopach zwrotu i ryzyka. Artykuł w ujęciu modelowym, uwzględniającym powyższe atrybuty inwestycji, opisuje funkcjonowanie sześciu grup pośredników finansowych: banków depozytowo-kredytowych, instytucji pożyczkowych, ubezpieczycieli, funduszy emerytalnych i inwestycyjnych, funduszy typu Venture Capital, instytucji rynku finansowego. Najistotniejszą, wyróżniającą poszczególne grupy instytucji cechą jest transmisja ryzyka kredytowego związanego z ich aktywami na inwestorów. Trzy pierwsze grupy instytucji zatrzymują to ryzyko u siebie, realizując zyski odsetkowe, ale ponosząc odpowiednio koszt tego ryzyka. Trzy ostatnie grupy w pełni transmitują ryzyko na swoich inwestorów, nie realizując jednak zysków odsetkowych, a jedynie prowizyjne.

Siłą napędową rozwoju gospodarczego jest proces przekształcania oszczędności gospodarstw domowych (O) w inwestycje produkcyjne gospodarki (IP). Niezależnie od sposobu postrzegania kierunku tego procesu (O→IP lub IP→O) akumulacja kapitału przez gospodarstwa domowe jest źródłem dobrobytu i postępu kapitalistycznej formacji społecznej. We współczesnej gospodarce w procesie akumulacji i dystrybucji kapitału najistotniejszą rolę odgrywają instytucje pośrednictwa finansowego. Rys. 1. prezentuje najbardziej ogólny schemat procesu przekształcania oszczędności gospodarstw domowych w źródła zasilania finansowego przedsiębiorstw i państwa. W procesie tym niewydane na zakup dóbr i usług konsumpcyjnych pieniądze (O) przeznaczone są na utrzymanie płynności gospodarstw domowych (Aktywa Płynne – AP) oraz na bezpośrednie inwestycje produkcyjne (IP) i finansowe (Aktywa Finansowe – AF), których celem jest przynoszenie oczekiwanych dochodów, obciążonych jednak ryzykiem.

Pierwotnymi źródłami zasilania finansowego prowadzących działalność gospodarczą przedsiębiorstw i zadłużającego się w formie długu publicznego państwa są oszczędności skumulowane przez krajowe i zagraniczne gospodarstwa domowe. Tylko w niewielkim stopniu oszczędności te przekształcają się w inwestycje produkcyjne (IP) w sposób bezpośredni, z pominięciem sektora pośrednictwa finansowego. Ma to miejsce w tzw. gospodarce drobnotowarowej (indywidualni rolnicy, przedsiębiorstwa rodzinne, sektor małych i średnich

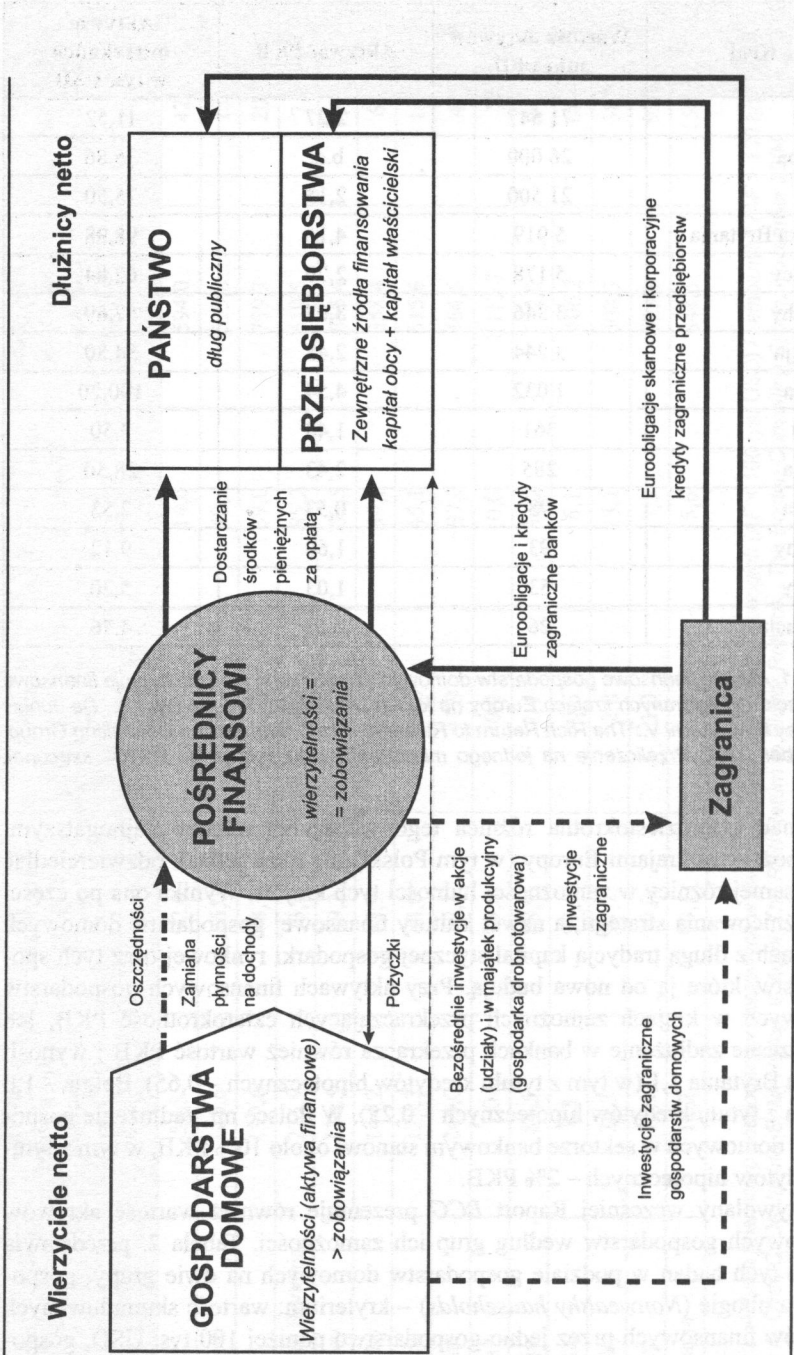
przedsiębiorstw, itp.). W tych przypadkach działalność konsumpcyjna gospodarstwa domowego nie jest wyraźnie oddzielona od jego działalności gospodarczej. I choć znaczenia tego sektora w tworzeniu Produktu Krajowego Brutto (PKB) trudno nie doceniać, to jednak kapitał wykorzystywany przez ten sektor stanowi niewielką część kapitału skumulowanego przez gospodarstwa domowe. Gros tego kapitału przybiera formę aktywów finansowych (AF) gospodarstw domowych, a to z kolei oznacza, że oszczędności gospodarstw domowych zostały sprzedane przedsiębiorstwom i państwu najczęściej za pośrednictwem instytucji finansowych w zamian za instrumenty finansowe przynoszące zróżnicowane stopy zwrotu obciążone określonym stopniem ryzyka. Schemat przepływu oszczędności gospodarstw domowych do przedsiębiorstw, państwa i pożyczających gospodarstw domowych prezentuje Rys. 1.

Zjawisko to w skali globalnej bada co roku *The Boston Consulting Group (BCG)*. Wyniki ostatnich badań opublikowane w raporcie „*The Rich Return to Richer Returns. Global Wealth 2004*” prezentują w tabelach 1-3. Według szacunków konsultantów, gospodarstwa domowe na świecie zgromadziły na koniec 2003 roku aktywa finansowe o wartości 71,5 biliona USD. Rozkład tych aktywów według głównych kontynentów oraz wybranych krajów europejskich prezentuje Tabela 1.

Z całego zgromadzonego na świecie kapitału ponad 68% przypada na dwa najbogatsze kontynenty: Europę (26 bln USD) oraz Amerykę Północną (23 bln USD), na których żyje około 28% ludzkości. Przy przeciętnej w skali świata relacji wartości zgromadzonych przez gospodarstwa domowe aktywów finansowych do PKB wynoszącej 2,27 w najbogatszych krajach wynosi ona: Belgia – 4,54, Wielka Brytania – 4,16. Najniższym wskaźnikiem charakteryzuje się Polska – 0,53 i jest to wskaźnik dużo niższy w porównaniu z krajami w tej części Europy: Słowacja – 2,13, Czechy – 1,60, Rosja – 1,44, Węgry – 1,03. Niska relacja krajowych aktywów finansowych w stosunku do krajowego PKB poza niską zamożnością gospodarstw domowych może być spowodowana: wysokim importem kapitału, relatywnie wyższym udziałem gospodarki drobnotowarowej oraz sektora małych i średnich przedsiębiorstw w tworzeniu PKB.

Jeszcze wyższe zróżnicowanie w zamożności gospodarstw domowych poszczególnych krajów widoczne jest po przeliczeniu wartości aktywów finansowych na jednego mieszkańca. Przy przeciętnej wartości światowej tego wskaźnika wynoszącej 11,5 tys. USD w najbogatszych krajach świata wynosi ona: Belgia – 100,2 tys. USD, Wielka Brytania – 99,0 tys. USD, USA – 75,5 tys. USD. W najuboższych krajach Europy skumulowane aktywa finansowe gospodarstw domowych na jednego mieszkańca wynoszą: Węgry – 5,20 tys. USD, Polska – 2,53 tys. USD, Rosja – 2,50 tys. USD.

Fakt, że relatywnie najwyższe kapitały zakumulowały społeczeństwa krajów z najdłuższą tradycją kapitalistycznej gospodarki rynkowej nie ponoszących niszczących skutków wojen, potwierdza podstawową zasadę akumulacji: **gromadzenie kapitału jest procesem wielopokoleniowym, trwającym wieki.**



Rys. 1. System finansowy gospodarki.

Kraj	Wartość aktywów mld USD	Aktywa/ PKB	Aktywa/ mieszkańca w tys. USD
Świat	71 547	2,27	11,52
Europa	26 000	b.d.	35,86
USA	21 500	2,15	75,50
Wielka Brytania	5 919	4,16	98,98
Niemcy	5 178	2,79	62,84
Włochy	3 346	3,07	57,69
Francja	3 244	2,48	54,80
Belgia	1 032	4,54	100,20
Rosja	361	1,44	2,50
Grecja	285	2,43	28,50
Polska	98	0,53	2,53
Czechy	93	1,60	9,12
Węgry	53	1,03	5,20
Słowacja	26	2,13	4,76

Tabela 1. Aktywa finansowe gospodarstw domowych zarządzane przez instytucje finansowe na świecie i w wybranych krajach Europy na koniec 2003 roku. Źródło: Dyer A., De Juniac C, Holley B.M., Aerni V.: "The Rich Return to Richer Returns", The Boston Consulting Group, November 2004. Przeliczenie na jednego mieszkańca oraz relacja do PKB – szacunek własny.

Ponad czterdziestokrotna różnica tego wskaźnika między najbogatszymi i najuboższymi krajami Europy (w tym Polski) nie musi jednak odzwierciedlać takiej samej różnicy w zamożności ludności tych krajów. Wynika ona po części ze zróżnicowania strategii, a nawet kultury finansowej gospodarstw domowych w krajach z długą tradycją kapitalistycznej gospodarki rynkowej oraz tych społeczeństw, które ją od nowa budują. Przy aktywach finansowych gospodarstw domowych w krajach zamożnych przekraczających czterokrotność PKB, ich jednoczesne zadłużenie w bankach przekracza również wartość PKB i wynosi: Wielka Brytania 1,1 (w tym z tytułu kredytów hipotecznych – 0,65), Belgia – 1,0 (w tym z tytułu kredytów hipotecznych – 0,25). W Polsce np. zadłużenie gospodarstw domowych w sektorze bankowym stanowi około 10% PKB, w tym z tytułu kredytów hipotecznych – 2% PKB.

Przywołany wcześniej Raport BCG prezentuje również wartość aktywów finansowych gospodarstw według grup ich zamożności. Tabela 2. przedstawia wyniki tych badań w podziale gospodarstw domowych na dwie grupy: gospodarstwa ubogie (*Nonwealthy households*) – kryterium: wartość skumulowanych aktywów finansowych przez jedno gospodarstwo poniżej 100 tys. USD, gospodarstwa zamożne (*Wealthy households*)¹ – kryterium: wartość skumulowanych aktywów finansowych powyżej 100 tys. USD.

Kraj	Aktywa na jedno gosp. domowe w tys. USD	Udział gosp. ubogich w %	Udział gosp. zamożnych w %	Aktywa na jedno gosp. ubogie w tys. USD	Aktywa na jedno gosp. zamożne w tys. USD	Zróżnicowanie 6/5
1	2	3	4	5	6	7
Świat	57,3	92,6	7,4	14,0	594,0	42,4
Europa	110,6	86,0	14,0	40,1	533,8	13,3
USA	199,6	78,7	21,3	39,0	799,3	20,5
Wielka Brytania	225,9	73,1	26,9	85,2	619,5	7,3
Niemcy	138,5	89,2	10,8	69,5	655,4	9,4
Włochy	144,2	73,9	26,1	59,1	358,4	6,1
Francja	129,3	84,0	16,0	45,1	515,6	11,4
Belgia	240,0	58,1	41,9	97,0	464,6	4,8
Rosja*	7,0	99,6	0,4	0,0	1 113,7	X
Grecja	81,5	88,9	7,4	32,2	772,9	24,0
Polska	8,3	99,4	0,6	6,1	406,2	66,6
Czechy	26,3	97,2	2,8	13,1	508,5	38,9
Węgry	13,1	99,0	1,0	7,5	695,3	92,7
Słowacja	12,2	99,1	0,9	5,6	841,5	150,3

Tabela 2. Aktywa finansowe gospodarstw domowych w dwóch grupach zamożności: ubogich (AF < 100 tys. USD) i zamożnych (AF > 100 tys. USD).
 Źródło: A. Dyer, C. De Juniac, B. M. Holley, V. Aerni: *The Rich Return to Richer Returns*, The Boston Consulting Group, November 2004.

* Na jedno ubogie gospodarstwo domowe w Rosji wartość posiadanych aktywów finansowych wynosi około 4 USD.

Przy przeciętnym udziale zamożnych gospodarstw domowych w światowej populacji gospodarstw wynoszącym 7,4%, najwyższym udziałem charakteryzują się: Belgia – 41,9%, Wielka Brytania – 26,9%, Włochy – 26,1%, USA – 21,3%. Udział populacji gospodarstw zamożnych w uboższych krajach Europy jest znacznie mniejszy i wynosi: Rosja – 0,4%, Polska – 0,6%, Słowacja – 0,9%, Węgry – 1,0%. Warto jednocześnie zwrócić uwagę na istotne zróżnicowanie w wartości zgromadzonych aktywów finansowych przez przeciętne gospodarstwo domowe w grupie gospodarstw ubogich i zamożnych. Przeciętne gospodarstwo zamożne w skali światowej zakumulowało kapitał o wartości 594 tys. USD, zaś ubogie – 14 tys. USD, to jest 42,4 razy mniej w porównaniu z zamożnym. W krajach bogatych zróżnicowanie to jest znacznie mniejsze i wynosi: Belgia – 4,8 razy, Włochy – 6,1 razy, Wielka Brytania – 7,3 razy, Niemcy – 9,4 razy mniej. W krajach Europy Środkowo-Wschodniej zróżnicowanie to wynosi: Słowacja – 150,3 razy, Węgry – 92,7 razy, Polska – 66,6 razy, Czechy – 38,9 razy. Szczególny przypadek stanowi Rosja, w której przeciętne gospodarstwo domowe w grupie gospodarstw ubogich zgromadziło kapitał o wartości tylko 4 USD, natomiast w grupie gospodarstw zamożnych aż 1 113,7 tys. USD, co czyni je najbogatszymi, spośród grupy zamożnych, gospodarstwami domowymi na świecie. Sądzę, że liczby te dobrze odzwierciedlają często opisywane zjawisko „grupy oligarchów finansowych” w tym kraju.

Rozwinięty system pośredników finansowych umożliwia gromadzenie oszczędności w formie zróżnicowanych, oferowanych przez nich instrumentów finansowych. Różnią się one oczekiwaną stopą zwrotu, terminami zapadalności, stopniem i rodzajem ryzyka. Powyższe atrybuty instrumentów finansowych są ze sobą skorelowane zgodnie z podstawową zasadą finansową:

płynność ↓ – ryzyko ↑ – oczekiwany dochód ↑

Inwestorzy oczekują od pośredników oferty instrumentów finansowych, która zapewnia ich lokatom: bezpieczeństwo i dyskrecję, ochronę kapitału, gwarantującą co najmniej utrzymanie jego realnej wartości, możliwość wyboru i zmiany instrumentu finansowego bez dodatkowych opłat oraz optymalizację podatków. Ponadto oczekują od pośredników fachowego doradztwa w zarządzaniu ich majątkiem i niskich opłat prowizyjnych.

Raport BCG szacuje strukturę oszczędności zamożnych gospodarstw domowych (aktywa finansowe powyżej 100 tys. USD) według grup instrumentów finansowych na poszczególnych kontynentach. Strukturę oszczędności gospodarstw zamożnych w Europie i Ameryce Północnej prezentują w Tabeli 3.

Tak więc blisko 32% aktywów finansowych gospodarstw domowych w Europie jest zarządzana przez banki depozytowo kredytowe, podczas gdy w Ameryce Północnej o połowę mniej (17,7%). 35,9% aktywów w Europie oraz 35,4% w Ameryce Północnej stanowią łączne inwestycje gospodarstw domowych

Rodzaj instrumentu	Udział w aktywach finansowych gospodarstw domowych w %	
	Europa	Ameryka Północna
Gotówka i depozyty bankowe	31,8	17,7
Instrumenty rynku pieniężnego	6,5	14,4
Obligacje	16,7	12,3
Fundusze zarządzające obligacjami	11,4	8,7
Fundusze zarządzające akcjami	24,5	26,7
Akcje	9,1	20,2

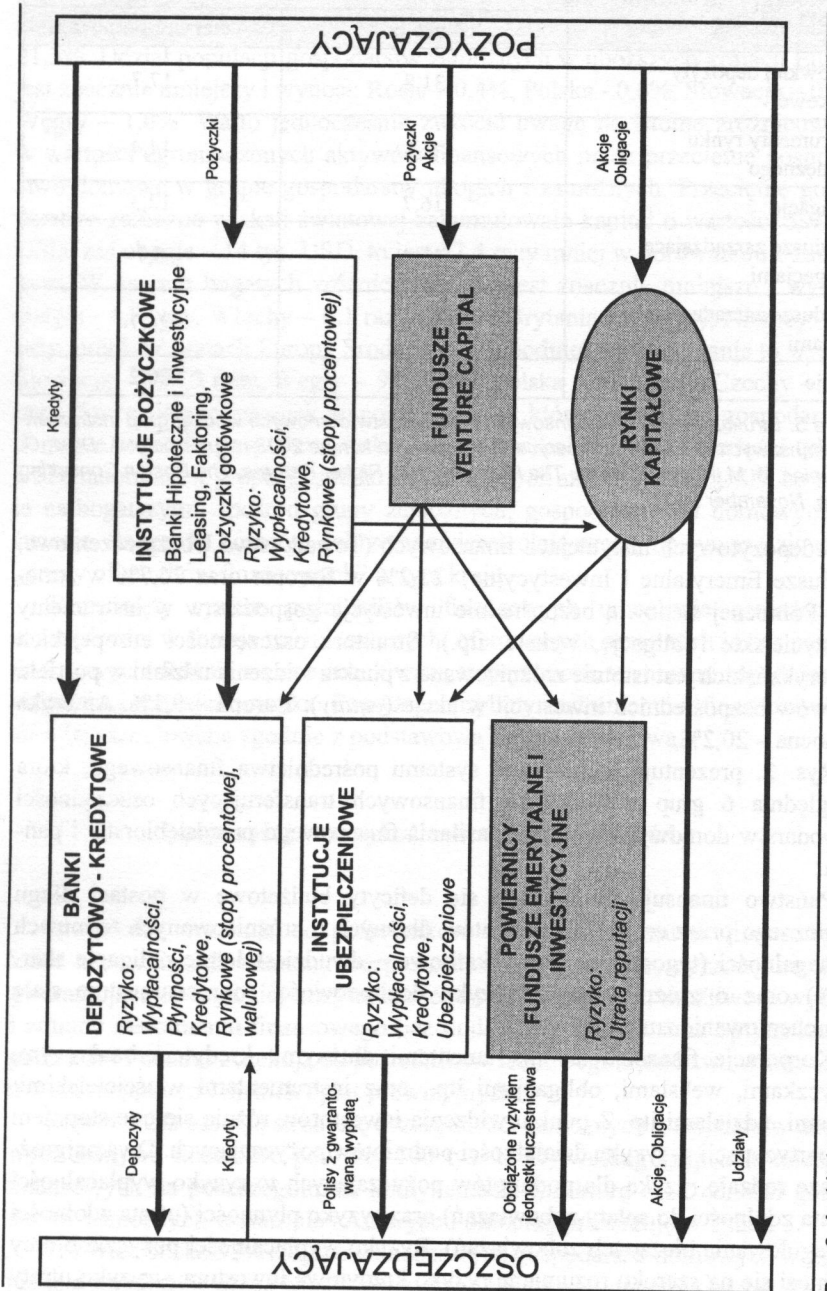
Tabela 3. Struktura aktywów finansowych gospodarstw domowych według grup instrumentów finansowych w Europie i Ameryce Północnej na koniec 2003 roku. Źródło: A. Dyer, C. De Juniac, B. M. Holley, V. Aerni: *The Rich Return to Richer Returns*, The Boston Consulting Group, November 2004.

w niedepozytowych instytucjach finansowych (Towarzystwa Ubezpieczeniowe, Fundusze Emerytalne i Inwestycyjne). 23,2% w Europie oraz 26,7% w Ameryce Północnej stanowią bezpośrednie inwestycje gospodarstw w instrumenty wierzycielskie (obligacje, weksle, itp.). Struktura oszczędności europejskich i amerykańskich jest istotnie zróżnicowana z punktu widzenia udziału w portfelu aktywów bezpośrednich inwestycji w akcje (*equity*): Europa – 9,1%, Ameryka Północna – 20,2%.

Rys. 2. prezentuje architekturę systemu pośrednictwa finansowego, która uwzględnia 6 grup pośredników finansowych transferujących oszczędności gospodarstw domowych w źródła zasilania finansowego przedsiębiorstw i państwa.

Państwo finansuje kumulujące się deficyty budżetowe w postaci długu publicznego przez emisję instrumentów dłużnych o zróżnicowanych terminach wymagalności (tygodniowe bony skarbowe – dwudziestoletnie obligacje skarbowe) oraz o zróżnicowanym ryzyku dochodowości (oprocentowanie stałe – oprocentowanie zmienne).

Korporacje finansują się instrumentami dłużnymi: kredytem bankowym, pożyczkami, weksłami, obligacjami itp., oraz instrumentami właścicielskimi: akcjami, udziałami itp. Z punktu widzenia inwestorów różnią się one stopniem ich partycypacji w ryzyku działalności podmiotów pożyczających. Dwa najgroźniejsze rodzaje ryzyka dla podmiotów pożyczających to ryzyko wypłacalności (utrata zdolności do spłaty zobowiązań) oraz ryzyko płynności (utrata zdolności do regulowania bieżących zobowiązań). Ryzyko wypłacalności pożyczkobiorcy przenosi się na szeroko rozumiane ryzyko kredytowe inwestora – ryzyko utraty pożyczonego (wniesionego) kapitału. Zróżnicowanie instytucji pośrednictwa finansowego polega przede wszystkim na sposobie przenoszenia własnego ryzyka



Rys. 2. Architektura systemu pośrednictwa finansowego.

kredytowego na ryzyko kredytowe dostarczycieli kapitału – inwestorów. Z tego punktu widzenia wyróżniono sześć grup pośredników finansowych, w tym:

- a) trzy grupy nie przenoszące własnego ryzyka kredytowego na inwestorów:
 - banki depozytowo kredytowe,
 - instytucje ubezpieczeniowe,
 - instytucje pożyczkowe – banki hipoteczne i inwestycyjne, firmy leasingowi i faktoringowe oraz firmy udzielające pożyczek gotówkowych;
- b) dwie grupy pośredników przenoszących własne ryzyko kredytowe na ryzyko inwestorów:
 - powiernicy, fundusze emerytalne i inwestycyjne,
 - fundusze *Venture Capital* i *Private Equity* (VC/PE);
- c) jedną grupę nie ponoszącą ryzyka kredytowego:
 - instytucje rynków finansowych wraz z niezbędną dla ich funkcjonowania infrastrukturą (giełdy, maklerzy, doradcy inwestycyjni, brokerzy, agencje ratingowe, izby rozliczeniowe, itp.).

Kierunek strzałek na schemacie 2. wyznacza kierunek przepływu instrumentów finansowych emitowanych przez pożyczkobiorców do ostatecznych inwestorów. W przeciwną stronę (od inwestorów do pożyczających) przepływa jednorodny strumień pieniądza. Przy tej okazji należy sprostować stosowaną mylnie terminologię zawierającą się w stwierdzeniu, że „bank sprzedaje kredyty”. Kredyty są jednym z najważniejszych aktywów banku, jest to zatem swoisty przypadek, gdy podmiot, pozyskując aktyw, „sprzedaje go”. Bank sprzedaje pieniądze pożyczającym i nabywa ich zobowiązanie kredytowe. Bank kupuje zobowiązanie kredytowe klienta, sprzedając mu prawo do czasowego dysponowania pieniądzem. Pożyczający nabywa prawo do czasowego dysponowania pieniądzem za swoje zobowiązanie kredytowe.

Przychody pośredników finansowych (P) składają się z dwóch części:

- przychodów ze sprzedaży pieniędzy – przychody odsetkowe (PO),
- przychodów prowizyjnych ze sprzedaży świadczonych usług (PP).

$$1) \quad P = PO + PP$$

Na koszty pośrednika finansowego składają się:

- koszty odsetkowe pożyczonych pieniędzy (KO),
- koszty funkcjonowania (KF).

$$2) \quad K = KO + KF$$

Przychody prowizyjne służą pokryciu kosztów operacyjnych związanych z funkcjonowaniem pośrednika tak, jak to się dzieje w każdym przedsiębiorstwie. Pośrednik, jak każde przedsiębiorstwo, realizuje zysk (stratę) na działalności operacyjnej (ZF):

$$3) \quad KF = f(PP)$$

$$4) \quad ZF = PP - KF$$

Interesuje nas w dalszym ciągu zysk pośrednika wynikający z jego szeroko rozumianej działalności kredytowo-pożyczkowej, jako różnica między przychodem ze sprzedaży pieniądza i kosztem jego zakupu, nazwijmy go zyskiem odsetkowym (ZO):

$$5) \quad ZO = PO - KO$$

$$6) \quad Z = ZO + ZF$$

Zyski odsetkowe uzyskują pośrednicy ponoszący ryzyko kredytowe, a zysk ten jest przede wszystkim wynagrodzeniem za to ryzyko. Instytucje pośrednictwa finansowego przenoszące ryzyko kredytowe na inwestorów przenoszą również na nich zysk odsetkowy, a uzyskują – jako zapłatę za świadczone usługi – przychody prowizyjne.

Model banku depozytowo-kredytowego

Zajmiemy się podmiotem maksymalizującym zysk odsetkowy (ZO).

$$7) \quad ZO = \max$$

Przy takim założeniu możemy stwierdzić, że u pośrednika finansowego pracuje jego bilans. Źródłem zysku odsetkowego jest różnica między przychodem ze sprzedaży pieniądza (PO), który wynika z poziomu i struktury jego aktywów finansowych (AF) oraz kosztem pozyskania pieniądza (KO), wynikającym z poziomu i struktury zobowiązań, depozytów (KD):

$$8) \quad PO = f(AF)$$

$$9) \quad KO = f(KD)$$

$$10) \quad ZO = PO - KO$$

W celu prezentacji źródeł zysku odsetkowego skonstruujemy bilans banku depozytowo kredytowego, którego najbardziej ogólny schemat prezentuje Rys. 3. Pomiędzy poszczególnymi pozycjami w bilansie banku zachodzą następujące relacje. Bank musi utrzymać dostateczną płynność jako zdolność do spłaty bieżących zobowiązań (depozytów). W związku z powyższym, ponosi koszty płynności, polegające na tym, że część swoich aktywów utrzymuje w formie absolutnie płynnej, ale nie przynoszącej dochodu, czyli w formie pieniądza (AP). Najbardziej płynnym pieniądzem dla banku depozytowo kredytowego są środki na jego

rachunku w banku centralnym. Jednocześnie płynność pośrednika zależy od charakteru jego zobowiązań. Im bardziej bieżący charakter zobowiązań podmiotu, tym wyższą powinien on utrzymywać płynność. W bankowości wykorzystywana jest w tym celu zasada rezerwy obowiązkowej, zgodnie z którą bank depozytowo-kredytowy powinien utrzymywać na rachunku w banku centralnym środki pieniężne proporcjonalnie do posiadanych depozytów zgodnie ze stopą minimalnych rezerw obowiązkowych (ro):

$$11) \quad AP = ro \times KD$$

Aktywa	Pasywa
Płynność (AP)	Depozyty (KD)
Należności od instytucji finansowych (AB)	Zobowiązania wobec banków (KB)
Papiery skarbowe (AS)	Rezerwy kredytowe (KR)
Kredyty (AK)	Kapitały właścicielskie (KW)
$AF = AP + AB + AS + AK$	$K = KD + KB + KR + KW$

Rys. 3. Schemat bilansu banku depozytowo-kredytowego. Źródło: opracowanie własne.

Inwestycje finansowe są obarczone ryzykiem kredytowym, które zgodnie z prawem bankowym bank ustala w trakcie monitoringu portfela kredytowego. Ryzyko kredytowe zawiera się w przedziale (0 – 1). Zerową wagę ryzyka przypisuje się inwestycjom w papiery skarbowe oraz pożyczki międzybankowe². Waga ryzyka na poziomie jeden przypisywana jest kredytom oraz innym wierzytelnościom od przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Na poziom ryzyka związanego z konkretnym aktywem finansowym banku wpływa również jakość ustanowionych dla niego zabezpieczeń. Każdemu aktywowi finansowemu może być przypisana odpowiednia waga ryzyka (wr) w przedziale (0 – 1), zgodnie z zasadami klasyfikacji grup ryzyka kredytowego stosowanymi przez nadzory bankowe w poszczególnych krajach. Przyjmijmy, że średnia ważona waga ryzyka w banku wynosi (ws).

Klasyfikacja portfela inwestycyjnego banku według grup ryzyka związana jest z koniecznością tworzenia rezerw kredytowych³ (KR):

$$12) \quad KR = f(ws \times AK)$$

Stopa zwrotu z nieobciążonych ryzykiem papierów skarbowych (AS) uznawana jest za rynkową cenę pieniądza (s). Zakładamy również, że stopa ta wyznacza cenę pieniądza na rynku międzybankowym. Aby realizować zyski odsetkowe

bank musi sprzedawać pieniądze w formie należności przynoszących wyższe stopy zwrotu od rynkowej ceny pieniądza i pozyskiwać pieniądze po kosztach niższych od rynkowej ceny pieniądza.

Przyjmijmy:

- sa – średnia ważona stopa zwrotu na aktywach,
- $ma = (sa - s)$ marża na kredytach,
- sd – średni ważony koszt pozyskania depozytu,
- $md = (s - sd)$ – marża na depozytach.

$$13) \quad PO = sa \times AF$$

$$14) \quad KO = sd \times KD$$

$$15) \quad ZO = (sa \times AF) - (sd \times KD)$$

$$16) \quad ZO = s(AF - KD) + ma \times AF + md \times KD$$

Bank maksymalizujący zysk odsetkowy bank będzie dążył do:

- maksymalizacji wartości pracujących aktywów finansowych (AF) przy danej bazie depozytowej (KD),
- maksymalizacji marży na aktywach i pasywach (ma , md),
- maksymalizacji bazy depozytowej (KD).

Przy braku innych ograniczeń, nie byłoby granic ekspansji banku, który zwiększałby wartość wysoko lewarowanych aktywów finansowych. Możliwość maksymalizacji wartości aktywów finansowych przy danej bazie depozytowej ogranicza konieczność utrzymywania części aktywów w płynnej nie przynoszącej dochodu formie pieniądza (AP). Rezerwy obowiązkowe ustala się proporcjonalnie do pozyskanych depozytów (KD) zgodnie z zasadą minimalnej stopy rezerw obowiązkowych (ro). Koszt płynności banku (KP) wynosi:

$$17) \quad KP = sd \times ro \times KD$$

Poziom marży na aktywach zależy od ryzyka z nim związanego:

$$18) \quad ma = f(ws)$$

Maksymalna marża występuje przy wadze ryzyka 1, co oznacza, iż wszystkie aktywa finansowe zostały zainwestowane w kredyty udzielone prywatnym podmiotom niefinansowym ($AF = AK$), a średnia ważona stopa zwrotu na aktywach (sa) staje się średnią ważoną stopą oprocentowania kredytów ($sa = sk$). Marża jest z kolei najniższa i wynosi 0, w przypadku zaangażowania wszystkich aktywów banku w nieobciążone ryzykiem należności skarbowe i należności od instytucji finansowych ($ws = 0$, $sa = s$).

Jak to wykazano w równaniu 12), bank ponosi koszty ryzyka przez tworzenie rezerw kredytowych. Oznaczmy przez ΔKR przyrost rezerw kredytowych w okresie obrachunkowym. Marże netto na kredytach po uwzględnieniu kosztów rezerw kredytowych możemy ustalić w sposób następujący:

$$19) \quad man = (ma \times AF - \Delta KR) / AF$$

$$20) \quad man = ma - \Delta KR / AF$$

Iloraz utworzonych rezerw kredytowych do wartości aktywów finansowych banku (KR/AK) traktowany jest jako wskaźnik jakości jego portfela kredytowego.

Na poziom marży na depozytach (md) wpływa przede wszystkim konkurencja między bankami na rynku depozytowym. Banki przyciągające depozyty klientów skłonne są płacić wysokie oprocentowanie, lecz w dłuższym okresie nie może być ono wyższe od rynkowej ceny pieniądza (s). Klienci utrzymują część swoich depozytów na nieoprocentowanych rachunkach rozliczeniowych, co zapewnia im niezbędną dla każdego podmiotu płynność. W tym miejscu pojawia się rozliczeniowa funkcja banków, które z jednej strony pozyskują nieoprocentowane depozyty, z drugiej zaś rachunki rozliczeniowe są istotnym źródłem przychodów prowizyjnych banku. Powstają one jako prowizje naliczane: za prowadzenie rachunku od bezgotówkowych operacji rozliczeniowych, emisji kart płatniczych, itp.

Banki ze względu na bezpieczeństwo depozytariuszy są jedną z nielicznych grup podmiotów gospodarczych, w której obowiązuje zasada minimalnej wartości kapitału zakładowego oraz konieczność powiązania aktywności kredytowej z posiadanymi funduszami własnymi (FW). Ta ostatnia relacja wynika z określonego przez nadzór bankowy poziomu współczynnika wyłacalności, nazywanego inaczej współczynnikiem adekwatności kapitałowej (ak):

$$20) \quad ak = FW / (ws \times AF)$$

Fundusze własne banku (FW) są pojęciem szerszym od pojęcia kapitałów właścicielskich (KW) i obejmują również rezerwę kredytową (KR) oraz pożyczki podporządkowane:

$$21) \quad FW = KW + KR$$

Według zaleceń Komitetu Bazylejskiego, bank powinien posiadać odpowiednie fundusze własne dla zabezpieczenia się przed wszystkimi rodzajami ryzyka. Fundusz własny niezbędny dla pokrycia odpowiedniego ryzyka określa się jako wymóg kapitałowy banku z tytułu tego ryzyka. Według aktualnych zaleceń nadzorów bankowych banki powinny posiadać odpowiednie fundusze własne również dla zabezpieczenia się przed innymi rodzajami ryzyka (np. ryzyka walutowego, stopy procentowej, operacyjnego, itp.). Fundusze własne banku są sumą

wymogów kapitałowych z tytułu wszystkich rodzajów ryzyka. Sposób obliczania wymogów kapitałowych z tytułu każdego rodzaju ryzyka określają odrębne regulacje nadzoru bankowego. Wymóg kapitałowy dla pokrycia ryzyka kredytowego wynosi:

$$22) \quad FW = ak \times ws \times AF$$

Akceptowane powszechnie normy Komitetu Bazylejskiego nakładają na banki obowiązek kształtowania współczynnika wypłacalności⁴ powyżej 8%. Wymóg ten możemy również rozumieć jako koszty wypłacalności banku.

$$23) \quad FW > 8\% (ws \times AF)$$

Po podstawieniu do równania 16) przekształconych w równaniu 22) aktywów finansowych oraz uwzględnieniu kosztów płynności (17) i kosztów rezerw kredytowych (20) otrzymujemy następujące równanie określające poziom zysku odsetkowego (ZO):

$$24) \quad ZO = FW[(mk + md)/ws \times ak + sd] - KD \times ro \times sd - \Delta KR$$

Wyrażenie $1/(ws \times ak)$ możemy określić jako mnożnik zysku generowanego przez fundusze własne banku. Zależy on od poziomu ryzyka kredytowego ponoszonego przez bank wyrażonego średnią wagą ryzyka aktywów (ws) oraz od utrzymywanego przez bank poziomu współczynnika wypłacalności (ak). Jego wartość zawiera się w przedziale 0 – 12,5. Wynosi 0, gdy bank posiada w portfelu tylko nieobciążone ryzykiem aktywa skarbowe i bankowe (ws = 0). Maksymalna wartość mnożnika osiągana jest w przypadku zainwestowania całości aktywów w prywatne należności pozabankowe (ws = 1) oraz utrzymywaniu współczynnika wypłacalności na minimalnym wymaganym poziomie 8%. W takich warunkach każda złotówka funduszy własnych przynosi zysk będący 12,5-krotnością sumy marż na działalności depozytowej i kredytowej banku.

Przy danym poziomie mnożnika zysk banku rośnie proporcjonalnie do jego funduszy własnych (FW), sumy marż na aktywach i depozytach oraz średniowanego kosztu pozyskania depozytów (sd).

Banki depozytowo-kredytowe, które nie przenoszą ryzyka kredytowego na depozytariuszy, ponoszą z tego tytułu wysokie koszty, w tym: koszty ryzyka płynności ($KD \times ro \times sd$), ryzyka kredytowego (ΔKR) oraz ryzyka wypłacalności. Koszty te z kolei powodują, że oferowane stopy zwrotu dla depozytariuszy oraz koszty odsetkowe dla kredytobiorców mogą nie być atrakcyjne w porównaniu z innymi instytucjami pośrednictwa finansowego, które wyspecjalizowały się bądź w procesie inwestowania oszczędności gospodarstw domowych, przenosząc jednak na nie w większym stopniu ryzyko kredytowe, bądź w procesie pożyczania, eliminując jednak ze swojej działalności pewne rodzaje ryzyka, którego koszty ponosi bank, np. ryzyko płynności.

Działalność banku, jak w przypadku każdego podmiotu gospodarczego, związana jest ponadto z ryzykiem rynkowym, które wynika ze zmienności cen na rynkach, na których podmiot występuje jako nabywca i sprzedający. Aktywność banku przejawia się głównie na rynkach pieniężnych i walutowych, stąd podstawowe rodzaje ryzyka rynkowego w jego działalności to ryzyko stopy procentowej i ryzyko walutowe.

Rozwój systemu pośrednictwa finansowego w ciągu ostatnich kilkudziesięciu lat charakteryzowały następujące główne tendencje:

- Powstawanie i rozwój instytucji pośrednictwa finansowego, które oferowały swoim klientom produkty będące substytutem tradycyjnych depozytowych i kredytowych usług banku.
- Banki obok typowej działalności depozytowo kredytowej w coraz większym stopniu powiększają swoją ofertę o inne usługi, które przynoszą im przychody prowizyjne stanowiące coraz większą część dochodów banków. Wśród nich podstawowe znaczenie mają usługi rozliczeniowe w obrocie bezgotówkowych, co pozwala bankom na uzyskiwanie prowizji z tytułu prowadzenia rachunków, rozliczeń bezgotówkowych, emisji kart płatniczych i kredytowych. Zjawisko to legło u podstaw zaniku tradycyjnego kiedyś podziału banków na detaliczne i korporacyjne.
- Powstają grupy bankowe, w których bank depozytowo-kredytowy, jako spółka matka, posiada spółki córki świadczące swoim klientom usługi będące substytutem tradycyjnych kredytów i depozytów (firmy leasingowi, faktoringowe, towarzystwa zarządzania aktywami itp.). Pozwala to zatrzymać w grupie uciekające z banków kapitały i klientów. Umożliwia również dystrybucję nowych produktów przez sieć placówek bankowych, podnosząc ich efektywność, oraz pozwala wykorzystać kapitał zgromadzony w banku na inwestycje, które w typowej działalności bankowej byłyby niemożliwe.

Model instytucji pożyczkowych

Z punktu widzenia oferowanych produktów jest to prawdopodobnie najmniej jednorodna grupa. Można o podmiotach tej grupy pośredników powiedzieć, że każdy z nich specjalizuje się w określonych produktach kredytowo-pożyczkowych. Do grupy tej możemy zaliczyć:

1. Banki hipoteczne – specjalizują się w udzielaniu długoterminowych kredytów inwestycyjnych zabezpieczonych hipotecznie na finansowanych tym kredytem inwestycjach.
2. Banki inwestycyjne – specjalizują się w organizowaniu swoim klientom źródeł finansowania na rynkach kapitałowych, pomagając im w procesie emisji papierów wartościowych (akcji, obligacji). Pomoc ta obejmuje przygotowanie niezbędnych dokumentów, poszukiwanie inwestorów oraz gwarantowanie emisji (funkcja subemitenta). Banki inwestycyjne udzielają również długoterminowych korporacyjnych kredytów inwestycyjnych, które są bardzo często sekurytyzowane – zamieniane na obligacje kredytobiorcy i zbywane na rynkach kapitałowych.

3. Firmy faktoringowe – specjalizują się w skupie (inkasie) krótkoterminowych wierzytelności handlowych, oferując swoim klientom substytut bankowego kredytu obrotowego.
4. Firmy leasingowe – specjalizują się w czasowym użyczeniu ruchomości (rzadziej nieruchomości) rzeczowych, co stanowi dla ich klientów substytut kredytu inwestycyjnego. Firmy te zapewniają łatwiejszy dostęp do rzeczowych środków trwałych dla podmiotów nie dysponujących kapitałem i właściwymi zabezpieczeniami. Usługa leasingu jest często związana z korzyściami podatkowymi klientów.
5. Firmy pożyczek gotówkowych – specjalizują się w udzielaniu krótkoterminowych pożyczek gotówkowych dla ludności. Działają w systemie łatwo dostępnych dla klienta agentów, którzy pożyczają szybko, na krótki okres, bez wysokich wymagań dotyczących formalnych zabezpieczeń, ale drogo.
6. Banki kredytu ratalnego⁵ (głównie tzw. samochodowe) – specjalizują się w udzielaniu kredytów ratalnych na zakup określonych marek samochodów zazwyczaj w ich sieci dealerskiej.

Jak z powyższego (zapewne niekompletnego) przeglądu pośredników finansowych w grupie instytucji pożyczkowych wynika, gama oferowanych przez nie usług jest bardzo zróżnicowana. Możliwe jest powstawanie w tej grupie nowych podmiotów, które będą odpowiadały na aktualne zapotrzebowanie pożyczających. Integrującą je cechą jest przede wszystkim sposób finansowania. W przeciwieństwie do banków, nie finansują się one z depozytów, co likwiduje koszty ryzyka płynności i zmniejsza koszty ryzyka wypłacalności w porównaniu z bankiem depozytowo-kredytowym. Instytucje te finansują się pożyczkami bankowymi (maksymalnie, przy dopuszczalnych przez nadzór bankowy normach koncentracji finansowego zaangażowania w finansowaniu jednego podmiotu, z banku będącego jednocześnie spółką matką⁶) oraz coraz częściej przez emisje sprzedawanych na rynkach kapitałowych obligacji, które zabezpieczone są na majątku i zobowiązaniach klientów tych instytucji. Typowym tego przykładem jest bank hipoteczny, który refinansuje swoją działalność, emitując obligacje hipoteczne, nazywane u nas „listami zastawnymi”⁷. Terminy zapadalności tych listów odpowiadają terminom wymagalności udzielonych kredytów hipotecznych i zabezpieczone są na portfelu hipotek ustanowionych dla refinansowanych w ten sposób kredytów (*mortgage based*). Firmy leasingowe i faktoringowe również sekurytyzują swoje należności i jako zabezpieczone na aktywach własnych (*assets based*) obligacje sprzedają na rynkach finansowych.

Instytucje pożyczające ponoszą ryzyko kredytowe związane z jakością ich należności. Aktywa finansowe tych instytucji pod względem związanego z nim ryzyka mają w całości charakter aktywów kredytowych banków depozytowo-kredytowych (AF = AK). Wyjątek stanowią firmy leasingowe, które w aktywach posiadają majątek rzeczowy, użyczony w formie leasingu finansowego. Powoduje to konieczność tworzenia rezerw kredytowych. Ogólny schemat bilansu pośredników finansowych w tej grupie prezentuje Rys. 4.

Aktywa	Pasywa
Należności od przedsiębiorstw lub gospodarstw domowych (AK)	Pożyczki bankowe (KB) Obligacje własne lub sekuryty- zowane (KO) Rezerwy kredytowe (KR) Kapitały właścicielskie (KW)
AF = AK	K = KB + KO + KR + KW

Rys. 4. Schemat bilansu instytucji pożyczkowej. Źródło: opracowanie własne.

Institucje te pożyczają od banków bądź na rynkach kapitałowych, nie osiągają więc marży depozytowej. Co zatem stanowi źródło ich dochodów. W związku z charakterem ich działalności podstawowym źródłem ich dochodów jest marża z udzielonych pożyczek. Stanowi ona, podobnie jak w bankach, różnicę między średnią ważoną opłatą za udzielone pożyczki i średnioważonym kosztem pozyskanego kapitału:

$$25) \quad mp = sp - sk,$$

gdzie:

sp – oprocentowanie pożyczek, $sp = f(ws \times AK)$

sk – średni ważony koszt pozyskania kapitałów obcych, $sk = sb(KB/AK) + so(KO/KB)$

sb – oprocentowanie pożyczek bankowych,

so – oprocentowanie obligacji emitowanych przez tę grupę pośredników.

$$26) \quad ZO = sp \times AK - sk \times (KO + KB) - \Delta KR$$

Czy instytucje pożyczkowe mogą zrealizować marże na udzielanych pożyczkach wyższe od marż kredytowych banków na kredytach będących substytutem usług świadczonych przez tę grupę pośredników? Co świadczyłoby o ich przewadze konkurencyjnej na tych rynkach? Elementami tej przewagi mogą być:

- Niższe koszty działania – np. brak kosztochłonnych oddziałów, niskie w porównaniu z bankami depozytowymi koszty płynności (brak rezerwy obowiązkowej).

- Specjalizacja podnosząca profesjonalizm w ocenie zdolności kredytowej klientów w ograniczonym do określonej gamy produktów kredytowych.

- Firmy leasingowe mogą kooperować z producentami i dostawcami przedmiotów leasingu, co stwarzać może pewne preferencje cenowe przy ich zakupie.

Jak to już jednak było zasygnalizowane, instytucje finansowe tego typu funkcjonują głównie jako spółki córki w ramach grup kapitałowych stworzonych przez uniwersalne banki depozytowo-kredytowe. Bankom pozwala to rozszerzyć gamę oferowanych swoim klientom produktów oraz zainwestować pozyskane depozyty w kredyty dla instytucji finansowych obciążone niższym ryzykiem i niższymi kosztami w porównaniu z indywidualnymi kredytami dla przedsiębiorstw i ludności. Oprocentowanie kredytów dla własnych spółek córek (sb) jako wewnątrz-grupowa transakcyjna cena pieniądza, co umożliwia prowadzenie odpowiedniej polityki transferu zysków między spółką matką i jej spółkami córkami.

Model ubezpieczyciela

Podstawowa działalność ubezpieczyciela polega na przejmowaniu ryzyka od ubezpieczonych za opłatą w formie składki ubezpieczeniowej. Ubezpieczenie się jest formą kolektywnego oszczędzania w celu pokrycia straty finansowej powstałej w przypadku zaistnienia okoliczności, przed którymi ubezpieczający się zabezpieczył się u ubezpieczyciela. „Przejmowanie ryzyka, jako podstawowa działalność ubezpieczyciela, może być zdefiniowana jako transfer pewnego rozkładu prawdopodobieństwa szkód z ubezpieczonego na ubezpieczyciela” (Tarczyński, Mojsiejewicz 1996: 195). Ubezpieczyciele dzielą się przede wszystkim ze względu na okoliczności, przed którymi ubezpieczają. Wyróżniamy:

- ubezpieczenia majątkowe – ubezpieczenia przed materialną stratą majątkową, np. ubezpieczenia komunikacyjne, mieszkaniowe itp.;
- ubezpieczenia cywilne – ubezpieczenia przed ryzykiem odpowiedzialności cywilnej za szkody spowodowane przez ubezpieczonego, np. zawodowe ubezpieczenia przed odpowiedzialnością prawną. Do grupy tej należą ubezpieczenia przed zaistnieniem niekorzystnych dla ubezpieczonego sytuacji, tzw. ubezpieczenia NW;
- ubezpieczenia na życie – ubezpieczenie się na wypadek śmierci i choroby;
- ubezpieczenie na życie połączone ze świadczeniem emerytalnym.

Podstawowe ryzyko w działalności ubezpieczycieli to ryzyko ubezpieczeniowe polegające na tym, że wypłaty ubezpieczyciela na rzecz ubezpieczonych przekroczą w danym okresie przyjęte składki, co może wynikać z innego faktycznego rozkładu prawdopodobieństwa szkód w stosunku do wartości oczekiwanej odszkodowania przyjętej w rachunku aktuarialnym przy ustalaniu składki ubezpieczeniowej. Przed ryzykiem tym ubezpieczyciele zabezpieczają się tworząc tzw. rezerwy techniczne (KRT). Są to kapitały, które ubezpieczyciel może wykorzystać w przypadku wystąpienia powyższych okoliczności.

Wysokość składki ubezpieczeniowej jako ceny transferu rozkładu odszkodowań określa poniższe równanie:

$$27) \quad \sum P = E + A + R$$

gdzie:

$E = E(X)$ – wartość oczekiwana odszkodowania,

A - narzut na pokrycie kosztów funkcjonowania ubezpieczyciela,

R - wynagrodzenie ubezpieczyciela za przejście ryzyka (składka ryzyka).

Ubezpieczyciele część przychodów ze sprzedaży warunkowych zobowiązań pieniężnych (polis) w celu pokrycia przyszłych odszkodowań i zabezpieczeniu się przed ryzykiem inwestują w bezwarunkowe wierzytelności pieniężne i prawa własności (AF) oraz w nieruchomości (ARZ). Najbardziej ogólną strukturę bilansu ubezpieczyciela prezentuje Rys. 5. Warto zwrócić uwagę, że bardziej precyzyjnie można określić strukturę bilansu po uwzględnieniu poszczególnych rodzajów ubezpieczycieli. Rodzaj oferowanego ubezpieczenia określa bowiem charakter i strukturę zobowiązań, a te z kolei wpływają na możliwości i strategie inwestycyjne ubezpieczyciela.

Aktywa	Pasywa
Płynność (AP) Aktywa finansowe (AF) Aktywa rzeczowe (ARZ)	Zobowiązania wynikające ze zgłoszonych szkód i niewypłaconych odszkodowań (KZ) Rezerwy techniczne (KRT) Kapitały właścicielskie (KW)
$A = AP + AF + ARZ$ Należności pozabilansowe w formie reasekurowanych polis	$K = KZ + KRT + KW$ Zobowiązania pozabilansowe odpowiadające wartości odszkodowań wymagalnych polis.

Rys. 5. Schemat bilansu ubezpieczyciela. Źródło: opracowanie własne.

Największymi graczami na rynkach finansowych i nieruchomości są towarzystwa ubezpieczające na życie w połączeniu z ubezpieczeniem rentowym. Długoterminowy charakter ich zobowiązań powoduje konieczność akumulowania wysokich oszczędności, które są inwestowane w długoterminowe wierzytelności pieniężne. Ubezpieczyciel, jako inwestor, ponosi również ryzyko kredytowe związane z jakością portfela inwestycyjnego. Ryzyko to nie jest przenoszone na ubezpieczonych. Dla zabezpieczenia się przed nim ubezpieczyciele, tak jak inne instytucje pożyczkowe, tworzą rezerwy kredytowe (KR), które są częścią rezerwy technicznej (KRT).

Ze względu na dużą liczbę klientów oraz ryzyko konieczności wypłaty odszkodowania w krótkim terminie ubezpieczyciele część aktywów posiadają

w formie lokat bankowych zapewniających im płynność finansową. Odpowiednikiem zasady rezerwy obowiązkowej w sektorze bankowym jest u ubezpieczycieli zasada reasekuracji. Ubezpieczyciel, reasekurując sprzedaną polisę, transferuje na innego ubezpieczyciela część ryzyka, proporcjonalnie do przeniesionej na niego części składki.

Model powiernika zarządzającego funduszami

Coraz silniejszymi i aktywniejszymi graczami na rynkach finansowych stają się szeroko rozumiane fundusze powiernicze, które oferują swoim uczestnikom atrakcyjne, lecz obciążone ryzykiem formy oszczędzania. Fundusze te różnią się sposobem pozyskiwania kapitału (obligatoryjne, dobrowolne, otwarte, zamknięte) i adekwatnymi do tego inwestycjami.

W kapitałowym systemie emerytalnym występują w Polsce:

- Otwarte Fundusze Emerytalne (OFE) – fundusze obligatoryjne, na rzecz których składki wnosi Zakład Ubezpieczeń Społecznych (ZUS) w imieniu pracownika i pracodawcy,
- Pracownicze Programy Emerytalne (PPE) – fundusze dobrowolne, tworzone przez pracodawców i ewentualnie grupy pracowników.

Z punktu widzenia charakteru zobowiązań funduszy względem uczestników dzielą się one na:

- fundusze ze stałą składką i zmienną kwotą świadczenia emerytalnego,
- fundusze ze stałą kwotą świadczenia i zmienną składką.

Składki wnoszone do funduszu przeliczane są na liczbę jednostek rozrachunkowych funduszu według jej wartości rynkowej w momencie wnoszenia składki. Wartość nominalna jednostki wynosiła w momencie zakładania funduszu 10 zł. Zaś bieżącą wartość rynkową ustala się dzieląc wartość rynkową aktywów netto funduszu przez liczbę wyemitowanych jednostek rozrachunkowych. Każdy uczestnik funduszu jest zatem inwestorem, posiadającym określoną liczbę jednostek rozrachunkowych, a wartość zgromadzonego przez niego kapitału równa jest wartości rynkowej posiadanych jednostek.

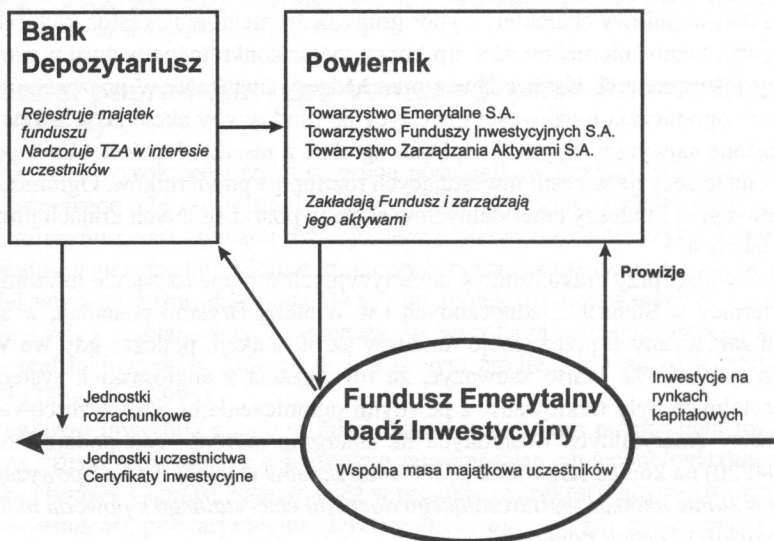
Drugą grupą powierników działających w Polsce są Fundusze Inwestycyjne, które ze względu na sposób pozyskiwania kapitału dzielą się na:

- Otwarte Fundusze Inwestycyjne (OFI) – emitujące na rynku pierwotnym umarzalne na żądanie właściciela jednostki uczestnictwa, niezbywalne na wtórnych rynkach finansowych;
- Zamknięte Fundusze Inwestycyjne (ZFI) – emitujące na rynku pierwotnym certyfikaty inwestycyjne, które są zbywalne na wtórnych rynkach finansowych;
- Mieszane Fundusze Inwestycyjne (MFI) – emitujące zbywalne na rynkach wtórnych certyfikaty inwestycyjne, które są umarzane przez fundusz na żądanie inwestora w stałych, znanych z góry terminach, np. raz w roku.

Ze względu na bieżący charakter zobowiązań otwartego funduszu inwestycyjnego względem swoich uczestników, może on inwestować jedynie w relatywnie płynne instrumenty, zbywalne na rynkach finansowych. Rodzaj i struktura tych inwestycji jest deklarowana w statutach funduszy i znana inwestorom. Z tego punktu widzenia wyróżniamy następujące ich grupy:

- fundusze akcyjne,
- fundusze zrównoważone (do 50% akcje),
- fundusze stabilnego wzrostu (do 20% akcje),
- fundusze papierów dłużnych,
- fundusze rynku pieniężnego,
- fundusze inwestycji zagranicznych,
- fundusze hedgingowe.

Zyski kapitałowe funduszy niezależnie od sposobu pozyskiwania kapitału oraz strategii inwestycyjnych przeliczane są na uczestników proporcjonalnie do posiadanych jednostek (certyfikatów), lecz wraz z nimi przenoszone są na uczestników wszystkie rodzaje ryzyka (kredytowe, stopy procentowej, walutowe). Zarządzające funduszami towarzystwa (spółki akcyjne) realizują dochody w formie prowizji płatnych przez uczestników przy zakupie jednostek (certyfikatów) i/lub prowizji za zarządzanie naliczanych rocznie od wartości zarządzanych aktywów. Strukturę podmiotową funduszy oraz rozkład ryzyka między uczestnikami i zarządzającym powiernikiem prezentuje Rys. 6.



Rys. 6. Struktura podmiotowa funduszy powierniczych. Źródło: opracowanie własne.

Powiernik przenosi ryzyko kredytowe portfela inwestycyjnego na uczestników funduszy, nie ponosi zatem kosztów tego ryzyka, jak również kosztów płynności. Jedyne ryzyko, jakie ponosi zarządzający (poza PTE zarządzającymi OFE osiągnięciem stopę zwrotu poniżej określonego ustawowo minimum), związane jest z utratą reputacji w przypadku negatywnej oceny wyników funduszu przez jego aktualnych i potencjalnych uczestników. Spowodować to może odływ kapitałów i utratę źródła prowizji.

W zarządzaniu funduszami obowiązuje zasada człowieka roztropnego – „*Prudent Man*”. Zasada ta pochodzi z roku 1869 i została po raz pierwszy sformułowana w Stanach Zjednoczonych przez Sąd apelacyjny w sprawie pomiędzy Kongiem i Talbotem: „*Powiernik jest zobowiązany do stosowania takiej skrupulatności i takiej roztropności w zarządzaniu tym, co mu powierzono, jak – ogólnie rzecz biorąc – działałby według swego uznania i inteligencji człowiek roztropny w zastosowaniu do swych własnych interesów*” (von Heusinger 2004: 23).

Podstawowym skutkiem tej zasady w praktyce gospodarczej jest kryterium oceny działania powiernika. Nie jest nim wynik z inwestycji, lecz „roztropny sposób”, w jaki decyzje inwestycyjne są podejmowane. Zasada ta ewaluowała w zasadę roztropnego inwestora, który w procesie decyzyjnym bierze pod uwagę nie pojedynczą decyzję, lecz całość portfela, który dywersyfikuje zgodnie z zasadami nowoczesnych teorii portfeli inwestycyjnych. Lecz do czego to prowadzi, skoro wszyscy postępują tak samo? W jaki sposób udowodnić skrupulatność w działaniu? Roztropny inwestor udowodni skrupulatność swojego działania w sposób najprostszy, postępując tak jak jego koledzy z otoczenia.

Decyzje inwestorskie towarzystw zarządzających funduszami emerytalnymi mają dwustopniowy charakter: wybór grupy instrumentów inwestorskich (akcji, obligacji, lokaty, nieruchomości, itp.) oraz wybór konkretnego waloru w ramach grupy instrumentów. Ustawodawcy oraz nadzory finansowe w poszczególnych krajach ograniczają możliwości inwestycyjne funduszy w akcje jako inwestycje obciążone najwyższym ryzykiem, bądź, zgodnie z zasadą „*Prudent Man*”, pozostawiają tę decyzję w gestii inwestujących roztropnie powierników. Ograniczenia inwestycyjne funduszy emerytalnych w akcje w poszczególnych krajach prezentuje tabela 4.

Jak widać, przy braku limitów inwestycyjnych w akcje rozsądnie inwestujący powiernicy w Stanach Zjednoczonych i w Wielkiej Brytanii posiadają w aktywach zarządzanych przez siebie funduszy aż 60% akcji, podczas gdy we Włoszech tylko 4,4%. Warto zauważyć, że rozwiązania z anglosaskich systemów emerytalnych były traktowane, z pewnymi ograniczeniami, jako wzorcowe dla funduszy emerytalnych tworzonych na *emerging markets*. Jak podaje Roldos (2004: 20) na koniec XX wieku „83% Amerykanów w wieku 50 lat i powyżej nie było w stanie uzyskać wystarczającego dochodu emerytalnego z powodu malejącej wartości portfeli funduszy”.

Zasada roztropnego inwestora, jak wykazują liczni analitycy rynków kapitałowych, prowadzi do stadnych zachowań inwestorów i stosowania modelu naśladownictwa w podejmowaniu decyzji inwestorskich. Tego rodzaju zach-

wania wzmagają nadzory funduszy emerytalnych, które stosują w wielu krajach (w tym w Polsce) wewnętrzne *benchmarki* w ocenie efektywności funduszy emerytalnych. Są one oparte na średniej ważonej i związanej z nią minimalnej stopie zwrotu osiąganey przez fundusze w pewnym okresie (np. w ciągu dwóch lat).

	Akcje	
	Limit	Alokacja
Rynki rozwinięte*		
Wielka Brytania	Prudent Man	60,9 %
Stany Zjednoczone	Prudent Man	58,8 %
Niemcy	30 %	0,1 %
Japonia	30%	27,7 %
Kanada	-	28,2 %
Włochy	Prudent Man	4,4 %
Rynki rozwijające się**		
Węgry	50%	13,8 %
Polska	50%	27,6 %

Tabela 4. Akcyjne limity funduszy emerytalnych i rzeczywista alokacja. Źródło: Roldos, „Pension reform, Investment Restrictions, and Capital Markets”, IMF Policy Discussion Paper 04.2004. * - koniec 2002 roku, ** - koniec 2001 roku, na koniec 2004 roku udział akcji w polskich funduszach emerytalnych wynosił 32%.

Model pośrednika typu *Venture Capital, Private Equity* (VC/PE)

Fundusze wysokiego ryzyka są grupą pośredników finansowych inwestujących pozyskane od inwestorów kapitały w przedsięwzięcia charakteryzujące się interesującymi perspektywami rozwoju, lecz o podwyższonym ryzyku. Inwestycje funduszy mają średnio i długoterminowy horyzont czasowy, wnoszone są jako kapitał udziałowy (lub quasi-udziałowy) do spółek nie notowanych w obrocie publicznym, z zamiarem ich odprzedaży dla wycofania zainwestowanego kapitału i realizacji zysków, których podstawowym źródłem jest przyrost wartości spółki (Tamowicz 1995).

Fundusze inwestują często w młode spółki z wysokim potencjałem rozwojowym, często związanym z wdrożeniem zaawansowanych technologicznie rozwiązań (*Venture Capital*), lecz również w projekty restrukturyzacyjne (*distressed debt investment*), prywatyzacyjne (*leveraged buy outs – LBO, management buy outs – MBO*), finansowanie pomostowe bezpośrednio przed upublicznieniem spółki (*mezzanine*), w projekty nieruchomościowe, infrastrukturalne itp. Takimi kierunkami inwestycji charakteryzują się przede wszystkim fundusze typu *Private Equity*.

Dostarczycielami kapitału do sektora *VC/PE* są inwestorzy instytucjonalni charakteryzującymi się zróżnicowanymi motywami i celami inwestycji. Należą do nich:

- banki i inne instytucje kredytowe, które średnio i długoterminowe inwestycje udziałowe traktują jako finansowanie towarzyszące kredytom i pożyczkom udzielanym małym średnim przedsiębiorstwom. Jest to przy okazji penetracja tego rynku w celu pozyskania dobrych klientów kredytowych i depozytowych w przyszłości. Banki zakładają też fundusze celem zarządzania spółkami z portfela „złych kredytobiorców”,
- korporacje przemysłowe, których głównym celem jest uzyskanie wglądu i dostępu do nowych technologii (*window on technology*),
- ubezpieczyciele i Fundusze Emerytalne (o ile jest to prawnie dopuszczalne), którym odpowiada długo i średnioterminowy charakter inwestycji,
- państwo i organy administracji lokalnej traktujące inwestycje tego typu jako instrument polityki przemysłowej w skali gospodarki i w skali regionalnej. Są one rynkowym substytutem, łamiących zasady zdrowej konkurencji, dotacji budżetowych.

Aktywa	Pasywa
Udziały w spółkach niepublicznych (AF) Należne dywidendy (AD)	Kapitał inwestorów (KI)
$A = AF + AD$	KI Zobowiązania pozabilansowe inwestorów z tytułu zadeklarowanego i nie wniesionego kapitału (ZFI) Wartość Funduszu (WF = KI + ZFI)

Rys.7. Schemat bilansu pośrednika typu *VC/PE*. Źródło: opracowanie własne.

Ryzyko pośredników typu *VC/PE* to przede wszystkim ryzyko kredytowe związane z nieodzyskaniem zainwestowanego kapitału w projekty kończące się niepowodzeniem i bardzo często upadłością lub likwidacją spółek z portfela. Ryzyko to jest w pełni transferowane na ryzyko kredytowe inwestorów funduszy. Sposób transmisji zależy głównie od formy prawnej, jaką fundusz przybiera, a te są w poszczególnych krajach zróżnicowane, np. zamknięte fundusze inwestycyjne, spółki prawa handlowego itp.

Pośród spółek prawa handlowego preferowana jest zawiązywana na określony czas (5-10 lat) spółka komandytowa, w której rolę komandytariusza pełnią

inwestorzy, co ogranicza ich ryzyko do wartości wniesionych wkładów, zaś rolę odpowiadającego bez ograniczeń komplementariusza pełni podmiot zarządzający funduszem. Udział podmiotu zarządzającego jest jednak niewielki (1-2%), zaś jego usytuowanie w roli komplementariusza spółki zwiększa gwarancje dochowania najwyższej staranności w zarządzaniu funduszem.

Podstawowymi źródłami dochodów podmiotu zarządzającego jest prowizja płacona ze środków funduszu za zarządzanie nim (1-2% wartości funduszu w skali roku) oraz udział w zyskach kapitałowych generowanych przez fundusz (około 20%).

Rynki finansowe

Funkcjonowanie współczesnego systemu pośrednictwa finansowego byłoby niemożliwe bez dobrze zorganizowanych rynków finansowych, wraz z instytucjami infrastrukturalnymi niezbędnymi do ich funkcjonowania. Instytucje te nie angażują kapitałów inwestorów, lecz świadczą na ich rzecz usługi, których głównym celem jest zapewnienie spełniania zasady „efektywności rynków finansowych”. We współczesnej gospodarce są to:

- **gieldy finansowe** – przedsiębiorstwa organizujące obrót instrumentami finansowymi; ułatwiają i obiektywizują kontakty między pośrednikami finansowymi, inwestorami i dłużnikami; zmniejszają ryzyko inwestorów; zapewniają płynność rynków finansowych;
- **maklerzy** – działają na zlecenie i rachunek klienta (inwestora, emitenta), nie mogą aktywnie zarządzać portfelem inwestycyjnym klientów, lecz po spełnieniu warunków formalnych (np. zatrudnienie licencjonowanych doradców inwestycyjnych) mogą w określonym zakresie świadczyć usługi doradcze;
- **agencje ratingowe** – oceniają wiarygodność pożyczkobiorców za pomocą obiektywnych, wystandaryzowanych metod i informują o niej inwestorów.
- **izby rozliczeniowe** – zapewniają bezpieczny dla obu stron i szybki system rozliczeń między sprzedawcą i nabywcą instrumentu.

Ze względu na wysokie ryzyko i bezpieczeństwo inwestorów sektor pośrednictwa finansowego jest w sposób szczególny regulowany i nadzorowany przez państwo. Działalność każdego segmentu tego sektora reguluje właściwa ustawa prawa finansowego. Zgodność działania pośredników z ustawą nadzoruje właściwy organ administracji państwowej:

- **Komisja Nadzoru Bankowego (KNB)** – Prawo bankowe (1997);
- **Komisja Papierów Wartościowych i Giełd (KPWiG)** – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (2002), Ustawa o Funduszach Inwestycyjnych (1997);
- **Komisja Nadzoru nad Ubezpieczeniami i Funduszami Emerytalnymi (KNUiFE)** – Ustawa ubezpieczeniowa, Ustawa o funduszach emerytalnych (1998).

Sprawne działanie instytucji rynków finansowych wraz z ich nadzorcami zmniejsza ryzyko inwestorów, a pożyczkobiorcom zapewnia szybki dostęp do pieniądza, którego koszt jest m.in. proporcjonalny do stopnia ich wiarygodności.

Informacje o autorze

Dr hab. Marian Górski, prof. UW - Kierownik Zakładu Bankowości i Rynków Finansowych Wydział Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego.

Przypisy

- ¹ Przy tej okazji można wspomnieć, że liczbę gospodarstw domowych, których majątek finansowy przekracza 1 mln zł autorzy raportu szacują na 7 mln.
- ² W praktyce banki dla należności od instytucji finansowych działających w krajach będących członkami OECD stosują wagę ryzyka 0,2.
- ³ Banki w praktyce na zidentyfikowane przypadki nieściągalnych aktywów finansowych tworzą rezerwę celową, która po odjęciu od aktywów brutto daje wartość aktywów finansowych netto. Bilans zestawia się według wartości aktywów rzeczowych i finansowych netto. Na niezidentyfikowane. Lecz prawdopodobne przypadki nieściągalnych aktywów, banki tworzą tzw. rezerwę ogólną, która występuje jako wyodrębniony fundusz rezerwowy w pasywach banku. W proponowanym ujęciu modelowym rezerwy kredytowe (KR) obejmują rezerwy celowe i rezerwę ogólną, a bilans zestawiony jest według wartości brutto aktywów finansowych.
- ⁴ W kolejnych latach działalności.
- ⁵ Należy odróżniać banki kredytu ratального od pośredników kredytowych, którzy również oferują kredyty ratalne w punktach sprzedaży. Występują oni jednak nie w imieniu własnym, lecz w imieniu banku, który reprezentują i który jest kredytodawcą. Dochód tych firm zawarty jest w relatywnie wysokiej prowizji kredytowej.
- ⁶ Obejściem tego przepisu jest zakładanie w grupie kilku spółek córek prowadzących taką samą działalność.
- ⁷ Warto zauważyć, że licencja bankowości hipotecznej w polskim prawie bankowym nie obejmuje udzielania kredytów hipotecznych, co robić mogą również banki depozytowo kredytowe, a jedynie emisję listów zastawnych

Bibliografia

- Bitz M. 1996. *Produkty bankowe. Rynek usług finansowych*, Warszawa, Poltext.
- Dyer, A., C. De Juniac, B. M. Holley i V. Aerni. 2004. *The Rich Return to Richer Return*, Boston: The Boston Consulting Group.
- Górski, M. 2001. The new banking and financial sector: its role, potential and weaknesses. w: Blazycy, G. i R. Rapacki (red.) *Poland into new Millenium*, Cheltenham: Edward Elgar.
- Górski, M. 2004. Rynki finansowe – instrumenty, podmioty, klasyfikacja. w: Kosiński, B. i A. Nowak (red.) *Bank Depozytowo Kredytowy*, Warszawa: Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania UW.
- Heusinger von, R. 2004. Czy człowiek roztropny jest hazardzistą? *Nasz Rynek Kapitałowy*, grudzień 2004.
- Roldos, J. E. 2004. Pension reform, Investment Restrictions, and Capital Markets, *IMF Policy Discussion Paper*, kwiecień 2004.
- Tamowicz, P. 1995. *Fundusze Inwestycyjne typu Venture Capital*, Gdańsk: IBnGR.
- Tarczyński, W. i M. Mojsiewicz. 2001. *Zarządzanie ryzykiem*, Warszawa: PWE.