

PRZEWROTNOŚĆ WSPÓŁCZESNYCH FINANSÓW

PRZEWROTNOŚĆ WSPÓŁCZESNYCH FINANSÓW

REDAKCJA NAUKOWA PAWEŁ DEC

Recenzent

Jarosław Karpacz

Redakcja

Danuta Jastrzębska

© Copyright by Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2016
Wszelkie prawa zastrzeżone. Kopiowanie, przedrukowywanie i rozpowszechnianie całości
lub fragmentów niniejszej publikacji bez zgody wydawcy zabronione.

Wydanie I

ISBN 978-83-8030-080-4

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie – Oficyna Wydawnicza
02-554 Warszawa, al. Niepodległości 162
www.wydawnictwo.sgh.waw.pl
e-mail: wydawnictwo@sgh.waw.pl

Projekt i wykonanie okładki

Monika Trypuz

Zdjęcie na okładce

©iStockphoto.com/sapfirr

Skład i łamanie

DM Quadro

Druk i oprawa

QUICK-DRUK s.c.

e-mail: quick@druk.pdi.pl

Zamówienie 102/VI/16

SPIS TREŚCI

Wprowadzenie	7
<i>Andrzej Fierla</i>	
Opodatkowanie transakcji instrumentami pochodnymi w Unii Europejskiej	11
Wstęp	11
1. Charakterystyka FTT	12
2. Instrumenty pochodne	15
3. Sposób opodatkowania FTT transakcji instrumentami pochodnymi	20
4. Wysokość podatku a bezpośrednie koszty transakcyjne	26
5. Wpływ podatku od transakcji finansowych na przedmiotową strukturę rynku	29
6. Zmiany sposobów wykorzystania instrumentów pochodnych	34
7. Wpływ podatku na podmiotową strukturę rynku derywatów	39
Wnioski	43
Bibliografia	46
<i>Paweł Dec</i>	
Ocena kondycji i metody predykcji bankructwa banku	49
Wstęp	49
1. Analiza finansowa banków – główne aspekty teoretyczne	50
2. Systemy wczesnego ostrzegania przed upadłością banków	60
2.1. Model G.A. Hanwecka	62
2.2. Model B.E. Erdogana	63
2.3. Model S. Cleary'a i G. Hebba	64
2.4. Modele predykcji bankructwa banków bazujące na sztucznych sieciach neuronowych	65
3. Stress testy banków w Europie	67
4. Oceny ratingowe banków	74
5. Zintegrowany system oceny i prognozy kondycji banków	87
Wnioski	88
Bibliografia	89

Hanna Sokół

Niepewność w zarządzaniu finansami przedsiębiorstwa	93
Wstęp	93
1. Ryzyko a niepewność	94
2. Istota, rodzaje i źródła niepewności	101
3. Podejmowanie decyzji w warunkach niepewności – marsz w nieznane ..	108
4. Możliwości zarządzania w warunkach niepewności	112
Wnioski	120
Bibliografia	121

Agata Adamska

Ryzyko płynności finansowej przedsiębiorstwa i jego raportowanie	125
Wstęp	125
1. Zagadnienie (nie)optimalnego poziomu płynności finansowej	126
2. Nadpłynność finansowa	130
3. Zbyt niska płynność finansowa	132
4. Raportowanie ryzyka płynności finansowej przedsiębiorstw	135
Wnioski	138
Bibliografia	139

Anna Grygiel-Tomaszewska

Gotówka jako element polityki płynności w spółce giełdowej	141
Wstęp	141
1. Pojęcie płynności – ujęcie teoretyczne	142
2. Gotówka i jej substytuty a polityka płynności	146
3. Gotówka w spółce publicznej – perspektywa inwestora finansowego	150
Wnioski	154
Bibliografia	155

Ewa Wierzbicka

Kontrowersje wokół ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym jako formy inwestycji	159
Wstęp	159
1. Rozwój ubezpieczeń na życie z funduszem kapitałowym	160
2. Specyfika ubezpieczeń na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym	164
3. Zalety i wady ubezpieczeń na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym	172
4. Specyfika grupowych ubezpieczeń na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym	175
5. Polisolokaty	178
6. Ubezpieczeniowe produkty strukturyzowane	182
Wnioski	185
Bibliografia	189
Zakończenie	193

WPROWADZENIE

Nie ma innej sztuki, której jeden rząd uczy się wcześniej od drugiego, niż sztuka drenażu pieniędzy z ludzkich kieszeni.

A. Smith

Przewrotność i nagłość wielu współczesnych zachodzących procesów ekonomicznych (ale również społecznych) na świecie sprawia, że zwłaszcza obecnie konieczne są odpowiedzialne i merytorycznie uzasadnione decyzje rządzących. Nie musi to zupełnie oznaczać postępowania przywołanego w cytacie, ważne jest, by osoby wpływające na losy gospodarek potrafiły maksymalnie wykorzystać potencjał i niewątpliwy bagaż doświadczeń wielu lat przemian. Obecnie wydaje się, że większości państwom, a tym bardziej Europie, czy światu brakuje wizji rozwoju i to nie w perspektywie kilku lat, ale w znacznie dłuższym horyzoncie czasowym, sięgającym kilkudziesięciu lat. Podejmowane bowiem przez różne rządy działania czy to na szczeblu krajowym, czy międzynarodowym (tu rozumiane jako decyzje np. Komisji Europejskiej czy innych organizacji lub stowarzyszeń międzynarodowych jak NAFTA, OPEC itd.) w przeważającej części uwzględniają cele krótkookresowe. Co więcej, często są one tylko i wyłącznie odpowiedziami na aktualne kryzysy czy zawirowania społeczne. Jak bowiem wytłumaczyć kompletny brak zainteresowania ze strony państw niewyobrażalnym nigdy wcześniej wzrostem sfery finansowej na świecie? Wszyscy uczestniczyli (nie ważne czy czynnie, czy biernie) w powiększaniu sfery wpływu ograniczonej przecież liczby wielkich banków czy holdingów finansowych zarówno w skali lokalnej, jak i globalnej, lecz dopiero ostatni kryzys zapoczątkowany w 2007 roku spowodował istotną zmianę myślenia decydentów. Pojawiające się ostatnimi laty rozwiązania czy propozycje zmian w sferze finansowej i szerzej w gospodarczej nierzadko jednakże nie zwierają ani krytycznej analizy dotychczasowych mechanizmów oraz efektów planowanych zmian, ani nie uwzględniają tych korzystnych elementów, które w pewnych obszarach z pewnością występują.

W niniejszym opracowaniu podjęto próbę analizy kilku wybranych problemów z obszaru finansów. Celem autorów poszczególnych części pracy było z jednej strony krytyczne spojrzenie na badane zagadnienia, a z drugiej strony zaakcentowanie potencjalnych możliwości ingerencji i udoskonalień zachodzących tam procesów czy wykorzystywanych narzędzi.

Zaczynając bowiem od kwestii zamiarów opodatkowania transakcji instrumentami pochodnymi (w ramach szerszych planów wprowadzenia podatku od transakcji finansowych) ważne jest nie tylko zbadanie czy jego uchwalenie jest uzasadnione (to zawsze pozostanie raczej decyzja polityczna), ale poznanie mechanizmów jego naliczania i zakresu obowiązywania. Sama złożoność funkcjonowania rynku instrumentów pochodnych powoduje, że można mieć słuszne obawy, czy egzekwowanie tak planowanego podatku będzie efektywne i jaki będzie miało skutek na działalność wielu światowych centrów finansowych. Dla wielu ekspertów taki podatek jest przecież kolejnym skrótem i nadzieją dla rządzących na zmniejszenie krajowych deficytów budżetowych.

Podobnie sytuacja wygląda w przypadku możliwości oceny kondycji instytucji finansowych (w tym głównie banków), z punktu widzenia stabilności sektora finansowego na poziomie lokalnym i międzynarodowym. Czy czasem nie jest tak, że podejmowane działania mające na celu ponadnarodową ocenę takich podmiotów, nie są działaniami pozorowanymi, będącymi jedynie typową pokazówką? W tym aspekcie pojawiają się uzasadnione wątpliwości, dlaczego przed ostatnim kryzysem nie były na szerszą skalę wykorzystywane opracowane wcześniej narzędzia i metody do oceny sytuacji ekonomiczno-finansowej tych instytucji.

Temat niepewności i ryzyka w działalności przedsiębiorstw chyba już na zawsze pozostanie w ciągłym zainteresowaniu zarówno naukowców, jak i praktyków. Nie ma bowiem nic bardziej intrygującego dla przedsiębiorców jak nieprzewidywalność. Znamienne jest także to, że już od kilkuset lat nie ma jednej (powszechnie akceptowalnej) definicji zjawiska niepewności i ryzyka. Można nawet stwierdzić: co autor to różne podejście w tym zakresie. Najmniej budzący wątpliwości jest co prawda ich pomiar (ryzyko mierzalne, a niepewność niemierzalna), to jednak przedsiębiorcy wciąż pozostają bezbronni w obliczu takich niespodziewanych zjawisk. Stąd tak ważne jest całościowe ujęcie tego zagadnienia i próba poszukiwania skutecznych narzędzi ograniczających niepewność oraz zmniejszających niepewność, które mogą być pomocne dla menedżerów.

Kolejnym ważnym problemem jest kwestia płynności finansowej, jej raportowania i utrzymywania gotówki w przedsiębiorstwach. Ostatni kryzys wyjątk-

kowo mocno dał się we znaki wielu firmom, właśnie z powodu narastających zatorów płatniczych, które często doprowadzały przedsiębiorstwa do bankructwa. Jak to zatem możliwe, że tak wydawałoby się podstawowe i wielokrotnie zbadane zagadnienie wciąż jest problemem dla menedżerów. Czy ich nieustanna pogoń za wzrostem przychodów (a więc za zyskiem), kompletnie odsunęła na dalszy tor dbałość o zachowywanie mocnych fundamentów w firmach? Znamienne staje się to, że tak oczywista czynność, jak raportowanie ryzyka płynności finansowej, jest postrzegana w przedsiębiorstwach drugorzędnie i brakuje solidnych procedur jego wykonywania. Podobnie zarządzanie gotówką w firmach spychane jest często na boczny tor i nierzadko widoczny jest brak woli u zarządzających w szukaniu nowych rozwiązań w tym zakresie.

Ostatnim poruszonym w książce, ale niezwykle aktualnym i budzącym wiele kontrowersji (jak chociażby możliwość ominięcia podatku od dochodów kapitałowych czy wysokie koszty obsługi) jest zagadnienie ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych. Dotychczas rozwój wszelkiego rodzaju polis inwestycyjnych znacznie wyprzedzał uregulowania prawne w tym zakresie, a tym samym pozwalał na niemalże dowolne ich kształtowanie i dystrybuowanie. Tu zatem pojawia się pytanie, dlaczego te instrumenty konstruowane są w tak bardzo skomplikowany i złożony sposób.

Przedstawiony zestaw kilku problemów oczywiście nie wyczerpuje szerszego katalogu współczesnych wyzwań z obszaru finansów. Akcentowane zostały jednakże te zagadnienia, które charakteryzują się pewną dwubiegowością i zwodniczością oceny.

OPODATKOWANIE TRANSAKCJI INSTRUMENTAMI POCHODNYMI W UNII EUROPEJSKIEJ

Andrzej FIERLA

Wstęp

Na początek 2017 roku 11 państw Unii Europejskiej zaplanowało wprowadzenie podatku od transakcji finansowych (*Financial Transaction Tax*, FTT). Ma on ograniczyć skalę jałowego gospodarczo obrotu instrumentami finansowymi, zwiększyć wpływy fiskalne pobierających go państw, wreszcie obciążyć grupę podmiotów uznawanych za sprawców kryzysu, który wybuchł kilka lat temu¹. Stąd bezpośrednio mają go płacić tylko instytucje finansowe, w tym banki. Nowy podatek spowoduje istotne zmiany. Będą one dotyczyć różnych segmentów systemu finansowego, w tym rynku derywatów. Analiza poważnych zmian, w aspekcie zarówno przedmiotowym, jak i podmiotowym – jakie po wprowadzeniu FTT prawdopodobnie nastąpią na rynku pochodnych – jest podstawowym celem niniejszego opracowania. Należy zaznaczyć, że analizę przeprowadzono przy założeniu, iż podatek od transakcji finansowych będzie obowiązywał w formie przedstawionej publicznie w 2013 roku (w powołanym Wniosku²). Tymczasem negocjacje dotyczące wielu konkretnych uregulowań trwały nadal w drugiej połowie 2015 roku. Jeżeli wprowadzone ostatecznie

¹ Wniosek. Dyrektywa Rady w sprawie wdrożenia wzmocnionej współpracy w dziedzinie podatku od transakcji finansowych, Komisja Europejska, Bruksela, 14.2.2013, COM(2013) 71 final, 2013/0045 (CNS). Wersja w jęz. angielskim: Proposal for a council directive implementing enhanced cooperation in the area of financial transaction tax, Brussels, 14.2.2013, COM(2013) 71 final, 2013/0045 (CNS), Uzasadnienie, pkt 1.1 i 1.2.

² Ibidem.

regulacje będą inne od zaprezentowanych we Wniosku³, to odmienne mogą być przynajmniej niektóre konsekwencje implementacji FTT.

1. Charakterystyka FTT

Kryzys, którego apogeum przypadło na przełom lat 2008–2009, skupił uwagę europejskich polityków na sektorze finansowym. Zauważono wreszcie, że zarówno instytucje tego sektora, jak i aktywność w tej sferze są łagodnie opodatkowane. Typowa działalność finansowa jest w państwach Unii Europejskiej wolna od podatku od towarów i usług (*Value Added Tax*, VAT) oraz akcyzy i podatku obrotowego, a podatek dochodowy od przedsiębiorstw (*Corporate Income Tax*, CIT) łatwo poddać „optymalizacji”. W części państw (w tym także w Polsce) podatek dochodowy od osób fizycznych (*Personal Income Tax*, PIT) związany z inwestycjami finansowymi jest liniowy, a nie progresywny. Ani przychodów ani dochodów z inwestycji osób fizycznych nie dotyczą obowiązkowe obciążenia parapodatkowe, w tym zwłaszcza składki emerytalne, rentowe, zdrowotne i opłaty przeznaczone na inne cele, tak dotkliwie powiększające koszt pracy.

Niedługo po najostrożniejszej fazie kryzysu finansowego rozpoczęto analizy i prace dotyczące możliwości wprowadzenia dodatkowych podatków, które miały obciążyć instytucje finansowe, w tym banki⁴. Wśród efektów tych poszukiwań czołowe miejsce zajmuje podatek od transakcji finansowych (*Financial Transaction Tax*, FTT), którego wykorzystanie Komisja Europejska wstępnie zaproponowała w czerwcu 2011 roku⁵. W formie przyjętej przez Komisję Europejską na początku 2013 roku⁶, będącej następnie przedmiotem dalszych

³ Ibidem.

⁴ Przeglądu różnych form specyficznych obciążeń podatkowych instytucji finansowych, a zwłaszcza banków, dokonano m.in. w publikacjach: P. Dec, P. Masiukiewicz, *Podatek bankowy*, C.H. Beck, Warszawa 2013 (zwłaszcza w rozdz. 2: P. Masiukiewicz, *Modele podatku bankowego*, i rozdz. 4: P. Dec, *Przegląd podatków bankowych występujących w praktyce*); M. Zygierewicz, *Specjalny podatek od instytucji finansowych – próba poszukiwania najlepszego rozwiązania*, „Bezpieczny Bank” 2012, nr 3, s. 31–50.

⁵ Genezę podatku od transakcji finansowych i krytyczną analizę tego obciążenia przedstawiła J. Zombirt w opracowaniu *Podatek od transakcji finansowych – nieprzemyślany i szkodliwy?*, w: „*Hereditas Mercaturae*” – księga pamiątkowa ku pamięci prof. Stanisława Miklaszewskiego, red. P. Czubik, Z. Mach, Instytut Europeistyki Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków 2013, <http://www.europeistyka.uj.edu.pl/documents/3458728/11391fe1-f80a-42c6-a7ab-154f2f450071> (24.06.2015).

⁶ Wniosek. Dyrektywa..., op.cit.

prac, także Parlamentu Europejskiego⁷, ma dotyczyć transakcji finansowych, ale obciążać bezpośrednio tylko instytucje finansowe, a nie wszystkie podmioty zawierające takie transakcje.

Podstawowe parametry podatku od transakcji finansowych podane w 2013 roku są specyficzne. Wpływy z niego mają bowiem trafiać wyłącznie do państw, które implementują FTT (dalej: kraje strefy FTT, państwa strefy FTT). Natomiast podatek od transakcji finansowych ma płacić każda ze stron transakcji będąca instytucją finansową, zarówno z któregoś z krajów Unii Europejskiej, które podatek wprowadziły, jak i z wszelkich innych państw i to niezależnie od tego, czy są one członkami UE czy nie. Wystarczy, że transakcja instrumentem finansowym zostanie zawarta z dowolnym podmiotem (nie tylko z instytucją finansową) z kraju strefy FTT lub na platformie handlu działającej w kraju strefy FTT⁸ lub instrumentem finansowym wystawionym (w szczególności wyemitowanym papierem wartościowym)⁹ w kraju strefy FTT. Co więcej, podatek stanie się wymagalny także wtedy, gdy instytucja finansowa (ze strefy FTT lub spoza niej) będzie stroną transakcji finansowej działając w imieniu lub na rachunek innego podmiotu, także osoby fizycznej czy przedsiębiorstwa sektora niefinansowego. Zatem podatek od transakcji finansowych ma obciążać bezpośrednio instytucje finansowe z całego świata, natomiast jego beneficjentami będą tylko kraje strefy FTT. Podatek od transakcji finansowych może być płacony przez uczestnika transakcji także za kontrahenta. Wynika to jednoznacznie z zapisu: „W przypadku gdy podatek należny nie zostaje uiszczony w terminie [...], każda strona transakcji, w tym osoby inne niż instytucje finansowe, jest solidarnie odpowiedzialna za zapłatę podatku należnego od instytucji finansowej z tytułu takiej transakcji.”¹⁰ Podatek od transakcji finansowych może zatem być płacony przez instytucje finansowe w podwójnej wysokości oraz bezpośrednio obciążać nie tylko instytucje finansowe. Treść tego i części

⁷ Rezolucja ustawodawcza Parlamentu Europejskiego z dnia 3 lipca 2013 roku w sprawie wniosku dotyczącego dyrektywy Rady w sprawie wdrożenia wzmocnionej współpracy w dziedzinie podatku od transakcji finansowych, Parlament Europejski, Strasburg, 3.7.2013, COM(2013) 0071 – C7-0049/2013–2013/0045 (CNS).

⁸ Wniosek. Dyrektywa..., op.cit., art. 4, pkt 1 i 2.

⁹ Angielski termin *issue* (wykorzystany w dokumentach dotyczących FTT) obejmuje wszelkie formy wystawiania instrumentów finansowych. Jest on szerszy od polskiego terminu emisja, który dotyczy części papierów wartościowych. Termin *issue* nie odnosi się do dominującej części instrumentów pochodnych (derywatów). W ich przypadku nie ma rynku pierwotnego, nie występuje zatem wystawca (*issuer*) instrumentu finansowego, tylko dwie strony zawierające transakcję instrumentem finansowym. Wyjątkiem wśród typowych instrumentów pochodnych są warranty, które mają wystawców.

¹⁰ Wniosek. Dyrektywa..., op.cit., art. 10, pkt 3.

innych zapisów zawartych we Wniosku¹¹ budzi zdziwienie. Jednak na wprowadzenie w takim trybie i tak skonstruowanej regulacji prawnej pozwala kreatywne wykorzystanie mechanizmu „wzmocnionej współpracy” (*enhanced cooperation*) grupy przynajmniej 9 państw członkowskich Unii Europejskiej, zgodnego z zapisami art. 20 Traktatu o Unii Europejskiej¹², w tym zwłaszcza ze zmianami wprowadzonymi Traktatem z Lizbony z 13 grudnia 2007 roku¹³.

Zgodnie z informacjami podanymi w lutym 2013 roku¹⁴ od obciążenia FTT byłyby wolne: transakcje zawierane na rynku pierwotnym instrumentów finansowych i związane z nim czynności w ramach bankowości inwestycyjnej, kasowe (natychmiastowe), rozliczane dostawnie transakcje walutowe, pożyczki, kredyty, depozyty, instrumenty płatnicze, ubezpieczenia (ale nie transakcje instrumentami finansowymi zawierane przez ubezpieczycieli) i transakcje podczas restrukturyzacji przedsiębiorstw. Podatek nie obejmie również transakcji z udziałem niektórych instytucji, w tym banków centralnych, izb rozliczeniowych pełniących rolę centralnych kontrapartnerów (*Central Counterparties*, CCP), centralnych depozytów papierów wartościowych oraz instytucji takich jak Europejski Mechanizm Stabilności Finansowej. Z FTT mają zostać zwolnione transakcje, w których będą uczestniczyć państwa członkowskie UE i organy publiczne, w zakresie wypełniania powierzonej im funkcji zarządzania długiem publicznym.

W lutym 2013 roku podano minimalne stawki podatku. Wyniosą one odnośnie instrumentów pochodnych (do których dołączono kontrakty na różnice, *contracts for difference*, CFD) 0,01% wartości nominalnej (*notional value*) instrumentu bazowego, natomiast w przypadku pozostałych instrumentów finansowych 0,1% wartości rynkowej instrumentów będących przedmiotem transakcji. Podanie stawek minimalnych oznacza, że zarówno wszystkie, jak i poszczególne państwa strefy FTT mogą wprowadzić stawki wyższe.

Podatek od transakcji finansowych miał wejść w życie na początku 2014 roku. Wprowadzić go miało 11 państw Unii Europejskiej uczestniczących w mechanizmie „wzmocnionej współpracy”. Były to Austria, Belgia, Estonia, Francja, Grecja, Hiszpania, Niemcy, Portugalia, Słowacja, Słowenia i Włochy. Wszystkie te państwa były zarazem członkami strefy euro. Jednak już w drugiej połowie 2013 roku stało się oczywiste, że podanego terminu nie da się dotrzymać.

¹¹ Ibidem.

¹² Traktat o Unii Europejskiej (DzU 2004, nr 90, poz. 864, z późn. zm.), tytuł IV, art. 20.

¹³ Traktat z Lizbony zmieniający Traktat o Unii Europejskiej i Traktat ustanawiający Wspólnotę Europejską podpisany w Lizbonie dnia 13 grudnia 2007 roku (DzU UE, t. 50, 2007/C 306/01 z 17.7.2007), art. 10.

¹⁴ Wniosek. Dyrektywa..., op.cit.

Wprowadzenie FTT w opisanej, specyficznej postaci usiłowała storpedować, w tym zwłaszcza składając wniosek w sprawie unieważnienia trybu prac nad nowym podatkiem w ramach mechanizmu „wzmocnionej współpracy”, Wielka Brytania. Udało się jej opóźnić wejście w życie podatku, ale nie doprowadziła do rezygnacji z jego implementacji. 30 kwietnia 2014 roku Europejski Trybunał Sprawiedliwości odrzucił bowiem wskazany wniosek. Kilka dni potem, 6 maja 2014 roku, Rada Unii Europejskiej (Council of the European Union) zakomunikowała¹⁵, że na jej posiedzeniu podjęto postanowienia dotyczące FTT, zgodnie z którymi dalsze prace i analizy w ramach mechanizmu „wzmocnionej współpracy” będzie prowadziło 10 państw (poprzednio wymienione oprócz Słowenii¹⁶). Podatek miał być wprowadzany stopniowo. W pierwszej fazie, od 1 stycznia 2016 roku, FTT miał objąć tylko transakcje akcjami oraz niektórymi instrumentami pochodnymi. Niestety, nie podano, o jakie konkretnie derywaty chodzi.

W lipcu 2015 roku komisarz ds. ekonomicznych i finansowych, podatków i cel Komisji Europejskiej Pierre Moscovici oznajmił¹⁷, że negocjacje 11 państw dotyczące planowanego podatku od transakcji finansowych mogą zostać sfinalizowane w 2015 roku. Podatek zacząłby obowiązywać w 2017 roku, być może już na początku roku. Niestety, w związku z kontynuacją negocjacji nadal nie wiadomo, jaki ma być zakres obciążenia FTT początkowo, a jaki finalnie oraz jakie mają być stawki podatku. Nie pozwala to na przeprowadzenie skutecznej analizy *ex ante* pierwszego etapu wdrażania nowego podatku. Z konieczności w opracowaniu skupiono się zatem na prezentacji FTT odnośnie do wszystkich derywatów oraz analizie prawdopodobnego wpływu wprowadzenia tego podatku w podanej w 2013 roku formie, czyli na cały rynek pochodnych i jego poszczególne segmenty.

2. Instrumenty pochodne

Instrument pochodny (*derivative instrument*, derywat) to taki instrument finansowy, którego wartość zależy od określonej zmiennej bazowej. Ponadto

¹⁵ *Press release; 3310th Council meeting; Economic and Financial Affairs*, Council of the European Union, EN 9273/14 (OR. en), PRESSE 242, PR CO 22, Brussels, 6 May 2014, s. 9; http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/142513.pdf (12.05.2015).

¹⁶ Przejściowa absencja Słowenii wynikała z wewnętrznych problemów politycznych (związanych ze zmianą władz po wyborach) w tym kraju.

¹⁷ Reuters, *EU's Moscovici sees financial transaction tax in place early 2017*, <http://uk.reuters.com/article/2015/07/08/us-eu-tax-idUKKCN0PI18N20150708> (10.07.2015).

początkowy wydatek lub przychód związane z zawarciem transakcji otwierającej pozycję w instrumencie pochodnym nie występują lub są niewielkie w stosunku do wartości instrumentów których dotyczy instrument pochodny (*notional value*, wartość nominalna instrumentu pochodnego¹⁸), określanych jako instrumenty bazowe lub instrumenty podstawowe (*underlying instruments*). Zarazem instrumenty pochodne są związane z transakcjami terminowymi, a nie z transakcjami natychmiastowymi. Dzięki temu do derywatów nie są zaliczane kontrakty na różnice (CFD) i podobne instrumenty finansowe (w tym kreowane w ramach *spread betting*), czyli rozliczane pieniężnie (różnicowo) transakcje natychmiastowe.

Przez wiele lat, aż do przełomu XX i XXI w., instrumenty pochodne nie były ujmowane w bilansach przedsiębiorstw. Z tego powodu przyjęto określanie ich jako pozabilansowych. Jednak dynamiczny rozwój rynku derywatów i upowszechnienie ich stosowania wymusiły zasadniczą zmianę. Instrumenty pochodne zostały uwzględnione (w Polsce już kilkanaście lat temu) w bilansach pośrednio, w ramach księgowości zabezpieczeń, oraz bezpośrednio, poprzez ujęcie dodatniej lub ujemnej wartości netto pozycji zajętych w derywatach na dzień bilansowy. Nie są jednak ujmowane według pełnych, nominalnych wartości kontraktów. Uniemożliwia to ocenę na podstawie bilansu pełnej skali ekspozycji przedsiębiorstwa na rynku pochodnych. Stąd derywaty nadal określane są jako pozabilansowe, chociaż już nie w pełni odpowiada to rzeczywistości.

W celu klasyfikacji instrumentów pochodnych wykorzystywane są liczne kryteria, z których podstawowe to:

- konstrukcja derywatu,
- charakter bezpośredniej zmiennej bazowej lub instrumentu bazowego,
- rodzaj pierwotnej zmiennej bazowej,
- rynek, na którym zawierane są transakcje,
- sposób końcowego (ostatecznego) rozliczenia,
- zgodna z umową lub standardem maksymalna liczba rozliczeń.

Konstrukcja derywatu jest podstawą podziału na dwie szerokie grupy: instrumenty pochodne symetryczne (bezwarunkowe) i niesymetryczne (warunkowe, opcyjne)¹⁹. Do symetrycznych należą kontrakty terminowe *forward* i *futures* oraz swapy. Natomiast niesymetryczne instrumenty pochodne to opcje i warrandy

¹⁸ Stosowany jest także termin nominalna kwota (*notional amount*) instrumentu pochodnego.

¹⁹ Podział na te dwie grupy określany jest także jako klasyfikacja według kryterium związania stron umowy lub stopnia zobowiązania stron umowy.

(które są w istocie specyficznymi opcjami mającymi emitentów). Te ostatnie mogą być warrantami opcyjnymi, które są opcjami emitowanymi przez różne instytucje finansowe, lub warrantami subskrypcyjnymi, wystawianymi tylko przez spółkę i opiewającymi na akcje tej spółki pochodzące z nowej emisji. Cechą charakterystyczną typowych transakcji otwierających pozycję w symetrycznych instrumentach pochodnych jest brak początkowego przepływu pieniężnego pomiędzy stronami transakcji. Odmiennie jest w przypadku derywatów niesymetrycznych. Nabywca takiego instrumentu pochodnego płaci sprzedającemu kwotę określaną jako premia opcyjna lub premia albo cena warrantu. Prawie zawsze premia (lub cena) jest niska na tle wartości nominalnej instrumentu bazowego.

Bezpośrednią zmienną lub instrumentem bazowym derywatu może być zmienna lub instrument rynku kasowego (ryнку transakcji natychmiastowych) albo inny instrument pochodny. W tej ostatniej grupie dużą popularność zdobyły opcje na swapy (swapcje, *swaptions*), opcje na giełdowe kontrakty terminowe (opcje na *futures*, *futures options*) oraz opcje na opcje. W klasyfikacji jako wiodący wykorzystywany jest podział według kryterium pierwotnej, a nie pośredniej zmiennej bazowej derywatu. Dla instrumentów pochodnych opiewających na inne instrumenty pochodne oznacza to konieczność identyfikacji tej zmiennej lub instrumentu kasowego, na którym bazuje drugi czy, odnośnie do bardziej złożonych, sekwencyjnych konstrukcji, ostatni z serii powiązanych derywatów.

Wykorzystanie kryterium rodzaju pierwotnej zmiennej bazowej lub instrumentu bazowego prowadzi do ogólnego podziału na derywaty finansowe, towarowe oraz pozostałe. Finansowe instrumenty pochodne obejmują bardzo zróżnicowaną pod względem zmiennych bazowych grupę derywatów procentowych oraz instrumenty pochodne walutowe, związane z rynkiem akcji (*equity derivatives* bazujące na akcjach konkretnych spółek lub na indeksach rynku akcji) i kredytowe²⁰. Nowymi rodzajami finansowych instrumentów pochodnych

²⁰ Kryterium wyróżnienia grupy kredytowych instrumentów pochodnych nie jest w istocie instrument bazowy lub zmienna bazowa, lecz rodzaj ryzyka, przed którym mogą one zabezpieczać. Jest nim ryzyko kredytowe, które zostało przez Bank Rozliczeń Międzynarodowych zdefiniowane jako możliwość niewykonania przez kredytobiorcę lub innego kontrahenta ustalonych wcześniej zobowiązań. Zob. BIS, *Principles for the Management of Credit Risk – consultative document*, July 1999, s. 2, www.bis.org/publ/bcbs54.htm (4.01.2015). Natomiast instrumentami lub zmiennymi bazowymi kredytowych instrumentów pochodnych są współcześnie zdarzenia kredytowe (*defaults*), *spready* kredytowe, oceny ratingowe, dłużne papiery wartościowe lub ich specyficzne indeksy czy portfele, całkowite stopy zwrotu (*total returns*). Tylko trzy pierwsze zmienne bazowe mają wprost charakter zmiennych

są derywaty bazujące na Exchange Traded Funds (ETF)²¹. Towarowe instrumenty pochodne najogólniej można podzielić na dwie szerokie grupy: rolno-spożywcze oraz związane z surowcami mineralnymi, przetworzonymi w mniejszym albo większym stopniu, lub ich substytutami (w tym „zieloną energią” i uprawnieniami do emisji dwutlenku węgla). Do pozostałych instrumentów pochodnych należą derywaty pogodowe oraz katastrofowe (stosowane są też nazwy katastroficzne i katastrofalne).

Handel instrumentami pochodnymi jest prowadzony na rynkach giełdowych i pozagiełdowych (*over the counter*, OTC). Transakcje giełdowe wiążą się z systemem rozliczeń i zabezpieczeń przez izby rozrachunkowe²². Do niedawna nie dotyczyło to rynków pozagiełdowych. Zmiany zachodzące w Unii Europejskiej od czasu apogeum ostatniego kryzysu finansowego, przyniosły jednak w tym zakresie istotne modyfikacje. Wprowadzono przymus rozliczania przez izby rozrachunkowe części transakcji pozagiełdowych. Obowiązkowe jest także (w Polsce od lutego 2014 roku) raportowanie izbie rozrachunkowej działającej jako centralny kontrpartner (CCP)²³ o takich transakcjach derywatami²⁴.

Zgodnie z kryterium sposobu końcowego (ostatecznego) rozliczenia, derywaty dzielone są na rozliczane dostawnie, czyli fizycznie (*physical settlement*) oraz rozliczane różnicowo, czyli pieniężnie (*cash settlement*). Sposób ostatecznego rozliczenia prawie zawsze określony jest jednoznacznie w umowie lub standardzie kontraktu. Przyjęcie dostawnego trybu końcowego rozliczenia oznacza, że oprócz transakcji otwierającej pozycję dojdzie lub może dojść do kolejnej transakcji, tym razem dotyczącej bezpośrednich instrumentów bazowych. Natomiast ostateczne rozliczenie różnicowe nie jest uznawane za

kredytowych. Por. P. Niedziółka, *Kredytowe instrumenty pochodne a stabilność finansowa*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2010, część II, rozdz. 12.

²¹ Derywaty bazujące na ETF zostały zaliczone przez World Federation of Exchanges (www.world-exchanges.org/statistics, 10.08.2013) do instrumentów pochodnych związanych z rynkiem akcji (*equity derivatives*). Taka klasyfikacja jest merytorycznie wątpliwa, gdyż ETF inwestują nie tylko na rynkach akcji i związanych z nimi derywatów, ale i na wielu innych, w tym towarowych. Nie można ich zatem uznać za związane wyłącznie z rynkiem akcji.

²² Przede wszystkim izba rozrachunkowa przejmuje prawa i obowiązki drugiej strony transakcji wobec każdego z członków izby zajmującego pozycję (na rachunek własny lub klienta) na giełdowym rynku pochodnych. Redukuje to radykalnie ryzyko kredytowe, na jakie narażeni są członkowie izby.

²³ Lub innej jednostce prowadzącej repozytorium transakcji.

²⁴ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 roku w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji (DzUrz UE L 201/1 z 27.07.2012) Od skrótu nazwy w języku angielskim (European Market Infrastructure Regulation) rozporządzenie to znane jest jako EMIR.

odrębną transakcją finansową. Odrębną transakcją nie jest także żadne z rozliczeń pieniężnych przeprowadzanych przed wygaśnięciem lub zamknięciem pozycji w instrumencie pochodnym, w tym w ramach przyrównania do rynku (*marking to market*, MTM) i rozliczania swapów lub opcji wielookresowych.

Rzadko wprost powoływany, lecz istotnym kryterium klasyfikacji derywatów jest zgodna z umową lub standardem maksymalna liczba rozliczeń w okresie do wygaśnięcia instrumentu pochodnego. Część instrumentów pochodnych może być rozliczona tylko jeden raz. Są to w szczególności kontrakty terminowe *forward* (w tym *Forward Rate Agreements*, FRA) oraz zdecydowana większość opcji. Wielokrotnie rozliczane są kontrakty terminowe *futures*, z tym, że jest to w istocie jedno rozliczenie rozłożone w czasie. Otóż suma rozliczeń kontraktu terminowego *futures*, jeżeli otwarta pozycja utrzymana zostanie do terminu wygaśnięcia, odpowiada kwotowo jednorazowemu rozliczeniu końcowemu cechującemu kontrakty terminowe *forward*. Wielokrotnie rozliczana jest większość swapów²⁵ oraz opcje wielookresowe, będące w istocie seriami, odpowiednio, kontraktów terminowych *forward* oraz typowych opcji wygasających w kolejnych, następujących po sobie terminach. Takie instrumenty pochodne należy określić ogólnie jako wielookresowe. Odnośnie tych, wielokrotnie rozliczanych instrumentów pochodnych jako wartość nominalna (*notional value*) przyjmowana jest podstawa pojedynczego rozliczenia lub, jeżeli nie wszystkie podstawy są jednakowe, najwyższa z tych podstaw. Tak też uczyniono, określając podstawę podatku od transakcji finansowych²⁶.

Instrumenty pochodne są wykorzystywane w spekulacji, do zarządzania ryzykiem²⁷, w tym do redukcji ryzyka (*hedging*)²⁸, oraz w arbitrażu²⁹. Są narzędziem kształtowania struktur aktywów oraz pasywów, stosowanym nie tylko przez podmioty gospodarcze, lecz także przez rządy, banki centralne i inne instytucje państwowe oraz ponadnarodowe. Od lat derywaty budzą jednak poważne kontrowersje, w tym dostrzegany jest ich związek ze zjawiskami

²⁵ Część najprostszych swapów, w tym FX swap, to połączenia transakcji kasowej i terminowej (*forward*) lub dwóch transakcji terminowych. Mają wówczas miejsce tylko dwa rozliczenia.

²⁶ Wniosek. Dyrektywa..., op.cit., art. 8.

²⁷ *Zarządzanie ryzykiem*, red. K. Jajuga, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, części I i IV.

²⁸ A. Adamska, *Ryzyko w działalności przedsiębiorstwa – podstawowe zagadnienia*, w: *Ryzyko w działalności przedsiębiorstw. Wybrane aspekty*, red. A. Fierla, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009, s. 15–16.

²⁹ Por. J. Hull, *Kontrakty terminowe i opcje. Wprowadzenie*, WIG-Press, Warszawa 1997; Merton Miller o instrumentach pochodnych, K.E. Liber, Warszawa 1999.

kryzysowymi³⁰. Dotyczą one zarówno rynku pochodnych i kryzysów na świecie (kryzysy w Azji i w Rosji w latach 1997–1998, ostatni kryzys finansowy), jak i w Polsce (straty poniesione przez wielu eksporterów spowodowane niewłaściwym wykorzystaniem instrumentów pochodnych, a zwłaszcza opcji walutowych, w latach 2008–2009³¹).

3. Sposób opodatkowania FTT transakcji instrumentami pochodnymi

Kwota podatku liniowego, a takim ma być FTT, zależy od dwóch podstawowych wielkości: stopy (stawki) i podstawy opodatkowania.

Zgodnie z informacjami podanymi w 2013 roku, potwierdzonymi w roku 2014, stopa podatku od transakcji instrumentami pochodnymi ma być nie niższa od granicznej wielkości równej 0,01%. Oznacza to, że poszczególne kraje strefy FTT będą mogły ją określić powyżej wielkości progowej, przy czym zakres podwyżki nie został ograniczony. Zarazem stopy podatku od transakcji derywatami mogą być różne w poszczególnych państwach, które podjęły „zacieśnioną współpracę”. Ponadto nie sformułowano zakazu różnicowania tych stóp odnośnie poszczególnych grup instrumentów pochodnych³².

Podstawą opodatkowania FTT jest aktualna w momencie zawarcia transakcji wartość nominalna (*notional value*) określona w kontrakcie dotyczącym instrumentu pochodnego. Wobec często zerowej lub znikomej początkowej wartości samego instrumentu pochodnego (precyzyjniej: pozycji zajmowanej w instrumencie pochodnym) takie ujęcie podstawy opodatkowania jest, ogólnie, uzasadnione. Jednak w kwestiach podatkowych ważne są nie tylko aspekty ogólne, ale i konkretne. Tak też jest w przypadku podstawy opodatkowa-

³⁰ O dostrzeganiu tego zagadnienia w Polsce już kilkanaście lat temu świadczy książka W. Grabowskiego, *Instrumenty pochodne a współczesne kryzysy finansowe*, Zarządzanie i Finanse, Warszawa 1998.

³¹ P. Karkowski, *Toksyczne opcje. Od zaufania do bankructwa*, GreenCapital.pl, Warszawa 2009.

³² W dalszej części opracowania przyjęto założenie, że takiego zróżnicowania nie będzie. Niemniej wprowadzenie początkowo podatku od transakcji niektórymi, a nie wszystkimi derywatami doprowadzi do odmiennego opodatkowania transakcji instrumentami pochodnymi zaliczanymi do różnych grup. Zróżnicowanie stóp (stawek) FTT byłoby tylko rozwinięciem takiej regulacji.

nia transakcji derywatami. A kluczowy artykuł Wniosku³³, w wersji w języku polskim, jest następujący:

„W przypadku transakcji finansowych, o których mowa w art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. c) [CFD oraz inne transakcje natychmiastowe rozliczane różnicowo – przyp. autora] oraz, w przypadku umów dotyczących instrumentów pochodnych, w art. 2 ust. 1 pkt 2 lit. a), b) i d), podstawę opodatkowania dla celów PTF stanowi wartość nominalna wymieniona w umowie dotyczącej instrumentów pochodnych w momencie transakcji finansowej. W przypadku ustalenia więcej niż jednej wartości nominalnej, do celów ustalenia podstawy opodatkowania stosuje się najwyższą wartość.”³⁴

Pierwsza grupa problemów interpretacyjnych wynika z zapisu dotyczącego „wartości nominalnej wymienionej w umowie dotyczącej instrumentów pochodnych”³⁵. Jeżeli faktycznie taka wartość będzie podana w umowie lub standardzie giełdowego instrumentu pochodnego, to może być wykorzystana bezpośrednio lub po przeliczeniu na walutę kraju pobierającego podatek (czyli, ze względu na skład grupy krajów strefy FTT, na euro). Niejednokrotnie wartość ta jednak nie jest lub nie może być wprost „wymieniona w umowie”. Dotyczy to zwłaszcza wartości nominalnych przeważającej części kontraktów terminowych *futures* oraz opcji notowanych na giełdach instrumentów pochodnych czy na giełdach papierów wartościowych, w tym na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Wartość nominalną należy wówczas obliczyć na podstawie informacji o kursie instrumentu i mnożniku lub liczbie instrumentów bazowych objętych kontraktem. Powstaje jednak pytanie, czy kurs instrumentu to aktualny w momencie zawarcia transakcji derywatem kurs instrumentu bazowego, czy kurs transakcji giełdowym kontraktem terminowym lub opcją, czy wyznaczany po każdej sesji giełdowej kurs rozliczeniowy tego instrumentu pochodnego albo kurs wykonania (*strike price*) opcji lub warrantu? Rozstrzygnąć trzeba także kwestię, czy w przypadku derywatów bazujących na innych derywatach, zwłaszcza, gdy w umowie nie „wymieniono wartości”, należy odnosić się do wartości nominalnej bezpośredniego czy pierwotnego instrumentu bazowego.

Za wykorzystaniem aktualnego w czasie transakcji kursu natychmiastowego (kasowego) instrumentu bazowego przemawia przede wszystkim powszechne

³³ Wniosek. Dyrektywa..., op.cit.

³⁴ Ibidem, art. 7: Podstawa opodatkowania w przypadku transakcji finansowych związanych z umowami dotyczącymi instrumentów pochodnych.

³⁵ W wersji angielskiej Wniosku (zob. Wniosek. Dyrektywa..., op.cit.): „*notional amount referred to in the derivatives contract*”, a zatem inaczej: nie „wymienionej w umowie”, lecz „wynikającej z umowy”.

definiowanie wartości nominalnej instrumentu pochodnego właśnie jako wartości instrumentu bazowego i wykorzystywanie tej wielkości w sprawozdawczości i statystyce. Jednak kurs natychmiastowy z terminu transakcji instrumentem pochodnym często nie jest znany. Dotyczy to zwłaszcza międzybankowych stóp procentowych, zdecydowanej większości instrumentów (zmiennych) bazowych derywatów pogodowych i katastrofowych oraz obligacji nienotowanych na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu. Niemniej należy podkreślić, że wykorzystanie aktualnego kursu instrumentu bazowego do kalkulacji wartości nominalnej instrumentu pochodnego jest najbliższe ujęciu tej kategorii w literaturze przedmiotu i w praktyce rynków finansowych. Dlatego też należy je uznać za obowiązujące w sytuacji, gdy wartość nominalna nie została wprost „wymieniona w umowie” oraz znane są potrzebne wielkości rynkowe dotyczące momentu transakcji.

Jak jednak należy postępować w pozostałych sytuacjach, gdy ani nie jest znana wartość nominalna „wymieniona w umowie”, ani nie ma odpowiednich danych dotyczących rynku bazowego z momentu transakcji? Za wykorzystaniem rzeczywistego kursu transakcji giełdowym kontraktem terminowym przemawiają bezpośrednio odniesienie do opodatkowanej transakcji i dostępność danych wykorzystywanych także do innych celów (w tym do wyznaczenia podstawy podatku dochodowego). Kluczowy argument przeciw szerokiemu zastosowaniu tej metody to niemożność poprawnego jej wykorzystania w celu kalkulacji wartości nominalnej niesymetrycznych instrumentów pochodnych, w tym opcji. Wartość obliczona na podstawie kursu transakcji opcją lub warrantem jest bowiem wielokrotnie niższa od wartości nominalnej instrumentu bazowego, a nierzadko znikoma. Zatem kurs transakcji może zostać wykorzystany tylko odnośnie giełdowych kontraktów terminowych *futures*. Jego zastosowanie stanie się uzasadnione wtedy, gdy nie będzie znany kurs instrumentu bazowego, a zarazem późniejsze, precyzyjniejsze przepisy dotyczące FTT dopuszczą taką możliwość.

Zastosowanie wyznaczanego po każdej sesji kursu rozliczeniowego odnośnie do giełdowych kontraktów terminowych *futures* jest możliwe, nie widać jednak istotnych zalet tego rozwiązania na tle zastosowania rzeczywistego kursu transakcji. Wadą jest oderwanie podstawy opodatkowania od parametrów konkretnej transakcji finansowej.

Treść (zwłaszcza w wersji w języku polskim) wskazanego artykułu 7 Wniosku³⁶ skłania do rozważenia, czy odnośnie do opcji i warrantów należy pro-

³⁶ Wniosek. Dyrektywa..., op.cit.

wadzić kalkulacje nie na podstawie kursu instrumentu bazowego z terminu transakcji, lecz kursu wykonania (*strike price*) opcji lub warrantu. Uprościłoby to wyznaczanie podstawy opodatkowania. Zarazem taka wielkość jest wymieniona w umowie lub wynika ze standardu kontraktu giełdowego. Jednak wyznaczone na tej podstawie wartości byłyby najczęściej różne od wartości nominalnej instrumentów bazowych. Ponadto opcje i warranty o wysokich kursach wykonania byłyby opodatkowane wyżej od tych o niskich kursach wykonania. W przypadku niesymetrycznych instrumentów pochodnych uprawniających do kupna lub adekwatnego rozliczenia różnicowego (*call*) oznaczałoby to wyższe obciążenie FTT transakcji derywatami o gorszych, z punktu widzenia nabywcy, parametrach i niższe opodatkowanie transakcji instrumentami lepszymi. Dlatego taki sposób kalkulacji wartości nominalnej należy uznać za nieadekwatny do koncepcji opodatkowania transakcji derywatami na podstawie wartości nominalnej. Wobec treści art. 7 Wniosku³⁷ nie można jednak wykluczyć, że wykładnia i praktyka stosowania FTT będą inne i podstawa opodatkowania transakcji derywatami warunkowymi będzie zależała od kursu wykonania opcji lub warrantu.

Istotny problem dotyczy określania wartości nominalnej derywatów bazujących na innych derywatach. Nie jest bowiem oczywiste, czy należy odnosić się do wartości nominalnej bezpośredniego czy pierwotnego, niebędącego instrumentem pochodnym, instrumentu bazowego. Wartość bezpośredniego instrumentu bazowego, tak jak każdego instrumentu pochodnego, w terminie zawarcia transakcji wynosi zero lub jest niewielka w stosunku do wartości pierwotnego instrumentu bazowego. Jej wykorzystanie jako wartości nominalnej prowadziłoby zatem do faktycznej likwidacji lub radykalnego obniżenia podatku od transakcji derywatami. Kreowałoby to bardzo interesujące dla instytucji finansowych podlegających opodatkowaniu możliwości obejścia lub przynajmniej redukcji kwoty FTT. Wtórnie spowodowałoby natomiast zastępowanie tradycyjnych instrumentów pochodnych opartych na instrumentach rynku kasowego derywatami bazującymi na innych instrumentach pochodnych. Zakładając racjonalność autorów Wniosku³⁸ należy uznać, że odnośnie do instrumentów pochodnych bazujących na innych derywatach wartość nominalna dotyczy pierwotnego instrumentu bazowego, a nie do wartości bezpośredniego instrumentu bazowego. W przepisach, unijnych lub przynajmniej

³⁷ Ibidem.

³⁸ Ibidem.

tych, które zostaną wprowadzone przez państwa strefy FTT, powinno to jednak zostać zapisane wprost.

Na przyszłość rynku derywatów wpłynie także zapis zawarty w ostatnim zdaniu przytoczonego artykułu 7 Wniosku³⁹. Zgodnie z nim, jeżeli z umową lub kontraktem związane są różne wartości nominalne, to FTT kalkulowany jest na podstawie najwyższej z nich. Normuje to wysokość podatku od transakcji finansowych dotyczących swapów o zmiennym nominale (w tym swapów amortyzowanych, zaliczkowych i typu *rollercoaster*)⁴⁰ oraz, prawdopodobnie, opcji wielookresowych (czyli serii typowych opcji wygasających w kolejnych terminach) o zmiennym nominale⁴¹. Podstawą opodatkowania w takim przypadku ma być najwyższa z wartości nominalnych będących podstawą poszczególnych rozliczeń wynikających z umowy lub kontraktu, a nie suma wartości nominalnych poszczególnych „nóg” swapa lub suma wartości nominalnych poszczególnych opcji składających się na opcję wielookresową. Analogiczne zasady określania podstawy opodatkowania dotyczą wielokrotnie rozliczanych swapów oraz opcji wielookresowych o stałym nominale. Wówczas podstawą opodatkowania jest wartość nominalna będąca podstawą jednego z rozliczeń, a nie ta wartość pomnożona przez liczbę rozliczeń kontraktu swapowego⁴² lub opcyjnego.

Podsumowując rozważania dotyczące sposobu kalkulacji wartości nominalnej związanej z transakcją instrumentem pochodnym należy stwierdzić, że nie tyle chodzi o wielkość wymienioną w umowie dotyczącej instrumentów pochodnych (jak to zostało ujęte we Wniosku⁴³ w wersji w języku polskim), co o wielkość wynikającą z tej umowy (jak wynika z wersji Wniosku⁴⁴ w języku angielskim).

³⁹ Ibidem.

⁴⁰ Szeroką, a zarazem przystępną prezentację różnorodnych rodzajów swapów walutowych i procentowych zawiera książka I. Tymuły, *Swapy finansowe*, Zarządzanie i Finanse, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 2000, rozdz. III.

⁴¹ Ani we Wniosku (zob. Wniosek. Dyrektywa..., op.cit.) ani w ogłoszonych oficjalnych wyjaśnieniach (*How the FTT works in specific cases and other questions and answers*, http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/other_taxes/financial_sector/ftt_examples.pdf, 20.11.2014) nie wskazano wprost, że opisane zasady określania podstawy opodatkowania będą dotyczyły nie tylko swapów, ale i opcji wielookresowych. Do stwierdzenia, że jednak tak będzie, upoważnia podobieństwo konstrukcji opcji wielookresowej (serii opcji rozliczanych w kolejnych terminach) do typowego swapa (serii kontraktów terminowych *forward* rozliczanych w kolejnych terminach).

⁴² *How the FTT works in specific cases and other questions and answers*, http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/other_taxes/financial_sector/ftt_examples.pdf, example 20 (20.11.2014).

⁴³ Wniosek. Dyrektywa..., op.cit.

⁴⁴ Ibidem.

W pierwszej kolejności należy wykorzystać wartość podaną w kontrakcie, a gdy jest to niemożliwe lub ewidentnie nieuzasadnione, wartość obliczoną na podstawie kursu pierwotnego instrumentu bazowego lub poziomu kursu pierwotnej zmiennej bazowej aktualnego w momencie transakcji derywatem. Jednak w razie braku danych o aktualnym poziomie pierwotnej zmiennej bazowej, niezbędne okaże się zastosowanie innej metody kalkulacji wartości nominalnej związanej z transakcją instrumentem pochodnym. Poważne konsekwencje praktyczne będzie mieć określenie podstawy opodatkowania transakcji złożonymi, wielokrotnie rozliczonymi instrumentami pochodnymi, czyli w istocie zbiorami wielu jednookresowych instrumentów pochodnych. Podstawą tą jest najwyższa z wartości nominalnych poszczególnych rozliczeń wynikających z umowy, a nie suma wartości nominalnych będących bazą kolejnych rozliczeń.

Oprócz opodatkowania transakcji otwierającej pozycję w instrumencie pochodnym opodatkowane ma być ostateczne dostawne rozliczenie kontraktu⁴⁵, o ile nie byłaby to kasowa transakcja towarowa, walutowa lub transakcja zawarta na pierwotnym rynku instrumentów finansowych. W zależności od bezpośredniego instrumentu bazowego derywatu minimalna stawka podatku wynosi wówczas 0,01% (gdy bezpośrednim instrumentem bazowym jest instrument pochodny albo CFD) albo 0,1%. Cena rynkowa instrumentu bazowego w terminie ostatecznego rozliczenia transakcji derywatem jest prawie zawsze inna niż ustalona wcześniej cena rozliczeniowa. Stąd konieczność określenia, która z nich ma posłużyć do kalkulacji podstawy opodatkowania rozliczenia dostawnego. Gdy instrumentem bazowym nie jest instrument pochodny (lub CFD), to podstawa naliczenia FTT będzie wyznaczona w oparciu o wyższą z dwóch wielkości, którymi są⁴⁶:

- aktualna cena rynkowa instrumentu bazowego;
- cena za dostarczany instrument bazowy stosowana w rozliczeniu.

Gdy instrumentem bazowym jest inny instrument pochodny, to podstawą naliczenia FTT od dostawnej transakcji rozliczającej będzie wartość nominalna tego innego instrumentu pochodnego⁴⁷.

⁴⁵ Rozliczenie dostawne będzie opodatkowane czasem także wtedy, gdy wcześniejsza transakcja instrumentem pochodnym była wolna od FTT. Stanie się tak, gdy obie strony transakcji będą spoza strefy FTT, przynajmniej jedna z nich to instytucja finansowa, ale instrument bazowy, będący przedmiotem rozliczenia dostawnego, został wystawiony w państwie strefy FTT.

⁴⁶ Wniosek. Dyrektywa..., op.cit., art. 6.

⁴⁷ Wynika to z: ibidem, art. 7.

Wolne od FTT jest różnicowe (pieniężne) rozliczenie derywatu. Nie będą także opodatkowane ostateczne rozliczenia opcji i warrantów niezrealizowanych (odrzuconych).

4. Wysokość podatku a bezpośrednio koszty transakcyjne

Analiza wpływu wprowadzenia podatku od transakcji finansowych na bezpośrednio koszty transakcyjne i strukturę przedmiotową rynku derywatów została przeprowadzona przy założeniu, że FTT przyjmą bezpośrednio wszystkie kraje Unii Europejskiej oraz, iż poprzez dobór kontrahenta i miejsca transakcji instytucja finansowa nie będzie mogła go uniknąć. Jest to obecnie założenie oderwane od rzeczywistości. Grupa zaangażowana we „wzmocnioną współpracę” liczy zaledwie 11 państw, czyli tylko 39% należących do Unii Europejskiej oraz 61% ze strefy euro. Zarazem do zdecydowanie przeciwnych nowemu podatkowi należą tak ważne dla rynków finansowych państwa jak Wielka Brytania, Luksemburg i Holandia.

Analiza każdego z obciążeń fiskalnych wymaga oceny zasięgu i skali opodatkowania. W roku 2013 ogłoszono, że podatek od transakcji finansowych ma objąć wszystkie transakcje instrumentami pochodnymi przeprowadzone z udziałem instytucji finansowych lub na platformach handlu z państw strefy FTT. Ma być tak nawet wtedy, gdy transakcje instrumentem bazowym będą z tego podatku zwolnione. Wprawdzie w maju 2014 roku poinformowano, że początkowo, czyli jak wówczas przewidywano od stycznia 2016 roku, podatek ma dotyczyć transakcji tylko niektórymi instrumentami pochodnymi, ale nie zasygnalizowano zmiany rozwiązania docelowego. Zatem w przyszłości opodatkowane mają zostać transakcje wszelkimi derywatami.

Stopa (stawka) podatku od transakcji derywatami ma zależeć od decyzji państwa strefy FTT, ale nie może być niższa niż 0,01%. O ile obliczony na tej podstawie podatek zwiększy koszty transakcyjne ponoszone przez uczestników transakcji? Najłatwiejsze, a zarazem dobitnie ilustrujące pod tym kątem skalę obciążenia, jest porównanie kwoty FTT z prowizjami obciążającymi obecnie polskich inwestorów indywidualnych przeprowadzających, za pośrednictwem przedsiębiorstw maklerskich, transakcje giełdowymi instrumentami pochodnymi⁴⁸.

⁴⁸ Przyczyn wyboru akurat takich inwestorów jako grupy porównawczej jest kilka, dalej podano najważniejsze z nich. Bezpośrednie koszty transakcyjne (prowizje maklerskie)

W przypadku najpopularniejszego instrumentu pochodnego notowanego na GPW w Warszawie⁴⁹, kontraktu terminowego na indeks WIG20, prowizje wynoszą od 7 zł do niespełna 10 zł za 1 transakcję pojedynczym kontraktem⁵⁰. Wartość nominalna 1 kontraktu, obliczona na podstawie notowania instrumentu bazowego (WIG20) bliskiego w czerwcu 2015 roku 2400 punktów i mnożniku równym 20 zł za punkt indeksu, to około 48 000 zł. Kwota podatku od transakcji takim kontraktem, przy stawce 0,01%, to 4,80 zł. Odpowiada ona w przybliżeniu połowie prowizji obciążającej obecnie inwestora indywidualnego.

Prowizje maklerskie na rynku opcji na WIG20 (jedynych opcji notowanych w połowie 2015 roku na GPW w Warszawie) zależą od premii opcyjnej. Od transakcji najtańszymi opcjami wynoszą, w zależności od aktywności i umiejętności negocjacyjnych inwestora indywidualnego, 1 zł, 1,50 zł lub 2 zł za 1 transakcję 1 opcją. Maksymalna prowizja sięga od 6 zł do 12. Mnożnik opcji na WIG20 wynosi 10 zł, a więc w czerwcu 2015 roku wartość nominalna jednej opcji była równa około 24 000 zł. Zatem FTT, przy najniższej dopuszczalnej stawce, to 2,40 zł. Jest to kwota większa od prowizji maklerskiej pobieranej obecnie od transakcji najtańszymi opcjami, a zarazem w przypadku części takich opcji o bardzo bliskim terminie wygaśnięcia, wyższa także od premii

obciążające inwestorów indywidualnych zawierających transakcje na rynku giełdowym są podane do publicznej wiadomości w tabelach prowizji i opłat poszczególnych przedsiębiorstw maklerskich. Natomiast prowizje pobierane od inwestorów instytucjonalnych aktywnych na giełdowym rynku pochodnych nie są podawane do publicznej wiadomości, a ponadto skala tych kosztów jest bardzo zróżnicowana odnośnie poszczególnych inwestorów lub ich grup. Z kolei bezpośrednie koszty transakcyjne ponoszone przez inwestorów instytucjonalnych na pozagiełdowym rynku pochodnych mają najczęściej postać marż (wynikających z różnicy między kwotowanymi cenami sprzedaży i cenami kupna, *bid-ask spread* oraz *bid-offer spread*), a nie prowizji. One także są bardzo zróżnicowane w zależności od charakteru instytucji finansowej oferującej zawarcie transakcji i jej klienta. Wreszcie, inwestorzy indywidualni zawierający transakcje na giełdach będą wprawdzie wolni od bezpośredniego płacenia FTT, jednak przymusowe korzystanie z usług placącego ten podatek przedsiębiorstwa maklerskiego sprawi, że pośrednio takim podatkiem będą obciążeni.

⁴⁹ Wykorzystanie przykładów dotyczących GPW w Warszawie, czyli platformy handlu z kraju nienależącego do strefy FTT, wynika z dwóch podstawowych przyczyn. Po pierwsze, wcześniej czy później także w Polsce zostanie zainicjowana dyskusja na temat wejścia do strefy FTT (lub jej sukcesora). Informacje, związane ściśle z rzeczywistymi wielkościami liczbowymi, powinny okazać się wówczas przydatne w merytorycznej części dyskusji. Po drugie, transakcje derywatami na GPW w Warszawie bezpośrednio zawierają tylko instytucje finansowe. Jeżeli choćby jedną z nich będzie instytucja z kraju strefy FTT, to podatek bezpośrednio obciąży każdą z tych instytucji finansowych, a pośrednio także ich klientów, w tym inwestorów indywidualnych.

⁵⁰ Tu i dalej podano stawki prowizji obowiązujące w przypadku składania zleceń przez Internet, czyli w dominujący obecnie sposób. Prowizje od zleceń składanych bezpośrednio w placówkach maklerskich są wyższe o 50–100%.

opcyjnej. Natomiast w stosunku do maksymalnej prowizji obciążającej inwestora indywidualnego za transakcję opcją na WIG20 FTT wyniesie od 20% do 40%.

Rosnącą popularnością na GPW w Warszawie cieszą się kontrakty terminowe na akcje spółek (liderem tego segmentu rynku derywatów w 2014 roku były kontrakty na akcje KGHM) oraz na waluty, a zwłaszcza dolara amerykańskiego i euro. Wartość nominalna kontraktu terminowego na 100 akcji KGHM, przy rynkowym kursie akcji bliskim 120 zł, to około 12 000 zł. FTT, według minimalnej stawki, wyniósłby 1,20 zł. Typowa prowizja pobierana obecnie od inwestora indywidualnego za 1 transakcję 1 kontraktem terminowym na akcje wynosi od 2 zł do 4 zł. Minimalny podatek od transakcji kontraktem wyniósłby zatem od niespełna 30% do 60% płaconej obecnie prowizji maklerskiej.

Nominalna wartość kontraktu terminowego *futures* opiewającego na 1000 USD lub 1000 EUR to odpowiednio, przy kursach walutowych wynoszących 3,70 USD/PLN i 4,00 EUR/PLN, 3700 zł i 4000 zł. 0,01% podatek od transakcji 1 kontraktem byłby znikomy i wynosił 0,37 zł oraz 0,40 zł. Jednak prowizja maklerska obciążająca inwestora indywidualnego także jest znikoma. Wynosi ona 0,2 zł – 0,3 zł za 1 transakcję 1 terminowym kontraktem walutowym. Tak więc minimalny FTT od transakcji kontraktami walutowymi notowanymi na GPW w Warszawie byłby wyższy od prowizji maklerskich płaconych obecnie przez inwestorów indywidualnych.

Podatek od transakcji instrumentami pochodnymi, nawet gdyby był naliczany według minimalnej stopy, nie może być uznany za obciążenie niewielkie, symboliczne na tle bezpośrednich kosztów transakcyjnych ponoszonych dotąd przez polskich inwestorów indywidualnych aktywnych na giełdowym rynku derywatów. Wręcz przeciwnie. To podatek wysoki, odnośnie niektórych transakcji wyższy od prowizji maklerskich płaconych obecnie przez inwestorów indywidualnych. Po jego pełnym wprowadzeniu i nieuniknionym, przynajmniej w części, przerzuceniu na klientów instytucji finansowych, koszty transakcyjne wzrosłyby zatem radykalnie. Tymczasem marże oraz prowizje maklerskie lub opłaty na rzecz giełdy i izby rozrachunkowej czy członka giełdy płacone przez instytucjonalnych uczestników polskiego rynku derywatów są znacznie niższe niż prowizje maklerskie obciążające giełdowych inwestorów indywidualnych. A podatek od transakcji finansowych ma być tej samej wysokości i, w przypadku instytucji finansowych, obciążać bezpośrednio. Konsekwencją będzie drastyczny wzrost skali kosztów transakcyjnych ponoszonych przez inwestorów instytucjonalnych. Skłoni to inwestorów do radykalnego zredukowania skali transakcji instrumentami pochodnymi. Dzięki temu odnośnie derywatów zostanie osiągnięty jeden z kluczowych celów sformułowanych w uzasadnie-

niu Wniosku⁵¹, to jest ograniczenie skali jałowego gospodarczo obrotu instrumentami finansowymi.

5. Wpływ podatku od transakcji finansowych na przedmiotową strukturę rynku

Wprowadzenie podatku od transakcji finansowych o opisanych parametrach nie pozostanie bez wpływu na rozwój i strukturę przedmiotową rynku pochodnych. Spowoduje bowiem:

- wzrost znaczenia rynku pochodnych kosztem wtórnego rynku papierów wartościowych,
- częstsze przyjmowanie i stosowanie różnicowego (pieniężnego) trybu końcowego rozliczenia derywatów zamiast trybu dostawnego,
- spadek znaczenia rozliczanych dostawnie instrumentów pochodnych bazujących na innych derywatach rozliczanych dostawnie,
- rozwój wielookresowych instrumentów pochodnych oraz zwiększenie częstotliwości rozliczeń istotnej części takich derywatów,
- upowszechnienie pełnego zamykania pozycji w rozliczanych dostawnie derywatach pozagiełdowych po zawarciu transakcji odwrotnej w stosunku do transakcji pierwotnej.

Podatek od transakcji kasowych instrumentami finansowymi ma być wielokrotnie (w przypadku stosowania minimalnej stawki podatku, wynoszącej 0,1% wartości transakcji, dziesięciokrotnie) wyższy od obciążenia transakcji instrumentami pochodnymi (minimalna stawka podatku wynosi tu 0,01% nominalnej wartości transakcji). Jeżeli państwa strefy FTT nie zmniejszą istotnie tej dysproporcji, spowoduje to przyśpieszenie procesu zastępowania klasycznych papierów wartościowych przez derywaty w licznych strategiach inwestycyjnych stosowanych przez różne grupy uczestników rynków finansowych. Będzie to dotyczyć zwłaszcza aktywnego zarządzania portfelami przez fundusze inwestycyjne. Częste zawieranie transakcji papierami wartościowymi stanie się dla nich nieopłacalne, a znacznie niższy podatek od transakcji skłoni do szerszego wykorzystania derywatów w zmieniającej się dynamicznie części portfela. Aby odpowiedzieć na spowodowane tym rosnące zapotrzebowanie, kreowane będą nowe rodzaje instrumentów pochodnych. Część z nich, ze względu na pożądaną przez inwestorów płynność, trafi do obrotu giełdowego.

⁵¹ Wniosek. Dyrektywa..., op.cit.

Równolegle dynamicznie rozwiną się instrumenty pochodne znane wcześniej, zwłaszcza długoterminowe kontrakty z grupy derywatów całkowitej stopy zwrotu. Dla aktywnych inwestorów staną się one substytutami portfeli akcji oraz innych papierów wartościowych notowanych na rynku wtórnym, którymi transakcje będą opodatkowane znacznie wyżej. Będzie temu towarzyszyć, wolne od FTT, nabywanie przez niektóre, uznawane za wysoko wiarygodne instytucje finansowe papierów wartościowych na rynku pierwotnym, a następnie syntetyczna sprzedaż tych walorów poprzez oparte na nich derywaty. Obrót takimi instrumentami pochodnymi częściowo zastąpi rynek wtórny bazowych papierów wartościowych.

Poważna zmiana na rynku derywatów, którą spowoduje wprowadzenie podatku od transakcji finansowych, dotyczy rozliczeń. Opodatkowanie zarówno transakcji instrumentem pochodnym, jak i jego ostatecznego rozliczenia dostawnego, przy równoczesnym nie objęciu przez FTT rozliczenia różnicowego (pieniężnego) spowoduje, że różnicowa forma rozliczenia będzie stosowana znacznie częściej niż współcześnie. Wyjątkami będą derywaty oparte bezpośrednio na towarach, walutowe i związane z nowo emitowanymi papierami wartościowymi⁵², w tym warranty subskrypcyjne. W ich przypadku zarówno rozliczenie dostawne, jak i rozliczenie pieniężne, mają być wolne od podatku od transakcji finansowych. FTT będzie zatem obciążał tylko transakcję derywatem, nie wpływając na wybór sposobu jego końcowego rozliczenia. Odmiennie będzie jednak w przypadku pozostałych instrumentów pochodnych, zwłaszcza bazujących bezpośrednio na instrumentach finansowych rynku kasowego. Skoro wysokiego podatku, naliczanego według stawki wynoszącej co najmniej 0,1% wartości transakcji, będzie można uniknąć dzięki wyborowi różnicowej formy rozliczenia, to będzie ona chętnie przyjmowana przez strony transakcji lub w standardzie kontraktu. Będzie to dotyczyć transakcji podporządkowanych motywom spekulacyjnym i arbitrażowym oraz znacznej części transakcji związanych z zarządzaniem ryzykiem. Zmiana nie obejmie tej części transakcji zabezpieczających przed ryzykiem, w przypadku których bazowy instrument finansowy ma zmienić właściciela. Wtedy FTT i tak zostałby zapłacony i nie ma znaczenia, czy obciąży on zaplanowaną transakcję zawartą bezpośrednio na rynku kasowym, czy zastępujące ją dostawne rozliczenie derywatu.

⁵² W tym miejscu należy przypomnieć, że w opracowaniu przyjęto szeroki (zgodny z: Wniosek. Dyrektywa..., op.cit. z 2014 roku) zakres przedmiotowy podatku od transakcji finansowych, a zatem wąski zakres wyłączeń z FTT.

FTT będzie szczególnie wysoki, gdy instrument pochodny jest tak skonstruowany, że podatek może zostać naliczony kilkakrotnie. Dotyczy to rozliczanego dostawnie derywatu bazującego na innym derywacie, którego ostateczne rozliczenie także ma charakter dostawny (i nie dotyczy towarów, walut lub rynku pierwotnego papierów wartościowych). Podatek zostanie (w przypadku symetrycznych instrumentów pochodnych) lub może zostać (w przypadku opcji i warrantów opcyjnych) naliczony aż 3 razy: od pierwotnej transakcji derywatem, rozliczenia symetrycznego derywatu lub realizacji opcji czy warrantu opcyjnego, będącego drugą transakcją instrumentem pochodnym, oraz od finalnego rozliczenia dostawnego. Wysokie obciążenie spowoduje, że tak skonstruowane derywaty będą wykorzystywane tylko sporadycznie lub wcale. Zasady naliczania FTT sprawią, że zostaną one zastąpione przez złożone instrumenty pochodne rozliczane różnicowo. Wówczas podatek będzie naliczany tylko jeden raz, od pierwotnej transakcji derywatem.

Nie mniej istotny wpływ na rynek pochodnych będzie miała podstawa naliczania podatku od transakcji finansowych. Przyjęcie wartości nominalnej wynikającej z umowy lub kontraktu jako podstawy FTT od derywatów spowoduje poważne zmiany udziałów poszczególnych segmentów rynku pochodnych w całym rynku derywatów (dotyczące wartości zarówno transakcji, jak i otwartych pozycji). Spowoduje bowiem, że część klasycznych kontraktów terminowych *forward* zostanie zastąpiona przez swapy o odroczonym terminie aktywacji, będące w istocie seriami kontraktów *forward* rozliczanych w kolejnych, bliskich sobie terminach (np. w kolejnych dniach roboczych lub tygodniach). Analogicznie, zamiast opcji wygasających w jednym terminie stosowane będą serie opcji wygasających w kolejnych, zwykle nieodległych od siebie terminach. Podstawą opodatkowania będzie wtedy wartość nominalna podstawy jednego z wielu rozliczeń, a nie suma wartości nominalnych wszystkich kontraktów opcyjnych. Z tego samego powodu zwiększana będzie częstotliwość rozliczania nowo zawieranych swapów i opcji wielookresowych, przy jednoczesnym zmniejszaniu ich nominalów. Dzięki takim konstrukcjom nawet wielkie w istocie transakcje instrumentami pochodnymi będą uznane za transakcje o niskich wartościach nominalnych⁵³, a zatem obciążone

⁵³ Konsekwencją będzie odnotowany w statystykach, wynikający ze zmian konstrukcji umów i kontraktów, spadek lub znacznie wolniejsze tempo wzrostu wielkości rynku (zarówno obrotu, jak i wartości otwartych pozycji) derywatów mierzonej na podstawie wartości nominalnych (*notional value*).

niedużym FTT⁵⁴. Będzie to dotyczyć rynku pozagiełdowego. Znacznie trudniej będzie takie instrumenty pochodne wprowadzić na płynny giełdowy rynek derywatów. Ze względu na złożoną konstrukcję i wielokrotne rozliczenia różnicowe na podstawie pełnej wartości nominalnej nie cieszyłyby się one powodzeniem wśród inwestorów indywidualnych. Natomiast pozostali uczestnicy handlujący na rynku pochodnych, przede wszystkim ze względu na elastyczność derywatów pozagiełdowych, ale dodatkowo mając na uwadze aspekt fiskalny, będą jeszcze bardziej niż dotychczas preferować rynek OTC. Wprowadzenie FTT spowoduje zatem zwiększenie wagi tego rynku kosztem spadku udziału giełdowego rynku pochodnych.

Szersze niż dotąd wykorzystania złożonych, wielookresowych instrumentów pochodnych będzie miało istotne konsekwencje. Derywaty takie trudniej bowiem poddać pełnej analizie oraz wycenie, zwłaszcza jeżeli są to opcje. Jak trudna jest rzetelna, analityczna ewaluacja opcji wielookresowej złożonej z serii opcji opiewających na ten sam instrument bazowy, ale o różnych terminach wygaśnięcia i przynajmniej dwóch różnych wartościach nominalnych opcji, do tego z klauzulą wcześniejszego wygaśnięcia w razie osiągnięcia pułapu zysku przez jedną ze stron transakcji, okazało się podczas „kryzysu na rynku opcji walutowych” w Polsce pod koniec 2008 roku i na początku 2009. Podstawową, chociaż nie jedyną przyczyną była trudność określenia kluczowego, a zarazem niepoddającego się bezpośredniej obserwacji rynkowej parametru, jakim jest zmienność (*volatility*) kursu walutowego. Co gorzej, zmienność może być i zwykle jest różna w zależności od terminu wygaśnięcia opcji. Spowodowało to, że obiektywna wycena walutowych „struktur opcyjnych”⁵⁵ przez zewnętrznego (wobec banku kreującego rynek takich instrumentów finansowych) analityka była w istocie niemożliwa. Także wyceny przeprowadzane przez specjalistów bankowych bazowały na wielu istotnych, w istocie subiektywnych założeniach odnośnie do poziomów części parametrów.

Strony transakcji skomplikowanymi derywatami niebędące instytucjami finansowymi i rzadko obecne w tym segmencie rynku pochodnych zwykle nie będą rozumiały pełnych konsekwencji zawartych transakcji, zwłaszcza tych, które następują po dynamicznych zmianach sytuacji. Dotyczy to nie tylko opcji, ale i części symetrycznych instrumentów pochodnych, w tym swapów walu-

⁵⁴ Ponadto zwiększy to i tak ogromną dysproporcję pomiędzy efektywną skalą opodatkowania większości finansowych transakcji kasowych i transakcji derywatami.

⁵⁵ Pozycja zajmowana w serii par opcji obu typów wygasających w kolejnych okresach stanowiła jeden instrument finansowy. Wynikało to głównie z przesłanek podatkowych. Nazywana była „strukturą opcyjną”.

towo-procentowych (*currency interest rate swaps*). Problem jednak nie ograniczy się tylko do takich podmiotów. Także profesjonalne instytucje finansowe napotkają poważne trudności z monitorowaniem całości pozycji i zarządzaniem związanym z nią ryzykiem.

Opodatkowanie zarówno transakcji derywatami, jak i większości ich rozliczeń dostawnych (oprócz walutowych, towarowych i transakcji rynku pierwotnego papierów wartościowych) skłoni do istotnej zmiany sposobu przedterminowego zamykania pozycji w rozliczanych dostawnie pozagiełdowych instrumentach pochodnych. Dotychczas przeważało pozostawianie jako aktywnych pozycji zajętych w obu transakcjach – zarówno otwierającej, jak i przeciwnej do niej zawartej po pewnym czasie, a ostateczne rozliczenie obu następowało dopiero w terminie uzgodnionym w umowach. W razie ustalenia pomiędzy stronami, że derywaty mają zostać rozliczone dostawnie, po wprowadzeniu FTT będzie to oznaczać dwukrotne obciążenie podatkiem rozliczającej się instytucji finansowej. Zachęci to instytucje finansowe kreujące pozagiełdowy rynek pochodnych do istotnej zmiany. Po zawarciu transakcji zamykającej pozycję przed ustalonym wcześniej terminem końcowego rozliczenia pozycja będzie od razu rozliczana i w pełni zamykana, także pod względem zapisów księgowych. W ten sposób instrument pochodny, który zgodnie z umową miał być rozliczony dostawnie, zostanie *de facto* rozliczony pieniężnie przed uprzednio uzgodnionym terminem. Nie zostanie zatem zapłacony podatek od końcowych rozliczeń dostawnych.

Należy wskazać dwie kwestie związane ze wskazaną modyfikacją sposobu ujęcia przedterminowego zamknięcia pozycji zajętej w instrumentach pochodnych. Po pierwsze, po zamknięciu pozycji w derywacie przed uprzednio uzgodnionym terminem zmieni się także, na wcześniejszy, termin końcowego rozliczenia pomiędzy stronami. Po drugie, opisana modyfikacja nie oznacza, że na rynek derywatów pozagiełdowych zostanie wprowadzone rozwiązanie stosowane na giełdach, czyli pełna zbywalność derywatów. Wynika to z odmiennego charakteru transakcji zamykającej pozycję. Na rynku pozagiełdowym jej stronami są te same dwa podmioty, które zawarły pierwszą transakcję. Natomiast na giełdzie transakcja zamykająca zawierana jest z dowolnym podmiotem dopuszczonym do handlu, a więc w praktyce najczęściej nie jest nim druga strona transakcji otwierającej pozycję.

6. Zmiany sposobów wykorzystania instrumentów pochodnych

Wprowadzenie FTT, o ile konkretne parametry podatku będą takie, jak przedstawione we Wniosku⁵⁶, wpłynie na wykorzystanie instrumentów pochodnych, oprócz już wskazanych aspektów przedmiotowych, poprzez:

- zmniejszenie skali krótkoterminowej spekulacji, w tym zwłaszcza handlu wysokich częstotliwości (HFT), oraz spadek płynności giełdowego rynku pochodnych,
- wzrost udziału transakcji derywatami bazującymi na aktywach o wysokiej zmienności,
- zmiany w obszarze zabezpieczania przed ryzykiem za pomocą instrumentów pochodnych (*hedging*) oraz zastąpienie części derywatów stosowanych obecnie w strategiach zabezpieczających przez produkty ubezpieczeniowe,
- radykalne zmniejszenie skali transakcji arbitrażowych,
- zmniejszenie skali animacji rynków pochodnych,
- marginalizację wykorzystania warrantów subskrypcyjnych.

Po wprowadzeniu FTT, częste transakcje giełdowymi derywatami, które bezpośrednio lub na rachunek klientów będą zawierać pośredniczące instytucje finansowe, spowodują wysokie obciążenie podatkiem. Poprzez większe prowizje maklerskie wzrost kosztów zostanie przerzucony na klientów. Podwyższone prowizje będą całkowicie niezależne od rentowności inwestycji i obciążą także takie inwestycje, które przyniosą straty. Wywołany tym istotny wzrost kosztów transakcyjnych spowoduje poważne zmniejszenie skali krótkoterminowej spekulacji instrumentami pochodnymi, popularnej i szeroko stosowanej obecnie na giełdowym rynku derywatów. Dotknie to zwłaszcza spekulantów dokonujących transakcji bardzo często, czyli tych o czasie zajmowania otwartej pozycji inwestycyjnej nie dłuższym od jednego dnia. Są to znani od wielu lat *scalpers* i *day-traders*, ale także inwestorzy stosujący handel wysokich częstotliwości (*High Frequency Trading*, HFT) i typowy handel algorytmiczny. Te dwie ostatnie formy aktywności budzą od początku istotne kontrowersje. Handel algorytmiczny i HFT jest prowadzony przez maszyny (komputery), a nie przez ludzi. Prowadzi to do dehumanizacji rynku i sytuacji niewystępujących wcześniej na giełdach. Jednak postępu, choćby budził on poważne wątpliwości, nie można powstrzymać. Czy jednak to stwierdzenie zachowa aktualność

⁵⁶ Wniosek. Dyrektywa..., op.cit.

w zderzeniu z rzeczywistością? Wszak podatkami można zdziałać wiele, w tym zahamować postęp. Tym razem rolę tę może odegrać FTT.

W mniejszym, ale nadal poważnym stopniu wprowadzenie FTT ograniczy aktywność spekulantów o horyzoncie tygodniowym. Zdecydowanie spadnie także obrót derywatami o bardzo bliskim terminie wygaśnięcia, w tym zwłaszcza opcjami po cenie (*at-the-money*) i nie w cenie (*out-of-the-money*), skrajnie tanimi na tle wartości nominalnych, od których zależy poziom FTT. Obecnie handel ten jest bardzo ożywiony na rynkach regulowanych, mniejsze znaczenie ma na rynku OTC.

W konsekwencji implementacja FTT doprowadzi do spadku skali spekulacji, a zatem i płynności handlu derywatami. Będzie to widoczne zwłaszcza na giełdowym rynku pochodnych.

Spowodowane wprowadzeniem FTT obniżenie obrotów dotknie dotkliwiej derywaty bazujące na mało zmiennych instrumentach bazowych, w segmentach rynku, na których nie uda się na szeroką skalę wykorzystać wielokrotnie rozliczanych instrumentów pochodnych. Tam wartości nominalne, a zatem i obciążenia podatkowe transakcji będą wysokie na tle możliwych zarobków wynikających z ruchów cen. Spadek skali handlu w zdecydowanie mniejszym stopniu dotknie rynki pochodnych opartych na wysoce zmiennych wielkościach, gdzie potencjalne, prawdopodobne zyski są o wiele większe. Zmiany będą dotyczyły zarówno szerokich grup derywatów (w tym w statystykach zostanie odnotowany spadek udziału procentowych instrumentów pochodnych na rzecz bazujących na akcjach⁵⁷), jak i nastąpią wewnątrz tych grup (w grupie procentowych instrumentów pochodnych wzrośnie udział derywatów opartych na długoterminowych dłużnych papierach wartościowych, któremu będzie towarzyszył spadek udziału derywatów bazujących na walorach krótkoterminowych i międzybankowych stopach procentowych). W konsekwencji nastąpi przesunięcie rynku derywatów w stronę instrumentów bardziej ryzykownych. Będzie to dotyczyć zarówno spekulacji oraz arbitrażu, jak i ograniczania ryzyka (*hedging*).

FTT ma obciążać handel derywatami niezależnie od celu transakcji. Obejmie zatem także, kluczowe z punktu widzenia gospodarczego wykorzystania instrumentów pochodnych, transakcje zabezpieczające przed ryzykiem lub ograniczające ryzyko, o ile choćby jedną z ich stron będzie instytucja finansowa.

⁵⁷ Należy zastrzec, że stanie się tak, o ile oba wymienione segmenty rynku pochodnych, a nie tylko jeden z nich, zostaną objęte FTT.

Nie pozostanie to bez wpływu na narzędzia i rozwiązania stosowane w *hedgingu* prowadzonym za pomocą derywatów.

Podatek wprost proporcjonalny do wartości nominalnej instrumentu bazowego będzie odczuwany jako szczególnie dotkliwy odnośnie do tych instrumentów pochodnych, z których możliwe lub oczekiwane wpływy z rozliczenia, ważone prawdopodobieństwem, będą relatywnie niskie. Takimi derywatami są opcje nie w cenie (*out-of-the-money*), a zwłaszcza głęboko nie w cenie (*deep out-of-the-money*), czyli opcje o mało atrakcyjnych dla nabywcy cenach wykonania. Pozwalają się one tanio zabezpieczyć przed konsekwencjami bardzo niekorzystnych, dużych zmian cen instrumentów bazowych lub zdarzeń. Nie chronią natomiast w przypadku korekt notowań w niewielkim stopniu negatywnie wpływających na wyniki zabezpieczającego się podmiotu. Są zatem cenną osłoną przed konsekwencjami zdarzeń występujących rzadko, ale bardzo groźnych dla stosującego *hedging* (czyli „czarnych łabędzi” wg terminologii zaproponowanej przez N. Taleba⁵⁸). Jednak wskazany sposób określenia podstawy obciążenia FTT spowoduje, że radykalnie (najczęściej wielokrotnie) wzrosną koszty zakupu takich opcji od instytucji finansowych. Staną się one zatem zdecydowanie mniej atrakcyjne niż przed wprowadzeniem podatku, a wykorzystanie opcji głęboko nie w cenie oraz części pozostałych opcji nie w cenie w *hedgingu* stanie się skrajnie rzadkie.

Jako narzędzia *hedgingu* wykorzystywane są także opcje złożone, czyli opcje na opcje. Takie opcje, zwykle walutowe, są oferowane także przez niektóre banki w Polsce. Ich podstawowym zadaniem jest zabezpieczenie pozycji przedsiębiorstwa negocjującego kontrakt lub startującego w przetargu, gdy nie wiadomo jeszcze, czy zabezpieczana umowa zostanie zawarta. Zaletą opcji na opcje jest znacznie niższa cena nabycia (płacona przez nabywcę premia) od wydatku na zakup opcji waniliowej⁵⁹ o tym samym nominale i innych kluczowych parametrach. To jednak, w związku z uzależnieniem FTT od wartości nominalnej instrumentu bazowego, oznacza wysoką skalę wzrostu ceny opcji złożonej nabywanej od banku lub innej instytucji finansowej po wprowadzeniu nowego podatku. Konsekwencją będzie radykalny spadek skali wykorzystania tych derywatów w *hedgingu*.

⁵⁸ N. Taleb, *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*, Random House, United States 2007; Allen Lane, United Kingdom 2007.

⁵⁹ Waniliowe instrumenty finansowe to instrumenty typowe, o klasycznej konstrukcji, rozpowszechnione na wielu rynkach. Opcje waniliowe są zatem opcjami o typowych parametrach.

Opcje złożone należą do szerokiej grupy opcji egzotycznych⁶⁰. Popularność tych derywatów w *hedgingu* wynika z możliwości dostosowania parametrów do konkretnych, nawet bardzo specyficznych potrzeb podmiotu zabezpieczającego się. Ponadto ich część jest znacznie tańsza od odpowiadających im opcji waniliowych. Oznacza to jednak, że FTT w wysokości zależnej nie od premii opcyjnej, lecz od wartości nominalnej instrumentu bazowego podwyższy cenę takiej opcji egzotycznej w o wiele większym stopniu od skali wzrostu ceny opcji waniliowej. Podważona zostanie przez to opłacalność wykorzystania w *hedgingu* znacznej części opcji egzotycznych. Dotyczy to w szczególności opcji barierowych, z ograniczonym poziomem maksymalnej kwoty ostatecznego rozliczenia, oraz większości opcji binarnych.

Niewielkie, na tle wartości nominalnych instrumentów bazowych, przewidywane kwoty rozliczenia lub korzyści z rozliczenia dostawnego charakteryzują szeroko stosowane obecnie kontrakty terminowe *forward* na stopy procentowe (*Forward Rate Agreement, FRA*), oraz FX swapy, zwłaszcza te o nieodległych terminach ostatecznego rozliczenia. Są one oferowane przez liczne instytucje finansowe i bardzo często wykorzystywane w *hedgingu*. Po wprowadzeniu FTT zależnego od wartości nominalnej instrumentów bazowych i spowodowanej tym znacznej skali wzrostu kosztów transakcyjnych także popularność FRA i FX swapów jako narzędzi ograniczania ryzyka poważnie się zmniejszy.

Poważny spadek skali wykorzystania części derywatów jako narzędzi *hedgingu* zostanie spotęgowany przez zwolnienie ubezpieczeń z FTT. W związku z tym ubezpieczenia zastąpią lub przynajmniej zasadniczo ograniczą wykorzystanie derywatów w tych sferach i zakresie, gdzie ryzyko jest oceniane jako niewielkie, a zatem niewysokie są wartości oczekiwane wypłat z rozliczeń instrumentów pochodnych. Zasadna będzie wtedy rezygnacja z zastosowania instrumentów opodatkowanych, które mogą zostać skutecznie zastąpione przez instrumenty finansowe wolne od podatku od transakcji finansowych. Wywoła to kreację nowych produktów ubezpieczeniowych, pozwalających ominąć ten podatek, oraz zmiany części wcześniej oferowanych tak, aby skutecznie wykorzystać możliwości rozszerzenia skali działania ubezpieczycieli stworzone przez przyjęty zakres FTT. Zarazem wzrośnie znaczenie wolnej od podatku reasekuracji, która zredukuje znaczenie derywatów wykorzystywanych dotąd przez ubezpieczycieli w *hedgingu*. Wprowadzenie FTT da zatem dodatkowy impuls do rozwoju rynku ubezpieczeń, a zarazem znacznie spadnie skala transferu

⁶⁰ Opcje egzotyczne to opcje, których przynajmniej jeden istotny parametr jest zdefiniowany niekonwencjonalnie.

ryzyka poza sektor ubezpieczeniowy, na innych inwestorów aktywnych na rynkach finansowych. Przepisy (w tym zwłaszcza unijna dyrektywa Solwency II⁶¹) w nowej sytuacji okażą się niewystarczające.

Efektywność rynków finansowych w wysokim stopniu jest wynikiem aktywności instytucji wykorzystujących niewielkie nawet anomalie cenowe do zawierania transakcji arbitrażowych. Koniecznym warunkiem doskonałego, czyli pełnego arbitrażu jest brak kosztów transakcyjnych. Założenie to jest przyjmowane w nauce finansów w większości kluczowych teorii i modeli. W rzeczywistości jednak koszty transakcyjne występują, lecz skala związanych z tym obciążeń dużych instytucji finansowych jest niewielka. Dzięki temu na kluczowych, płynnych rynkach istotne anomalie cenowe są szybko wykorzystywane i skutecznie usuwane przez arbitrażystów. Wprowadzenie FTT od transakcji derywatami oraz większości finansowych instrumentów bazowych przyniesie zasadniczą zmianę sytuacji. Koszty transakcyjne radykalnie wzrosną. Oznacza to, że arbitrażyści usuną tylko duże anomalie cenowe, a średnie i małe mogą utrzymywać się bardzo długo. Transakcje arbitrażowe będą zawierane znacznie rzadziej niż obecnie. W konsekwencji efektywność rynków finansowych, w tym giełd instrumentów finansowych, znacząco spadnie.

Instytucje finansowe pełnią w obrocie derywatami funkcję animatorów rynku. Oznacza to, że na bieżąco oferują sprzedaż i kupno instrumentów finansowych. Dzięki temu inni inwestorzy, nawet na rynkach pochodnych o niskiej płynności, mają z kim zawrzeć transakcje po cenach zbliżonych do cen równowagi. Kluczowe znaczenie dla jakości funkcjonowania mają marże naliczane przez animatorów rynku. Obciążenie każdej transakcji derywatem zawartej przez instytucję finansową nowym podatkiem spowoduje, że o kwotę podatku wzrośnie marża, a zatem nastąpi wzrost różnic między oferowanymi przez animatorów cenami sprzedaży a cenami kupna (*bid-ask spreads*). To spowoduje, że transakcje będą zawierane po mniej korzystnych dla inwestorów cenach, a zatem rzadziej. W tej sytuacji animatorzy rynku, aby pokryć koszty stałe, jeszcze bardziej zwiększą marże i *spready*. To dodatkowo ograniczy skalę handlu. Taki mechanizm jest przeciwieństwem tego, który kreuje rozwój rynków (wzrost obrotu obniża jednostkowe koszty transakcyjne, co z kolei powoduje dalszy wzrost rozmiarów rynku i kolejne spadki kosztów jednostkowych). Jest

⁶¹ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/138/WE z dnia 25 listopada 2009 roku w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Wyplacalność II); wersja przekształcona, https://www.knf.gov.pl/Images/SII_dyrekt_2009_138_pl_tcm75-27140.pdf (12.06.2015).

jednak zgodny ze sformułowanym we Wniosku⁶² dążeniem do ograniczenia skali transakcji na rynkach finansowych. Podstawowy problem polega na tym, że opisane zjawisko dotkliwie uderzy w mało płynne i nowe, dopiero rozwijające się rynki derywatów, natomiast rynki największe, mogące z powodzeniem funkcjonować bez animatorów, ucierpią w niewielkim stopniu.

Od podatku od transakcji finansowych ma być wolny pierwotny rynek papierów wartościowych. Instrumentami pochodnymi ściśle związanymi z tym rynkiem są warranty subskrypcyjne (na GPW w Warszawie noszące nazwę praw pierwszeństwa). Opodatkowane FTT mają być wszelkie transakcje derywatami zawierane przez instytucje finansowe. Nie przewidziano tu żadnego zwolnienia, nawet dla warrantów subskrypcyjnych. Spowoduje to marginalizację albo nawet zanik tego typu instrumentów lub, co bardziej prawdopodobne, ich modyfikację pozwalającą na odmienną klasyfikację i nie zaliczanie do derywatów.

7. Wpływ podatku na podmiotową strukturę rynku derywatów

Podatek od transakcji finansowych ma bezpośrednio obciążać wyłącznie instytucje finansowe, a wpływy trafiać do zaledwie 11 państw Unii Europejskiej. Wpłynie to na podmiotową strukturę rynku pochodnych zarówno w tych krajach, jak i w szerszej skali.

W państwach strefy FTT częstsze niż obecnie stanie się zawieranie transakcji derywatami bezpośrednio przez przedsiębiorstwa sektora niefinansowego, a nawet osoby fizyczne. Instytucje finansowe będą takie transakcje aranżować i obsługiwać, nierzadko także gwarantować, ale formalnie nie będą ich stronami. Wywoła to spory dotyczące obejścia prawa podatkowego (*tax abuse*), dodatkowo komplikowane przez różne zakresy, sformułowania i interpretacje dotyczące samej klauzuli *tax abuse* w poszczególnych państwach, a także w prawie unijnym⁶³. Ponadto część przedsiębiorstw spoza sektora finansowego,

⁶² Wniosek. Dyrektywa..., op.cit.

⁶³ W prawie wspólnotowym duże znaczenie ma nie tylko treść artykułów, ale i preambuła aktu prawnego. W przypadku FTT oznacza to interpretowanie przepisów podporządkowane celowi fiskalnemu oraz zadaniu ograniczenia obrotów na rynku finansowym. Należy zatem oczekiwać szerokiego, niekorzystnego dla stron transakcji finansowych interpretowania klauzuli obejścia prawa podatkowego.

a nawet osób fizycznych, niespodziewanie spełni kryteria uznania ich za instytucje finansowe⁶⁴. Staną się zatem bezpośrednimi podatnikami FTT.

Zwiększenie udziału transakcji derywatami zawieranych bezpośrednio pomiędzy podmiotami niefinansowymi utrudni monitorowanie oraz nadzór nad rynkiem pochodnych, a zatem spowoduje wzrost ryzyka. Trudności te dotyczyć będą bowiem zarówno sfery przedmiotowej (zebranie oraz przetworzenie informacji o transakcjach i zajmowanych pozycjach, a następnie ich właściwe, skuteczne wykorzystanie)⁶⁵, jak i podmiotowej (bezpośrednio objęte wyspecjalizowanym nadzorem są tylko tradycyjnie rozumiane instytucje finansowe). Konsekwencje, spowodowanego przez wprowadzenie FTT w proponowanej formie, stymulowania zwiększania udziału transakcji zawieranych bezpośrednio pomiędzy podmiotami niefinansowymi w obrotach na rynku pochodnych będą zatem znaczące.

W analizie tylko marginalnie uwzględniano dotąd to, że do strefy FTT należą początkowo zaledwie 11 państw Unii Europejskiej. Instytucje finansowe spoza tej strefy zostaną obciążone podatkiem wtedy, gdy zawrą transakcję instrumentem pochodnym z dowolnym podmiotem z państwa strefy FTT lub na rynku zlokalizowanym w państwie strefy FTT. Pozostałe transakcje derywatami będą od podatku wolne. W pełni uzasadnione będzie zatem unika-

⁶⁴ We Wniosku (zob. Wniosek. Dyrektywa..., op.cit.) instytucje finansowe zdefiniowano szeroko, poprzez wyliczenie wielu ich rodzajów i liczne odwołania do innych dyrektyw WE. Szczególnie groźne dla podmiotów niefinansowych są zapisy zawarte:

- w art. 2, ust. 1, pkt 8, lit. a, o przedsiębiorstwie inwestycyjnym (rodzaju instytucji finansowej), za które ma być uznany podmiot prowadzący choćby jeden zakres działalności inwestycyjnej,
- w art. 2, ust. 1, pkt 8, lit. j, iż za instytucję finansową uznaje się „wszelkie inne przedsiębiorstwo, instytucję, organ lub osobę prowadzące jedną lub więcej z wymienionych poniżej działalności [w tym leasing finansowy, obrót instrumentami finansowymi i gwarancje – przyp. autora], jeżeli średnia roczna wartość ich transakcji finansowych stanowi ponad pięćdziesiąt procent ich całkowitego średniego rocznego obrotu netto, o którym mowa w art. 28 dyrektywy Rady 78/660/EWG”. Kluczowym zagadnieniem jest tu sposób pomiaru wartości transakcji finansowej derywatem – czy będzie on dokonywany według wartości nominalnej instrumentu bazowego (czyli tak jak to ujęto we Wniosku) czy według wartości początkowej transakcji samym instrumentem pochodnym.

Ponadto kraje członkowskie mogą wprowadzić dodatkowe regulacje. Np. zgodnie z art. 4 ust. 1 pkt 1 dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 kwietnia 2004 roku w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniającej dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylającą dyrektywę Rady 93/22/EWG mogą uznać za instytucje finansowe niektóre osoby fizyczne.

⁶⁵ Problemy w tym zakresie będą potęgowane przez brak jednolitego, ponadnarodowego, pełnego nadzoru finansowego oraz złożoność relacji własnościowych i kontroli nad przedsiębiorstwami we współczesnej gospodarce.

nie zarówno kontrahentów z państw strefy FTT⁶⁶, jak i rynków pochodnych zlokalizowanych w tych państwach. Zmieni to strukturę geograficzną rynku derywatów w obu wymienionych aspektach. Rynki pochodnych w państwach strefy FTT staną się rynkami wewnętrznymi, a gros handlu z udziałem instytucji spoza strefy przeniesie się na zewnątrz, głównie do i tak już obecnie dominującego londyńskiego City⁶⁷. Zjawisko to zostanie spotęgowane przez objęcie podatkiem transakcji kasowych zawieranych na wtórnym rynku instrumentów finansowych pochodzących ze strefy FTT, przy jednoczesnym zwolnieniu z podatku transakcji derywatami bazującymi na tych instrumentach zawieranych poza strefą FTT, o ile stroną transakcji nie będzie podmiot ze strefy FTT.

Konsekwencjami ograniczenia zasięgu strefy FTT będą zatem:

- redukcja skali obrotu derywatami na rynkach i z udziałem podmiotów z państw strefy FTT,
- rozwój rynków derywatów bazujących na instrumentach pierwotnych ze strefy FTT poza tą strefą.

Doprowadzi to do podjęcia konkretnych działań przez władze państw strefy FTT. Najprostszym, ale w najbliższym czasie trudnym do zaakceptowania ze względów politycznych, byłaby całkowita rezygnacja z wprowadzenia podatku od transakcji finansowych w tak wąskiej grupie państw⁶⁸. Zakładając, że istotne rozszerzenie strefy FTT na państwa Unii Europejskiej i spoza niej nie będzie nadal realne, zasadne stanie się ograniczenie zakresu stosowania podatku od transakcji finansowych do stosunkowo wąskiej grupy instrumentów. O przygotowaniach do przyjęcia takiego rozwiązania świadczą przytoczone wcześniej informacje podane w komunikacie Rady Unii Europejskiej z 6 maja 2014 roku. Niewykluczone jest także podjęcie prób „doskonalenia”, w tym zwłaszcza poprzez objęcie podatkiem także transakcji derywatami bazującymi na instrumentach podstawowych ze strefy FTT niezależnie od miejsca transakcji i obciążenie nim

⁶⁶ Będzie to trudne na rynkach giełdowych, na których nie ma możliwości wyboru kontrahenta typowej transakcji sesyjnej.

⁶⁷ Udział Wielkiej Brytanii, czyli w istocie londyńskiego City, w wartości transakcji instrumentami pochodnymi zawartymi w Unii Europejskiej wyniósł w 2013 roku 77%. Na pozostałe kraje, w tym należące do strefy FTT, przypadło zaledwie 23%. Por. N. Veron, G.B. Wolff, *Capital Markets Union: a Vision for the Long Term*, „Bruegel Policy Contribution”, issue 2015/05, April 2015, s. 7.

⁶⁸ Realnym substytutem rezygnacji z implementacji FTT jest przeciągnięcie prac przygotowawczych aż do momentu, w którym liczba państw kontynuujących „zacieśnioną współpracę” spadnie poniżej 9, czyli minimalnej dopuszczalnej liczby.

wszelkich podmiotów, nie tylko instytucji finansowych⁶⁹. Równolegle wykorzystywane będą okoliczności sprzyjające istotnemu rozszerzeniu strefy FTT. Skala tego ostatniego procesu będzie zależeć od sytuacji geopolitycznej. Ogólnie, cofanie procesu globalizacji z jednoczesnym postępowaniem integracji wewnątrz Unii Europejskiej (lub tylko wewnątrz strefy euro) będzie sprzyjać rozszerzeniu stosowania FTT. Gdy sytuacja rozwinie się odmiennie, podatek od transakcji finansowych zostanie zlikwidowany, zawieszony lub zmarginalizowany.

Kolejny problem wiąże się z regulowaniem płatności z tytułu nowego obciążenia. Instytucja finansowa spoza Unii Europejskiej może nie zapłacić podatku pobieranego przez organy podatkowe z krajów FTT, uznając, że nie jest on należny lub z innych powodów. W takiej sytuacji druga strona transakcji, pochodząca z kraju FTT, będzie zobowiązana do zapłaty za kontrahenta. Konsekwencje wprowadzenia takiej regulacji okażą się poważne. Podmioty ze strefy FTT będą się obawiały zawierać transakcje z instytucjami finansowymi spoza UE. Będzie im bowiem grozić zapłacenie podwójnego podatku od transakcji (w przypadku instytucji finansowych ze strefy FTT) lub obciążenie podatkiem, który miał ich nie dotyczyć, a obciążać tylko kontrahenta (w przypadku podmiotów ze strefy FTT niebędących instytucjami finansowymi). Odnośnie handlu z podmiotami z pozostałych państw UE ryzyko to będzie znacznie niższe, chociaż wyższe od tego, które dotyczy kontrahentów ze strefy FTT⁷⁰. Zobowiązani oni są wszak do przestrzegania prawa unijnego, choćby zostało ono wprowadzone na drodze „wzmocnionej współpracy” grupy liczącej znacznie poniżej połowy państw członkowskich.

W konsekwencji obciążenia strony transakcji finansowej płatnością za niesolidnego partnera powstanie dziwna sytuacja. Nie tylko instytucje finansowe spoza strefy FTT będą unikały kontrahentów z tej strefy, ale i podmioty z krajów strefy FTT będą starały się ograniczać skalę transakcji z instytucjami finansowymi spoza strefy, a zwłaszcza spoza Unii Europejskiej. Ponadto ograniczy to zakres handlu pomiędzy podmiotami ze strefy FTT a instytucjami finansowymi z innych państw. Trudno jednak, nie przyjmując wielu arbitralnych założeń, oszacować skalę tego zjawiska odnośnie do rynku derywatów w latach po pełnym wprowadzeniu FTT.

⁶⁹ W uzasadnieniach akcent z celowości obciążenia „sprawców kryzysu”, czyli instytucji finansowych, zostanie wówczas przesunięty na potrzebę ukrócenia nadmiernej, jałowej gospodarczo spekulacji na rynkach finansowych.

⁷⁰ Nie można wykluczyć, że problem odmowy zapłaty podatku obejmie instytucje z niektórych krajów Unii Europejskiej, zwłaszcza z Wielkiej Brytanii.

O uniknięcie lub ograniczenie skali handlu derywatami z podmiotami ze strefy FTT przez instytucje finansowe spoza tej strefy nie będzie trudno na rynku pozagiełdowym. Możliwy jest tam dobór kontrahenta, dodatkowo ułatwiony przez to, że największe centrum finansowe w Unii Europejskiej (londyńskie City) znajduje się poza strefą FTT. Znacznie większe problemy wystąpią na rynku giełdowym. Druga strona transakcji sesyjnej jest tam anonimowa. Jeżeli okaże się nią (bezpośrednio lub pośrednio⁷¹) podmiot ze strefy FTT, to instytucja finansowa (która zawrze transakcję na rachunek własny lub klienta) spoza tej strefy będzie zobowiązana do zapłaty podatku. Co więcej, dowie się o tym dopiero po pewnym czasie. Informacje o wszystkich transakcjach giełdowymi derywatami i ich stronach w celu określenia, czy należy jest FTT, a jeżeli tak, to wskazania podatnika, podstawy opodatkowania i kraju, do którego ma trafić płatność, gromadzić i przetwarzać będzie izba rozrachunkowa (w Polsce KDPW-CCP) współpracując z giełdą (w Polsce GPW w Warszawie). Niewykluczone, że takie rozliczenia podatku będą prowadzone nie odnośnie do poszczególnych transakcji, lecz co pewien czas zbiorczo, za miesiąc lub inny przedział czasowy, wynikający z konkretnych przepisów. Z kolei przedsiębiorstwa maklerskie przerzucą na swoich klientów dodatkowe obciążenie oraz koszty związane z jego egzekwowaniem poprzez zwiększone prowizje od wszelkich transakcji sesyjnych, a nie w formie dodatkowych opłat obciążających tylko transakcje z kontrahentami ze strefy FTT. Odmienne rozwiązanie, z podatkiem w pełni powiększającym prowizję, może być stosowane wobec transakcji pozasesyjnych (pakietowych), których strony znają się wzajemnie.

Wnioski

Od roku 2009 dostrzeżono wreszcie dramatyczne konsekwencje ogromnej skali systemu finansowego, a winą za kryzys obarczono działające w jego ramach instytucje, w tym zwłaszcza banki. Wywołało to dyskusję, jak zapobiec lub przynajmniej ograniczyć skalę aktywności finansowej, a zarazem podnieść wpływy budżetowe kosztem części podmiotów wyspecjalizowanych w działalności w tej sferze. Wiodący nurt analiz i działań polityków dotyczy tu sposobu i zakresu dodatkowego opodatkowania instytucji finansowych. Wśród wysuwanych propozycji na plan pierwszy wysunęły się dwie: podatek od aktywów

⁷¹ Podatek ma obciążać także transakcje derywatami zawarte przez instytucje finansowe spoza strefy FTT na rzecz klientów z tej strefy.

instytucji finansowych lub tylko banków oraz podatek obrotowy obejmujący operacje na rynkach finansowych. W ramach tego ostatniego nurtu szczególnie miejsce zajmuje podatek od transakcji finansowych (*Financial Transaction Tax*, FTT), którego wprowadzenie od kilku lat przygotowuje grupa 11 państw Unii Europejskiej należących do strefy euro.

Zgodnie z ostatnią konkretną propozycją, podaną w 2013 roku, nowy podatek ma docelowo objąć znaczną część natychmiastowych transakcji finansowych oraz wszelkie transakcje instrumentami pochodnymi zawierane z kontrahentami z krajów strefy FTT lub na rynkach zlokalizowanych w państwach strefy FTT. Ma być płacony przez instytucje finansowe z całego świata, a tylko sporadycznie bezpośrednio przez inne podmioty. Minimalna stawka podatku od transakcji derywatami (oraz kontraktami na różnice, CFD) ma być aż dziesięciokrotnie mniejsza niż w przypadku innych, opodatkowanych transakcji finansowych. Należy przy tym zaznaczyć, że FTT nie będzie obciążeniem niskim. Na rynku pochodnych spowoduje poważny, nierzadko wielokrotny, wzrost bezpośrednich kosztów transakcyjnych ponoszonych przez instytucje finansowe.

W opracowaniu podjęto analizę, jak wprowadzenie FTT, w formie sprecyzowanej we Wniosku⁷² podanym do publicznej wiadomości w 2013 roku, wpłynie na funkcjonowanie rynku derywatów w stosujących go krajach. Podstawowe konkluzje są następujące. O wiele niższa niż na rynku kasowym stawka podatku sprawi, że istotna część papierów wartościowych w portfelach inwestorów zostanie zastąpiona instrumentami pochodnymi. Opodatkowanie rozliczenia dostawnego derywatów spowoduje, iż coraz rzadziej będzie ono stosowane. Ustąpi na rzecz rozliczenia pieniężnego (różnicowego), nieobciążonego FTT. Wyjątkiem będą typowe (niebazujące bezpośrednio na innych derywatach) walutowe i towarowe instrumenty pochodne, gdyż kasowe transakcje walutowe i towarowe, a zatem i rozliczenie dostawne takich derywatów, mają pozostać wolne od nowego podatku.

Daleko idące konsekwencje wiążą się z podstawą opodatkowania transakcji instrumentami pochodnymi, którą ma się stać wartość nominalna pojedynczego rozliczenia. Spowoduje to zastępowanie symetrycznych kontraktów terminowych i opcji rozliczanych jednorazowo przez swapy oraz opcje wielookresowe (wielookresowe struktury opcyjne). Zmiana ta obejmie rynki OTC, a tylko w niewielkim stopniu instrumenty i rynki giełdowe. Przyjęta podstawa opodatkowania dyskryminuje derywaty bazujące na mało zmiennych instrumentach bazowych oraz o bliskim terminie rozliczenia lub wygaśnięcia, a także

⁷² Wniosek. Dyrektywa..., op.cit.

tanie opcje egzotyczne oraz opcje waniliowe o kursach wykonania niekorzystnych dla zajmującego długą pozycję. Przyniesie to poważne zmiany w strukturze przedmiotowej handlu derywatami, przy czym obrót niektórymi grupami instrumentów pochodnych albo w ogóle zaniknie, albo zostanie zmarginalizowany.

FTT ma być, poza nielicznymi wyjątkami, płacony tylko przez instytucje finansowe. Jednak obrót derywatami na giełdach prowadzony jest bezpośrednio wyłącznie przez instytucje finansowe, z których usług korzystają pozostali inwestorzy. Podatek zapłacą zatem, bezpośrednio lub pośrednio, wszystkie strony wszystkich giełdowych transakcji instrumentami pochodnymi zawartych z udziałem podmiotów ze strefy FTT. Na pozagiełdowych rynkach pochodnych będą to tylko instytucje finansowe. Z tego powodu wprowadzenie FTT znacznie silniej obciąży regulowany obrót derywatami, niż handel instrumentami pochodnymi w segmencie OTC. Podważy opłacalność arbitrażu oraz krótkoterminowej spekulacji, w których niskie koszty transakcyjne mają kluczowe znaczenie. W ten sposób osiągnięty zostanie jeden z celów wprowadzenia nowego podatku, którym jest zmniejszenie skali transakcji finansowych niemających istotnego znaczenia gospodarczego. Zarazem jednak radykalnie zmniejszy płynność oraz efektywność giełdowego rynku pochodnych. W obu segmentach rynku pochodnych, giełdowym i pozagiełdowym, implementacja FTT, z powodu istotnego wzrostu kosztów transakcyjnych, spowoduje ograniczenie skali transakcji zabezpieczających. Będzie to widoczne zwłaszcza w przypadku derywatów opartych na zmiennych o niższych wahanich notowań. Specyficznej modyfikacji ulegnie także charakter rynku pozagiełdowego. Część kontraktów będzie zawierana nie pomiędzy instytucjami finansowymi i ich klientami, lecz bezpośrednio pomiędzy podmiotami sektora niefinansowego, zwolnionymi z FTT. Zwiększy to ryzyko, w tym także ryzyko kontrahenta.

FTT ma zostać, przynajmniej początkowo, wprowadzony tylko w ograniczonej grupie państw Unii Europejskiej. Sprawi to, że handlujące derywatami podmioty spoza strefy FTT, i to nie tylko instytucje finansowe, zrezygnują z aktywności na rynkach zlokalizowanych w strefie FTT. Będą także unikać kontrahentów z tych państw. Łatwiej będzie o to w segmencie OTC, trudniej na giełdach. Także podmioty z krajów strefy FTT, z powodu ryzyka płacenia podatku za partnera, ograniczą skalę transakcji z instytucjami finansowymi spoza tej strefy. Doprowadzi to do specyficznego, nowego podziału rynku pochodnych, w tym w ramach Unii Europejskiej i strefy euro. Spowoduje także przeniesienie znacznej części handlu derywatami ze strefy FTT poza nią, prawdopodobnie głównie do londyńskiego City. Konsekwencje wprowadzenia podatku od transakcji finansowych tylko przez nieliczną grupę państw będą

zatem ograniczone. Osiągnięciem celu, którym jest ograniczenie skali obrotów, derywatami, zostanie potwierdzone przez statystyki tam, gdzie FTT zostanie wprowadzony. Jednak w skali globalnej nie przyniesie to podobnych rezultatów. Skala transakcji derywatami nie zostanie istotnie obniżona dzięki wprowadzeniu podatku od transakcji finansowych przez tak nieliczną grupę krajów.

Bibliografia

1. Adamska A., *Ryzyko w działalności przedsiębiorstwa – podstawowe zagadnienia*, w: *Ryzyko w działalności przedsiębiorstw. Wybrane aspekty*, red. A. Fierla, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009.
2. Dec P., Masiukiewicz P., *Podatek bankowy*, C.H. Beck, Warszawa 2013.
3. Grabowski W., *Instrumenty pochodne a współczesne kryzysy finansowe*, Zarządzanie i Finanse, Warszawa 1998.
4. Hull J., *Kontrakty terminowe i opcje. Wprowadzenie*, WIG-Press, Warszawa 1997.
5. Karkowski P., *Toksyczne opcje. Od zaufania do bankructwa*, GreenCapital.pl, Warszawa 2009.
6. Merton Miller *o instrumentach pochodnych*, K.E. Liber, Warszawa 1999.
7. Niedziółka P., *Kredytowe instrumenty pochodne a stabilność finansowa*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2010.
8. Taleb N., *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*, Random House, United States 2007; Allen Lane, United Kingdom 2007.
9. Tymuła I., *Swapy finansowe*, Zarządzanie i Finanse, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 2000.
10. Veron N., Wolff G.B., *Capital Markets Union: a Vision for the Long Term*, Bruegel Policy Contribution, issue 2015/05, April 2015.
11. *Zarządzanie ryzykiem*, red. K. Jajuga, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
12. Zombirt J., *Podatek od transakcji finansowych – nieprzemysłany i szkodliwy?*, w: *"Hereditas Mercaturae" – księga pamiątkowa ku pamięci prof. Stanisława Miklaszewskiego*, red. P. Czubik, Z. Mach, Instytut Europeistyki Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków 2013, <http://www.europeistyka.uj.edu.pl/documents/3458728/11391fe1-f80a-42c6-a7ab-154f2f450071> (4.01.2015).
13. Zygierewicz M., *Specjalny podatek od instytucji finansowych – próba poszukiwania najlepszego rozwiązania*, „Bezpieczny Bank” 2012, nr 3.

Akty prawne i dokumenty

1. Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/138/WE z dnia 25 listopada 2009 roku w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej (Wypłacalność II), wersja przekształcona, https://www.knf.gov.pl/Images/SII_dyrekt_2009_138_pl_tcm75-27140.pdf (4.01.2015).
2. Proposal for a council directive implementing enhanced cooperation in the area of financial transaction tax, Brussels, 14.2.2013, COM(2013) 71 final, 2013/0045 (CNS).
3. Rezolucja ustawodawcza Parlamentu Europejskiego z dnia 3 lipca 2013 roku w sprawie wniosku dotyczącego dyrektywy Rady w sprawie wdrożenia wzmocnionej współpracy w dziedzinie podatku od transakcji finansowych, Parlament Europejski, Strasburg, 3.7.2013, COM(2013) 0071 – C7-0049/2013–2013/0045 (CNS).
4. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 roku w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji (DzUrz UE L 201/1 z 27 lipca 2012).
5. Traktat o Unii Europejskiej (DzU 2004, nr 90, poz. 864).
6. Traktat z Lizbony zmieniający Traktat o Unii Europejskiej i Traktat ustanawiający Wspólnotę Europejską podpisany w Lizbonie dnia 13 grudnia 2007 roku (DzUrz UE, t. 50, 2007/C 306/01 z 17.7.2007).
7. Wniosek. Dyrektywa Rady w sprawie wdrożenia wzmocnionej współpracy w dziedzinie podatku od transakcji finansowych, Komisja Europejska, Bruksela, 14.2.2013, COM(2013) 71 final, 2013/0045 (CNS).

Źródła internetowe

1. BIS, *Principles for the Management of Credit Risk – consultative document*, July 1999, s. 2, www.bis.org/publ/bcbs54.htm (4.01.2015).
2. *How the FTT works in specific cases and other questions and answers*, http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/other_taxes/financial_sector/ftt_examples.pdf (20.11.2014).
3. *Press release; 3310th Council meeting; Economic and Financial Affairs*, Council of the European Union, EN 9273/14 (OR. en), PRESSE 242, PR CO 22, Brussels, 6 May 2014, s. 9, http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/press-data/en/ecofin/142513.pdf (12.05.2015).
4. Reuters, *EU's Moscovici sees financial transaction tax in place early 2017*, <http://uk.reuters.com/article/2015/07/08/us-eu-tax-idUKKCN0PI18N20150708> (10.07.2015).
5. World Federation of Exchanges, <http://www.world-exchanges.org/statistics> (10.08.2013).

OCENA KONDYCJI I METODY PREDYKCJI BANKRUCTWA BANKU

Paweł DEC

Wstęp

Banki od wielu lat określane są jako instytucje zaufania publicznego, co powinno przekładać się na pewność i spokój ich klientów odnośnie kondycji ekonomiczno-finansowej takich podmiotów. Tymczasem wyniki *Diagnozy społecznej 2013* pokazują, że 40% społeczeństwa ma zaufanie do banków komercyjnych, a 30% w ogóle nie darzy tych podmiotów zaufaniem (przy 30% braku zdania)¹. Wpływ na to mają niewątpliwie doświadczenia i wydarzenia – zarówno te zagraniczne, jak i krajowe – w całym sektorze, które dowiodły, że sektor ten jest narażony na takie samo realne ryzyko wystąpienia strat i zagrożenie bankrutwem, jakie występuje w innych branżach. Stąd też niezwykle istotne i użyteczne są wszelkie działania ograniczające je podejmowane przez organy nadzorujące działalność banków. Bezdyskusyjna jest także potrzeba nieustannego udoskonalania i adaptowania do aktualnych warunków ekonomicznych metodyki analizy kondycji banków. Rozwój oraz opracowywanie nowych narzędzi służących analizie sytuacji ekonomiczno-finansowej zarówno sektora, jak i poszczególnych banków są nieodzownym elementem funkcjonowania gospodarek na świecie.

¹ J. Czapiński, T. Panek, *Diagnoza społeczna 2013. Warunki i jakość życia Polaków*, Raport, Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej, Centrum Rozwoju Zasobów Ludzkich, Warszawa 2014, s. 345–346.

1. Analiza finansowa banków – główne aspekty teoretyczne

Banki są niezwykle podatne na różnego rodzaju wstrząsy w gospodarce². Konsekwencją takiego stanu rzeczy mogą być nie tylko przejściowe trudności danego banku, ale – jak pokazał chociażby ostatni kryzys finansowy – również jego upadłość.

Wyróżnia się zewnętrzne i wewnętrzne źródła zagrożeń, które mają wpływ na bieżącą i przyszłą działalność banku³. Do zewnętrznych źródeł, na które bank praktycznie nie ma wpływu, zalicza się:

- złą sytuację (lub coraz więcej symptomów ją przepowiadających) w gospodarce,
- kryzys gospodarczy krajowy bądź światowy,
- dużą konkurencję,
- złą sytuację właściciela (lub właścicieli banku),
- istotne problemy z pozyskaniem środków na zapewnienie płynności banku.

Z kolei do wewnętrznych źródeł, które wynikają bezpośrednio z działalności banku, zalicza się:

- utratę wypłacalności,
- utratę płynności,
- wysokie koszty działania banku (zwłaszcza porównując inne banki),
- złą jakość udzielanych kredytów,
- niskie kompetencje kierownictwa, a także pracowników banku,
- złą opinię na rynku,
- brak doświadczenia właścicieli w bankowości,
- wszelkiego rodzaju przestępstwa, oszustwa czy nadużycia popełniane przez pracowników banku lub osoby (firmy) współpracujących z bankiem.

W praktyce analiza finansowa banku jest sporządzana bardzo często. Najważniejszymi celami jej przygotowywania są⁴:

- okresowa ocena działalności banku, ujmowana kompleksowo i w przekroju poszczególnych sfer działania banku, w tym wskazanie obszarów wymagających ewentualnych działań naprawczych,

² J. Nowak, *Asymetryczne relacje banku i przedsiębiorstwa wobec zagrożenia upadłością*, Difin, Warszawa 2013, s. 172.

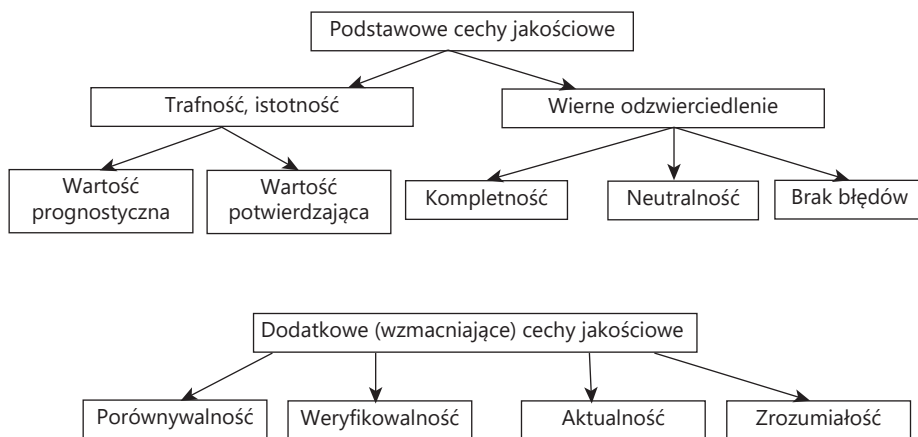
³ Por. www.bfg.gov.pl (15.08.2015).

⁴ E. Orechwa-Maliszewska, E. Worobiej, *Sprawozdawczość i analiza finansowa banku*, Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania, Białystok 2004, s. 76.

- ustalenie zmian sytuacji ekonomiczno-finansowej banku i określenie, jak wpływają na nie czynniki wewnętrzne i zewnętrzne,
- ustalenie odchyleń rzeczywiście osiągniętych wyników od planu oraz wyjaśnienie przyczyn i skutków takich odchyleń,
- określenie pozycji banku na tle innych banków (analiza porównawcza wyników konkurencyjnych banków),
- przygotowanie bazy informacyjnej do opracowywania planów operacyjnych, taktycznych i strategicznych,
- tworzenie podstaw do podejmowania określonych decyzji (dotyczących chociażby wysokości marż i prowizji).

Przy przeprowadzaniu analizy finansowej podmiotu niezwykle istotna jest jakość danych wykorzystywanych w tym celu. Najważniejsze cechy przydatnych danych zostały przedstawione na schemacie 1.

Schemat 1. Cechy jakościowe użytecznych informacji finansowych



Źródło: M. Marcinkowska, *Rachunkowość a stabilność finansowa*, w: *Stabilność finansowa*, red. M. Iwanicz-Drozdowska, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2014, s. 125.

Utrata zaufania do banku powoduje w pierwszej kolejności gwałtowne wycofywanie środków pieniężnych uprzednio tam ulokowanych (rachunki, lokaty). Z kolei z drugiej strony bank przecież nie może żądać wcześniejszej spłaty udzielonych kredytów. Stąd też taka sytuacja może skutkować utratą płynności finansowej przez bank, a następnie ogłoszeniem jego upadłości⁵.

⁵ W. Bień, H. Sokół, *Ocena sytuacji finansowej banku komercyjnego*, Difin, Warszawa 2000, s. 11–12.

Dlatego w literaturze przedmiotu definiowane są czynniki tworzące przejrzystość danego banku (zob. tabela 1).

Tabela 1. Czynniki tworzące przejrzystość banku

Raporty banku	Informacje prywatne	Rozpowszechnienie informacji	Instytucje
<ul style="list-style-type: none"> – raporty okresowe (sprawozdania finansowe i sprawozdania z działalności) – raporty bieżące – raporty nt. adekwatności kapitałowej – dobrowolne ujawnienia informacji 	<p>Informacje pozyskiwane przez uczestników rynku:</p> <ul style="list-style-type: none"> – bezpośrednie (prezentacje, konferencje naukowe i środowiskowe itp.) – pośrednie (informacje prasowe, raporty nadzoru, publikacje naukowe itp.) – <i>insider trading</i> 	<p>Kanały przekazywania informacji:</p> <ul style="list-style-type: none"> – publikacje – internet (własna strona) – internet (strony nadzorców, instytucji branżowych, analityków itp.) – bazy danych, wywiadowanie gospodarcze itp. 	<ul style="list-style-type: none"> – biegli rewidenci – agencje ratingowe – instytucje nadzorcze i regulacyjne (nadzór bankowy, nadzór nad rynkiem kapitałowym, bank centralny itp.) – analitycy rynkowi – media – giełdy

Źródło: M. Marcinkowska, *Rachunkowość...*, op.cit., s. 121.

Podobnie jak w przypadku oceny kondycji przedsiębiorstw, również banki można szybko ocenić posługując się w tym celu tak zwaną „szybką” analizą. Do jej etapów zalicza się⁶:

- ocenę ratingu banku – wystawionego przez daną agencję (zazwyczaj międzynarodową) dokonującą analizy i oceny standingów podmiotów gospodarczych (głównie tych z sektora finansowego),
- ocenę sumy bilansowej – określenie wielkości banku, a zatem czy jest zaliczany do dużych, małych itd.,
- ocenę poziomu kapitału własnego – czy jego wielkość dowodzi zdolności do absorbowania strat, a więc pośrednio również o wielkości i potencjale banku,
- analizę wyniku finansowego – pozwalającą dostrzec pierwsze sygnały o pogarszającej się kondycji banku,
- ocenę doświadczenia – uwzględnia się tu dotychczasową współpracę, porównując ją do współpracy z innymi bankami.

Zdarzeniami, które powinny zwrócić uwagę osoby (np. audytora czy analityka) dokonującej wstępnej oceny sprawozdań finansowych danego banku, są przede wszystkim⁷:

⁶ M. Iwanicz-Drozdowska, *Metody oceny działalności banku*, Poltext, Warszawa 1999, s. 56–57.

⁷ Zob. www.bfg.gov.pl (18.08.2015).

- w obszarze analizy pionowej:
 - wystąpienie straty (wysoka relacja straty do kapitałów własnych banku),
 - wysoka relacja kosztów do wyniku finansowego,
 - niski udział kapitałów własnych w pasywach,
 - ujemne przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej,
 - dodatnie przepływy środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej;
- w obszarze analizy poziomej:
 - spadek kapitałów własnych,
 - spadek przychodów,
 - wzrost kosztów,
 - spadek wyniku finansowego,
 - wzrost należności zagrożonych,
 - gwałtowne zmiany depozytów,
 - gwałtowne obniżanie się aktywów trwałych,
 - gwałtowny spadek albo wzrost zobowiązań wobec banków.

Analiza wskaźnikowa banku polega na obliczaniu wskaźników finansowych, a następnie porównanie ich z ustalonymi wartościami granicznymi. Ewentualny niski lub za wysoki poziom określonego wskaźnika ukierunkowuje analityka do podejmowania dodatkowych czynności sprawdzających i wyciągania odpowiednich wniosków. W tabeli 2 przedstawiono wskaźniki finansowe, które są najczęściej wymieniane przez autorów i ekspertów z tego obszaru.

Istotne w analizie wskaźnikowej danego banku jest zwracanie uwagi na takie aspekty jak:

- niespełnianie przez współczynnik wypłacalności wymogów prawa (współczynnik ten w banku musi przyjmować wartość co najmniej 8%, a w banku rozpoczynającym działalność operacyjną 15% w pierwszym roku działalności, a 12% w drugim roku działalności),
- niespełnianie przez wskaźniki płynności wymogów prawa,
- ujemne lub bliskie zera wskaźniki rentowności (np. ROA, ROE),
- przekraczające 100% lub bliskie tej wartości wskaźniki obciążenia,
- gorsze niż średnie w sektorze wskaźniki jakości należności,
- pogarszanie się relacji straty skumulowanej do kapitałów własnych banku,
- obserwowane pogarszanie się wskaźników w analizowanym przedziale czasowym.

Istotnymi czynnikami, które mogą wskazywać na pogarszającą się sytuację ekonomiczno-finansową banku, mogą być takie sygnały jak⁸:

⁸ Por. www.bfg.gov.pl (25.09.2015).

- zmiana strategii działania banku w kierunku bardziej agresywnej, a zatem narażonej na większe ryzyko,
- oprocentowanie lokat znacząco wyższe niż oferowane przez inne banki, co może początkować kłopoty z płynnością,
- wykluczenie z Krajowej Izby Rozliczeniowej SA – praktycznie jednoznaczne ostrzeżenie o problemach z płynnością,
- zmiany organizacyjne, w tym chociażby nieudolnie prowadzona restrukturyzacja,
- zmiana właściciela, często skutkuje zmianą strategii czy reorganizacją,
- pogorszenie ocen ratingowych,
- pojawiający się kryzys w kraju lub na świecie, szczególnie, jeśli dotyczy sektora finansowego, ma ogromny wpływ na działalność banku.

Tabela 2. Najczęściej stosowane wskaźniki w analizie finansowej banku

Wskaźnik	Opis
Wskaźnik rentowności aktywów ROA	wynik finansowy/aktywa ogółem
Wskaźnik rentowności kapitału własnego ROE	wynik finansowy/kapitał własny
Wskaźnik rentowności sprzedaży ROS	wynik finansowy/przychody
Wskaźnik poziomu kosztów	koszty/przychody
Wskaźnik obciążenia wyniku z działalności bankowej kosztami działania	koszty działania/wynik z działalności bankowej
Wskaźnik obciążenia wyniku działalności bankowej różnicą rezerw i aktualizacji	różnica rezerw i aktualizacji/wynik działalności bankowej
Wskaźnik udziału zysku netto w środkach pieniężnych działalności operacyjnej	zysk netto/środki pieniężne z działalności operacyjnej
Współczynnik wypłacalności	fundusze własne + kapitał krótkoterminowy/12,5 • całkowity wymóg kapitałowy
Wskaźnik płynności	aktywa płynne/zobowiązania bieżące
Wskaźnik płynności (wg MFV)	(środki pieniężne + należności od banków)/łączne zobowiązania
Wskaźnik płynności strukturalnej	środki pieniężne + należności od banków + papiery wartościowe/łączne zobowiązania
Wskaźnik udziału aktywów płynnych	aktywa płynne/aktywa ogółem
Współczynnik płynności krótkoterminowej	suma wartości podstawowej i uzupełniającej rezerwy płynności w dniu sprawozdawczym/wartość środków obcych niestabilnych
Wskaźnik relacji łatwo zbywalnych papierów wartościowych do depozytów sektora niefinansowego oraz sektora instytucji rządowych i samorządowych	łatwo zbywalne papiery wartościowe/depozyty sektora niefinansowego oraz sektora instytucji rządowych i samorządowych

Wskaźnik	Opis
Wskaźnik relacji lokat międzybankowych do depozytów międzybankowych	lokaty międzybankowe/suma aktywów
Wskaźnik udziału lokat międzybankowych w sumie bilansowej netto	lokaty międzybankowe/suma aktywów
Wskaźnik udziału depozytów międzybankowych w sumie bilansowej netto	depozyty międzybankowe/suma aktywów
Wskaźnik pokrycia aktywów niepiętnych funduszami własnymi	fundusze własne/aktywa niepiętne
Wskaźnik pokrycia należności kredytowych depozytami	zobowiązania wobec klientów/należności wobec klientów
Wskaźnik wydajności gotówkowej przychodów	środki pieniężne z działalności operacyjnej/przychody z działalności bankowej
Wskaźnik wydajności gotówkowej aktywów	środki pieniężne z działalności operacyjnej/aktywa przeciętne
Wskaźnik kreatywności	kredyty/depozyty
Wskaźnik jakości należności	należności zagrożone/należności ogółem
Wskaźnik udziału aktywów pracujących	aktywa pracujące/aktywa ogółem
Wskaźnik udziału należności normalnych w należnościach ogółem	należności normalne/należności ogółem
Wskaźnik udziału należności poniżej standardu w należnościach ogółem	należności poniżej standardu/należności ogółem
Wskaźnik udziału należności pod obserwacją w należnościach ogółem	należności pod obserwacją/należności ogółem
Wskaźnik udziału należności wątpliwych w należnościach ogółem	należności wątpliwe/należności ogółem
Wskaźnik udziału należności zagrożonych w należnościach ogółem	należności zagrożone/należności ogółem
Wskaźnik udziału należności straconych w należnościach ogółem	należności stracone/należności ogółem
Wskaźnik udziału należności z rozpoznaną utratą wartości w należnościach ogółem	należności z rozpoznaną utratą wartości/należności ogółem
Wskaźnik marży odsetkowej	wynik odsetkowy/aktywa odsetkowe
Wskaźnik rozpiętości odsetkowej	przychody odsetkowe/aktywa odsetkowe – (koszty odsetkowe/pasywa odsetkowe)
Wskaźnik efektywności zatrudnienia 1	aktywa ogółem/liczba etatów
Wskaźnik efektywności zatrudnienia 2	wynik z działalności bankowej/liczba etatów

Źródło: opracowanie własne na podstawie: E. Mioduchowska-Jaroszewicz, *Podstawy analizy finansowej banków i ubezpieczycieli*, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2008, s. 25–31; www.bfg.gov.pl (30.09.2015); J. Grzywacz, *Podstawy bankowości*, Difin, Warszawa 2006; M. Kędzior, J. Krasońska, *Analiza finansowa jako narzędzie oceny działalności banku*, „Zeszyty Naukowe”, nr 785, Uniwersytet Ekonomiczny, Kraków 2008, s. 70–74.

Odrębną grupę stanowią banki ważne systemowo, a zatem te, których upadłość mogłaby zachwiać stabilność całego sektora bankowego. Tym bankom

przypisano określenie „zbyt duży, by upaść” lub „zbyt ważny, by upaść”. Bowiern w przypadku wystąpienia problemów w tych bankach, powinny być automatycznie uruchamiane specjalne działania instytucji kontrolnych czy nadzorczych, mające na celu zapewnienie bezpieczeństwa sektora⁹. Od banków prowadzących działalność oczekuje się przede wszystkim utrzymania stabilności finansowej, a więc zdolności banku do zachowania płynności finansowej, pokrywania strat i ryzyka z jego funduszy własnych, a także przede wszystkim zachowania wypłacalności¹⁰. Dla ustalenia poziomu stabilności finansowej banku obliczane są wskaźniki przyjęte przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy. Są to następujące wskaźniki¹¹:

- Adekwatność kapitałowa:
 - relacja funduszy własnych do aktywów ważonych ryzykiem (współczynnik wypłacalności),
 - relacja funduszy podstawowych do aktywów ważonych ryzykiem,
 - relacja kredytów zagrożonych pomniejszonych o rezerwy do kapitałów.
- Jakość i struktura aktywów:
 - stosunek kredytów zagrożonych do kredytów ogółem (z podziałem na sektor niefinansowy i pozostałe sektory),
 - struktura kredytów dla sektora niefinansowego (z podziałem na kredyty dla gospodarstw domowych i kredyty dla przedsiębiorstw).
- Zyskowność:
 - zwrot z aktywów,
 - zwrot z funduszy podstawowych,
 - relacja wyniku odsetkowego do wyniku z działalności bankowej,
 - relacja kosztów operacyjnych do wyniku działalności bankowej,
 - stosunek wyniku odsetkowego do aktywów,
 - stosunek wyniku nieodsetkowego do aktywów.
- Płynność:
 - relacja aktywów płynnych do aktywów,
 - relacja aktywów płynnych do zobowiązań krótkoterminowych.
- Wrażliwość na ryzyko walutowe:
 - relacja otwartych pozycji walutowych netto do kapitałów.

⁹ Zob. P. Masiukiewicz, *Międzynarodowe bankructwa i afery bankowe*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2010.

¹⁰ J. Cichy, *Agencje ratingowe w procesie oceny kondycji finansowej banków*, w: *Zarządzanie instytucjami finansowymi w niestabilnym otoczeniu gospodarczym*, red. M. Capiga, G. Szustak, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Wydziałowe”, nr 171, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2013, s. 85.

¹¹ *Przegląd stabilności systemu finansowego*, NBP, Warszawa 2008, s. 49.

Ponadto w analizie stabilności finansowej wykorzystywane są miary wymienione w tabeli 3.

Tabela 3. Wybrane zmienne wykorzystywane w analizie stabilności finansowej

Sektor gospodarki	Miara	Znaczenie i interpretacja
Instytucje finansowe	(Realne) stopy procentowe	Koszt kredytu, wpływ na skłonność do oszczędzania i w rezultacie wpływ na popyt na usługi oferowane przez sektor finansowy. Wysoki poziom stóp procentowych sygnalizuje możliwości narastania ryzyka kredytowego (problem z bieżącą obsługą zobowiązań). Zbyt niski poziom (realnych) stóp procentowych może zaburzać efektywną alokację zasobów w gospodarce i prowadzić do powstawania baniek spekulacyjnych.
	Tempo wzrostu kredytu	Zbyt szybki wzrost może sugerować powstawanie baniek spekulacyjnych i nadmierny wzrost ryzyka kredytowego (oraz systemowego).
	Wielkość odpisów z tytułu utraty wartości aktywów (w szczególności straty kredytowe)	Wzrost strat, zmniejszenie buforów kapitałowych i płynnościowych, a w rezultacie pogorszenie rynkowych ocen wiarygodności mogą prowadzić do wzrostu awersji do ryzyka zarówno w transakcjach między instytucjami finansowymi, jak i w ich ofercie kierowanej do podmiotów niefinansowych (czego skutkiem może być np. ograniczenie podaży kredytów).
	Wskaźniki adekwatności kapitałowej	
	Wskaźniki płynności	
	Premie za ryzyko (kontrakty CDS, rynek niezabezpieczonych depozytów międzybankowych)	
	Ratingi instytucji finansowych	
Wskaźniki koncentracji i dywersyfikacji	Nadmierna koncentracja działalności (zwłaszcza znaczne podobieństwo pomiędzy poszczególnymi instytucjami finansowymi) może być sygnałem narastania ryzyka systemowego – rośnie wrażliwość wielu instytucji na te same negatywne zdarzenia.	

Źródło: T. Chmielewski, *Pomiar i ocena stabilności finansowej*, w: *Stabilność finansowa*, red. M. Iwanicz-Drozdowska, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2014, s. 21.

Komitet Bazylejski zaproponował wykorzystanie dwunastu wskaźników finansowych, które są pomocne przy identyfikowaniu i klasyfikowaniu globalnych banków ważnych systemowo. Bowiern to właśnie takie banki wśród instytucji finansowych mają największe znaczenie dla stabilności finansowej¹². Tabela 4 przedstawia te wskaźniki, na podstawie których wyliczany jest wskaźnik syntetyczny, pozwalający identyfikować banki ważne systemowo.

¹² M. Iwanicz-Drozdowska, B. Lepczyński, *Regulacje i nadzór...*, op.cit., s. 67.

Tabela 4. Wskaźniki służące do identyfikacji globalnych banków ważnych systemowo

Grupa wskaźników	Wskaźniki	Waga wskaźnika (w %)
Działalność transgraniczna	Należności transgraniczne	10,00
	Zobowiązania transgraniczne	10,00
Wielkość	Całkowita ekspozycja, zgodnie z definicją stosowaną we współczynniku dźwigni Bazylei III	20,00
Zależności w systemie finansowym	Aktywa w systemie finansowym	6,67
	Zobowiązania w systemie finansowym	6,67
	Wskaźnik finansowania hurtowego	6,67
Możliwość zastąpienia	Wartość przechowywanych aktywów	6,67
	Płatności dokonane i rozliczane w systemie płatniczym	6,67
	Wartość gwarantowanych transakcji na rynku dłużnym i akcyjnym	6,67
	Wartość nominalna derywatów OTC	6,67
Stopień skomplikowania	Aktywa poziomu 3 (wycena z zastosowaniem modeli) zgodnie z Bazylea III	6,67
	Wartość księgi handlowej i aktywów dostępnych do sprzedaży	6,67

Źródło: M. Iwanicz-Drozdowska, B. Lepczyński, *Regulacje i nadzór nad systemem bankowym oraz ich znaczenie dla stabilności finansowej*, w: *Stabilność finansowa...*, op.cit., s. 67.

Każda z grup wskaźników wyszczególnionych w tabeli 4 przeliczana jest tak, aby wartość jej udziału we wskaźniku syntetycznym wynosiła maksymalnie 1 (natomiast wskaźnik syntetyczny może wynosić maksymalnie 5). Ponadto instytucje nadzorujące działalność banków mogą wykorzystać dodatkowe wskaźniki, które mają za zadanie ułatwić proces klasyfikacji. Dzięki nim możliwe jest uwzględnienie pewnych nietypowych czynników, mających znaczenie dla globalnej stabilności finansowej, a które nie są ujmowane przez wymienione wskaźniki. Z kolei wskaźniki pomocnicze przedstawiono w tabeli 5.

Przygotowana przez Komitet Bazylejski lista banków ważnych systemowych zgodnie z założeniami ma być co 3–5 lat weryfikowana, tak aby uwzględniać zmiany, które następują i będą występować w sektorze bankowym (np. zmiany zakresu i skali działalności banków).

Banki na podstawie syntetycznego wskaźnika są klasyfikowane do jednej z pięciu podgrup o zróżnicowanej wielkości dodatkowego zabezpieczenia na pokrycie strat (tabela 6).

Tabela 5. Wskaźniki pomocnicze do oceny globalnych banków ważnych systemowo

Grupa wskaźników	Wskaźniki
Działalność transgraniczna	Relacja przychodów uzyskiwanych poza krajem do przychodów ogółem
	Udział transgranicznych aktywów i zobowiązań jako procent aktywów i zobowiązań ogółem
Wielkość	Przychody brutto lub netto
	Kapitalizacja giełdowa
Możliwość zastąpienia	Udział w rynku
	Wartość brutto transakcji <i>repo</i> , <i>reverse repo</i> , pożyczek papierów wartościowych, wyceniana rynkowo
	Wartość brutto transakcji derywatami OTC, wyceniana rynkowo
Stopień skomplikowania	Liczba krajów, w których działa bank

Źródło: M. Iwanicz-Drozdowska, B. Lepczyński, *Regulacje...*, op.cit., s. 68.

Tabela 6. Wysokość dodatkowego wymogu w zakresie zdolności do pokrywania strat

Przedział	Ocena	Minimalne dodatkowe pokrycie jako % wymogu kapitałowego
5	D–	3,5
4	C–D	2,5
3	B–C	2,0
2	A–B	1,5
1	Cut off –A	1,0

Źródło: M. Iwanicz-Drozdowska, B. Lepczyński, *Regulacje...*, op.cit., s. 69.

Zdaniem M. Iwanicz-Drozdowskiej i B. Lepczyńskiego „samo zwiększenie potencjału absorbowania strat nie musi oznaczać zwiększenia bezpieczeństwa globalnych banków ważnych systemowo”¹³. Niezbędny jest bowiem kompleksowy i wszechstronny monitoring działalności banków, przede wszystkim pod kątem wchodzenia na nowe czy nieuregulowane obszary. Działania Komitetu Bazylejskiego w tym aspekcie należy jednak ocenić pozytywnie. Wreszcie jest stworzone wstępne narzędzie do oceny sytuacji „dużych banków”, które może być namiastką systemu wczesnego ostrzegania przed upadłością takich banków. Dalszymi krokami powinny być prace nad objęciem taką oceną również średnich i mniejszych banków, a docelowo wszystkich banków. Wadą tej oceny (podobnie jak przeprowadzanych stress testów) jest analizowanie tylko wybranych banków.

¹³ M. Iwanicz-Drozdowska, B. Lepczyński, *Regulacje...*, op.cit., s. 70.

2. Systemy wczesnego ostrzegania przed upadłością banków

Modele wczesnego ostrzegania przed upadłością to narzędzia stosowane w ocenie sytuacji ekonomiczno-finansowej podmiotów gospodarczych, nie tylko umożliwiające prognozowanie zagrożenia bankructwem, ale także oceny zmian w kondycji analizowanych jednostek i oceny stopnia stabilności lub zmienności tej kondycji. Ukierunkowane są one przede wszystkim na wczesną identyfikację zagrożeń w działalności podmiotów gospodarczych, pełniąc przy tym funkcję drogowskazu, wyznaczającego dalsze działania, w tym szczegółowe kierunki analiz i badań¹⁴.

Bankowy Fundusz Gwarancyjny, który w 2011 roku wdrożył system wczesnego ostrzegania przed upadłością banku, wskazuje podstawowe cele działania takiego systemu¹⁵:

- identyfikacja obszarów, w których bank działa nieprawidłowo,
- ocena wpływu tych obszarów na funkcjonowanie całego banku,
- zestawienie poszczególnych elementów analizy w postaci zapewniającej połączenie cząstkowych wyników,
- wnioski i ocena sytuacji bieżącej oraz perspektyw dalszego rozwoju banku,
- porównanie ocen nadanych poszczególnym bankom i wnioski na temat kondycji całego sektora.

Model stworzony przez BFG dokonuje oceny banków w trzech głównych obszarach:

- efektywności,
- ryzyka kredytowego,
- adekwatności kapitałowej.

Ponadto ostateczna ocena zawiera także informacje poza sprawozdawcze, które dotyczą prowadzonych postępowań naprawczych w badanych bankach.

W obliczu obserwowanych w ostatnim okresie problemów finansowych niektórych banków spółdzielczych (m.in. niespełnienie przez sześć banków minimum kapitału założycielskiego, realizacja programu naprawczego przez

¹⁴ P. Dec, *Kompleksowy system wczesnego ostrzegania*, w: *Ryzyko w działalności przedsiębiorstw. Wybrane aspekty*, red. A. Fierla, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009, s. 79.

¹⁵ Por. Raport roczny BFG za 2012 rok, Raport roczny BFG za 2013 rok, www.bfg.gov.pl (25.09.2015).

dwa banki¹⁶, czy ostatnio ustanowienie zarządu komisarycznego w Spółdzielczym Banku Rzemiosła i Rolnictwa w Wołominie¹⁷), należy przypomnieć system wczesnego ostrzegania stworzony do oceny banków spółdzielczych działających w Polsce¹⁸. System ten bazował na analizie sześciu kluczowych wskaźników:

- 1) współczynnika wypłacalności,
- 2) wielkości funduszy własnych,
- 3) wskaźnika rentowności funduszy własnych,
- 4) wskaźnika pokrycia straty z lat ubiegłych zyskiem bieżącym,
- 5) wskaźnika pokrycia straty skumulowanej z lat poprzednich funduszami własnymi,
- 6) udziale należności zagrożonych w należnościach ogółem.

Na podstawie tych wskaźników i odpowiednim wagom punktowym im przyznawanych tworzony był ranking, który pozwalał klasyfikować badane banki w zależności od ich sytuacji ekonomicznej (od niezagrażającej do zagrażającej upadłością).

Istotnym aspektem oceny sytuacji i przyszłości banków jest niebezpieczeństwo wystąpienia paniki bankowej. Zdaniem niektórych autorów takie przewidywanie losów banku w panice bankowej może być jak przewidywania losów osób przekraczających drogę. Bardziej bowiem prawdopodobne jest uderzenie samochodu, którego pieszy nie widzi, niż uderzenie w sytuacji, kiedy osoba bardziej ostrożnie przechodzi przez ulicę¹⁹. Podobnie z predykcją kondycji banku, jeżeli opracowane, wdrożone, a co najważniejsze stosowane są narzędzia do oceny i prognozowania zagrożenia upadłością banku, to wówczas mniejsze jest prawdopodobieństwo wystąpienia zjawisk kryzysowych. Inne metody prognozowania upadłości banków zostały opisane w pracach Y. Demyanyk, I. Hasan²⁰, F.J. López-Iturriaga, Ó. López-de-Foronda, I.P. Sanz²¹, J.A. Tatomand,

¹⁶ *Informacja o sytuacji banków spółdzielczych i zrzeszających w 2014r.*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2015, s. 24.

¹⁷ Ustanowienie zarządu komisarycznego w Spółdzielczym Banku Rzemiosła i Rolnictwa w Wołominie, www.knf.gov.pl (11.08.2015).

¹⁸ M. Zaleska, *Prognozowanie upadłości banków na podstawie ich sprawozdawczości*, „Bezpieczny Bank” 2001, nr 3/4, s. 82.

¹⁹ G.P. Dwyer Jr., R.W. Hafer, *Bank Failures in Banking Panics: Risky Banks or Road Kill?*, Federal Reserve Bank of Atlanta, “Working Paper”, July 2001, no. 13, s. 21.

²⁰ Por. Y. Demyanyk, I. Hasan, *Financial Crises and Bank Failures: A Review of Prediction Methods*, Federal Reserve Bank of Cleveland, “Working Paper” 2009, no. 4, s. 14.

²¹ F.J. López-Iturriaga, Ó. López-de-Foronda, I.P. Sanz, *Predicting bankruptcy using neural networks in the current financial crisis: A study of U.S. commercial banks*, University of Burgos, “Working Papers”, November 2010, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1716204 (20.09.2015).

R. Houston²², a także S. Kasiewicz, W. Rogowskiego²³. Poniżej zostaną syntetycznie scharakteryzowane wybrane modele predykcji bankructwa banków.

2.1. Model G.A. Hanwecka

G.A. Hanweck w swoich badaniach nad upadłością banków wykorzystał model probitowy, w którym wartość prawdopodobieństwa określona jest dystrybuantą standardowego rozkładu normalnego²⁴. Autor modelu był zwolennikiem programu monitorowania procesu dochodzenia do upadłości (*bank screening*). Polegało to na śledzeniu całego procesu pogarszania sytuacji finansowej banku, aż do jego rzeczywistej upadłości. Autor wprowadził przy tym specyficzną kategorię technicznej niewypłacalności. Stworzony model bazował na danych ze 177 banków komercyjnych (z których 14 zaliczono do grupy upadłych) i miał następującą postać:

$$PF_t = f[\text{NOIA}_{t-1}, (\text{K/A})_{t-1}, \text{PCHNOI}_{t-1}, \text{PCHA}_{t-1}, (\text{L/K}_{t-1}), \text{LOGA}_{t-1}]$$

gdzie:

PF_t – prawdopodobieństwo upadłości banku w roku t ,

NOIA_{t-1} – zysk netto do aktywów w roku $t-1$,

$(\text{K/A})_{t-1}$ – kapitał do aktywów (wartości księgowe) w roku $t-1$,

PCHNOI_{t-1} – roczna stopa zmian w zysku netto w roku $t-1$,

PCHA_{t-1} – stopa zmian w całości aktywów (wartość księgowa) w roku $t-1$,

(L/K_{t-1}) – stosunek kredytów do kapitału (wartość księgowa) w roku $t-1$,

LOGA_{t-1} – logarytm naturalny z wartości aktywów w roku $t-1$.

Jednym z kluczowych wniosków z badań przeprowadzonych przez G.A. Hanwecka było wykazanie, że źle zaplanowane przychody banku (w większości przypadków przeszacowane przychody) powodowały zazwyczaj nadmierny wzrost akcji kredytowej, w następstwie której pojawiali się kredytobiorcy niezdolni do spłaty zaciągniętych kredytów. Stąd mógł nie występować realny wzrost ocze-

²² J.A. Tatomand, R. Houston, *Failure in the Commercial Banking Industry*, Networks Financial Institute, Indiana State University, USA, "Working Paper", December 2011.

²³ S. Kasiewicz, W. Rogowski, *Założenia teoretyczne i doświadczenia międzynarodowe w zakresie oceny i prognozowania zagrożenia banków upadłością*, „Bezpieczny Bank” 2006, nr 2(31).

²⁴ G.A. Hanweck, *Predicting Bank Failure*, „Board of Governors of the Federal Reserve System, Research Papers in Banking and Financial Economics”, November 1977. Cyt za S. Kasiewicz, W. Rogowski, *Założenia teoretyczne...*, op.cit., s. 16–17.

kiwanych przez bank dochodów. Pomimo pomijania przez model zmiennych o charakterze makroekonomicznym i regionalnym, to wykorzystane wskaźniki finansowe okazały się dobrymi predyktorami zagrożenia upadłością banku.

2.2. Model B. E. Erdogana

B.E. Erdogan testował najpierw grupę 20 wskaźników finansowych na grupie 42 tureckich banków komercyjnych (wyłączono banki państwowe i banki inwestycyjne)²⁵. Ostatecznie wybrał sześć wskaźników finansowych o największej mocy diagnostycznej. W badaniach wykorzystano natomiast model regresji liniowej. Funkcja F w modelu logitowym jest dystrybuantą rozkładu logistycznego²⁶:

$$P_i = F(x_i^T \beta) = \frac{1}{1 + \exp(-x_i^T \beta)} = \frac{\exp(x_i^T \beta)}{1 + \exp(x_i^T \beta)}$$

Gdzie:

$$x_i^T \beta = x_1 \beta_1 + x_2 \beta_2 \dots + x_m \beta_m + \beta_0 + \varepsilon$$

P_i – prawdopodobieństwo upadłości dla przedsiębiorstwa,

β – parametry modelu,

ε – czynnik losowy,

x_i – zmienna objaśniająca.

Wartości funkcji odwrotnej do F nazywa się logitami:

$$x_i^T \beta = F^{-1}(P_i) = \ln \frac{P_i}{1 - P_i}$$

Zmienną objaśnianą jest iloraz szans zajścia określonego zdarzenia (upadłości przedsiębiorstwa) i nie zajścia określonego zdarzenia (nie wystąpienia bankructwa firmy). Zmiennymi objaśniającymi mogą być na przykład wskaźniki finansowe.

²⁵ B.E. Erdogan, *Bankruptcy Prediction of Turkish Commercial Banks Using Financial Ratios*, "Applied Mathematical Sciences" 2008, vol. 2, no. 60, s. 2973–2982.

²⁶ M. Gruszczyński, *Modele i prognozy zmiennych jakościowych w finansach i bankowości*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2002, s. 18.

Finalna wersja modelu B.E. Erdogana miała następującą postać:

$$XB = -13,20738 + 0,626098 \cdot C2 - 2,169955 \cdot C12 + 9,429545E - 02 \cdot C14 + \\ + 5,528393E - 02 \cdot C16 + 2,361215E - 02 \cdot C17 - 1,704793 \cdot C19$$

gdzie:

$C2 = (\text{kapitał własny} + \text{przychody ogółem}) / (\text{depozyty} + \text{fundusze pozadepozytowe}),$

$C12 = \text{dochód (strata) netto/średni stan aktywów},$

$C14 = \text{dochód (strata) netto/średni udział kapitału obcego},$

$C16 = \text{dochody odsetkowe/koszty z tytułu odsetek},$

$C17 = \text{dochody pozaodsetkowe/koszty pozaodsetkowe},$

$C19 = \text{rezerwy na straty kredytowe/kredyty ogółem}.$

Model miał trafność klasyfikacji banków do grupy upadłych i nieupadłych wynoszącą 95%.

2.3. Model S. Cleary'a i G. Hebba

S. Cleary i G. Hebb przebadali upadłości 132 amerykańskich banków w latach 2002–2009²⁷. Autorzy wykorzystali informacje z bazy Bankscope, zawierającej dane (zarówno ilościowe, jak i jakościowe) z 12 lat dla ponad 30 000 instytucji finansowych (publicznych i prywatnych) na całym świecie. Dobrano także dla celów porównawczych taką samą próbę badawczą obejmującą banki, które nie upadły. Zdaniem autorów najbardziej użytecznymi danymi w prognozowaniu upadłości banków są dane związane z rentownością banków, adekwatnością kapitałową oraz jakością kredytów.

W badaniach posłużono się wieloczynnikową analizą dyskryminacyjną, pozwalającą przewidzieć z odpowiednim wyprzedzeniem czasowym bankrucstwo danego banku. Jest to metoda matematyczno-statystyczna umożliwiająca klasyfikować analizowany podmiot na podstawie danych historycznych do jednej z dwóch grup: wypłacalne lub niewypłacalne; klasyfikacja ta odbywa się na podstawie wartości krytycznej (*cut-off point*)²⁸.

Opracowany przez S. Cleary'a i G. Hebba model wykorzystuje zmienne mierzące ogólną kondycję finansową, poziom udzielonych kredytów, jakość

²⁷ S. Cleary, G. Hebb, *Bankruptcy Prediction for U.S. Banks*, http://world-finance-conference.com/papers_wfc2/424.pdf (10.10.2015).

²⁸ Por. Gruszczyński M., *Modele i prognozy...*, op.cit., s. 57.

udzielonych kredytów, adekwatność kapitałową oraz zależność od pozycji pozabilansowych.

Finalna postać modelu miała postać:

$$Z1 = \beta_0 + \beta_1 \text{Cash/TA} + \beta_2 \text{RE/TA} + \beta_3 \text{EQ/TA} + \beta_4 \text{ROA} + \beta_5 \text{Loans/TA} + \\ + \beta_6 \text{Loan Loss Reserves/Loans} + \beta_7 \text{Off-BS}$$

Gdzie:

Cash/TA – środki pieniężne/aktywa ogółem,

RE/TA – zyski zatrzymane/aktywa ogółem,

EQ/TA – kapitał własny/aktywa ogółem,

ROA – zysk netto/aktywa ogółem,

Loans/TA – kredyty/aktywa ogółem,

Loan Loss Reserves/Loans – rezerwy na stracone kredyty/kredyty,

Off-Balance Sheet/TA (Off-BS) = pozycje pozabilansowe/aktywa ogółem.

Sprawność modelu rozróżniania banków upadłych od niezagrożonych upadłością wyniosła 91,7%.

2.4 Modele predykcji bankructwa banków bazujące na sztucznych sieciach neuronowych

Sztuczne sieci neuronowe to modele matematyczne złożone z sieci węzłów obliczeniowych zwanych neuronami i ich połączeń, które naśladując działanie systemów biologicznych umożliwiają skuteczne rozwiązywanie określonych problemów badawczych²⁹.

Sztuczne sieci neuronowe bazują na działaniu neuronu, który posiada następujące cechy³⁰:

- zbiera na wejściu sygnały wejściowe zewnętrzne lub pośrednie, które pochodzą z wyjść innych neuronów,
- każdy sygnał ma przypisaną określoną wagę,
- istnieje pojedyncza wartość progowa, która decyduje o sile niezbędnej do pobudzenia,

²⁹ Zob. T. Cichoń, *Sieci neuronowe jako narzędzie zgłębiania danych*, w: *Metody i zastosowania badań operacyjnych*, red. M. Nowiński, Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu, Wrocław 2002, s. 10; E. Siemińska, *Metody pomiaru i oceny kondycji finansowej przedsiębiorstwa*, TNOIK, Toruń 2002, s. 238.

³⁰ T. Cichoń, *Sieci neuronowe...*, op.cit., s. 10.

- funkcja aktywacji przekształca pobudzenie (będące sumą iloczynów wag i sygnałów pomniejszoną o wartość progową) w sygnał wyjściowy.

Architektura sztucznych sieci neuronowych jest uzależniona głównie od rodzaju zgromadzonych danych na potrzeby analizy i sposobu ich przetwarzania³¹. Zmienną na wyjściu sieci neuronowej jest zmienna w okresie t , a zmienne na wejściu to zmienne z poprzednich okresów (np. $t-1$, $t-2$). Sieć neuronowa ma zatem za zadanie aproksymację obecnej wartości zmiennej przy wykorzystaniu wartości tej zmiennej z przeszłości.

Podstawowe rodzaje sieci neuronowych to³²:

- sieci jednokierunkowe – składające się z neuronów ułożonych w warstwach o jednym kierunku przepływu sygnałów i połączeniach międzywarstwowych jedynie między kolejnymi warstwami; sieci jednokierunkowe mogą być:
 - jednowarstwowe, które zawierają pojedynczą warstwę neuronów wyjściowych, bez neuronów ukrytych,
 - wielowarstwowe, które zawierają więcej niż jedną warstwę neuronów (taka sieć posiada warstwę wejściową, wyjściową, a także co najmniej jedną warstwę ukrytą),
- sieci rekurencyjne – posiadające co najmniej jedno sprzężenie zwrotne między warstwami wejściową, wyjściową oraz warstwami ukrytymi,
- sieci komórkowe – występujące w nich sprzężenia wzajemne między elementami przetwarzającymi dotyczą tylko najbliższego sąsiedztwa.

Podstawową wadą sieci neuronowych jest wysoki stopień złożoności techniki oraz wymóg wysoce rozwiniętej bazy informacyjnej i angażowania wysokiej klasy specjalistów³³. Ponadto istotną wadą sztucznych sieci neuronowych jest relatywnie niska przejrzystość i zrozumiałość wyników, zwłaszcza pod kątem logiki wyboru wskaźników i ich wpływu na uzyskiwane wyniki. Pod tym względem przewagę mają modele dyskryminacyjne. Modele bazujące na sieciach neuronowych mają bowiem typowe cechy „czarnej skrzynki”.

W porównaniu z metodami statystycznymi sztuczne sieci neuronowe nie wymagają założeń co do rozkładu statystycznego lub właściwości danych,

³¹ K.M. Fanning, K.O. Cogger, *A Comparative Analysis of Artificial Neural Networks Using Financial Distress Prediction*, “International Journal of Intelligent Systems in Accounting, Finance, and Management” 1994, vol. 3, s. 247.

³² J. Gajda, *Prognozowanie i symulacja a decyzje gospodarcze*, C.H. Beck, Warszawa 2001, s. 222.

³³ B. Prusak, *Budowa i ocena modeli prognozowania zagrożenia finansowego przedsiębiorstw*, w: *Zagrożenie upadłością*, red. K. Kuciński, E. Mączyńska, Instytut Funkcjonowania Gospodarki Narodowej, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2005.

i dlatego wydają się być bardziej użyteczne w praktyce. Inną zaletą sieci jest uwzględnianie nieliniowego podejścia, co jest niezwykle pomocne w trakcie dokładnej analizy złożonych zbiorów danych. Funkcja nieliniowości modeli bazujących na sztucznych sieciach neuronowych jest ważna, ponieważ dzięki niej można argumentować, że związek między czynnikami wyjaśniającymi i prawdopodobieństwa niewypłacalności jest nieliniowy.

Taki model prognozowania upadłości banków bazujący na sztucznych sieciach neuronowych został opracowany przez F.J. López-Iturriaga, Ó. López-de-Foronda, I.P. Sanz³⁴. Wykorzystali oni w tym celu dane komercyjnych banków z USA. Stworzony przez nich model bazuje na udoskonalonych zmiennych finansowych i uwzględniono tam zachodzące zmiany w ofercie banków oraz zmiany wskaźników makroekonomicznych. Zdaniem autorów model ten pozwolił wyjaśnić główne przyczyny bankructw banków w Stanach Zjednoczonych w 2009 roku. Zmienne o największej mocy predykcyjnej wskazały, że banki będące w trudnej sytuacji, prowadziły agresywną strategię, polegającą na zwiększaniu depozytów, a tym samym zwiększaniu kosztów odsetkowych. Ponadto w bankach zbyt duży odsetek stanowiły złe kredyty.

3. Stress testy banków w Europie

Europejski Urząd Nadzoru Bankowego (European Banking Authority, EBA) dokonując oceny sektora bankowego wykorzystuje między innymi testy odporności banków na sytuacje kryzysowe (tzw. stress testy)³⁵. Są to przeprowadzane symulacje mające na celu zbadanie stabilności europejskiego sektora bankowego oraz zidentyfikowanie banków wymagających dekapitalizowania i podjęcia wczesnych działań i kroków, gdy pogorszy się sytuacja sektora bankowego³⁶. Analizowane są zatem zachowania instytucji finansowych w niżej wymienionych mogących się wydarzyć scenariuszach takich jak:

³⁴ F.J. López-Iturriaga, Ó. López-de-Foronda, I.P. Sanz, *Predicting bankruptcies using neural networks in the current financial crisis: A study of U.S. commercial banks*, University of Burgos, "Working Papers", November 2010, s. 17, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=171620 (20.09.2015).

³⁵ Podobne testy warunków skrajnych dla sektora bankowego w Polsce przeprowadzane są przez Narodowy Bank Polski oraz Urząd Komisji Nadzoru Finansowego.

³⁶ P. Dec, P. Masiukiewicz, *Aplikacja stress testów w bankowości*, "Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia" 2012, vol. 46, no. 4, s. 569–577; P. Masiukiewicz, P. Dec, *Stress Tests in Banking – Main Theoretical and Practical Aspects*, "Indian Journal of Applied Research", July 2013, vol. 3, Issue 7.

- znaczące spowolnienie wzrostu gospodarczego,
- wystąpienie zaburzeń na rynkach finansowych,
- wzrost kosztów finansowania.

W roku 2011 pięć banków z Hiszpanii, dwa banki greckie i jeden bank austriacki nie zdało stress testów przeprowadzanych przez EBA. W sumie banki, które nie przeszły pozytywnie testów wymagały około 2,5 mld euro dokapitalizowania. Co również niepokojące, szesnaście banków w Unii Europejskiej zaliczyło stress testy zaledwie na poziomie minimalnym (5–6% CT1)³⁷.

Tabela 7. Stress testy w europejskich bankach w 2011 roku, których współczynnik wypłacalności Core Tier 1 był poniżej 6%

Bank	Państwo	Współczynnik Core Tier 1 (w %)
Österreichische Volksbank	Austria	4,5
Marfin Popilar Bank	Cypr	5,3
Norddeutsche Landsbank HSH Nordbank	Niemcy	5,6 5,5
EFG Eurobank Ergasias Piraeus Bank Group Agricultural Bank of Greece TT Hellenic Postbank	Grecja	4,9 5,3 -0,8 5,5
Banco Popolare	Włochy	5,7
Banco Comercial Espírito Santo Financial Group	Portugalia	5,4 5,1
Nova Ljubianska Banka	Słowenia	5,3
BFA-Bankia Banco Popular Espanol Banco de Sabadell Caixa d'Estalvis de Catalunya, Taragona i Manresa Caixa de Aforros de Galicia, Vigo, Ourense e Pontevedra Bankinter Grupo Banca Civica Banco Pastor Caixa d'Estalvis Unio de Caixes de Manlleu, Sabadell i Terrassa Grupp Caja3 Caja de Ahorros y M.P. de Ontinyent Caja de Ahorros del Mediterraneo	Hiszpania	5,4 5,3 5,7 4,8 5,3 5,3 5,6 3,3 4,5 4,0 5,6 3,0

Źródło: 2011 EU-Wide Stress Test Aggregate Report, The European Banking Authority, 15th July 2011, www.eba.europa.eu (10.07.2015).

³⁷ *European Banking Authority 2011. EU-Wide Stress Test, Aggregate Report, Brussels 2011, www.eba.europa.eu/EU-wide-stress-testing/2011/2011-EU (3.08.2015).*

Po publikacji raportu z wynikami stress testów w 2011 roku, eksperci z Europejskiego Urzędu Nadzoru Finansowego stwierdzili, że:

- na koniec 2010 roku co najmniej 20 z badanych banków osiągnęłyby współczynnik Core Tier 1 (CTR 1) poniżej 5%, a poziom niedoboru kapitałów w testowanych bankach wyniósłby prawie 27 miliardów euro, na szczęście nie uzyskano takich wyników tylko dzięki wzmożonym zachętom ze strony EBA, który ponaglał i dopingował banki do podwyższania kapitałów własnych z uwagi na planowane i zbliżające się stress testy,
- pomiędzy styczniem a kwietniem 2011 roku kapitały własne wzrosły (między innymi dzięki działaniom opisanym w powyższym punkcie) o około 50 miliardów euro.

Wytyczne Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego odnośnie banków, które nie przeszły stress testów, przewidywały także podjęcie zdecydowanych działań interwencyjnych przez nadzory finansowe bądź bankowe w tych krajach, w których siedziby miały te banki. Działania te w pierwszej kolejności zmierzać miały do jak najszybszego podniesienia kapitałów własnych zarówno w bankach, które uzyskały współczynnik CTR1 poniżej 5%, jak i w bankach, które uzyskały ten współczynnik zbliżony do tej wartości granicznej. Pod koniec 2011 roku EBA ponownie wezwał do dokapitalizowania poszczególne banki. Zmobilizowano również instytucje nadzorcze do kontrolowania i dyscyplinowania banków w celu podwyższenia kapitałów własnych. Taki wzrost wymaganych kapitałów mógł nastąpić także poprzez sprzedaż określonych aktywów, jak na przykład udziałów w innych bankach (umożliwia to mechanizm ustalania adekwatności kapitałowej). Istotnym wymogiem było również żądanie od banków, które nie zaliczyły stress testów, przygotowania programów zmierzających do poprawy wielkości wskaźnika CTR1.

Pierwsze przeprowadzane stress testy były krytykowane, między innymi za różne podejścia do szacowania ryzyka (zobacz tabela 8).

Co więcej, w jednej z poprzednich tur stress testów niektóre banki nie podawały pełnych danych, które były potrzebne do analizy, co zmniejszało ich wiarygodność u inwestorów³⁸. Zdaniem J. Chwedoruksa, prezesa banku Rothschild Polska inwestorzy uodpornili się już na wyniki prowadzonych stress testów, między innymi z uwagi na to, że cała operacja jest złożona i skomplikowana, a wyniki stress testów cały czas podlegają dyskusjom i różnym

³⁸ Zob. http://wyborcza.biz/biznes/1,100896,8178851,Niemieckie_banki_nie_ujawnily_informacji_do_stress_testow.html (24.09.2015).

interpretacjom³⁹. Testy choć pozwalają na pewną standaryzację oceny kondycji banków w Unii Europejskiej, to jednak wciąż zawierają za dużo uproszczeń i zbyt optymistycznych scenariuszy⁴⁰. W opinii zarządzających bankami stress testy z 2014 roku wymagały znacznie więcej danych, które musiały być przez banki dostarczone do analizy. To właśnie przygotowanie odpowiedniej jakości danych, stanowiło wyzwanie dla wielu banków (88% wskazań⁴¹). Stąd też banki powinny poprawić procesy (w tym również infrastrukturę IT) zbierania i przekazywania danych pod kątem zwiększenia ich wydajności, powtarzalności i automatyzacji. Bowiern bardziej skuteczne i zintegrowane systemy zarządzania ryzykiem wzmocnią sprawność działania banków i pozwolą im lepiej radzić sobie z dzisiejszymi licznymi wymogami regulacyjnymi.

Tabela 8. Testy warunków skrajnych – podstawowe niedoskonałości zaobserwowane przez Komitet Bazylejski

Obszar	Niedoskonałości w stosowaniu stress testów w praktyce
Zastosowanie stress testów w zintegrowanym zarządzaniu ryzykiem	Brak zaangażowania kierownictwa wyższego szczebla w procesy określania celów testów, opracowywania scenariuszy, podsumowywania wyników i ich implementacji w procedury podejmowania strategicznych decyzji. Stress testy przeprowadzane jako ćwiczenie odizolowane od obszarów biznesowych, zbyt niski poziom agregacji testów.
Metodyka testów	Przyjmowanie założenia o niezmienności historycznych zależności pomiędzy czynnikami ryzyka. Zbyt duże uzależnienie od danych historycznych nieuwzględniających możliwości poważnych zaburzeń.
Wybór scenariuszy Testowych	Scenariusze zbyt łagodne, niedowartościowujące zależności pomiędzy poszczególnymi pozycjami i rodzajami ryzyka.
Testy dotyczące produktów strukturyzowanych	Testy nie uwzględniały wystarczająco jakości instrumentów bazowych i ewentualnego obniżenia płynności na rynku tych produktów.

Źródło: J. Sokół, *Skuteczność stress-testów jako narzędzia pomiaru ryzyka*, „Wyzwania gospodarki globalnej Prace i Materiały Instytutu Handlu Zagranicznego Uniwersytetu Gdańskiego” 2012, nr 31, s. 440.

³⁹ Zob. <http://www.businessvoice.pl/artukul/j-chwedoruk-rothschild-nowe-stress-testy-w-europie-beda-bardziej-wiarygodne-od-poprzednich-rynki-na-razie-nie-obawiaja-sie-wynikow> (27.09.2015).

⁴⁰ Zob. <http://www.forbes.com/sites/raoulruparel/2014/10/27/european-bank-tests-not-as-stressful-as-hoped/print/> (27.09.2015).

⁴¹ Zob. <http://www.ft.com/fastft/241902/european-banks-say-stress-tests-more-demanding> (27.09.2015).

W październiku 2014 roku Europejski Urząd Nadzoru Bankowego ogłosił kolejne wyniki przeprowadzanych przez niego stress testów⁴². Ta edycja testów została przeprowadzona na podstawie scenariuszy makroekonomicznych, opracowanych przez Europejską Radę Ryzyka Systemowego (ESRB). Uwzględniały one główne czynniki ryzyka, mogące zagrozić stabilności finansowej banków. Były wśród nich:

- wzrost rentowności obligacji z powodu zmiany postrzegania ryzyka przez inwestorów,
- dalsze pogorszenie jakości kredytów w państwach z niskim wzrostem PKB,
- odwlekanie reform, co istotnie zmniejsza zaufanie do wypłacalności całego sektora publicznego,
- brak podejmowania niezbędnych działań w zakresie bilansów banków.

Wpływ powyższych zdarzeń i procesów na kondycję banków był zbadany poprzez ich oddziaływanie przede wszystkim na:

- ryzyko kredytowe,
- ryzyko rynkowe,
- ryzyko związane z posiadaniem aktywów sekurytyzowanych,
- ryzyko wypłacalności rządów,
- ryzyko finansowania banków na rynku.

W porównaniu z testami przeprowadzonymi w 2011 roku i uwzględniając ciągłą potrzebę wzmacniania kapitałowego banków w Unii Europejskiej, dokonano pewnych modyfikacji i udoskonaleń metody badania:

- przeprowadzono analizę i następnie poprawiono metodykę testów (m.in. poprzez ujednoczenie założeń, definicji),
- dodano przegląd jakości aktywów bankowych (*Asset Quality Review*, AQR) we wszystkich krajach UE, tak aby zapewnić przydatność i większą porównywalność danych na starcie testów,
- nałożono na odpowiednie organy (w tym zwłaszcza Europejski Bank Centralny) większą odpowiedzialność za przeprowadzane testy, z naciskiem na zapewnienie poprawności danych wejściowych i potwierdzenie wiarygodności wyników,
- wydłużono horyzont czasowy przeprowadzanych testów z dwóch do trzech lat,
- podniesiono zgodnie z *Capital Requirements Directive* (CRDIV) i *Capital Requirements Regulation* (CRR) wymóg dla współczynnika Common

⁴² *Results of 2014 EU-wide stress test*, Report, European Banking Authority, October 2014, <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/851779/2014%20EU-wide%20ST-aggregate%20results.pdf> (27.09.2015).

Equity Tier 1 (CET1) do 5,5% w 2014 roku, z 5% (poprzedni Core Tier 1) w 2011 roku.

W tej edycji testów ćwiczeniom poddano 123 banki z 22 krajów UE i Norwegii, których aktywa stanowiły w sumie około 28 bilionów euro na koniec 2013 roku (czyli więcej niż 70% łącznych aktywów bankowych w całej UE). Przy czym udział badanych podmiotów w krajowych sektorach bankowych wynosił co najmniej 50%, a korzystano z danych ze skonsolidowanych sprawozdań finansowych na koniec 2013 roku, wyłączając podmioty zależne, ale włączając inne banki z poszczególnych krajów UE.

W tych testach 25 europejskich banków uzyskało negatywne wyniki, z czego na 13 banków nałożono obowiązek przygotowania i wdrożenia programu naprawczego. Braki kapitałowe banków, które nie zaliczyły testów, oszacowano na poziomie 25 mld euro. Ponadto kredyty zagrożone w strefie euro wzrosłyby o 136 mld euro. Z kolei w scenariuszu szokowym średni współczynnik kapitałowy CET1 spadłby z poziomu 12,4% do 8,3% (a więc o 4 p.p.)⁴³.

Tabela 9. Banki z niedoborem kapitału według stress testów z 2014 roku

Lp.	Bank	Państwo	CET1 na starcie (w %)	CET1 po AQR (w %)	CET1 bazowy scenariusz	CET1 szokowy scenariusz	Niedobór kapitału (w mld euro)
1	Eurobank Ergasias	Grecja	10,6	7,8	2,0	-64	4,63
2	Monte dei Paschi di Siena	Włochy	10,2	7,0	6,0	-0,1	4,25
3	National Bank of Greece	Grecja	10,7	7,5	5,7	-0,4	3,43
4	Banca Carige	Włochy	5,2	3,9	2,3	-2,4	1,83
5	Co-operative Central Bank	Cypr	-3,7	-3,7	-3,2	-8,0	1,17
6	Banco Comercial Portugues	Portugalia	12,2	10,3	8,8	3,0	1,14
7	Bank of Cyprus	Cypr	10,4	7,3	7,7	1,5	0,92
8	Oesterreichische Volksbanken- -Verbund	Austria	11,5	10,3	7,2	2,1	0,86
9	Permanent tsb	Irlandia	13,1	12,8	8,8	1,0	0,85
10	Veneto Banca	Włochy	7,3	5,7	5,8	2,7	0,71
11	Banco Popolare	Włochy	10,1	7,9	6,7	4,7	0,69

⁴³ Stress testy i badanie jakości aktywów sektora bankowego 2014, <http://zbp.pl/wydarzenia/archiwum/komentarze/2014/pazdziernik/stress-testy-i-badanie-jakosci-aktywow-sektora-bankowego-2014> (25.09.2015).

Lp.	Bank	Państwo	CET1 na starcie (w %)	CET1 po AQR (w %)	CET1 bazowy scenariusz	CET1 szokowy scenariusz	Niedobór kapitału (w mld euro)
12	Banca Popolare di Milano	Włochy	7,3	6,9	6,5	4,0	0,68
13	Banca Popolare di Vicenza	Włochy	9,4	7,6	7,5	3,2	0,68
14	Piraeus Bank	Grecja	13,7	10,0	9,0	4,4	0,66
15	Banca Piccolo Credito Valtellinese	Włochy	8,8	7,5	6,9	3,5	0,38
16	Dexia	Belgia	16,4	15,8	10,8	5,0	0,34
17	Banca Popolare di Sondrio	Włochy	8,2	7,4	7,2	4,2	0,32
18	Hellenic Bank	Cypr	7,6	5,2	6,2	-0,5	0,28
19	Munchener Hypothekenbank	Niemcy	6,9	6,9	5,8	2,9	0,23
20	AXA Bank Europe	Belgia	15,2	14,7	12,7	3,4	0,20
21	C. R. H. – Caisse de Refinancement de l'Habitat	Francja	5,7	5,7	5,7	5,5	0,13
22	Banca Popolare dell'Emilia Romagna	Włochy	9,2	8,4	8,3	5,2	0,13
23	Nova Ljubljanska banka	Słowenia	16,1	14,6	12,8	5,0	0,03
24	Liberbank	Hiszpania	8,7	7,8	8,5	5,6	0,03
25	Nova Kreditina Banka Maribor	Słowenia	19,6	15,7	12,8	4,4	0,03
Ogółem			10,0	8,4	7,2	2,1	24,62

Źródło: *Results of 2014 EU-wide stress test*, Report, European Banking Authority, October 2014, <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/851779/2014%20EU-wide%20ST-aggregate%20results.pdf> (24.09.2015).

W roku 2014 stress testom poddano następujące polskie⁴⁴ banki:

1. Alior Bank S.A.
2. Bank BPH S.A.
3. Bank Handlowy w Warszawie S.A.
4. Bank Ochrony Środowiska S.A.
5. Getin Noble Bank S.A.
6. PKO Bank Polski S.A.

⁴⁴ Pomijane są tu kwestie właścicielskie, są to banki prowadzące na szeroką skalę działalność w Polsce.

Problemy miały dwa banki Getin Noble Bank (w scenariuszu bazowym CET1 = 7,9% przy minimum 8%) oraz BNP Paribas Bank Polska (w scenariuszu szokowym osiągnął poziom współczynnika kapitałowego CET1 = 4,71% przy minimum wynoszącym 5,5%). Jednak już po przeprowadzeniu badania (czyli po 31 grudnia 2013 roku) w obydwu bankach podwyższono kapitał podstawowy (poprzez dodatkową emisję akcji lub zaliczenie do kapitału zysku roku bieżącego). Należy jeszcze podkreślić, że w badaniu EBA polski sektor bankowy uplasował na trzecim miejscu, tuż po Luksemburgu i Szwecji, ze średnim poziomem współczynnika CET1 na poziomie 12,25%⁴⁵. Może to niewątpliwie świadczyć o dobrej kondycji finansowej banków w Polsce.

4. Oceny ratingowe banków

Rating definiowany jest zazwyczaj jako syntetyczny wskaźnik, który określa stopień zaufania do państwa, podmiotu gospodarczego lub jednostki samorządu terytorialnego⁴⁶. Ratingi są również traktowane jako profesjonalne prognozy kondycji finansowych badanych podmiotów lub ich ewentualnej niewypłacalności. Rating oznacza niezależną i obiektywną oceną ryzyka kredytowego podmiotu posiadającego lub zaciągającego dług na rynku finansowym⁴⁷. Inaczej, jest to prawdopodobieństwo obsługi zadłużenia czy ewentualnej niewypłacalności⁴⁸. Rating jest zazwyczaj wyrażany odpowiednim symbolem według skali przyjętej przez daną agencję ratingową. Nadanie ratingu wymaga przeprowadzenia wszechstronnej analizy jego sytuacji finansowej z uwzględnieniem otoczenia, w którym działa dany podmiot.

Kategorie ratingowe dzielone są w literaturze przedmiotu na dwie główne grupy, a mianowicie na inwestycyjną (niskie lub umiarkowane ryzyko spłaty odsetek i kapitału) oraz spekulacyjną (wysokie ryzyko spłaty odsetek i kapitału). Do kategorii inwestycyjnych zaliczane są ratingi⁴⁹:

⁴⁵ Ibidem.

⁴⁶ D. Dziawgo, *Credit rating na międzynarodowym rynku finansowym*, PWE, Warszawa 2010, s. 85.

⁴⁷ W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 283–284.

⁴⁸ T. T. Kaczmarek, *Zarządzanie ryzykiem*, Difin, Warszawa 2010, s. 262.

⁴⁹ A. Herdan, J. Krasodomska, *Ocena agencji ratingowych a klasyfikacja wag ryzyka bankowego*, „Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Krakowie” nr 702, Kraków 2006, s. 180–181.

- Bardzo wysoki AAA – oznaczający bardzo wysoką zdolność do spłaty zobowiązań oraz odsetek.
- Wysoki AA+, AA, AA – oznaczający wysoką zdolność do spłaty zobowiązań oraz odsetek.
- Średni A+, A, A – wskazujący na możliwość obniżenia jakości długu w sytuacji pogorszenia koniunktury gospodarczej.
- Zadowolający BBB+, BBB, BBB – wskazujący na większą możliwość obniżenia jakości długu w sytuacji pogorszenia koniunktury gospodarczej. Do kategorii spekulacyjnych zalicza się ratingi:
 - Średni BB+, BB, BB – oznaczający średnią zdolność do spłaty zobowiązań.
 - Poniżej średniego: B+, B, B – oznaczający niewystarczającą gwarancję spłaty długu.
 - Niski CCC – wskazujący na istniejące zagrożenie spłaty długu wobec nie-sprzyjającej sytuacji gospodarczej.
 - Bardzo niski CC – wskazujący na duże zagrożenie braku spłaty długu.
 - Ryzykowny C – oznacza, że zagrożenie spłaty długu wynika z rozpoczętego lub przewidywanego postępowania upadłościowego wobec emitenta.
 - Bardzo ryzykowny D – wskazujący na niewiarygodność emitenta w związku z zaległościami w spłacie zobowiązań.Natomiast głównymi funkcjami ratingu są⁵⁰:
 - informacyjna – pozwalająca potencjalnym inwestorom ocenić emitenta oraz wybrać najkorzystniejszą ofertę na rynku,
 - marketingowa – dzięki wysokiemu ratingowi, firma zyskuje na wizerunku oraz prestiżu,
 - cenotwórcza – pozwalająca na określenie dodatkowej premii do ceny długu, w odniesieniu do rynkowych stóp procentowych.

Rynek usług ratingowych na świecie jest zdominowany przez trzy duże agencje o rodowodzie amerykańskim: Standard&Poor's, Moody's i Fitch. Stał ratingi nadawane przez te największe agencje stały się, z punktu widzenia inwestorów, podstawowym i niekwestionowanym wskaźnikiem bezpieczeństwa inwestycji⁵¹. W pierwszej dekadzie obecnego wieku rola agencji ratingowych na rynku ogromnie wzrosła. Jednocześnie zmieniła się relacja między agencjami oraz ich klientami. Na rynkach finansowych pojawiła się ogromna

⁵⁰ Ibidem, s. 177.

⁵¹ M. Kawecka, *Ocena standingu instytucji finansowej na podstawie jej sprawozdań finansowych*, „Bezpieczny Bank” 2012, nr 1(46), s. 40.

liczba instrumentów finansowych, które są emitowane przez ograniczoną liczbę graczy – głównie banki inwestycyjne.

W Polsce od kilku lat prowadzi działalność agencja Eurorating. Ratingi opracowywane przez nią są syntetycznymi ocenami ryzyka kredytowego, które dotyczą poszczególnych ocenianych podmiotów⁵². Ryzyko to określane jest w kategoriach bezwzględnych, czyli poziom ratingów poszczególnych podmiotów nie jest uzależniony od poziomu ratingów innych podmiotów. Zatem te ratingi nie mają charakteru rankingu porównawczego, a są ocenami przypisanymi do stałej skali ryzyka. Ratingi stanowią łączną szacunkową ocenę ryzyka poniesienia straty (tj. ostatecznej utraty części lub całości należności wraz z ewentualnymi odsetkami) przez wierzycieli ocenianego podmiotu w przypadku wystąpienia jego niewypłacalności. Jest to kombinacja szacowanego prawdopodobieństwa wystąpienia niewypłacalności ocenianego podmiotu oraz szacunkowego stopnia ostatecznej utraty należności przez jego wierzycieli, w sytuacji faktycznego wystąpienia niewypłacalności. To także ratingi długoterminowe, które określają wiarygodność finansową oraz ryzyko kredytowe ocenianego podmiotu w perspektywie do trzech kolejnych lat.

Według agencji Eurorating zaletami przeprowadzanej przez nią zewnętrznej i niezależnej oceny ryzyka instytucji finansowych (w tym głównie banków) są między innymi:

- wykorzystywanie profesjonalnej metodyki do ocena ryzyka upadłości banków,
- formalne zarejestrowanie działalności jako agencja ratingowa w Unii Europejskiej, która podlega nadzorowi Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (European Securities and Markets Authority, ESMA),
- cokwartalna weryfikacja przeprowadzanych ratingów,
- aktualność ratingów dzięki stałemu monitoringowi wydarzeń w sektorze bankowym,
- czytelność ratingów i ich użyteczność na temat kondycji ekonomiczno-finansowej ocenianych podmiotów, co pozwala zidentyfikować instytucje zbyt ryzykowne,
- duża liczba ocenianych banków pozwalająca na znaczne rozszerzenie spektrum instytucji finansowych, w których użytkownik ratingów może bezpiecznie lokować środki,

⁵² Zob. www.eurorating.pl (1.10.2015).

- przydatność ratingów przy ocenie atrakcyjności lokat w poszczególnych bankach oraz przy negocjacjach z bankiem ulokowania depozytów o dużej wartości,
- pomocność ratingów przy podejmowaniu racjonalnych i uzasadnionych decyzji dotyczących akceptowanego ryzyka w obszarze lokowania środków pieniężnych,
- odciążenie użytkowników ratingów w procesie analizy instytucji finansowych, przy jednoczesnym zachowaniu pełnego obiektywizmu procesu oceny ryzyka.

W procesie nadawania ratingów wykorzystywana jest zarówno analiza jakościowa, jak i ilościowa.

Tabela 10. Ocena ryzyka kredytowego w procesie nadawania i aktualizacji ratingu

Ocena ilościowa	Analiza jakościowa
<ul style="list-style-type: none"> – analiza sprawozdań finansowych (jeśli to możliwe – za dziesięć ostatnich lat, przy jednoczesnym uwzględnieniu najnowszych sprawozdań kwartalnych oraz prognoz wyników na przyszłość), dokonywana m.in. za pomocą scoringowych modeli oceny ryzyka kredytowego dostosowanych do specyfiki poszczególnych branż – ocena stabilności wskaźników finansowych – dynamika i kierunek zmian podstawowych wartości charakteryzujących kondycję firmy – analizy przepływów pieniężnych, istotnych z punktu widzenia wypłacalności przedsiębiorstwa – analiza porównawcza, która polega na ocenie poszczególnych parametrów oraz ogólnego profilu ryzyka przedsiębiorstwa w relacji do innych podmiotów stanowiących dla niego grupę odniesienia 	<p>Oceniane są czynniki, niepodlegające łatwiej kwantyfikacji i wymagające każdorazowo eksperckiej oceny, takie jak:</p> <ul style="list-style-type: none"> – ryzyko branży i otoczenia gospodarczego – wrażliwość na zmiany kursów walut i/lub cen surowców – uzależnienie od dostawców lub odbiorców – pozycja rynkowa firmy – model biznesu – jakość i innowacyjność produktów – doświadczenie i kwalifikacje kadry kierowniczej – stosowane zasady rachunkowości – jakość i wartość rynkowa aktywów – struktura właścicielska i prawdopodobieństwo wsparcia ze strony właścicieli w przypadku zaistnienia takiej potrzeby

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.eurorating.pl (10.10.2015).

Opis ryzyka kredytowego związanego z poszczególnymi klasami ratingów agencji Eurorating został przedstawiony w tabeli 11.

Opublikowany przez agencję rating banku jest wskazówką na temat jego kondycji ekonomiczno-finansowej, który z założenia ma przynosić korzyści dla samego banku, a także jego użytkownika⁵³. W przypadku osiągnięcia wysokiego ratingu przez dany bank, zachęca to inwestorów do bezpiecznego

⁵³ J. Cichy, *Agencje ratingowe w procesie oceny kondycji finansowej banków*, w: *Zarządzanie instytucjami finansowymi w niestabilnym otoczeniu gospodarczym*, red. M. Capiga,

lokowania wolnych środków pieniężnych i chroni przed potencjalną utratą kapitału w tym banku. Ponadto wysoki rating oznacza bezpieczniejszą strukturę finansowania, przez co bank może proponować niższe oprocentowanie kredytów. Jednak najważniejszą zaletą ratingu jest wyręczenie ich odbiorców w przeprowadzaniu żmudnych i czasochłonnych analiz ekonomiczno-financebanku, a tym samym ułatwienie podejmowania decyzji, która dotyczy akceptowalnego ryzyka w obszarze inwestycyjnym.

Tabela 11. Ratingi stosowane przez agencję Eurorating

Grupa	Rating	Opis ryzyka kredytowego
Poziom inwestycyjny	AAA	Znikomy poziom ryzyka kredytowego. Wiarygodność finansowa na najwyższym poziomie. Rating nadawany wyłącznie w przypadku wyjątkowo wysokiej zdolności do obsługi zobowiązań finansowych.
	AA+	Bardzo niski poziom ryzyka kredytowego. Wiarygodność finansowa na bardzo wysokim poziomie. Bardzo wysoka zdolność do obsługi zobowiązań. Niska podatność na niekorzystne warunki gospodarcze.
	AA	
	AA-	
	A+	Niski poziom ryzyka kredytowego. Wysoka wiarygodność finansowa i zdolność do obsługi zobowiązań. Przeciętna odporność na wpływ niekorzystnych warunków gospodarczych utrzymujących się przez dłuższy czas.
	A	
	A-	
	BBB+	Umiarkowane ryzyko kredytowe. Dobra wiarygodność finansowa i wystarczająca zdolność do obsługi zobowiązań w dłuższym terminie. Podwyższona podatność na utrzymujące się przez dłuższy czas niekorzystne warunki gospodarcze.
	BBB	
BBB-		
Poziom spekulacyjny	BB+	Podwyższone ryzyko kredytowe. Relatywnie niższa wiarygodność finansowa. Wystarczająca zdolność do obsługi zobowiązań w przeciętnych lub sprzyjających warunkach gospodarczych. Wysoki lub średni poziom odzyskania wierzytelności w przypadku wystąpienia niewypłacalności.
	BB	
	BB-	
	B+	Wysokie ryzyko kredytowe. Zdolność do obsługi zobowiązań uwarunkowana w dużym stopniu sprzyjającymi warunkami zewnętrznymi. Średni lub niski poziom odzyskania wierzytelności w przypadku wystąpienia niewypłacalności.
	B	
	B-	
	CCC	Bardzo wysokie ryzyko kredytowe. Bardzo niska zdolność do obsługi zobowiązań nawet w przypadku sprzyjających warunków gospodarczych. Niski lub bardzo niski poziom odzyskania wierzytelności w przypadku wystąpienia niewypłacalności.
	CC	
	C	
D	Ekstremalnie wysokie ryzyko kredytowe. Całkowity brak zdolności do obsługi zobowiązań. Bez dodatkowego wsparcia z zewnątrz poziom odzyskania wierzytelności bardzo niski lub bliski zeru.	

Źródło: www.eurorating.pl (11.10.2015).

Agencja Eurorating publikuje cykliczne ratingi banków. W tabeli 12 zaprezentowano oceny według stanu na 7 października 2015 roku.

Tabela 12. Banki uszeregowane według rosnącego ryzyka kredytowego (stan na 7.10.2015)

Bank	Rating	Perspektywa
Bank Handlowy S.A.	A-	stabilna
Bank Pekao S.A.	A-	stabilna
BGK	A-	stabilna
PKO BP S.A.	A-	negatywna
ING Bank Śląski S.A.	BBB+	stabilna
BZ WBK S.A.	BBB+	negatywna
Bank BGŻ BNP Paribas S.A.	BBB	stabilna
Credit Agricole Bank Polska S.A.	BBB	stabilna
Deutsche Bank Polska S.A.	BBB	negatywna
mBank S.A.	BBB	negatywna
DNB Bank Polska S.A.	BBB-	stabilna
BOŚ S.A.	BBB-	negatywna
Raiffeisen Bank Polska S.A.	BBB-	negatywna
Santander Consumer Bank S.A.	BBB-	negatywna
Alior Bank S.A.	BB+	stabilna
Bank Pocztowy S.A.	BB+	stabilna
FM Bank PBP S.A.	BB+	stabilna
Plus Bank S.A.	BB+	stabilna
Bank BPH S.A.	BB+	negatywna
Bank Millennium S.A.	BB	negatywna
SGB-Bank S.A.	BB-	stabilna
Getin Noble Bank S.A.	B+	negatywna
Bank Polskiej Spółdzielczości S.A.	CCC	negatywna

Źródło: www.eurorating.pl (7.10.2015).

Autor przeprowadził badania własne mające na celu przeanalizowanie nadanych ratingów⁵⁴ dla pięciu banków (dobór celowy) notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Porównano je analizując ceny akcji (ceny zamknięcia dokładnie z dni nadawania ratingów) i zmiany PKB (zmiany roczne, ogłaszane w każdym kwartale). Celem badań było wykazanie ewentualnego związku pomiędzy nadawanymi ratingami a zmianami cen akcji i PKB.

⁵⁴ Ratingom przypisano wagi od 0 przy ocenie D do 19 przy ocenie AAA.

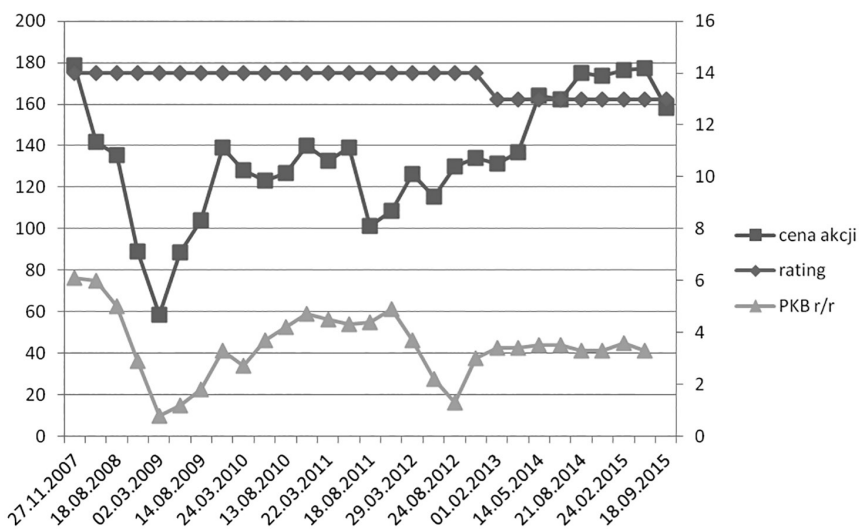
Tabela 13. Ratingi Banku Pekao S.A.

Rating	Perspektywa	Data
A-	stabilna	18.09.2015
A-	stabilna	29.05.2015
A-	stabilna	24.02.2015
A-	stabilna	18.11.2014
A-	stabilna	21.08.2014
A-	stabilna	27.06.2014
A-	stabilna	14.05.2014
A-	stabilna	23.05.2013
A-	stabilna	01.02.2013
A	stabilna	30.11.2012
A	stabilna	24.08.2012
A	stabilna	31.05.2012
A	stabilna	29.03.2012
A	stabilna	25.11.2011
A	stabilna	18.08.2011
A	stabilna	24.05.2011
A	stabilna	22.03.2011
A	stabilna	22.11.2010
A	stabilna	13.08.2010
A	stabilna	07.06.2010
A	stabilna	24.03.2010
A	stabilna	18.11.2009
A	stabilna	14.08.2009
A	stabilna	25.05.2009
A	stabilna	02.03.2009
A	stabilna	26.11.2008
A	stabilna	18.08.2008
A	stabilna	26.05.2008
A	stabilna	27.11.2007

Źródło: www.eurorating.pl (8.10.2015).

W przypadku banku PEKAO S.A. współczynnik korelacji pomiędzy zmianami ratingu a zmianami cen akcji wyniósł $-0,63$, a pomiędzy ratingiem a PKB $0,044$. O ile zatem pomiędzy ratingiem a zmianą PKB nie zaobserwowano związku liniowego, to pomiędzy ratingiem a zmianami cen akcji zaobserwowano umiarkowaną zależność.

Wykres 1. Analiza ratingu banku PEKAO S.A.



Źródło: opracowanie własne.

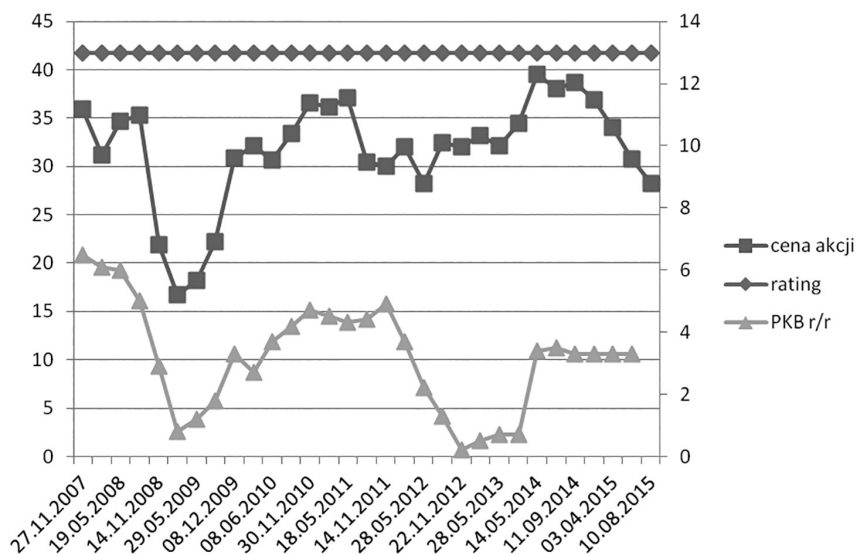
Tabela 14. Ratingi Banku PKO BP S.A.

Rating	Perspektywa	Data
A-	negatywna	10.08.2015
A-	stabilna	29.06.2015
A-	stabilna	03.04.2015
A-	stabilna	21.11.2014
A-	stabilna	11.09.2014
A-	stabilna	25.06.2014
A-	stabilna	14.05.2014
A-	stabilna	14.06.2013
A-	stabilna	28.05.2013
A-	stabilna	14.03.2013
A-	stabilna	22.11.2012
A-	stabilna	23.08.2012
A-	stabilna	28.05.2012
A-	stabilna	14.03.2012
A-	stabilna	14.11.2011
A-	stabilna	24.08.2011
A-	stabilna	18.05.2011

Rating	Perspektywa	Data
A-	stabilna	15.03.2011
A-	stabilna	30.11.2010
A-	stabilna	15.09.2010
A-	stabilna	08.06.2010
A-	stabilna	23.03.2010
A-	stabilna	08.12.2009
A-	stabilna	14.09.2009
A-	stabilna	29.05.2009
A-	stabilna	16.03.2009
A-	stabilna	14.11.2008
A-	stabilna	22.08.2008
A-	stabilna	19.05.2008
A-	stabilna	25.02.2008
A-	stabilna	27.11.2007

Źródło: Eurorating.pl (9.10.2015).

Wykres 2. Analiza ratingów banku PKO BP SA.



Źródło: opracowanie własne.

W przypadku banku PKO BP SA nie zaobserwowano zależności pomiędzy ratingiem a zmianami cen akcji czy PKB.

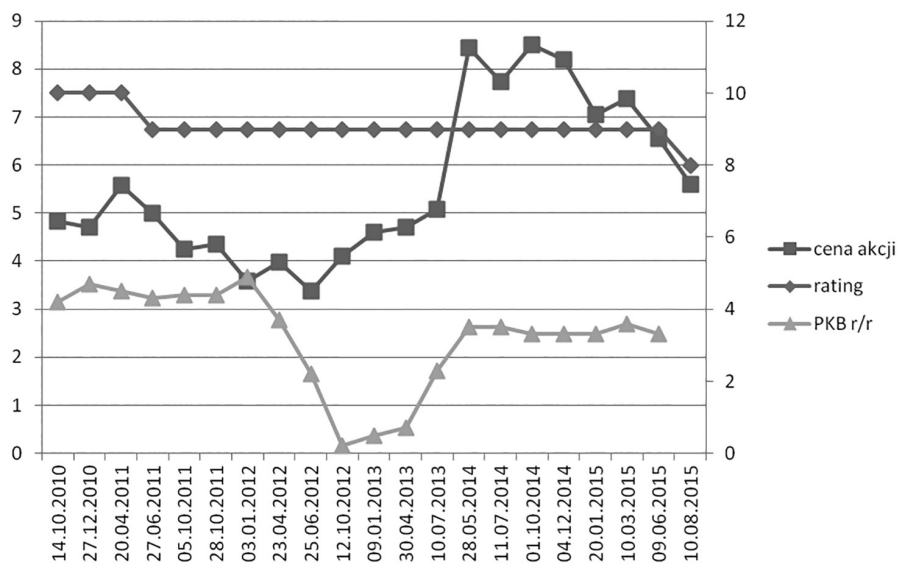
Tabela 15. Ratingi Banku Millenium S.A.

Rating	Perspektywa	Data
BB	negatywna	10.08.2015
BB+	negatywna	09.06.2015
BB+	negatywna	10.03.2015
BB+	negatywna	20.01.2015
BB+	stabilna	04.12.2014
BB+	stabilna	01.10.2014
BB+	stabilna	11.07.2014
BB+	stabilna	28.05.2014
BB+	stabilna	10.07.2013
BB+	stabilna	30.04.2013
BB+	stabilna	09.01.2013
BB+	stabilna	12.10.2012
BB+	stabilna	25.06.2012
BB+	stabilna	23.04.2012
BB+	stabilna	03.01.2012
BB+	stabilna	28.10.2011
BB+	stabilna	05.10.2011
BB+	stabilna	27.06.2011
BBB-	stabilna	20.04.2011
BBB-	stabilna	27.12.2010
BBB-	stabilna	14.10.2010

Źródło: www.eurorating.pl (5.10.2015).

W przypadku banku Millenium S.A. współczynnik korelacji pomiędzy zmianami ratingu a zmianami cen akcji wyniósł $-0,12$, a pomiędzy ratingiem a PKB $-0,38$. Zaobserwowano jedynie niewielką słabą zależność pomiędzy ratingiem a badanymi dwoma zmiennymi (ceny akcji, PKB).

Wykres 3. Analiza ratingów Banku Millenium S.A.



Źródło: opracowanie własne.

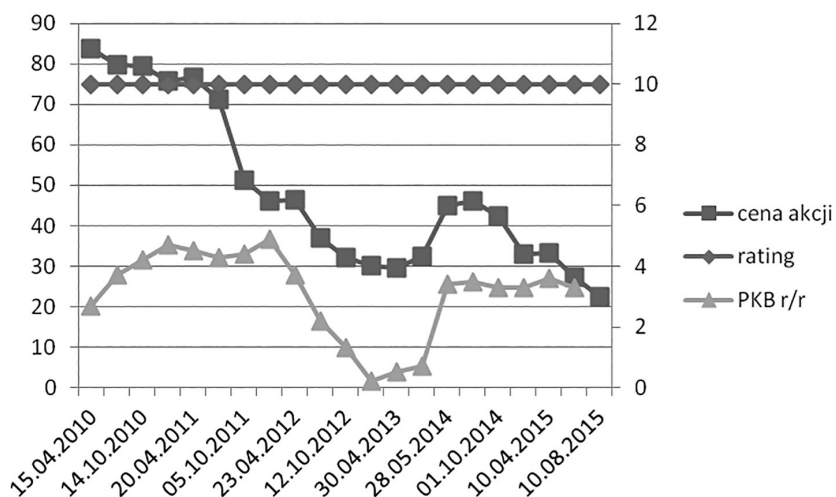
Tabela 16. Ratingi BOS Bank S.A.

Rating	Perspektywa	Data
BBB-	negatywna	10.08.2015
BBB-	stabilna	29.06.2015
BBB-	stabilna	10.04.2015
BBB-	stabilna	16.12.2014
BBB-	stabilna	01.10.2014
BBB-	stabilna	11.07.2014
BBB-	stabilna	28.05.2014
BBB-	stabilna	10.07.2013
BBB-	stabilna	30.04.2013
BBB-	stabilna	09.01.2013
BBB-	stabilna	12.10.2012
BBB-	stabilna	25.06.2012
BBB-	stabilna	23.04.2012
BBB-	stabilna	03.01.2012
BBB-	stabilna	05.10.2011
BBB-	stabilna	27.06.2011

Rating	Perspektywa	Data
BBB-	stabilna	20.04.2011
BBB-	stabilna	27.12.2010
BBB-	stabilna	14.10.2010
BBB-	stabilna	21.07.2010
BBB-	stabilna	15.04.2010

Źródło: Eurorating.pl (8.10.2015).

Wykres 4. Analiza ratingów BOS Banku S.A.



Źródło: opracowanie własne.

W przypadku BOS Banku nie zaobserwowano związku pomiędzy ratingiem a badanymi dwoma zmiennymi (cena akcji, PKB).

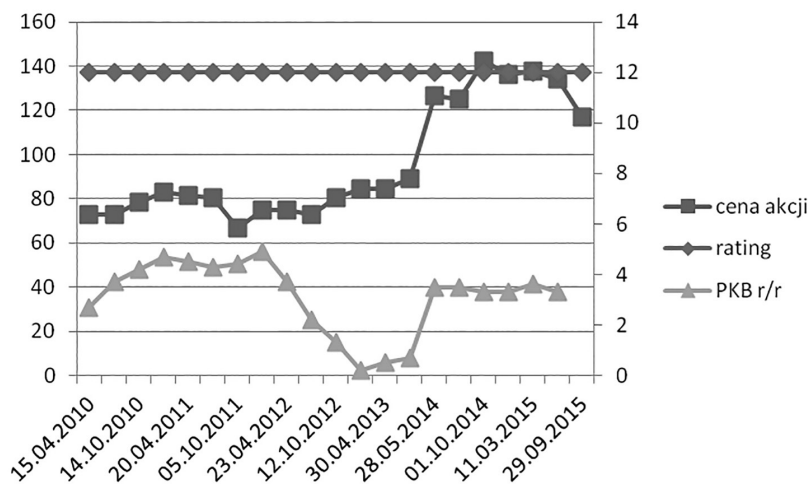
Tabela 17. Ratingi ING Banku S.A.

Rating	Perspektywa	Data
BBB+	stabilna	29.09.2015
BBB+	stabilna	09.06.2015
BBB+	stabilna	11.03.2015
BBB+	stabilna	16.12.2014
BBB+	stabilna	01.10.2014
BBB+	stabilna	11.07.2014

Rating	Perspektywa	Data
BBB+	stabilna	28.05.2014
BBB+	stabilna	10.07.2013
BBB+	stabilna	30.04.2013
BBB+	stabilna	09.01.2013
BBB+	stabilna	12.10.2012
BBB+	stabilna	25.06.2012
BBB+	stabilna	23.04.2012
BBB+	stabilna	03.01.2012
BBB+	stabilna	05.10.2011
BBB+	stabilna	27.06.2011
BBB+	stabilna	20.04.2011
BBB+	stabilna	27.12.2010
BBB+	stabilna	14.10.2010
BBB+	stabilna	21.07.2010
BBB+	stabilna	15.04.2010

Źródło: Eurorating.pl (8.10.2015).

Wykres 5. Analiza ratingów ING Banku SA.



Źródło: opracowanie własne.

W przypadku ING Banku nie zaobserwowano związku pomiędzy ratingiem a badanymi dwoma zmiennymi (ceny akcji, PKB).

Słabe zależności pomiędzy zmianami ratingu a cenami akcji czy PKB zaobserwowano zatem jedynie w przypadku dwóch banków (w przypadku jednego banku była to umiarkowana zależność).

Przeprowadzona analiza, wprawdzie dość okrojona i obciążona ograniczeniami statystycznymi, może być przyczynkiem do podjęcia dalszych (w tym m.in. wykorzystujących dużą próbę, inne wielkości i mierniki ekonomiczne) badań w tym zakresie.

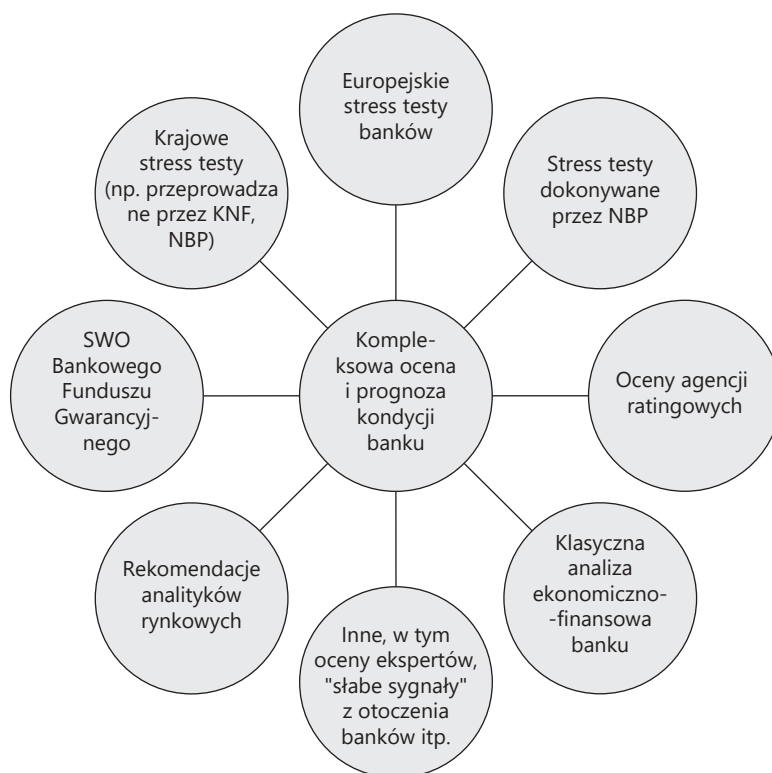
5. Zintegrowany system oceny i prognozy kondycji banków

W literaturze przedmiotu wymienia się wiele narzędzi do oceny kondycji finansowej banków (jak analizę finansową banku, modele predykcji bankructwa, ratingi). Ponadto instytucje nadzorcze (jak EBA czy KNF) dostarczają informacji na temat dobrej lub pogarszającej się (czy wręcz złej) kondycji danego banku. Funkcjonuje wiele podmiotów dokonujących oceny zarówno samego sektora bankowego, jak i podmiotów prowadzących tam działalność. Oczekiwany jest bowiem skuteczny nadzór i kontrola sytuacji ekonomiczno-finansowej banków przez odpowiednie instytucje i organy do tego powołane. Opracowane przez nie różne metody badawcze kondycji banków i ich ewentualnego zagrożenia upadłością zapewnić mają przede wszystkim stabilność sektora, a tym samym wspomagać utrzymywanie wysokiego poziomu zaufania klientów dla banków. Jednak wielość podmiotów dokonujących analizy kondycji banków powoduje, że oceny i raporty przekazywane przez nie są dostępne w różnych okresach, miejscach, co może utrudniać nie tyle dostęp do nich, a wyklarowanie jednoznacznej oceny sytuacji ekonomiczno-finansowej danego banku i predykcję ewentualnego zagrożenia jego upadłością. Stąd też celowe jest stworzenie Zintegrowanego Systemu Oceny i Prognozy Kondycji Banków (ZSOiPKB), który zawierałby kompleksową ocenę dotyczącą sytuacji ekonomiczno-finansowej banków. Model takiego systemu mógłby wyglądać zgodnie z przedstawionym schematem 2.

Przedstawiony na schemacie 2 model jest próbą integracji analiz i ocen banków, które są obecnie przeprowadzane przez różne podmioty. Celem jest uzyskanie syntetycznego miernika kondycji ekonomiczno-finansowej danego banku, który cechowałby się aktualnością i wysoką wiarygodnością. Otwartą kwestią jednak pozostaje, jaka instytucja mogłaby przygotowywać tak kompleksową ocenę i prognozę sytuacji finansowej danego banku. Idealna wręcz byłaby platforma internetowa, która zbierałaby i przetwarzała różne oceny.

Niewątpliwie byłyby to z jednej strony bardzo pożądana i użyteczna usługa (nie tylko przez klientów banków, ale również przez potencjalnych inwestorów), ale z drugiej strony od razu pojawiłyby się oczekiwania co do jej dokładności i transparentności.

Schemat 2. Zintegrowanego Systemu Oceny i Prognozy Kondycji Banków (ZSOiPKB)



Źródło: opracowanie własne.

Wnioski

Banki podobnie jak inne duże firmy finansowe wymagają obiektywnej kontroli i niezależnej oceny. Przy czym nie może to być ocena przypadkowa i doraźna, przeprowadzana w sytuacjach pokryzysowych i będąca niejako usprawiedliwieniem dla władz czy instytucji nadzorczych w zakresie zaniebdań. Zdecydowanie za wolno opracowywane są procedury i ramy takich kontroli, pozwalając przewidzianym do kontroli podmiotom odpowiednio się

do niej przygotować. Również wielce dyskusyjna pozostaje kwestia skupienia głównej uwagi na badaniu historycznych danych, a nie uwzględnianie szerokiej palety możliwości dostarczanej przez narzędzia analizy strategicznej. Brak również wspólnego działania różnych instytucji, naukowców, ekspertów w opracowywaniu i udoskonalaniu narzędzi (jak chociażby modele predykcji bankructwa) mogących znaleźć powszechne zastosowanie. Przeprowadzane w ostatnich latach stress testy także obarczone są poważnymi mankamentami, stąd uzasadniona jest ich krytyka, sprowadzająca się do określania ich żartobliwie „strescnikami”. Reputacja agencji ratingowych po ostatnim kryzysie zapoczątkowanym w 2007 roku również została poważnie nadszarpnięta, odzyskanie jej nie będzie takie proste.

To wszystko sprowadza się do dalszego poszukiwania skutecznych i możliwie jak najbardziej uniwersalnych rozwiązań w tym zakresie. Jednym z nich może być właśnie zaproponowany przez autora Zintegrowany System Oceny i Prognozy Kondycji Banków.

Bibliografia

1. Bień W., Sokół H., *Ocena sytuacji finansowej banku komercyjnego*, Difin, Warszawa 2000.
2. Dec P., Masiukiewicz P., *Aplikacja stress testów w bankowości*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia” 2012, vol. 46, no 4.
3. Demyanyk Y., Hasan I., *Financial Crises and Bank Failures: A Review of Prediction Methods*, Federal Reserve Bank of Cleveland, “Working Paper” 2009, no 4.
4. Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
5. Dwyer Jr G.P., Hafer R.W., *Bank Failures in Banking Panics: Risky Banks or Road Kill?*, Federal Reserve Bank of Atlanta, “Working Paper”, July 2001, no. 13.
6. Dziawgo D., *Credit rating na międzynarodowym rynku finansowym*, PWE, Warszawa 2010.
7. Erdogan B.E., *Bankruptcy Prediction of Turkish Commercial Banks Using Financial Ratios*, “Applied Mathematical Sciences” 2008, vol. 2, no. 60.
8. Fanning K.M., Cogger K.O., *A Comparative Analysis of Artificial Neural Networks Using Financial Distress Prediction*, „International Journal of Intelligent Systems in Accounting, Finance, and Management” 1994, vol. 3.
9. Gajda J., *Prognozowanie i symulacja a decyzje gospodarcze*, C.H. Beck, Warszawa 2001.

10. Gruszczyński M., *Modele i prognozy zmiennych jakościowych w finansach i bankowości*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2002.
11. Hanweck G.A., *Predicting Bank Failure*, "Board of Governors of the Federal Reserve System, Research Papers in Banking and Financial Economics", November 1977.
12. Herdan A., Krasodomska J., *Ocena agencji ratingowych a klasyfikacja wag ryzyka bankowego*, „Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Krakowie”, nr 702, Kraków 2006.
13. Iwanicz-Drozdowska M., *Metody oceny działalności banku*, Poltext, Warszawa 1999.
14. Kaczmarek T.T., *Zarządzanie ryzykiem*, Difin, Warszawa 2010.
15. Kasiewicz S., Rogowski W., *Założenia teoretyczne i doświadczenia międzynarodowe w zakresie oceny i prognozowania zagrożenia banków upadłością*, „Bezpieczny Bank” 2006, nr 2(31).
16. Kawecka M., *Ocena standingu instytucji finansowej na podstawie jej sprawozdań finansowych*, „Bezpieczny Bank” 2012, nr 1(46).
17. Masiukiewicz P., Dec P., *Stress Tests in Banking – Main Theoretical and Practical Aspects*, "Indian Journal of Applied Research", July 2013, vol. 3, Issue 7.
18. Masiukiewicz P., *Międzynarodowe bankructwa i afery bankowe*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2010.
19. *Metody i zastosowania badań operacyjnych*, red. M. Nowiński, Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu, Wrocław 2002.
20. Nowak J., *Asymetryczne relacje banku i przedsiębiorstwa wobec zagrożenia upadłością*, Difin, Warszawa 2013.
21. Orechwa-Maliszewska E., Worobiej E., *Sprawozdawczość i analiza finansowa banku*, Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania, Białystok 2004.
22. *Ryzyko w działalności przedsiębiorstw. Wybrane aspekty*, red. Fierla A., Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009.
23. Siemińska E., *Metody pomiaru i oceny kondycji finansowej przedsiębiorstwa*, TNOIK, Toruń 2002.
24. *Stabilność finansowa*, red. M Iwanicz-Drozdowska, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2014.
25. Tatomand J.A., Houston R., *Failure in the Commercial Banking Industry*, Networks Financial Institute, Indiana State University, USA, "Working Paper", December 2011.
26. *Zagrożenie upadłością*, red. K. Kuciński, E. Mączyńska, Instytut Funkcjonowania Gospodarki Narodowej, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2005.
27. Zaleska M., *Prognozowanie upadłości banków na podstawie ich sprawozdawczości*, „Bezpieczny Bank” 2001, nr 3/4.

28. *Zarządzanie instytucjami finansowymi w niestabilnym otoczeniu gospodarczym*, red. M. Capiga, G. Szustak, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Wydziałowe”, nr 171, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2013.

Akty prawne i dokumenty

1. Czapiński J., Panek T., *Diagnoza społeczna 2013. Warunki i jakość życia Polaków*, Raport, Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej, Centrum Rozwoju Zasobów Ludzkich, Warszawa 2014.
2. *Informacja o sytuacji banków spółdzielczych i zrzeszających w 2014r.*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2015.
3. *Przeгляд stabilności systemu finansowego*, NBP, Warszawa 2008.

Źródła internetowe

1. Cleary S., Hebb G., *Bankruptcy Prediction for U.S. Banks*, http://world-finance-conference.com/papers_wfc2/424.pdf (10.10.2015).
2. *European Banking Authority 2011. EU-Wide Stress Test, Aggregate Report*, Brussels 2011, www.eba.europa.eu/EU-wide-stress-testing/2011/2011-EU (10.07.2015).
3. <http://www.bfg.gov.pl> (30.09.2015).
4. <http://www.businessvoice.pl/artykul/j-chwedoruk-rothschild-nowe-stress-testy-w-europie-beda-bardziej-wiarygodne-od-poprzednich-rynki-na-razie-nie-obawiajasię-wynikow> (27.09.2015).
5. <http://www.euroring.pl> (1.10.2015).
6. <http://www.forbes.com/sites/raoulruparel/2014/10/27/european-bank-tests-not-as-stressful-as-hoped/print/> (27.09.2015).
7. <http://www.ft.com/fastft/241902/european-banks-say-stress-tests-more-demanding> (27.09.2015).
8. http://wyborcza.biz/biznes/1,100896,8178851,Niemieckie_banki_nie_ujawnily_informacji_do_stress_testow.html (24.09.2015).
9. López-Iturriaga F.J., López-de-Foronda O, Sanz I.P., *Predicting bankruptcy using neural networks in the current financial crisis: A study of U.S. commercial banks*, University of Burgos, “Working Papers”, November 2010, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1716204 (20.09.2015).
10. Results of 2014 EU-wide stress test, Report, European Banking Authority, October 2014, <http://www.eba.europa.eu/documents/10180/851779/2014%20EU-wide%20ST-aggregate%20results.pdf> (27.09.2015).
11. Stress testy i badanie jakości aktywów sektora bankowego 2014, <http://zbp.pl/wydarzenia/archiwum/komentarze/2014/pazdziernik/stress-testy-i-badanie-jakosci-aktywow-sektora-bankowego-2014> (25.09.2015).

NIEPEWNOŚĆ W ZARZĄDZANIU FINANSAMI PRZEDSIĘBIORSTWA

Hanna SOKÓŁ

Wstęp

Współczesna przestrzeń staje się coraz bardziej złożona i zmienna, a uwarunkowania funkcjonowania przedsiębiorstw wiążą się nie tylko z turbulencjami gospodarczymi, pułapkami iluzji i „czarnymi łabędziami” (rzadko „spotykane” zdarzenia, które są głównymi siłami rządzącymi światem)¹. Narzuca to na przedsiębiorstwa konieczność szybszego podejmowania decyzji opartych na umiejętności przewidywania przyszłości i przygotowania do funkcjonowania w zmieniających się warunkach. Radykalnie zmienia się otoczenie zewnętrzne, w którym funkcjonują przedsiębiorstwa. Przyczyn tych zmian można poszukiwać w procesie globalizacji światowej gospodarki, rozwoju zaawansowanych technologii, zmianach demograficznych i klimatycznych czy aktualnych konsekwencjach kryzysu finansowego. Globalizacja, szybkie zmiany, konkurencja, postęp technologiczny wymuszają ciągle dostosowywanie się przedsiębiorstw do nowego otoczenia. Globalna gospodarka stanowi coraz bardziej skomplikowany system naczyń połączonych. Jednocześnie na rynku globalnym dominuje niepewność, którą coraz szybciej i głębiej odczuwają przedsiębiorstwa. Powyższe zjawiska wymuszają na przedsiębiorstwach zmianę podejścia do zarządzania ryzykiem i niepewnością. W konsekwencji przedsiębiorstwa zmieniają sposoby podejmowania decyzji, modyfikują lub opracowują nowe strategie, modele biznesowe i koncepcje zarządzania. Na coraz bardziej konkurencyjnym rynku zarządzanie ryzykiem i niepewnością staje się jednym z kluczowych obszarów decyzji strategicznych przedsiębiorstwa.

¹ N. Taleb, *Ślepy traf. Rola przypadku w sukcesie finansowym*, Gdańskie Wydawnictwo Psychologiczne, Gdańsk 2006.

Ryzyko i niepewność towarzyszą każdemu przedsiębiorstwu, każdej podejmowanej decyzji, każdej działalności gospodarczej zawsze i wszędzie. Obserwacje z przeszłości umożliwiają określenie prawdopodobieństwa zaistnienia podobnych zdarzeń, nie dają jednak pewności co do ich wystąpienia i przebiegu. Oznacza to, że w warunkach ryzyka przedsiębiorstwa podejmują decyzje znając prawdopodobieństwo wystąpienia zdarzeń na podstawie informacji z przeszłości. W warunkach niepewności prawdopodobieństwo wystąpienia zdarzeń nie jest znane. Niepewność jako kategoria ekonomiczna nabiera coraz bardziej istotnego znaczenia w warunkach turbulencji, stale zmieniającej się gospodarki i coraz częstszych kryzysów.

1. Ryzyko a niepewność

Ryzyko i niepewność od zawsze towarzyszyły człowiekowi, choć nie zawsze były określane z nazwy. Zdarzenia o skutkach negatywnych uznawano za zdarzenia ponadnaturalne lub dzieło opatrności boskiej². Reakcją na ryzyko była modlitwa, ofiara lub akceptacja wszelkich zrządzeń losu. Negatywne skutki zdarzeń uzasadniano wynikiem przeznaczenia i skutkiem działalności sił znajdujących się poza kontrolą człowieka. Nie podejmowano prób pomiaru zdarzeń niepewnych wychodząc z przekonania, że są niemierzalne („coś” może się zdarzyć, ale nie wiadomo „co” i „kiedy”). Mimo postępu w wykorzystywaniu wyrafinowanych metod analizy niepewności nadal istnieją zwolennicy poglądu o niedostępnych siłach kształtujących nasze przeznaczenie.

W warunkach narastającej niepewności i zmienności otoczenia „Nie da się stworzyć sensownej ekonomii abstrahującej od nieprzewidywalności ludzkich reakcji na sygnały, informacje, polecenia, bodźce. (...) Rynek polega na tym, że jedni podejmują decyzje mniej, a drudzy bardziej trafne. Więc jedni zyskują więcej, a drudzy zyskują mniej albo tracą. Ale nawet gdyby wszyscy wiedzieli o rynku to samo i gdyby wszyscy tak samo myśleli, nie dałoby się stworzyć uniwersalnej reguły. Bo skoro nasze zachowania są wyznaczone przez wiedzę, którą posiadamy, to każdy postęp wiedzy musi zmieniać model, według którego przewidujemy zachowania rynku”³.

² A. Damodaran, *Ryzyko strategiczne. Podstawy zarządzania ryzykiem*, Wharton School Publishing, WAI, Warszawa 2009, s. 95–96.

³ *Ekonomia niepewności*. Z Romanem Frydmanem o tym, dlaczego ekonomiści wciąż się myślą, rozmawia Jacek Żakowski, „Polityka. Niezbędnik Inteligenta”, wyd. 14, nr 10(2644), 8.03.2008, s. 4, 7.

Ryzyko jest rezultatem decyzji, zakłada istnienie decydenta, zakłada wiedzę o możliwych konsekwencjach podejmowanego wyboru. Coraz częściej decyzji wymagają sytuacje określane jako stany niepewności. Stany niepewności dotyczą sytuacji, tj. zdarzeń, których skutki zależą od stanu świata, na który nie mamy wpływu. Zdarzenia są niepowtarzalne, zdobycie informacji jest niemożliwe i nie da się określić ich skutków. Niepewność jest kategorią niewymierną, nie można jej zmierzyć ilościowo, ma charakter jakościowy. Problemy globalnych kryzysów ekonomicznych, zatrutego środowiska, niebezpieczeństwo nuklearne, międzynarodowy terroryzm, grabieżcza eksploatacja zasobów naturalnych, innowacje biologiczne i techniczne, których następstwa trudno antycypować – to stosunkowo nowe troski społeczeństw działających w coraz większej niepewności.

Ryzyko definiowane jest jako możliwość wystąpienia nieprzewidzianych zdarzeń mających negatywny wpływ na wynik działalności, najczęściej zagrożenie poniesienia straty. Ryzyko jest to prawdopodobieństwo, że coś się nie uda, efekt przedsięwzięć, których wynik jest nieznan, odmienny od oczekiwanego, niepewny, problematyczny. Jest to sytuacja, gdy szkodliwy czynnik ryzyka może się pojawić, ale nie jest w pełni znany oraz przewidywalny⁴. Ryzyko odnosi się do przedsięwzięć, których wynik jest niepewny bądź, wątpliwy⁵. Ryzyko to możliwość sukcesu, ale także niepowodzenia, porażki czy straty. W odniesieniu do inwestycji to możliwość osiągnięcia wyniku inwestycji innego, niż oczekiwany⁶.

Ryzyko dotyczy każdego przedsiębiorstwa; każda decyzja gospodarcza obarczona jest ryzykiem bądź niepewnością. Różnice pomiędzy niepewnością a ryzykiem są istotne. Ryzyko dotyczy zdarzeń, które są skutkiem oddziaływania czynników zewnętrznych i wewnętrznych dla przedsiębiorstwa, może wynikać z błędów w realizacji czy złego zarządzania. Ostateczne efekty zdarzeń nie mogą być określone z całkowitą pewnością, ale można oszacować prawdopodobieństwo ich wystąpienia. W odniesieniu do zdarzeń, dla których prawdopodobieństwo nie jest znane lub nie można go oszacować, występuje niepewność.

Niepewność to brak zdecydowania, pewności i wiary w siebie, brak poczucia bezpieczeństwa i ufności w pomyślną przyszłość; niepokój towarzyszący oczekiwaniu na ważną decyzję⁷. Niepewność jest też rozumiana jako możliwość

⁴ *Słownik języka polskiego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.

⁵ K. Jajuga, *Teoretyczne podstawy zarządzania ryzykiem*, w: *Zarządzanie ryzykiem*, red. K. Jajuga, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 13–14.

⁶ K. Jajuga, *Wprowadzenie do inwestycji finansowych*, Komisja Nadzoru Finansowego, CEDUR, Warszawa 2009.

⁷ *Słownik współczesnego języka polskiego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.

powstania odchyłeń od zamierzonych efektów działania, przy czym odchylenia te nie mogą być przewidziane z żadnym określonym stopniem prawdopodobieństwa⁸. Niepewność definiowana jest jako stan, w którym przyszłe możliwości i szanse ich wystąpienia nie są znane. Pojęcie ryzyka stosowane jest w sytuacjach, gdy rezultat zdarzenia nie jest znany, ale możliwe jest zidentyfikowanie przyszłych sytuacji, oraz gdy znane lub możliwe do oszacowania jest prawdopodobieństwo zrealizowania się poszczególnych możliwości w przyszłości⁹.

W praktyce gospodarczej możliwe są sytuacje połączenia ryzyka i niepewności, tj. zdarzeń, dla których znany jest podstawowy rozkład prawdopodobieństwa, ale łączący się ze zdarzeniami nietypowymi np. „czarnymi łabędziami” czy niepewnością. Złożoność i zmienność praktyki gospodarczej, jej turbulentność, iluzje i „czarne łabędzie”, dostarczyły wielu przykładów zdarzeń, które potwierdzają istotne znaczenie zarówno niepewności, jak i ryzyka. W odniesieniu do niepewności nastąpił wzrost nieprzewidywalności przyszłości wynikający z radykalnie zmieniającego się otoczenia zewnętrznego. Nowe spojrzenie umożliwiło szersze spojrzenie na ryzyko i wypracowanie negatywnej i neutralnej koncepcja ryzyka. W negatywnej koncepcji, ryzyko określa się jako zagrożenie, stratę; koncepcja ta przyjmuje możliwość nieosiągnięcia zamierzonego celu. W neutralnej koncepcji, ryzyko to jednocześnie zagrożenie i szansa. Oznacza to, że realizowany wynik może być lepszy lub gorszy od spodziewanego; koncepcja ta przyjmuje, że istotą ryzyka jest możliwość uzyskania celu odmiennego od oczekiwań¹⁰.

Istotny jest związek przyczynowo-skutkowy między ryzykiem i niepewnością, gdyż ryzyko jest wynikiem niepewności. Gdy nie występuje niepewność nie ma ryzyka. Im większy jest zakres niepewności, tym wyższe jest ryzyko. Im większy jest zakres niepewności, tym większe ryzyko i odwrotnie – w miarę zmniejszania się czynników nieokreślonych i niepewnych, maleje również ryzyko. Im dłuższy jest horyzont czasowy, tym większa jest niepewność. Choć ryzyko i niepewność są trwałym elementem procesu decyzyjnego każdego przedsiębiorstwa, różnice pomiędzy niepewnością a ryzykiem nie są pojmowane tak samo przez wszystkich ekonomistów, tym samym dyskusja o ryzyku i niepewności nadal trwa. O. Lange uważał, że ekonomiści neoklasycznej szkoły

⁸ M. Wierzbińska, *Ryzyko w gospodarce rynkowej*, Wydawnictwo UMCS, Lublin 1996, s. 12.

⁹ T. Tyszka, T. Zaleśkiewicz, *Racjonalność decyzji. Pewność i ryzyko*, PWE, Warszawa 2001, s. 56.

¹⁰ *Zarządzanie ryzykiem*, red. K. Jajuga, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2009.

zamiast terminu ryzyko używali określenia niepewność¹¹. J.F. Sinkey Jr. określał ryzyko jako niepewność związaną z przyszłymi wydarzeniami lub wynikami decyzji¹². Z kolei K.J. Arrow traktował niepewność i ryzyko jako synonimy¹³, co może być zgodne z potocznym rozumieniem tych słów jako synonimów. Arrow wyróżnił zdarzenia wiążące się z niepewnością (gry hazardowe i ubezpieczenia), zdarzenia których nie da się wyjaśnić w rozsądny sposób (prawie zagwarantowane dochody, zmienne dochody z papierów wartościowych, przechowywanie nadmiernych zapasów) i zdarzenia, które mają luźny związek z niepewnością (efekt przedsiębiorczości). Zdefiniował niepewność jako „nieznajomość stanu świata”, „stan umysłu”. Jednocześnie unikał określenia związków między „stanem umysłu” a rzeczywistością zdarzeń, którym można przypisać prawdopodobieństwo. Nie zawsze jednak większa niepewność oznacza większe ryzyko. A.H. Willett uznaje ryzyko za zobiektyzowaną niepewność wystąpienia niepożądanego zdarzenia. Ryzyko zmienia się wraz z niepewnością, nie zaś ze stopniem prawdopodobieństwa¹⁴. I. Pfeffer uznaje, iż ryzyko jest kombinacją elementów hazardu i jest mierzone prawdopodobieństwem, niepewność zaś jest mierzona przez poziom wiary. Według niego ryzyko jest stanem świata, niepewność jest stanem umysłu¹⁵. Natomiast F.H. Knight utożsamiał niepewność z niemożnością podjęcia racjonalnej decyzji wobec braku informacji o przyszłych wydarzeniach. Uważał, że w praktyce gospodarczej dominują zdarzenia niepowtarzalne, którym nie można przypisać prawdopodobieństwa, czyli zdarzenia niepewne. Ryzyko definiował jako ewentualność odchylenia od stanu oczekiwanego lub planowanego i uznawał, że ryzyko występuje wówczas, gdy wynik danego działania lub decyzji może być określony za pomocą jednego z trzech rodzajów prawdopodobieństwa: matematycznego, statystycznego i szacunkowego. Gdy do określenia wyniku danego działania lub decyzji nie ma możliwości posłużenia się rachunkiem prawdopodobieństwa, mamy do czynienia z niepewnością. F.H. Knight wyróżnił niepewność mierzalną, która mierzona jest metodami statystycznymi, i nazwał ją ryzykiem, oraz niemierzalną, czyli niepewność *sensu stricto*. Prezentował stanowisko, że ryzyko jest mierzalną niepewnością, którą można opisać jako

¹¹ O. Lange, *Teoria programowania*, Dzieła, t. 6, PWE, Warszawa 1977, s. 254.

¹² J.F. Sinkey, *Commercial Bank Financial Management in the Financial Services Industry*, Macmillan Publishing Company, New York 1992, s. 391.

¹³ K.J. Arrow, *Eseje teorii ryzyka*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1979.

¹⁴ A.H. Willett, *The Economic Theory of Risk Insurance*, University of Pennsylvania Press, Philadelphia 1951, s. 6.

¹⁵ I. Pfeffer, *Insurance and Economic Theory*, Homewood, Illinois 1956, s. 42.

odchylenie od stanu planowanego i którą można zapisać przy użyciu rachunku prawdopodobieństwa. Uważał, iż istota działań przedsiębiorczych sprowadza się przede wszystkim do niepewności¹⁶. F.H. Knight podsumował, że niepewność winna być postrzegana odrębnie od pojęcia ryzyka, od którego to pojęcia nigdy nie została oddzielona. R. Dobbins, W. Frąckowiak oraz S.F. Witt określają ryzyko jako sytuację, w której co najmniej jeden z elementów składających się na nią nie jest znany, ale znane jest prawdopodobieństwo jego wystąpienia (może ono być wymierne albo tylko odczuwalne dla podmiotu)¹⁷. R. Jagiełło twierdzi, że ryzyko występuje, gdy dla określenia wyniku danego działania możliwe jest użycie prawdopodobieństwa. W przeciwnym wypadku przyjęło się mówić o występowaniu niepewności¹⁸. W. Tarczyński¹⁹ uznaje, że w praktyce ryzyko utożsamiane jest z niepewnością w procesie podejmowania decyzji. Wiąże się to z faktem, że decyzje dotyczą zazwyczaj przyszłości. Decyzje podejmowane są w warunkach niepewności i charakteryzują się tym, że nie można jednoznacznie przewidzieć konsekwencji dokonywanych wyborów. Zatem spodziewany zysk, jaki można osiągnąć przy uwzględnieniu różnych wariantów, może być zrealizowany z różnym prawdopodobieństwem. Niepewność powoduje więc, że zysk staje się zmienną losową²⁰. J. Podlewski uważa, że ryzyko jest to pojęcie, które określa sytuację wyboru przez decydenta jednej, spośród co najmniej dwóch opcji decyzyjnych, których prawdopodobieństwo zajścia może być zarówno niemożliwe do określenia, jak i określone z pewnym prawdopodobieństwem. Uważa, że niepewność jest stanem umysłu lub stanem ducha ujawnionym przez decydenta, który staje w obliczu dwóch lub więcej możliwości wyboru oraz kontynuuje, że pojęcie niepewności, z punktu widzenia ekonomii, nie powinno odnosić się do obiektywnie dokonywanego przez podmiot opisu środowiska²¹. R. Kendall twierdzi, że ryzyko to możliwość poniesienia uszczerbku lub straty²². Podczas gdy Z. Gil uważa, że ryzyko jest

¹⁶ H. Knight, *Risk, Uncertainty and Profit*, London 1993, s. 19–20, 245–246.

¹⁷ R. Dobbins, W. Frąckowiak, S.F. Witt, *Praktyczne zarządzanie kapitałami firmy*, PAAN-POL, Poznań 1992.

¹⁸ R. Jagiełło, *Charakterystyka, rodzaje i źródła ryzyka bankowego*, w: *Współczesna bankowość* red. M. Zaleska, Difin, Warszawa 2007.

¹⁹ A. Malina, B. Pawelek, S. Wanat, A. Zeliaś, *Statystyczne metody działalności gospodarczej oceny ryzyka*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków 1998.

²⁰ W podejściu W. Tarczyńskiego, kategoria zysku rozumiana jest szerzej, jako wynik finansowy podejmowanych decyzji, który może być zarówno dodatni, jak i ujemny.

²¹ Zob. <http://www.ryzykonomia.pl/2009/10/troche-teorii-ryzyka-nie-zaszko.html> (24.01.2015).

²² R. Kendall, *Zarządzanie ryzykiem dla menedżerów*, Wydawnictwo Liber Warszawa 2000.

stanem zagrożenia systemu mogącego doprowadzić do jego zniszczenia lub poważnych strat. Jest ono skutkiem zmian zachodzących w systemie lub jego otoczeniu²³. Według T.T. Kaczmarka ryzyko dotyczy zdarzeń, które trudno jest precyzyjnie określić lub nowych zdarzeń, które nastąpią w przyszłości. Oznacza to ujęcie ryzyka w odniesieniu do zdarzeń zachodzących poza decydem, ale w jego otoczeniu, a ryzyko jest skutkiem udziału decydenta. Ryzyko może być też skutkiem niebezpiecznych przedsięwzięć podjętych przez decydenta i charakteryzujących jego odwagę. „Pojęcie niepewności łączy się z przypadkowością i używa się go jako synonimu zawodności oraz wątpliwości wobec kogoś lub czegoś. Źródłem niepewności jest złożoność, nieokreśloność i nieciągłość zjawisk społecznych i ekonomicznych, co przekłada się na niepewność podmiotową, przedmiotową i strukturalną”²⁴.

Dla przedsiębiorstwa ważna jest przewidywalność zdarzeń i możliwość podjęcia decyzji. W tym kontekście można przyjąć, iż ryzyko jest skutkiem niepewności, ale jednocześnie niepewność jest jednym ze źródeł ryzyka. Ryzyko jest efektem decyzji. Wynika z wolnego wyboru, a nie z nieuchronności zdarzeń. Niepewność wymusza potrzebę działania, a więc wzmagą proces podejmowania decyzji, który jest obciążony ryzykiem²⁵.

Ryzyko jest rezultatem niepewności. Ryzyka nie ma tam, gdzie nie ma niepewności. Uświadomienie faktu niepewności przez przedsiębiorstwo przekształca się w ryzyko. Ryzyko jest funkcją niepewności. Im większa niepewność, tym wyższe ryzyko podejmowanych decyzji. Z wydłużaniem horyzontu czasu wzrasta niepewność. Różnica pomiędzy ryzykiem a niepewnością najczęściej wynika z obiektywnego charakteru ryzyka i subiektywnego charakteru niepewności. Do podstawowych różnic można zaliczyć²⁶:

- ryzyko można zmierzyć prawdopodobieństwem, niepewność poziomem wiary, czy dane zdarzenie może nastąpić,
- ryzyko występuje przy ograniczonej liczbie potencjalnych scenariuszy kształtowania się planowanych wielkości, niepewność zakłada możliwość zaistnienia każdego scenariusza, spośród ich nieskończonej liczby,

²³ Z. Gil, *Zarządzanie ryzykiem i antyryzykiem w działalności gospodarczej i społecznej*, Wydawnictwo Naukowe AGH, Kraków 2001.

²⁴ T.T. Kaczmarek, *Ryzyko i zarządzanie ryzykiem, ujęcie interdyscyplinarne*, Difin, Warszawa 2005, s. 49–52.

²⁵ I. Staniec, K.M. Klimczak, *Panorama ryzyka*, w: *Zarządzanie ryzykiem operacyjnym*, red. I. Staniec, J. Zawila-Niedźwiecki, C.H. Beck, Warszawa 2008, s. 14.

²⁶ P. Niedziółka, *Ryzyko rynkowe. Ryzyko operacyjne. Ryzyko płynności*, w: *Bankowość*, red. M. Zaleska, C.H. Beck, Warszawa 2013.

- rezultatem ryzyka jest określony poziom wielkości docelowej, niepewność skutkuje rezultatem niemającym istotnego związku z poziomem wielkości docelowej.

Na ryzyko i niepewność można również spojrzeć od strony stanu rzeczywistości (świata) i stanu umysłu. Ryzyko identyfikowane jest z poczuciem zagrożenia, stratą, niezrealizowaniem zamierzeń, celów. Niepewność identyfikowana jest z negatywnymi stanami umysłu (psychiki) np. niepokoju, dezorientacji; źródłem może być brak, niepełność, opóźnienie pozyskiwanych informacji, niewiedza. Niepewność można określić jako wątpliwość człowieka dotyczącą zdolności przewidywania, które z możliwych zdarzeń wystąpią.

Ryzyko występuje, gdy losowość daje się powiązać z prawdopodobieństwem – ma charakter obiektywny. Niepewność występuje, gdy zdarzeniom nie można przypisać prawdopodobieństwa – niepewność ma charakter subiektywny. Ryzyko ma wymiar ilościowy, ponieważ można je zmierzyć. Ale ryzyko jest mierzalne, gdy istnieje dostęp do informacji umożliwiających ocenę potencjalnych strat i zysków związanych z danym zdarzeniem. Niepewność ma wymiar informacyjny – jej przyczyną jest bariera dostępu do informacji lub niewiarygodność uzyskanych informacji; jest skutkiem braku informacji co do zmian otoczenia i braku wiedzy o relacjach przyczynowo-skutkowych zachodzących pomiędzy zmiennymi. Niepewność jest z jednej strony rezultatem dynamiki i nieprzewidywalności zmian zachodzących w otoczeniu. Z drugiej strony zmiany te powodują niepewność co do przyszłych warunków funkcjonowania przedsiębiorstw. Niepewność występuje również w odniesieniu do możliwych sposobów działania przedsiębiorstwa i skutków tych działań. Niepewność to powątpiewanie w zdolność do przewidywania rozwoju wydarzeń.

Znajomość przeszłości, znajomość rozkładu prawdopodobieństwa wynikająca z przeszłych zdarzeń umożliwia tylko w niektórych sytuacjach przewidywanie przyszłości, tj. możliwość podejmowania decyzji przy przyjęciu określonego poziomu ryzyka. Brak znajomości przyszłości (co jest prawdopodobne, biorąc pod uwagę skalę i dynamikę zmienności otoczenia) oznacza, że nie ma możliwości podejmowania racjonalnych, sensownych, nie losowych decyzji. Tym samym, gdy przyszłość jest nieznana, potęga nieprzewidywalności powoduje, że niezbędna jest gotowość do podejmowania decyzji, gdy niepewność zostanie „ujawniona” (vide „czarne łabędzie”), a znaczącą rolę odgrywa tzw. „ślepy traf”.

Ryzyko i niepewność są niejednoznacznymi, ale odrębnymi kategoriami. Przegląd poglądów wskazuje na ogromną różnorodność podejścia do kategorii ryzyka i niepewności. Część autorów utożsamia ryzyko z niepewnością, część odróżnia, ale akcentuje wspólne cechy, część traktuje ryzyko i niepewność jako

kategorie rozłączne. Prekursorem rozłączności kategorii ryzyka i niepewności był F.H. Knight. Celnie stwierdził, że rachunek prawdopodobieństwa jest zawodny, gdy chodzi o odzwierciedlenie płochy i twórczej natury umysłu ludzkiego w obliczu tego, co niepewne. Obserwacja zdarzeń i zachowania decydentów skłania do przyjęcia takiego właśnie podejścia. W tabeli 1 zestawiono cechy charakteryzujące ryzyko i niepewność.

Tabela 1. Cechy charakteryzujące ryzyko i niepewność

Ryzyko	Niepewność
Stan świata (rzeczywistości)	Stan umysłu
Identyfikacja z poczuciem zagrożenia, stratą, niezrealizowaniem zamierzeń, celów	Identyfikacja z negatywnymi stanami umysłu (psychiki) np. niepokoju, dezorientacji
Zdarzenie jest skutkiem decyzji, wynika z wolnego wyboru	Przypadkowość zdarzeń wynikająca z nieprzewidzianego zachowania czy przebiegu zjawisk, wynika z nieuchronności zdarzeń
Ryzyko dotyczy zdarzeń, które są skutkiem oddziaływania czynników zewnętrznych i wewnętrznych dla przedsiębiorstwa na które decydent ma wpływ	Rezultat zdarzeń, na które decydent nie ma wpływu
Uświadomienie możliwych zdarzeń przez przedsiębiorstwo	Brak wiedzy o możliwych zdarzeniach
Przewidywalność zdarzeń i możliwość podjęcia decyzji	Brak możliwości przewidywania zdarzeń
Ograniczona liczbę potencjalnych scenariuszy kształtowania się planowanych wielkości	Możliwość zaistnienia każdego scenariusza, spośród ich nieskończonej liczby
Losowość daje się powiązać z prawdopodobieństwem – ma charakter obiektywny	Występuje, gdy zdarzeniom nie można przypisać prawdopodobieństwa – niepewność ma charakter subiektywny.
Cecha mierzalna – możliwość określenia rozkładu prawdopodobieństwa	Cecha niemierzalna – brak możliwości określenia prawdopodobieństwa wystąpienia zdarzenia
Pomiar prawdopodobieństwa zajścia zdarzenia	Pomiar poziomu wiary
Wymiar ilościowy	Wymiar informacyjny
Możliwość określenia skutków podjętych decyzji	Brak możliwości określenia skutków podjętych decyzji
Możliwość poniesienia szkody lub straty	Oczywista cecha rzeczywistości

Źródło: opracowanie własne.

2. Istota, rodzaje i źródła niepewności

Działaniu przedsiębiorstwa towarzyszy ryzyko i niepewność. Przedsiębiorstwo podejmuje decyzje odnoszące się do przyszłości, nie będąc pewnym

wyników tej działalności. Zmienność otoczenia oraz złożoność funkcjonowania przedsiębiorstw powoduje, że niepewność dotyczy nie tylko każdego przedsiębiorstwa, ale także każdego działania gospodarczego. Niepewność ma przy tym charakter dynamiczny. Współcześnie niepewność jest kategorią powszechnie występującą i może być traktowana jako zagrożenie, ale może również pobudzać, inspirować działania, wyzwać przedsiębiorczość; jest kategorią obiektywną i nieuniknioną. Niepewność istnieje zawsze wtedy, gdy nie jesteśmy pewni, co wydarzy się w przyszłości. Niepewność to stan umysłu, który wywołuje u decydenta wątpliwości związane ze zdolnością do przewidywania skutków obecnych zdarzeń na przyszłe efekty spowodowane niewiedzą. Utożsamiana jest z niemożnością podjęcia racjonalnej decyzji wobec braku informacji o przyszłych wydarzeniach. Skala pojmowania niepewności powoduje, że nie jest ona postrzegana jednoznacznie. Niepewność może być również definiowana jako stan psychiczny polegający na braku pewności co do prawdziwości danego zdania lub skutków jakiegoś działania; brak pewności, bezpieczeństwa; wahanie²⁷. Niepewność i nietrwałość są cechami współczesnej gospodarki i wynikają z niebywałej gwałtowności, głębokości, intensywności oraz bezprecedensowego dynamizmu innowacji, w tym finansowych, przemian i postępu technologicznego dokonującego się w skali światowej. Towarzyszy temu niezrównoważony, niestety, wzrost gospodarczy i pogłębiające się dysproporcje rozwojowe w skali globalnej²⁸. Niepewność oznacza stan wiedzy o tym, czy twierdzenie/osąd o przyszłości jest prawdziwe. Dotyczy zdarzeń, o których brak jest wiedzy zarówno z przeszłości, jak i o przyszłości. Nie ma więc możliwości „wnioskowania” o przyszłości na podstawie przeszłości. Możliwe jest tworzenie potencjalnych wizji sytuacji przyszłych. Wiedza o niepewności jest niewielka, nie można jej zobaczyć, zmierzyć, zdarzenia z nią związane daje się zdefiniować i nazwać dopiero po ich wystąpieniu. Niepewność jest kategorią uniwersalną i opisową.

Niepewność jest nieodłączną cechą rzeczywistości wynikającą z dużej liczby, złożonych i zmieniających się podmiotów; istotnej zależności pomiędzy nimi a otoczeniem; ograniczonej możliwości kontrolowania przez ludzi czynników kształtujących rzeczywistość; złożoności i zmienności elementów tworzących rzeczywistość, ale również interakcji zachodzących między nimi

²⁷ *Encyklopedia zarządzania*, mfiles.pl/pl/index.php (15.09.2015).

²⁸ E. Mączyńska, *Zarządzanie w warunkach ekonomii niepewności. Systemy wczesnego ostrzegania*, <http://www.pte.pl/pliki/2/12/Elzbieta%20Maczynska%20-%20Lodz.pdf> (25.09.2015).

i ograniczonych możliwości poznawczych decydentów w przedsiębiorstwie²⁹. Niepewność w przedsiębiorstwie wzrasta wraz ze zmianą otoczenia. Z jednej strony w większości przypadków niepewność dotyczy zdarzeń, które nie wystąpiły w przeszłości lub brak jest wiedzy, że wystąpiły. Wysoki stopień złożoności zdarzeń powoduje, że ilość i różnorodność sytuacji jest praktycznie nieograniczona. Z drugiej strony niepewność jest stanem, w którym przyszłe możliwe warianty i szanse ich realizacji nie są znane. Oznacza, że nie wiadomo co może się zdarzyć lub nie znamy szans pojawienia się możliwych sytuacji³⁰. To niebezpieczeństwo niezrealizowania celu przyjętego przy podejmowaniu decyzji związana z przeszłymi wydarzeniami lub wynikami decyzji³¹. Niepewność – niemożność uzyskania informacji, charakteryzuje się brakiem wpływu na zmianę sytuacji – niepewność nie podlega ocenie za pomocą prawdopodobieństwa i minimalizacji³².

Niepewność odnosi się do sytuacji o nieznanym rozkładzie prawdopodobieństwa przyszłych zdarzeń³³. Występuje wówczas, gdy istnieje więcej niż jeden możliwy wynik decyzji. Z pewnym uproszczeniem można stwierdzić, że im większe jest rozproszenie możliwych wyników, tym większy stopień niepewności³⁴. Problemy ze zdefiniowaniem kategorii niepewności powodują skłonność decydentów do traktowania niepewności w kategoriach dualistycznych tj. założenia, że świat jest stanem świata (rzeczywistości), jest pewny i może być przedmiotem przewidywania albo jest stanem umysłu, jest niepewny i nieprzewidywalny.

Niepewność bywa określana jako:

- „wiem, czego nie wiem” – estymacja rozkładu prawdopodobieństwa jest teoretycznie możliwa, ale w praktyce nie ma danych lub decydent nie ma wiedzy o tym, czego nie wie, nie ma właściwego modelu matematycznego bądź wystarczającej mocy obliczeniowej do jego trafnej estymacji;

²⁹ T. Jajuga, K. Jajuga, *Inwestycje*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1996, s. 98.

³⁰ B. Czarny, *Podstawy ekonomii*, PWE, Warszawa 1998, s. 262.

³¹ M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1993, s. 232.

³² K. Frączkowski, *Zarządzanie projektem informatycznym. Projekty w środowisku wirtualnym. Czynniki sukcesu i niepowodzeń projektów*, Wydawnictwo Politechniki Wrocławskiej, Wrocław 2003, s. 94.

³³ J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 35.

³⁴ A. Stabryła, *Zarządzanie projektami ekonomicznymi i organizacyjnymi*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006, s. 306.

- „nie wiem, czego nie wiem” – w tym przypadku mówienie o prawdopodobieństwie jest bezcelowe; nie wiadomo co może się jeszcze zdarzyć. Takie założenie może prowadzić do przyjęcia przez decydenta strategii, która nie tylko nie chroni przed zagrożeniami, ale i nie wykorzystuje pojawiających się wraz z niepewnością szans. Opiera się na przesłance, że świat jest całkowicie nieprzewidywalny. Skutkiem może być zaniechanie decyzji lub ich podejmowanie na podstawie własnej intuicji;
- „trochę wiem, trochę nie wiem” – sytuacja, w której decydent znajduje się pomiędzy decyzją „po prostu zrobmy coś”, co może prowadzić do rekordowych strat lub decyzją o odrzuceniu intuicji, co może powodować paraliż decyzyjny.

Niepewność jest nieodłączną cechą rzeczywistości wynikającą nie tylko z liczby, złożoności i zmienności elementów ją tworzących, ale również interakcji zachodzących między nimi oraz ograniczonych możliwości poznawczych podmiotów gospodarujących³⁵. Niepewność dotyczy zdarzeń, dla których nie można określić czynników, które mogą wpływać na wynik lub nie sposób jest przewidzieć wszystkich możliwych scenariuszy przebiegu zdarzeń. Przejawia się w popełnionych błędach w ocenie przyszłych zdarzeń. Niepewność jest kategorią dotyczącą potencjalnych zdarzeń w przyszłości, o których nie ma pełnej wiedzy i dla których nie można określić łańcucha przyczynowo-skutkowego. W związku z tym można wyróżnić kategorie niepewności strukturalnej i niewiadomej (niewiedzy)³⁶. Przy przyjęciu kryterium dostępu do informacji wyodrębnia się niepewność informacyjną. Biorąc pod uwagę kryterium zmienności przepisów wskazuje się na niepewność regulacyjną.

Niepewność strukturalna przejawia się, gdy znane są stany możliwych zdarzeń w otoczeniu, gdy jest możliwość zidentyfikowania łańcucha przyczynowo-skutkowego dla danych zdarzeń, ale nie ma możliwości ekstrapolacji przyszłych zdarzeń na podstawie stanów obecnych³⁷. Możliwość wystąpienia zdarzenia przedstawia się za pomocą przyczynowo-skutkowego łańcucha rozumowania, ale nie ma przesłanek pozwalających ocenić, jak prawdopodobne mogłoby być to zdarzenie. Niepewność strukturalna występuje, gdy rozważa się możliwość zdarzenia, które jest na tyle nietypowe, że nie daje możliwości

³⁵ T. Jajuga, K. Jajuga, *Inwestycje*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1996, s. 98.

³⁶ K. Janasz, *Ryzyko i niepewność w gospodarce – Wybrane aspekty teoretyczne*, „Studia i Prace WNEiZ”, nr 14, http://www.wneiz.pl/nauka_wneiz/sip/sip14-2009/SiP-14-87.pdf (13.09.2015).

³⁷ J. Jasińska, *Zmiany w organizacjach: Sprawne zarządzanie, sytuacje kryzysowe i warunki osiągnięcia sukcesu*, Wydawnictwo FREL, Warszawa 2015.

określenia prawdopodobieństwa wystąpienia. Niepewność w ujęciu strukturalnym może mieć charakter podmiotowy, przedmiotowy i relacyjny. Niepewność przedmiotowa i podmiotowa wzajemnie się przenikają i są względem siebie współzależne.

Niepewność podmiotowa wynika z ograniczoności wiedzy decydentów i umiejętności jej wykorzystywania. Jest skutkiem ograniczeń poznawczych decydenta, braku twórczej fantazji i kreatywnych wizji, braku umiejętności tworzenia kreatywnych koncepcji, zdolności do wyobrażania tego co nierzeczywiste i jest zasadniczą przyczyną ograniczonej racjonalności podejmowanych decyzji. Niepewność podmiotowa jest jedną z przyczyn ograniczonej racjonalności decyzji³⁸. Źródłem niepewności podmiotowej mogą być kompetencje i wiedza decydentów, zdolność do jej wykorzystania, umiejętności teoretyczno-metodologiczne.

Niepewność przedmiotowa wiąże się z poziomem i dynamiką zasobów przedsiębiorstwa, ich ograniczonością lub nadmiarem w odniesieniu do możliwości i potrzeb rynku. Umiejętność kształtowania i wykorzystywania zasobów wymaga kompetencji i zdolności do podejmowania decyzji, zaangażowania znacznych zasobów materialnych i niematerialnych, finansowych i czasu. Transformacja zasobów wiąże się z zawodnością procesów realnych. Źródło niepewności przedmiotu wynika z trudności i niskiej skuteczności rozpoznania i charakterystyki przedmiotu niepewności.

Niepewność relacyjna powstaje na styku przedsiębiorstwo z otoczeniem, przez sieć interakcji, wynika ze zmian otoczenia przedsiębiorstwa, trudności w przewidywaniu zachowania decydentów i zachowania interesariuszy (właścicieli, odbiorców, dostawców, konkurentów itp.).

Sytuacja niewiadoma (niewiedzy) występuje, gdy nie ma imaginacji potencjalnych zdarzeń, gdy nie dopuszcza się możliwości istnienia hipotetycznych sytuacji, gdy nie ma możliwości zobrazowania zdarzenia, gdy nie umiemy zbudować odpowiedniego łańcucha zależności przyczynowo-skutkowych, bo brak jest zdarzeń z przeszłości lub brak jest możliwości wyobrażenia przyszłych zdarzeń. Sytuacja niewiedzy jest całkowitą niepewnością, w której nieznanne są nawet możliwe scenariusze zdarzeń.

Biorąc pod uwagę kryterium źródeł, niepewność może mieć źródła zewnętrzne (niepewność egzogenna) lub wewnętrzne (niepewność endogenna). Niepewność o charakterze zewnętrznym dla przedsiębiorstwa ma źródło w zdarzeniach

³⁸ K. Jędralska, A. Czech, *O naturze niepewności i jej interpretacjach*, „MBA” 2011, nr 3(110), s. 9–18.

zachodzących w otoczeniu, w którym funkcjonuje podmiot gospodarczy. Niepewność o charakterze wewnętrznym ma źródło w zdarzeniach zachodzących w przedsiębiorstwie. Problem ze zdefiniowaniem pojęcia niepewności wskazuje na brak możliwości jednoznacznego zdefiniowania czynników wpływających na niepewność i na problemy decyzyjne przedsiębiorstwa. Na niepewność wpływa wiele czynników. Tylko niewielka część jest możliwa do przewidzenia. Wiele czynników jest nieznanych, niespodziewanych, nie podjęto ich rozważenia, nie dostrzeżono z przyczyny niewiedzy. Przy przyjęciu kryterium umiejscowienia generowania niepewności czynnikami niepewności są:

- czynniki makroekonomiczne, niezależne od przedsiębiorstwa, związane z sytuacją ogólnogospodarczą kraju i stosunkami międzynarodowymi; wpływające ze zdarzeń o szerokim oddziaływaniu nawet o charakterze globalnym,
- czynniki mezoekonomiczne związane są z działem/sektorem gospodarki, w którym działa przedsiębiorstwo; czynniki wynikające z sytuacji wewnątrz i w otoczeniu branży, w której działa przedsiębiorstwo,
- czynniki mikroekonomiczne, charakterystyczne dla konkretnego przedsiębiorstwa, mogą mieć charakter wewnętrzny (sposób planowania, decyzje inwestycyjne, zmiana właściciela, kultura korporacyjna) i zewnętrzny (zmiana cen, konkurencja); wynikają ze złożoności struktury funkcjonowania przedsiębiorstwa, wiążą się z zawodnością procesów realnych i ograniczonymi możliwościami przewidywania przyszłości przedsiębiorstwa i jego otoczenia.

We współczesnym świecie radykalnie i szybko zmienia się otoczenie makro- i mikroekonomiczne, w którym funkcjonują przedsiębiorstwa, co wymusza ich działanie w warunkach nieustannych zmian makro- i mikroekonomicznych. Przyczynami tych zmian są procesy globalizacyjne, rozwój sektora wiedzy, w tym rozwój zaawansowanych technik i technologii, zmiany koniunktury gospodarczej, wzrost konkurencji, zmiany demograficzne, klimatyczne, zmiany postaw, oczekiwań i preferencji konsumentów, skutki kryzysów finansowych. Przedsiębiorstwa funkcjonują i podejmują decyzje w warunkach coraz wyższej niepewności o charakterze globalnym. Globalizacja, wzrost konkurencji, postęp technologiczny, zmiany potrzeb klientów utrudniają planowanie działalności przedsiębiorstwa. Zaostrzenie warunków funkcjonowania przedsiębiorstw, brak poczucia stabilności nie tylko zmniejsza sprawność decyzyjną, ale również zwiększa skalę i zakres niepewności.

Istotną przyczyną niepewności jest zakres i szybkość dostępu do informacji w procesie decyzyjnym. Bariere stanowi nie tylko dostęp do informacji, ale

także ich wiarygodność. Nie można więc przewidywać zdarzeń i możliwych skutków. Dotyczy to zarówno przeszłości, jak i informacji o występowaniu potencjalnych czynników w przyszłości. Zmieniające się uwarunkowania powodują, że przedsiębiorstwa zmuszone są do nieustannego pozyskiwania informacji, ich analizy i elastycznego reagowania na zachodzące zmiany. Zmienność otoczenia wywołuje niepewność we wszystkich sferach działalności przedsiębiorstwa. Niepewność informacyjna skutkuje także niepewnością co do efektów decyzji. Autonomia decyzyjna przedsiębiorstw powoduje, że w warunkach niepewności poszczególne podmioty reagują w różny sposób. Źródłem niepewności może być niewiedza i brak umiejętności rozwiązywania problemów istotnych z punktu widzenia funkcjonowania przedsiębiorstwa. Niepewność funkcjonowania przedsiębiorstwa może wynikać z kontaktów przedsiębiorstwa z otoczeniem, z wieloznaczności i wielofunkcyjności przepisów, tj. niepewność regulacyjna³⁹.

Niepewność regulacyjna przesiąka proces podejmowania decyzji przedsiębiorstwa, które staje przed problemami niezrozumiałymi, nieprzewidywalnymi i nierozwiązywalnymi. W procesie decyzyjnym przedsiębiorstwa wiąże się z możliwością trafnego przewidzenia, czy jego działania podlegają regulacjom, jakie mogą być skutki regulacji, jak decyzje powinny być zmodyfikowane, aby zmniejszyć sankcje. Procesy regulacyjne mogą powodować wystąpienie negatywnych zdarzeń wzajemnie ze sobą powiązanych, których skutkami może być niepewność regulacyjna. Niepewność regulacyjna może rodzić negatywne skutki w postaci spadku liczby potencjalnie użytecznych zachowań, które podlegają regulacjom. Niepewność regulacyjna jest czynnikiem negatywnie wpływającym na procesy inwestycyjne. Z punktu widzenia możliwości pozyskania finansowania inwestycji, oceny rentowności w długim okresie, nie ma możliwości oceny opłacalności inwestycji przy niezajomości regulacji w długim okresie. Skutkuje to wzrostem kosztów finansowania, i spadkiem opłacalności inwestycji i zyskowności przedsiębiorstw. Niepewność regulacyjna może także skutkować ograniczeniem dostępu do długoterminowego finansowania przedsiębiorstwa. Istotnym źródłem niepewności jest horyzont czasu podejmowanych decyzji. W miarę wydłużania horyzontu czasu wzrastają trudności przewidywania i współzależności otoczenia przedsiębiorstwa. Wydłużenie horyzontu czasu oddala skutki podejmowanych decyzji i zmienia ich uwarunkowania.

³⁹ A. Peszko, *Podstawy zarządzania organizacjami*, „Skrypty Uczelniane AGH”, nr 1485, Wydawnictwo AGH, Kraków 1997.

Im dłuższy horyzont czasu, tym większa niepewność, bo trudniej przewidywać zmiany techniki i technologii, działania konkurencji, zmianę koniunktury⁴⁰.

3. Podejmowanie decyzji w warunkach niepewności – marsz w nieznane

Ryzyko i niepewność są nieodłącznym elementem każdej decyzji⁴¹. Prowadzenie działalności gospodarczej powoduje konieczność uwzględniania w procesie decyzyjnym zarówno ryzyka, jak i niepewności. Osiąganie planowanych efektów (uzyskiwanie oczekiwanych zysków, racjonalizacja kosztów, przetrwanie na rynku, inne wyznaczone cele) wymaga podejmowania decyzji. Decyzje przedsiębiorstw w szerokim zakresie dotyczą przyszłości, która ze swej natury jest niepewna, bo brak pełnej wiedzy dotyczącej przyszłego ukształtowania uwarunkowań wpływających na decyzje. Jednocześnie w przedsiębiorstwie podejmowane są decyzje związane z niewiedzą dotyczącą tego, co wydarzy się w przyszłości. Podejmowanie decyzji w warunkach niepewności następuje, jeśli sposoby działania mają jako swe następstwa zbiór możliwych wyników, których prawdopodobieństwo osiągnięcia nie jest znane lub mówienie o nich nie ma sensu⁴². Warunki niepewności wynikają z obiektywnego stanu otoczenia i subiektywnej niepewności. Niepewność wiąże się z sytuacją, gdy przedsiębiorstwo nie ma wiedzy (lub wiedza jest niedostateczna) o zdarzeniach w przyszłości. Oznacza, że na rezultaty decyzji mogą wpływać czynniki niekontrolowane lub kontrolowane nie w pełni przez decydenta, dla którego przyszłość jest nieznaną, a umiejętność przewidywania potencjalnych skutków jest w procesie decyzyjnym coraz bardziej poszukiwaną umiejętnością.

Niepewność w swej istocie wiąże się z procesem poznania i realizowana jest w momencie podejmowania przez przedsiębiorstwo decyzji, gdy nie ma możliwości przewidzenia konsekwencji realizacji decyzji. W analizie znaczenia niepewności w procesie decyzyjnym przedsiębiorstwa istotna jest zdolność do przewidywania przyszłych zdarzeń uzależniona od dostępu do informa-

⁴⁰ S. Sudoł, *Przedsiębiorstwo. Podstawy nauki o przedsiębiorstwie. Zarządzanie przedsiębiorstwem*, wyd. III, PWE, Warszawa 2006, s. 87.

⁴¹ *Finanse przedsiębiorstwa, praca zbiorowa*, red. L. Szyszko, PWE, Warszawa 2000, s. 28–29.

⁴² K. Janasz, *Ryzyko i niepewność w projektach innowacyjnych*, w: *Innowacje w działalności przedsiębiorstw w integracji z Unią Europejską*, red. W. Janasz, Difin, Warszawa 2005, s. 187–188.

cji, braku informacji i zdolności tworzenia wizji nieprzewidywalnych zmian w otoczeniu. Jest sytuacją, w której decydent nie zna wszystkich możliwości wyboru, ani możliwych do wystąpienia konsekwencji. Dodatkowym problemem w sytuacji niepewności jest stopień materializacji wyobrażenia o tym, co może się wydarzyć. Niepewność może przekształcić się w ryzyko. Konsekwencją niepewności w przedsiębiorstwie mogą być realne straty finansowe, straty w postaci niewykorzystanych szans, koszty nietrafionych decyzji. Cechą każdego procesu decyzyjnego jest niepewność co do stanu świata zewnętrznego. Każde przedsiębiorstwo działa w warunkach niepewności, powodowanej przez zdarzenia losowe. Niepewność jest skutkiem zagrożeń, których przedsiębiorstwo nie jest w stanie przewidzieć, ale które będą mieć wpływ na jego funkcjonowanie i osiągnięte wyniki. Najczęściej w momencie podejmowania decyzji przedsiębiorstwo nie zna stanu świata zewnętrznego, a tym samym nie może jednoznacznie określić, jaką korzyść przyniesie mu podejmowana decyzja⁴³.

Współczesne przedsiębiorstwo, a tym bardziej przedsiębiorstwo przyszłości, jawi się jako podmiot poszukujący swojego miejsca na rynku i szans rozwojowych. Charakterystyczną cechą warunków funkcjonowania przedsiębiorstwa jest zatem niepewność, stanowiąca najpoważniejsze wyzwanie dla całego systemu zarządzania. Jest to niepewność generowana przede wszystkim przez otoczenie, a nie tylko przez trudne do przewidzenia zachowania członków organizacji⁴⁴. Niepewność otoczenia wpływa na niepewność podejmowania decyzji wyrażającą się niepewnością antycypowania przyszłości lub dokładnego rozpoznania teraźniejszości⁴⁵. Teoria podejmowania decyzji w zależności od warunków opiera się na założeniu kwantyfikacji czyli ilościowego ujmowania zjawiska ujętego opisowo. Decydent dysponuje różnym zakresem i rodzajem informacji. Wybór jest dokonywany w zależności od warunków i posiadanych informacji. Wyróżnia się trzy typy warunków, w jakich podejmowane są decyzje: pewności, ryzyka oraz niepewności. W warunkach pewności decydent posiada pełną wiedzę o zewnętrznych uwarunkowaniach i dysponuje informacjami wystarczającymi do przewidywania skutków zdarzeń (określonych, znanych konsekwencji) w zależności od dokonanego wyboru. Decydent zna skutki wyboru danego wariantu i prowadzi do przewidywanego rezultatu. W warunkach pewności podejmowane są decyzje dotyczące wyborów rutynowych, czyli przekonania,

⁴³ W. Sadowski, *Decyzje i prognozy*, PWE, Warszawa 1977.

⁴⁴ C. Sikorski, *Zachowania ludzi w organizacji*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 42.

⁴⁵ J. Światowiec, *Więzi partnerskie na rynku przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2006, s. 116.

że zdarzenia wystąpią bez zakłóceń. W warunkach ryzyka decydent dysponuje wiedzą i informacjami o możliwości różnych skutków alternatywnych decyzji w ramach zbioru możliwych wyników. Decyzje są podejmowane w warunkach określonych wariantów/możliwych wyników, z których każdy ma przypisany rozkład prawdopodobieństwa zdarzeń. W warunkach niepewności, nie ma wiedzy o zdarzeniach (brak danych) i tym samym nieznanym jest rozkład prawdopodobieństwa realizacji celu⁴⁶. Podejmowanie decyzji w tych warunkach opiera się na intuicji, wyobraźni. Niewiedza o potencjalnych zdarzeniach nie pozwala na wyobrażenie (imaginację) konsekwencji. W warunkach niepewności mogą być podejmowane decyzje, które odbiegają od tych, jakie przewidują tradycyjne teorie ekonomiczne, bo niepewność uzyskania wyniku jest przyczyną różnego zachowania decydentów. W zbiorze potencjalnych rezultatów istnieją decyzje spodziewane i niepożądane. Uzyskanie korzystnego rezultatu może być trudne, a czasem wręcz niemożliwe.

Podejmowanie decyzji ekonomicznych wiąże się z zachowaniem (postawami) decydentów w warunkach niepewności, od postawy pasywnej, przeczekiwania, decyzji intuicyjnych czy też wyzwolenia kreatywności. Z jednej strony sprzyja to inicjatywom, aktywności w procesie decyzyjnym. Niepewność może przyczyniać się do podejmowania działań innowacyjnych. Wiąże się to z sytuacją, w której warianty zdarzeń nie są znane, lecz muszą być przez decydenta odkryte, wymyślone lub opracowane. W „niepewnych” warunkach gospodarczych wzmagają się kreatywność, aktywność i przedsiębiorczość decydentów. Z drugiej strony może powodować postawy „niedecyzyjności”, wywołane niepewnością co do znajomości wariantów zdarzeń i znajomości stanów rzeczywistości gospodarczej, brakiem pomysłu na decyzje czy brakiem zdecydowania o aktualnych preferencjach, lękiem przed jej podjęciem lub unikaniem niepewności.

Unikanie niepewności można „zdefiniować jako stopień zagrożenia odczuwany przez członków danej kultury w obliczu sytuacji nowych, nieznanych, lub niepewnych”⁴⁷. Unikanie niepewności to stopień, w jakim dana kultura toleruje fakt, że otoczenie biznesu jest niezwykle burzliwe i zmienne. W kulturach o wysokim stopniu unikania niepewności naturalne będą techniki, które nawet bardzo wysokim kosztem pomagają tę niepewność chociaż częściowo

⁴⁶ K. Jędralska, *Zachowania przedsiębiorstw w sytuacjach niepewnych i ryzykownych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Wrocław 1992, s. 51; K. Janasz, *Ryzyko i niepewność w projektach innowacyjnych*, w: *Innowacje w działalności przedsiębiorstw w integracji z Unią Europejską*, red. W. Janasz, Difin, Warszawa 2005, s. 187–188.

⁴⁷ G. Hofstede, G.I. Hofstede, *Kultury i organizacje*, PWE, Warszawa 2007, s. 180–185.

wyeliminować⁴⁸. W społeczeństwach o wysokim stopniu unikania niepewności chęć uniknięcia sytuacji wieloznacznych może prowadzić do podejmowania bardziej ryzykownych decyzji. Głównym motywatorem w społeczeństwach o silnym unikaniu niepewności jest zapewnienie poczucia bezpieczeństwa. W kulturach o słabym unikaniu niepewności głównym motywatorem jest uznawanie osiągnięć, wyrażające się pochwałami, nagrodami finansowymi, lub innymi formami gratyfikacji. W USA niepewność traktowana jest jako stan naturalny, pożądany, a przedsiębiorczość jako ekscytująca niezwykle zdarzenie, przygoda, a nie zgryzota czy źródło troski. Istotne znaczenie ma przy tym stopień uświadomienia przez decydenta priorytetów w sytuacji niepewności, w której decydent nie może być pewnym efektów podejmowanych działań, decyzji. Oznacza to, iż decyzje podejmowane w warunkach niepełnej informacji mogą być wynikiem przekonania decydenta o najkorzystniejszym wyniku decyzji w przyszłości przy przyjętych przez niego priorytetach.

Decyzje o produkcji, inwestowaniu, oszczędzaniu, zdobywaniu nowych rynków są z natury obarczone niepewnością. Na ich podjęcie wpływa wiele czynników, o których można mieć wątpliwości, czy da się je przewidzieć w dłuższej perspektywie. Należą do nich uwarunkowania zewnętrzne dla przedsiębiorstwa i tkwiące wewnątrz. Niepewność dotyczy możliwości przewidywania uwarunkowań makroekonomicznych np. zaufania do systemu bankowego, waluty, bezpieczeństwa inwestycji czy oszczędności, stałości procedur i rozwiązań prawnych, poziomu obowiązującej stopy procentowej, inflacji, podatków, przepisów dotyczących zatrudniania czy wynagradzania. Niepewność dotyczy również uwarunkowań wewnętrznych dla przedsiębiorstwa np. szacowanie wartości strumienia przyszłych przychodów pieniężnych czy niepewność stałości własnych decyzji.

Wybór najlepszego wariantu jest istotą procesu decyzyjnego⁴⁹. Decyzje mogą być podejmowane przy wysokim stopniu pewności, w granicach ryzyka lub przy wysokim stopniu niepewności. W zależności od przyjętych priorytetów może to być wybór preferujący:

- minimalizację nakładów,
- maksymalizację efektów,
- optymalizację decyzji.

⁴⁸ D.K. Jemielniak, A.K. Koźmiński, *Zarządzanie od podstaw*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011, s. 284.

⁴⁹ L. Korzeniowski, *Wywiad gospodarczy. Historia i współczesność*, European Association for Security, Kraków 2005, s. 102.

Istotną rolę w podejmowaniu decyzji w warunkach niepewności odgrywa czas. Czas potrzebny na pozyskanie i przetworzenie informacji, w tym na zmianę kryteriów podejmowania decyzji. Umiejętność szybkiej i celnej oceny zdarzeń i stanu, decydowanie w warunkach presji czasu. Stopień niepewności jest najwyższy przy podejmowaniu decyzji strategicznych w przedsiębiorstwach, które funkcjonują w turbulentnym otoczeniu. Nie ma możliwości usunięcia problemu niepewności w kwestii przyszłego rozwoju sytuacji rynkowej, a zagrożenia są tam, gdzie ich nie widać⁵⁰. Decyzje strategiczne są przy tym obciążone ryzykiem. Zawirowania gospodarcze są trudno przewidywalne, szczególnie gdy rośnie tempo przemian w globalnej gospodarce, wraz z nim narastają ryzyko i niepewność. Wzrost niepewności wymusza konieczność wykorzystywania narzędzi wczesnego ostrzegania przed zagrożeniami dla rozwoju społeczno-gospodarczego. Ale wraz z pojawiającymi się nowymi czynnikami niepewności rodzi się problem ich identyfikacji, oraz uwzględnienia potencjalnych konsekwencji finansowych dla przedsiębiorstwa. Niepewność wymusza zmiany procesów decyzyjnych i wykorzystywanych narzędzi. Jeżeli przyjmiemy, że niepewność jest stanem umysłu mierzonym stopniem wiary, to efektywność narzędzi wczesnego ostrzegania w tych warunkach jest niewielka. Istotne znaczenie ma umiejętność elastycznego reagowania na zagrożenia i przystosowywanie się do zmian. Oznacza to tym samym otwartość na nowe trendy, co zwiększa możliwości wykorzystania szans, jakie stwarza przełom cywilizacyjny, ale jednocześnie zmusza do poszukiwania nowych technik i narzędzi w procesach decyzyjnych⁵¹.

4. Możliwości zarządzania w warunkach niepewności

Planowanie jest jedną z funkcji zarządzania, polegającą na wyznaczaniu celów przedsiębiorstwa i decyzji, by je osiągnąć, a także na projektowaniu przyszłości i doborze skutecznych środków dążących do przyjętych celów. Jest nierozdzielnie związane z procesem podejmowania decyzji w ramach zbioru dostępnych rozwiązań, tj. w ramach przewidywanych warunków i w określonym horyzoncie czasu (planowanie krótko- i długoterminowe). Niepewność

⁵⁰ D. Jemieliński, A. Koźmiński, *Zarządzanie od podstaw*, Wydawnictwa Akademickie i Profesjonalne, Warszawa 2008.

⁵¹ E. Mączyńska, *Dziś prawdziwych kapitalistów już nie ma!*, (wywiad), „Biuletyn PTE” 2012, nr 3.

przejawiająca się w niewiedzy, ograniczonym dostępie do informacji, braku poczucia bezpieczeństwa, że nastąpią oczekiwane zdarzenia, nie pozwalają na przewidywanie skutków decyzji, burzy możliwość podejmowania przez przedsiębiorstwo racjonalnych decyzji i ogranicza możliwości efektywnego zarządzania przedsiębiorstwem.

Ważną rolę w zarządzaniu przedsiębiorstwem odgrywają finanse, gdyż działalność gospodarcza wymaga posiadania odpowiednich środków pieniężnych i rzeczowych. Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa polega na pozyskiwaniu źródeł finansowania przedsiębiorstwa (kapitałów) i ich lokowaniu w składnikach majątkowych w sposób pozwalający na maksymalizowanie korzyści dla właścicieli tj. maksymalizacji zyskowności kapitałów własnych i optymalizacji nadwyżek finansowych, co w konsekwencji prowadzi do wzrostu wartości przedsiębiorstwa⁵². Podstawowym celem zarządzania finansami przedsiębiorstwa jest maksymalizacja wartości dla właściciela. Ten podstawowy cel jest możliwy do osiągnięcia przy zapewnieniu dopływu środków finansowych i zapewnieniu ich optymalnego wykorzystywania, realizacji efektywnych inwestycji i zagwarantowaniu adekwatnej struktury kapitału. Zasoby finansowe przedsiębiorstwa są przedmiotem zarządzania finansami, można więc zarządzanie finansowe określić, jako proces składający się z wielu decyzji bieżących i strategicznych związanych z pozyskiwaniem środków pieniężnych i ich lokowaniem w zasobach, w sposób zapewniający maksymalizację korzyści właścicielskich⁵³. Zarządzanie finansami przedsiębiorstw powinno być skierowane na dążenie do osiągnięcia strategicznego celu, jakim jest maksymalizowanie korzyści przypadających udziałowcom (właścicielom) przedsiębiorstwa, czyli osobom, które ulokowały swoje kapitały w trwały sposób w przedsiębiorstwo, poprzez pomnażanie majątku właścicieli, tj. wartości rynkowej przedsiębiorstwa⁵⁴.

W warunkach wzrastającej niepewności, przetrwanie i rozwój stają się podstawowymi celami, a zarządzanie finansami jest jednym z najważniejszych zadań zmierzających do maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa. Oznacza zmaganie się z trudnymi, nieznanymi zdarzeniami i działaniem pod ogromną presją czasu. Zarządzanie w przedsiębiorstwie polega nie tylko na dostosowywaniu się do nowych warunków otoczenia, ale redukcję zagrożeń poprzez

⁵² W. Bień, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2008, s. 14.

⁵³ D. Davies, *Sztuka zarządzania finansami*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1993, s. 146.

⁵⁴ W. Bień, *Zarządzanie finansami...*, op.cit., s. 14–21.

aktywne ich kształtowanie np. poprzez poprawę jakości, wydajności, wzrost efektywności i konkurencyjności w ujęciu globalnym. Przedsiębiorstwa różnią się między sobą posiadanymi zasobami, których użytkowanie wpływa na efektywność ich funkcjonowania. Zarządzanie jest procesem decyzyjnym podporządkowanym dążeniom do osiągnięcia celu przedsiębiorstwa w sposób umożliwiający efektywne zagospodarowanie posiadanych zasobów. Realizowane jest poprzez decyzje finansowe długoterminowe i krótkoterminowe. Decyzje długoterminowe obejmują decyzje kapitałowe (kształtowanie struktury kapitałowej) i inwestycyjne (efektywne lokowanie zasobów), finansowania projektów (źródła, struktura), politykę dywidend. Decyzje krótkoterminowe dotyczą zarządzania kapitałem obrotowym (źródła finansowania majątku obrotowego, struktura kapitału obrotowego), by w przedsiębiorstwie utrzymać równowagę pomiędzy płynnością finansową a zyskownością.

Jednym z atrybutów charakteryzujących gospodarkę w warunkach niepewności może być dekonstrukcja. W procesie zarządzania przedsiębiorstwa jest to podstawowe uwarunkowanie wpływające nie tylko na wyniki finansowe, ale i na utrzymanie (poprawę) pozycji konkurencyjnej na rynku. Dodatkowym problemem zarządzania w przedsiębiorstwie w warunkach niepewności koniunktury jest problem oceny możliwości i skuteczności podejmowanych decyzji. Jeżeli niepewność i ryzyko są nierozłącznym elementem zarządzania przedsiębiorstwem, a niepewność jest kategorią subiektywną i wynika z niepełnych informacji i niewystarczającej wiedzy decydenta o otaczającej rzeczywistości, jak przedsiębiorstwo może przygotować się na zmiany i podejmować skuteczne decyzje w warunkach niepewności gospodarczej i czy w ogóle jest to możliwe? W warunkach niepewności, decyzje w procesie zarządzania finansami powinny zostać przeorientowane, tak by uwzględnić nieprzewidywalny charakter zdarzeń, niestabilność uwarunkowań. Istotną rolę odgrywa również aspekt bezpieczeństwa funkcjonowania przedsiębiorstwa. Rezultatem decyzji będzie niepewność dotycząca oczekiwanych wyników. W rozchwianej gospodarce przedsiębiorstwa napotykają nie tylko na problem zarządzania ryzykiem, ale i określenia poziomu niepewności swoich działań, identyfikacji ryzyka i niepewności oraz skali oddziaływania niepewności na poziom zysków i strat. Zmienność otoczenia przedsiębiorstwa, nieprzewidywalność stwarzają przedsiębiorstwu problem niepewności wyników. Wyniki przedsiębiorstwa zależą od zmieniającego się rynku, popytu, sprzedaży. Zmiany rynkowe powodują zmianę dochodów przedsiębiorstwa, wpływają na płynność finansową. Umiejętność zarządzania zmianami wiąże się z koniecznością pokonania u decydentów bariery mentalnej i odblokowania elastyczności działania. Ale sukces odniosą

tylko te przedsiębiorstwa, które będą sprawnie modyfikować podjęte decyzje, szybciej reagować na zmiany dostosowując je do zmienionych uwarunkowań.

Zarówno niepewność, jak i zdarzenia losowe wpływają na osiągnięte przez przedsiębiorstwo wyniki finansowe. Oznacza to konieczność podjęcia działań zmierzających do eliminacji lub ograniczenia zdarzeń negatywnie oddziałujących na proces gospodarowania. W wymiarze finansowym skuteczność zarządzania może wspomagać system tworzenia rezerw finansowych, który stwarza warunki poprawy bezpieczeństwa funkcjonowania przedsiębiorstwa, jednocześnie pogarszając jego efektywność.

Zarządzanie przedsiębiorstwem w warunkach niepewności wymaga również ponoszenia kosztów. W procesach decyzyjnych niepewność i ryzyko wzajemnie współlistnieją i przenikają się. Każdy potencjalny zysk przedsiębiorstwa wiąże się zarówno z ryzykiem, jak i niepewnością. Ryzyko wywołuje w przedsiębiorstwie koszty, które nie zostałyby poniesione w świecie pewności. Konsekwencją ryzyka i niepewności jest powstanie strat, np. utrata płynności finansowej, czy też koszt własny niepewności. Nawet jeśli nie dochodzi do powstania strat, to samo ryzyko i niepewność mogą generować koszty⁵⁵.

Lawinowo narastająca niepewność powoduje konieczność radykalnej zmiany zarówno podejścia do zarządzania, czyli jego „filozofii” określającej podstawowe cele i zasady działania menedżerów, jak i stosowanych metod i technik⁵⁶. Strategie działania są raczej kolejnym źródłem problemów wynikających z niepewności aniżeli ich rozwiązaniem. Nieprzewidywalne zdarzenia, mogą przynosić potencjalnie negatywne efekty, znacząco ograniczając możliwości działalności przedsiębiorstwa, osłabiając jego kondycję finansową i reputację. Podejmowanie decyzji w warunkach niepewności wiąże się z brakiem możliwości rozpoznania przyszłych zdarzeń i warunków działania, co skutkuje wzrostem zagrożenia dotychczasowej pozycji rynkowej przedsiębiorstwa. Na skuteczność decyzji mają również wpływ decyzje podejmowane przez konkurentów. Przedsiębiorstwo, które potrafi uwzględnić niepewność w procesie zarządzania ma szansę uzyskać konkurencyjną przewagę, która ma coraz istotniejsze znaczenie przy osiąganiu celów przedsiębiorstwa.

Współczesne przedsiębiorstwa stają wobec nowych wyzwań związanych z adaptacyjnością do przeobrażeń zachodzących w globalnej gospodarce.

⁵⁵ K. Janasz, W. Janasz, K. Koziół, K. Szopik-Depczyńska, *Zarządzanie strategiczne. Koncepcje. Metody. Strategie*, Difin, Warszawa 2010, s. 134.

⁵⁶ A. Koźmiński, *Zarządzanie w warunkach niepewności. Podręcznik dla zaawansowanych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004, s. 7–39.

Działają w realiach szybko zmieniającego się globalnego otoczenia rynkowego, technologicznego, liberalizacji handlu i przepływu kapitałów czy otoczenia konkurencyjnego, co oznacza budowę sekwencji krótkookresowych przewag konkurencyjnych, nie zaś stabilnej przewagi długookresowej (trwałej)⁵⁷. Przewaga konkurencyjna może wyrażać się w ofercie produktowej korzystniejszej niż oferta konkurencji, wyższej jakości produktów, niższej cenie, lepszej obsłudze czy też kompleksowym zaspokojeniu potrzeb klientów.

Osiągnięcie przewagi konkurencyjnej możliwe jest m.in. poprzez:

- przywództwo intelektualne (monitorowanie i szybsze niż konkurenci wykorzystywanie sił napędowych rozwoju przedsiębiorstwa),
- konstruowanie z wyprzedzeniem kluczowych cech konkurencyjności,
- konkurowanie o udział w rynku (budowa globalnych sieci dystrybucji, pozycjonowanie rynku, wyprzedzanie konkurencji na kluczowych rynkach, maksymalizacja efektywności),
- konfigurację umiejętności i aktywów (stan zasobów to aktywa, wiedza niezbędna do działania i wykorzystania zasobów to umiejętności, kompetencje),
- elastyczność i adaptację (zdolność do reagowania na zmiany otoczenia w czasie krótszym niż konkurencja, zdolność adoptowania przedsiębiorstwa do zmiany warunków otoczenia, zdolność do wprowadzania odpowiednich zmian).

W obliczu szybkich zmian otoczenia nowoczesne strategie konkurencji polegają m.in. na nasileniu aktywności, atakowaniu konkurentów, transferze na inne rynki. Rosnąca konkurencja wymusza wprowadzanie na rynek nowych produktów oraz spełnianie oczekiwań klientów. Wzrasta zmienność i niepewność, a także agresja ruchów konkurencyjnych z wykorzystaniem narzędzi marketingowych i powszechnego nastawienia przedsiębiorstw na generowanie innowacji technologicznych i marketingowych⁵⁸. Innowacja staje się jednym z głównych instrumentów konkurowania, a oczekiwanym efektem jest drastyczna zmiana sytuacji na rynku, pozwalająca na uzyskanie czasowej przewagi konkurencyjnej. Poprzez wdrożenie innowacji przedsiębiorstwo powinno pozyskać wiedzę, wzrost elastyczności organizacji pracy, akceptowalny poziom rentowności i płynności finansowej. W zmieniających się uwarunkowaniach przedsiębiorstwo nie ma szans zbudowania trwałej przewagi konkurencyjnej.

⁵⁷ Pierścionek Z., *Strategie konkurencji i rozwój przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 199–200.

⁵⁸ R.W. Griffin, *Podstawy zarządzania organizacjami*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 119.

Ochrona przed marginalizacją przedsiębiorstwa polega na wprowadzaniu ciągłej innowacji⁵⁹. Wysoka dynamika i skala turbulencji w wymiarze globalnym, zdarzeń i sytuacji trudnych do wyobrażenia, nieprzewidywalnych, spowodowała, że decydenci nie są w stanie szybko dostosowywać się do zmiany otoczenia rynkowego. Nastąpiło głębokie rozwarcie między sferą finansową a sferą realną gospodarki światowej, które wygenerowało kolejne pole niepewności. Wzrost roli rynków finansowych na tle sfery realnej spowodował, że wzrosło znaczenie emocji w reakcjach przedsiębiorstw nad racjonalnością decyzji. Skala niepewności (przejaw w wielu segmentach gospodarki) powoduje konieczność „snucia wielu różnych scenariuszy” o różnych założeniach, co do których nie ma pewności spełnienia i wymagają stałej aktualizacji⁶⁰.

Niepewność dotyczy z jednej strony zapotrzebowania na kapitał w zmieniających się warunkach gospodarczych, utrudnia określenie poziomu, struktury, źródeł i warunków finansowania przedsiębiorstwa. Z drugiej nie daje możliwości na określenie rynkowych warunków dostępu do kapitału. W tym kontekście niepewność finansowa może przekształcić się w ryzyko finansowe. Racjonalizacja decyzji operacyjnych i finansowych oznacza dążenie do zachowania rozsądnej równowagi między ryzykiem a efektywnością ekonomiczną. Wymóg rozwoju przedsiębiorstwa i zapewnienia korzyści właścicielom, wymuszają na decydentach konieczność ustosunkowania się do potrzeb i możliwości inwestycyjnych. Niezbędne są działania w celu poprawy efektywności wykorzystywania posiadanych zasobów i decyzje dotyczące utrzymania składników majątku przedsiębiorstwa. Istotne są działania zmierzające do określenia poziomu i struktury nakładów inwestycyjnych oraz sposób i warunki pozyskania przez przedsiębiorstwo środków finansowych na ich pokrycie oraz stworzenie materialnych możliwości realizacji inwestycji. Potrzeby inwestycyjne wynikają ze stanu przedsiębiorstwa, pożądanych kierunków jego rozwoju, działań konkurentów i zmiany otoczenia rynkowego.

Narasta asymetria między szybko postępującymi zdarzeniami, zmianami a zdolnością do uświadomienia sobie tych zmian i umiejętnością odpowiedniego dostosowywania się do nich. Zmiany te wymagają dokonania zwrotu w myśleniu i działaniu⁶¹. Decyzje przedsiębiorstwa mogą powodować różne efekty, ale prawdopodobieństwo ich zajścia nie jest znane. Niepewność wynika z braku

⁵⁹ L. Woźniak, J. Strojny, *Budowanie przewagi konkurencyjnej w warunkach globalizacji. Jak budować przewagę konkurencyjną dzięki eko-innowacyjności?*, PARP, Warszawa 2010.

⁶⁰ W. Szymański, *Niepewność i niestabilność gospodarcza, gwałtowny wzrost i co dalej?* Difin, Warszawa 2011, s. 162.

⁶¹ Ibidem, s. 18.

informacji, danych, braku możliwości przewidywania zdarzeń. Doskonałym przykładem spełnienia niepewności jest innowacja. W warunkach niepewności ogromne znaczenie ma sposób zarządzania związany z postawą decydentów, ich intuicji, umiejętności „wizjonerstwa”, skłonności do improwizacji, kreatywności. Ważne jest nastawienie na innowacyjność i skłonność wdrażania zmian kształtowanych pod wpływem niekorzystnych tendencji w otoczeniu. W przedsiębiorstwach zdolność do zmian tkwi w mentalności decydentów. Czasami u podstaw decyzji leży nie wiedza, lecz przypadkowość czy intuicja, a nawet zwykłe szczęście. Niepewność może być pogłębiana poprzez postawy zachowawcze polegające na rezygnacji z decyzji, w tym tych, mogących potencjalnie przynieść korzyści ekonomiczne. Przeczekiwanie może być jednak świadomą taktyką skierowaną na rozpoznanie uwarunkowań. Postawa pasywna w procesie zarządzania może być świadectwem ignorancji, braku odwagi, niewiedzy czy też brakiem rozumienia istoty przedsiębiorczości i biznesu.

W procesie zarządzania ważna jest świadomość decydentów czy przewidywane lub planowane zdarzenia zaistnieją, a im bardziej odległy jest czas, w którym będą realizowane decyzje lub ich skutki, tym większa niepewność co do warunków tej realizacji⁶². Często nie jest znane prawdopodobieństwo zdarzeń i występuje niewiedza o tym, co decydent powinien wiedzieć. Niepewność przejawia się w popełnionych błędach i ocenach przyszłych zdarzeń; jej rezultatów nie można przewidzieć, ale bez podejmowania prób reakcji na zaistniałe zdarzenia decydenci powodują jej przekształcenie w realne ryzyko. Skuteczność działania decydentów zarządzających przedsiębiorstwem zależy nie tylko od stopnia ich aktywności, twórczego zachowania, ale także od relacji z pracownikami i zaangażowania pracowników. Skutki decyzji zależą w dużej mierze od trafności przewidywania przyszłości. Trafność ta zależy jednak nie tylko od wiedzy i umiejętności podejmującego decyzje⁶³. Niepewność wiąże się z brakiem możliwości dokładnego określenia przyszłych warunków funkcjonowania przedsiębiorstwa, co oznacza, że decydent nie może oszacować prawdopodobieństwa wystąpienia możliwych zdarzeń losowych, bo wszystko może się zdarzyć⁶⁴. Niepewność przedsiębiorstwa zależy nie tylko od zmian, jakie zachodzą w jego otoczeniu, ale może być również rezultatem słabości strukturalnej przedsiębiorstw, która może utrudniać proces podejmowania decyzji i wewnętrzną komunikację w przedsiębiorstwie.

⁶² J. Iwin-Girzyńska, *Szkice o kapitale i podatkach w istocie nauki finansów przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa 2010, s. 19.

⁶³ A. Karmańska, *Ryzyko w rachunkowości*, Difin, Warszawa 2008, s. 21–109.

⁶⁴ J. Szczepański, L. Szyszko, *Finanse przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2007, s. 291.

Zarządzanie w warunkach niepewności jest bardzo trudne⁶⁵. Reakcją przedsiębiorstw na niepewność i turbulentność otoczenia może być uelastycznienie struktury i procedur, zmiana sposobu i szybsze reagowanie na zmiany rynkowe. Zdolność do szybkiego reagowania na sygnały zmian staje się podstawowym atrybutem konkurencyjności przedsiębiorstw. Źródłem przewagi konkurencyjnej jest posiadanie zasobów materialnych i niematerialnych, skorelowanych z elastycznością. Najważniejszym zasobem są zasoby finansowe niezbędne dla szybkich reakcji przedsiębiorstwa; ich poziom, stopień płynności i umiejętność zarządzania przez decydentów. Istotna jest też postawa właścicieli, którzy powinni rozumieć i akceptować konieczność pozostawiania do dyspozycji przedsiębiorstwa nadwyżek pieniężnych. Stan niepewności powoduje konieczność przestawienia procesu decyzyjnego z horyzontu długookresowego na horyzont krótkookresowy. Oznacza to także nieuchronność wdrożenia elastycznego podejścia do procesu planistycznego i decyzyjnego. Elastyczność może stworzyć warunki dla poprawy skuteczności procesu decyzyjnego, ale jednocześnie wiąże się z koniecznością poniesienia bezpośrednich kosztów związanych z reagowaniem na zmiany i kosztów pośrednich wynikających ze zmiany uwarunkowań. W warunkach turbulentnego otoczenia przetrwanie i rozwój przedsiębiorstwa są uwarunkowane stopniem elastyczności systemu organizacyjnego. Potrzeba elastyczności wynika z dokonujących się zmian zarówno w otoczeniu, jak i w samym przedsiębiorstwie.

Elastyczność w nauce o zarządzaniu przejawia się w zdolności decydentów do inicjowania i dokonywania zmian dostosowawczych do nowych sytuacji, w których będzie realizowana strategia działania przedsiębiorstwa. Poziom elastyczności jest warunkiem niezbędnym do uzyskania założonej podatności przedsiębiorstwa na zmiany dostosowawcze.

Elastyczność oznacza szczególną łatwość i szybkość w reagowaniu na zmiany (adaptowanie)⁶⁶. Podjęcie działań dostosowawczych w przedsiębiorstwie może stać się jednym z istotnych warunków poprawiających efektywność zarządzania. Warunkiem ograniczenia niepewności jest poznanie i analiza rozpoznanych czynników wpływających na ryzyko i niepewność. Istotny staje się w tej sytuacji dostęp do informacji, czas ich pozyskania i sposób wykorzystania.

⁶⁵ A.K. Koźmiński, *Zarządzanie w warunkach niepewności. Podręcznik dla zaawansowanych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004; R. Krupski, *Zarządzanie przedsiębiorstwem w turbulentnym otoczeniu. Ku superelastycznej organizacji*, PWE, Warszawa 2005.

⁶⁶ R. Krupski, *Elastyczność organizacji – elementy teorii*, w: *Refleksje społeczno-gospodarcze*, „Zeszyty Naukowe WSZiP” 2006, nr 9(2), Wydawnictwo WSZiP w Wałbrzychu.

Czynnikami przesądzającymi o skuteczności zarządzania niepewnością w przedsiębiorstwie w coraz większym stopniu stają się intuicja i szybkość reagowania na lawinę zmian, doskonalenie kompetencji, pomysłowość posunięć i zwiększenie dynamiki reakcji i refleksu decydentów. Zmiany w otoczeniu przedsiębiorstwa wywołują skutek w postaci szybkiego starzenia się informacji, co wymusza konieczność przebudowy strategii przedsiębiorstwa. Weryfikacja przyjętych w strategii założeń, sprzyjać może eliminacji zagrożeń, które mogą w przedsiębiorstwie zwiększać zakres niepewności. W długim horyzoncie ograniczona jest przewidywalność burzliwego otoczenia. Strategia budowana w warunkach niepewności nie pozwala na określanie celów, warunków, narzędzi i środków realizacji planu długookresowego. Strategie powinny opierać się na wariantowości i alternatywach, elastyczności i sprawności zarządzania zmianami. Ryzyko dotyczy zdarzeń wynikających z decyzji przedsiębiorstwa (wolnego wyboru), które mogą powodować różne (pozytywne i negatywne) skutki. Niepewność wynika z nieuchronnego przeznaczenia, wymusza decyzje, które są obciążone ryzykiem. Zarządzanie przedsiębiorstwem w warunkach niepewności może sugerować, że nie da się określić skutecznych metod i narzędzi, a stan można zdefiniować jako status „intelektu w pułapce”.

Wnioski

Turbulentność otoczenia przedsiębiorstwa skutkuje możliwością innego przebiegu zdarzeń w przyszłości, niż wynika to z dotychczasowych doświadczeń. Nieprzewidywalność zmienności zdarzeń zarówno w odniesieniu do ich rodzaju, kierunku zmian i natężenia powoduje, że skutki materializacji niepewności nie są możliwe do wcześniejszego oszacowania i nie da się określić ich wpływu na działalność przedsiębiorstwa. Niepewność jest obecna w działalności gospodarczej, wynika z nieprzewidzianego zachowania czy przebiegu przypadkowych zdarzeń, których skutki materializacji nie są możliwe do wcześniejszego oszacowania. We współczesnym świecie obejmuje wszystkie dziedziny gospodarki, sprawia, że nie można przewidywać przyszłości, a świadomość istnienia niepewności i siły oddziaływania stała się jedną z istotnych kwestii w efektywnym zarządzaniu przedsiębiorstwem. Zmienność otoczenia powoduje, że niepewność ma charakter powszechny. W przedsiębiorstwach podejmowane są decyzje w sytuacjach nowych, nieznanych, a otoczenie generuje nieoczekiwane zdarzenia i okoliczności niezależnie od fazy rozwoju przedsiębiorstwa.

Gdy otaczający świat jest światem umysłu, decydenci nie potrafią przygotować przedsiębiorstwa na nieprzewidziane zdarzenia. Podejmowanie decyzji wiąże się z postawą i „filozofią” decydentów wobec niepewności, zdolnością do obserwacji otoczenia i szybkiego reagowania na zmiany. Czynnikiem wpływającym na postawy decydentów są m.in. wiedza, pomysłowość, umiejętność wyobrażenia tego co wydaje się niemożliwe i nierealne, uwarunkowania i różnice kulturowe. W warunkach turbulentnego otoczenia zdolność do szybkiego reagowania na sygnały zmian staje się podstawowym atrybutem konkurencyjności przedsiębiorstw. Źródłem przewagi konkurencyjnej jest posiadanie unikatowych zasobów materialnych i niematerialnych, skorelowanych z elastycznością.

Elastyczność w nauce o zarządzaniu przejawia się w zdolności decydentów do inicjowania i dokonywania zmian dostosowawczych do nowych sytuacji, w których będzie realizowana strategia działania przedsiębiorstwa. Poziom elastyczności jest warunkiem niezbędnym do uzyskania założonej podatności przedsiębiorstwa na zmiany dostosowawcze. Przedsiębiorstwa w coraz większym stopniu konkurują między sobą rodzajem produktu, jakością i ceną. Procesy decyzyjne są elementem budowy tożsamości firm, wspomagania budowy przewagi rynkowej. Przedsiębiorstwa elastyczne są podmiotami otwartymi na zmiany. Zarządzanie staje się niezbędne dla przetrwania przedsiębiorstwa i wymusza reagowanie na nieoczekiwane zmiany otoczenia, zdolność do rozwoju w tempie równym lub szybszym niż konkurenci, zmiany struktur organizacyjnych, szybkie reagowanie na potrzeby odbiorców⁶⁷. Szybko postępujący proces globalizacji w coraz silniejszym stopniu wpływa na wzajemne przenikanie różnych kultur, tym samym poszerza się paleta różnorodności podejścia do niepewności, postaw decydentów, zdolności adaptacji do funkcjonowania w zmieniających się warunkach i szybkości reakcji.

Bibliografia

1. Arrow K.J., *Eseje teorii ryzyka*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1979.
2. Bień W., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2008.
3. Czarny B., *Podstawy ekonomii*, PWE, Warszawa 1998.

⁶⁷ *Koncepcje zarządzania. Podręcznik akademicki*, red. M. Czerska, A. Szpitter, C.H. Beck, Warszawa 2010.

4. Czekaj J., Dresler Z., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.
5. Damodaran A., *Ryzyko strategiczne. Podstawy zarządzania ryzykiem*, Wharton School Publishing, WAIp, Warszawa 2009.
6. Davies D., *Sztuka zarządzania finansami*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1993.
7. Dobbins R., Frączkowiak W., Witt S.F., *Praktyczne zarządzanie kapitałami firmy*, PAANPOL, Poznań 1992.
8. *Ekonomia niepewności. Z Romanem Frydmanem o tym, dlaczego ekonomiści wciąż się myślą, rozmawia Jacek Żakowski*, „Polityka. Niezbędnik Inteligenta”, wyd. 14, nr 10(2644), 8.03.2008.
9. *Finanse przedsiębiorstwa, praca zbiorowa*, red. L. Szyszko, PWE, Warszawa 2000.
10. Frączkowski K., *Zarządzanie projektem informatycznym. Projekty w środowisku wirtualnym. Czynniki sukcesu i niepowodzeń projektów*, Wydawnictwo Politechniki Wrocławskiej, Wrocław 2003.
11. Gil Z., *Zarządzanie ryzykiem i antyryzykiem w działalności gospodarczej i społecznej*, Wydawnictwo Naukowe AGH, Kraków 2001.
12. Griffin R.W., *Podstawy zarządzania organizacjami*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999.
13. Hofstede G., Hofstede G.I., *Kultury i organizacje*, PWE, Warszawa 2007.
14. Iwin-Girzyńska J., *Szkice o kapitale i podatkach w istocie nauki finansów przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa 2010.
15. Jagiełło R., *Charakterystyka, rodzaje i źródła ryzyka bankowego*, w: *Współczesna bankowość*, red. M. Zaleska, Difin, Warszawa 2007.
16. Jajuga K., *Teoretyczne podstawy zarządzania ryzykiem*, w: *Zarządzanie ryzykiem*, red. K. Jajuga, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
17. Jajuga K., *Wprowadzenie do inwestycji finansowych*, Komisja Nadzoru Finansowego, CEDUR, Warszawa 2009.
18. Jajuga T., Jajuga K., *Inwestycje*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1996.
19. Janasz K., *Ryzyko i niepewność w gospodarce – wybrane aspekty teoretyczne*, „Studia i Prace WNEiZ” 2009, nr 14.
20. Janasz K., *Ryzyko i niepewność w projektach innowacyjnych*, w: *Innowacje w działalności przedsiębiorstw w integracji z Unią Europejską*, red. W. Janasz, Difin, Warszawa 2005.
21. Janasz K., Janasz W., Koziół K., Szopik-Decpczyńska K., *Zarządzanie strategiczne. Koncepcje. Metody. Strategie*, Difin, Warszawa 2010.
22. Jasińska J., *Zmiany w organizacjach: Sprawne zarządzanie, sytuacje kryzysowe i warunki osiągania sukcesu*, Wydawnictwo FREL, Warszawa 2015.
23. Jemielniak D.K., Koźmiński A.K., *Zarządzanie od podstaw*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011.

24. Jędralska K., *Zachowania przedsiębiorstw w sytuacjach niepewnych i ryzykownych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Wrocław 1992.
25. Jędralska K., Czech A., *O naturze niepewności i jej interpretacjach*, „MBA” 2011, nr 3(110).
26. Kaczmarek T.T., *Ryzyko i zarządzanie ryzykiem, ujęcie interdyscyplinarne*, Difin, Warszawa 2005.
27. Karmańska A., *Ryzyko w rachunkowości*, Difin, Warszawa 2008.
28. Kendall R., *Zarządzanie ryzykiem dla menedżerów*, Wydawnictwo Liber, Warszawa 2000.
29. Knight F.H., *Risk, Uncertainty and Profit*, London 1993.
30. *Koncepcje zarządzania. Podręcznik akademicki*, red. M. Czerska, A. Szpitter, C.H. Beck, Warszawa 2010.
31. Korzeniowski L., *Wywiad gospodarczy. Historia i współczesność*, European Association for Security, Kraków 2005.
32. Koźmiński A., *Zarządzanie w warunkach niepewności. Podręcznik dla zaawansowanych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.
33. Krupski R., *Elastyczność organizacji – elementy teorii*, w: *Refleksje społeczno-gospodarcze*, „Zeszyty Naukowe WSZiP” 2006, nr 9(2), Wydawnictwo WSZiP w Wałbrzychu.
34. Krupski R., *Zarządzanie przedsiębiorstwem w turbulentnym otoczeniu. Ku superelastycznej organizacji*, PWE, Warszawa 2005.
35. Lange O., *Teoria programowania*, Dzieła, PWE, Warszawa 1977.
36. Malina A., Pawełek B., Wanat S., Zeliaś A., *Statystyczne metody działalności gospodarczej oceny ryzyka*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Kraków 1998.
37. Marcinek K., *Ryzyko projektów inwestycyjnych*, Wydawnictwo AE, Katowice 2000.
38. Mączyńska E., *Dziś prawdziwych kapitalistów już nie ma!*, (wywiad), „Biuletyn PTE” 2012, nr 3.
39. Niedziółka P., *Ryzyko rynkowe. Ryzyko operacyjne. Ryzyko płynności*, w: *Bankowość*, red. M. Zaleska, C.H. Beck, Warszawa 2013.
40. Peszko A., *Podstawy zarządzania organizacjami*, „Skrypty Uczelniane AGH”, nr 1485, Wydawnictwa AGH, Kraków 1997.
41. Pfeffer I., *Insurance and Economic Theory*, Homewood, Illinois 1956.
42. Pierścionek Z., *Strategie konkurencji i rozwój przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
43. Sadowski W., *Decyzje i prognozy*, PWE, Warszawa 1977.
44. Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1993.
45. Sikorski C., *Zachowania ludzi w organizacji*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999.

46. Sinkey J.F. Jr., *Commercial Bank Financial Management in the Financial Services Industry*, Macmillan Publishing Company, New York 1992.
47. *Słownik języka polskiego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
48. *Słownik współczesnego języka polskiego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.
49. Stabryła A., *Zarządzanie projektami ekonomicznymi i organizacyjnymi*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006.
50. Staniec I., Klimczak K.M., *Panorama ryzyka*, w: *Zarządzanie ryzykiem operacyjnym*, red. I. Staniec, J. Zawiła-Niedźwiecki, C.H. Beck, Warszawa 2008.
51. Sudoł S., *Przedsiębiorstwo. Podstawy nauki o przedsiębiorstwie. Zarządzanie przedsiębiorstwem*, wyd. III, PWE, Warszawa 2006.
52. Szczepański J., Szyszko L., *Finanse przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2007.
53. Szymański W., *Niepewność i niestabilność gospodarcza, gwałtowny wzrost i co dalej?*, Difin, Warszawa 2011.
54. Światowiec J., *Więzi partnerskie na rynku przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2006.
55. Taleb N., *Ślepy traf. Rola przypadku w sukcesie finansowym*, Gdańskie Wydawnictwo Psychologiczne, Gdańsk 2006.
56. Tyszka T., Zaleśkiewicz T., *Racjonalność decyzji. Pewność i ryzyko*, PWE, Warszawa 2001.
57. Wierzińska M., *Ryzyko w gospodarce rynkowej*, Wydawnictwo UMCS, Lublin 1996.
58. Willett A.H., *The Economic Theory of Risk Insurance*, University of Pennsylvania Press, Philadelphia 1951.
59. Woźniak L., Strojny J., *Budowanie przewagi konkurencyjnej w warunkach globalizacji. Jak budować przewagę konkurencyjną dzięki ekoinnowacyjności?*, PARP, Warszawa 2010.

Źródła internetowe

1. Chroma A., *Zarządzanie ryzykiem*, WSiIZ, <http://think.wsiz.rzeszow.pl/wp-content/uploads> (2.01.2012).
2. *Encyklopedia zarządzania*, mfiles.pl/pl/index.php (26.11.2015).
3. <http://www.ryzykonomia.pl/2009/10/troche-teorii-ryzyka-nie-zaszkodzi.html> (26.11.2015).
4. Mączyńska E., *Zarządzanie w warunkach ekonomii niepewności. Systemy wczesnego ostrzegania*, <http://www.pte.pl/pliki/2/12/Elzbieta%20Maczynska%20-%20Lodz.pdf> (26.11.2015).

RYZIKO PŁYNNOŚCI FINANSOWEJ PRZEDSIĘBIORSTWA I JEGO RAPORTOWANIE

Agata ADAMSKA

Wstęp

Ocena płynności finansowej przedsiębiorstwa stanowi ważny element ogólnej oceny jego kondycji. Dlatego informacjami dotyczącymi płynności zainteresowane jest liczne grono interesariuszy podmiotu. Płynność można mierzyć w różny sposób. W zależności od potrzeb użytkownika informacji wykorzystywane są statyczne i dynamiczne wskaźniki płynności, używane wartości bezwzględne poziomu gotówki albo poziomu kapitału obrotowego netto lub brutto, obliczany bywa też cykl konwersji gotówki; za miarę płynności przyjmuje się również generowane przez przedsiębiorstwo przepływy pieniężne (szczególnie operacyjne)¹. Niezależnie od tego, która miara zostanie uznana za najbardziej miarodajną i istotną, dane do ich obliczenia dostępne są dla zewnętrznego interesariusza w sprawozdaniach finansowych przedsiębiorstwa.

Przez interesariuszy zewnętrznych płynność finansowa przedsiębiorstwa badana jest najczęściej po to, aby ocenić oceny zagrożenia jego niewypłacalnością². W tym kontekście bazowanie na danych pochodzących ze sprawozdań finansowych staje się problematyczne co najmniej z dwóch powodów. Pierwszym z nich jest historyczny charakter danych, które publikowane są z pewnym opóźnieniem, co w odniesieniu do płynności finansowej oznacza, że mogą nie

¹ Por. M. Bolek, R. Pastusiak, *Wpływ strategii zarządzania kapitałem pracującym na płynność przedsiębiorstwa na przykładzie spółek notowanych na GPW w Warszawie*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” nr 803, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2014, nr 66, s. 271–283.

² T. Dudycz, *Siła diagnostyczna wskaźników płynności finansowej*, w: *Zagrożenie upadłością*, „Materiały i Prace Instytutu Funkcjonowania Gospodarki Narodowej” 2005, t. 93 (XCIII), s. 64–76.

odzwierciedlać aktualnej sytuacji podmiotu. Drugim problemem jest periodyczność danych pozwalająca na ocenę poziomu płynności na koniec okresu sprawozdawczego, co w najlepszym przypadku oznacza kwartał, a zazwyczaj rok. Taki sposób prezentacji danych uniemożliwia ocenę zmienności poziomu płynności w trakcie trwania okresów sprawozdawczych, a zatem i ocenę ryzyka płynności. Pewnym ułomnym rozwiązaniem tych problemów może być porównywanie danych pochodzących z różnych okresów sprawozdawczych, pozwalających ocenić stabilność bądź zróżnicowanie osiąganych wyników w różnych okresach, co z kolei pośrednio świadczy o sposobie zarządzania płynnością w długim okresie.

Wychodząc naprzeciw potrzebom użytkowników informacji finansowych regulatorzy w coraz szerszym zakresie wprowadzają obowiązek prezentowania, obok informacji *stricte* finansowych (w szczególności ilościowych), także danych jakościowych dotyczących sposobu funkcjonowania podmiotów. Regulatorzy zarówno na poziomie międzynarodowym, jak i krajowym wydają się stać na stanowisku, że informacja taka jest interesariuszom (w szczególności właścicielom) potrzebna, ponieważ sprawozdawczość zarówno finansowa, jak i niefinansowa (biznesowa) jest jednym z narzędzi minimalizowania asymetrii informacji między pryncypałem i agentem³. Należy przy tym zauważyć, że zakres zmian wprowadzanych do konstrukcji sprawozdań „zależy nie tylko od oczekiwań użytkowników, lecz także od aktualnie uznanej filozofii ekonomii”⁴. Jako że obecnie panuje tendencja do przykładania dużej wagi do problematyki ryzyka, rozszerzanie zakresu obowiązków informacyjnych objęło także obszar zarządzania ryzykiem płynności finansowej.

1. Zagadnienie (nie)optimalnego poziomu płynności finansowej

Pojęcie płynności finansowej przedsiębiorstwa jest niejednoznaczne. Posługujący się nim zarówno praktycy, jak i teoretycy, interpretują je w różnorodny sposób. W literaturze przedmiotu zwraca się uwagę, że płynność finansową można rozważać w kontekście majątkowym, kapitałowym, kapitałowo-mająt-

³ J. Gad, *Sprawozdawczość biznesowa wobec założeń teorii agencji*, „Zarządzanie i Finanse” 2013, nr 2(6).

⁴ Z. Luty, *Kierunki zmian sprawozdawczości finansowej*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2010, nr 56, s. 127–138.

kowym, czy też w aspekcie przepływów pieniężnych przedsiębiorstwa⁵. Płynność finansowa definiowana jest rozmaicie, np. jako zdolność przedsiębiorstwa:

- do regulowania bieżących zobowiązań finansowych w terminie⁶,
- do regulowania bieżących zobowiązań i koniecznych wydatków⁷,
- do osiągnięcia przepływów pieniężnych umożliwiających regulowanie wymagalnych zobowiązań i pokrywanie niespodziewanych wydatków gotówkowych⁸.

Spośród przedstawionych definicji najszersza jest ta ostatnia, ponieważ nie tylko obejmuje cały proces zarządzania płynnością od pozyskiwania środków do ich wydatkowania – a nie tylko skupia się na skutku, jak pozostałe definicje – ale także uwzględnia aspekt ryzyka. Dlatego w opracowaniu przyjęto właśnie tę definicję. Ryzyko, w nieco szerszym ujęciu, stanowi bowiem przedmiot przeważającej części niniejszego opracowania. Za główny obiekt analizy w rozważaniach o ryzyku przyjęto płynność płatniczą (tzw. „aktualną”), czyli taką, która mierzy, czy przedsiębiorstwo ma zasób środków pieniężnych zapewniający spłatę wszystkich wymagalnych zobowiązań. Inne aspekty płynności finansowej przedsiębiorstwa, czyli płynność strukturalna, która odnosi się do łatwości, z jaką można upłynnić poszczególne składniki majątkowe oraz płynność potencjalna (tzw. „utajona”), polegająca na istnieniu pewnej rezerwy w postaci możliwości pozyskania przez przedsiębiorstwo krótkoterminowych źródeł finansowania (np. kredytów czy pożyczek), potraktowane zostały jako elementy systemu zarządzania płynnością, a nie wynik działania tego systemu⁹.

Na płynność finansową przedsiębiorstwa ma wpływ wiele czynników o charakterze endo- i egzogenicznym. Rodzaj prowadzonej działalności, wybrana ścieżka rozwoju, strategia konkurowania, skala działania, prowadzone inwestycje rzeczowe i finansowe, sezonowość poziomu sprzedaży, żeby wymienić tylko niektóre z tych czynników, sprawiają, że wymagany poziom finansowania

⁵ Szerzej zestawione definicje z komentarzem w: *Aktywne zarządzanie płynnością finansową przedsiębiorstwa*, red. K. Kreczmańska-Gigol, Difin, Warszawa 2010, s. 15–22.

⁶ Por. np. J. Gajdka, E. Walińska, *Zarządzanie finansowe. Teoria i praktyka*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1998, t. 2, s. 466; J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa – podstawy teorii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 210.

⁷ U. Wojciechowska, *Płynność finansowa polskich przedsiębiorstw w okresie transformacji gospodarki*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2001, s. 14.

⁸ D. Wędzki, *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*, Oficyna Ekonomiczna Oddział Polskich Wydawnictw Profesjonalnych, Kraków 2002, s. 33–34.

⁹ Szerzej na temat tych trzech aspektów płynności finansowej przedsiębiorstwa można przeczytać w: W. Gos, *Rachunek przepływów pieniężnych w świetle krajowego standardu rachunkowości*, Difin, Warszawa 2004, s. 27–28.

i przepływów pieniężnych w każdym przedsiębiorstwie kształtuje się inaczej, a dodatkowo zmienia się w czasie¹⁰. Powoduje to, że zarządzający muszą wypracować zestaw narzędzi i procedur umożliwiających wyznaczenie i utrzymywanie optymalnego poziomu płynności finansowej w sposób ciągły, w całym toku prowadzonej działalności, a nie jedynie w wybranym momencie (np. na koniec roku czy kwartału). Zarządzanie płynnością finansową jest tym trudniejsze, że obok skutków decyzji podejmowanych w samym przedsiębiorstwie, duży wpływ na jej poziom mają czynniki zewnętrzne, w tym zdarzenia niespodziane będące przejawem niepewności towarzyszącej prowadzeniu działalności. Źródła ryzyka płynności, tak jak wielu innych rodzajów ryzyka, znajdują się zarówno w samym przedsiębiorstwie, jak i w jego otoczeniu dalszym, i bliższym¹¹.

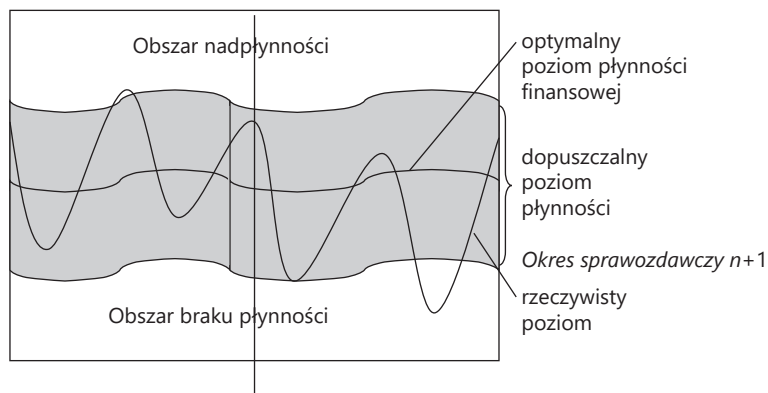
Optymalny poziom płynności przedsiębiorstwa zmienia się w czasie, a rzeczywistość osiągnęta odchyła się od poziomu optymalnego *in plus* lub *in minus*. W normalnych warunkach rzeczywisty poziom płynności oscyluje zatem w pewnym dopuszczalnym przedziale, którego granice wyznaczają z jednej strony nadpłynność, z drugiej zaś zbyt niski poziom płynności. Problemy zaczynają się wtedy, kiedy poziom płynności wykracza poza dopuszczalne granice. Relacje między optymalnym, dopuszczalnym i rzeczywistym poziomem płynności finansowej przedsiębiorstwa oraz ich zmienność w czasie zostały zaprezentowane na schemacie 1.

Przedstawione na schemacie 1 zależności występują niezależnie od tego, jaką miarę płynności uzna się za właściwą. Zakres dopuszczalnego poziomu płynności, podobnie jak jej optymalny poziom, jest wielkością specyficzną dla danego przedsiębiorstwa i zmienia się w czasie. Rzeczywisty poziom płynności podlega dużo większym fluktuacjom, niż optymalny i dopuszczalny, ponieważ na jego stan wpływa wiele czynników, na które w wielu przypadkach zarządzający nie mają wpływu. Im większa zmienność i nieprzewidywalność rzeczywistego poziomu płynności, tym większe prawdopodobieństwo, że przekroczy on dopuszczalne granice i przedsiębiorstwo stanie w obliczu przejściowych bądź trwałych problemów związanych z nadpłynnością albo z brakiem płynności.

¹⁰ Jedną z konsekwencji tego zróżnicowania jest występowanie wielu tzw. „normatywnych” poziomów (lub przedziałów) płynności, które każdy z autorów podręczników na temat analizy finansowej umieszcza w nieco innym miejscu na skali (nawet przy zastosowaniu tej samej miary). Por. A. Niemiec, *Wielkości graniczne statycznych wskaźników płynności finansowej*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości”, t. 79(135), SKwP, Warszawa 2014, s. 57–69.

¹¹ Szerzej na ten temat zob. A. Adamska, *Ryzyko w działalności przedsiębiorstwa – podstawowe zagadnienia*, w: *Ryzyko w działalności przedsiębiorstw. Wybrane aspekty*, red. A. Fierla, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009, s. 11–21.

Schemat 1. Dynamiczne ujęcie optymalnego, dopuszczalnego i rzeczywistego poziomu płynności finansowej przedsiębiorstwa



Źródło: opracowanie własne.

Dynamiczne ujęcie płynności finansowej pozwala unaocznic nie tylko zagadnienia związane z zarządzaniem płynnością, ale także z jego raportowaniem. Przedstawione na schemacie 1 dwa okresy sprawozdawcze (n i $n+1$) charakteryzują się bardzo dużą zmiennością poziomu płynności, której nie można dostrzec stosując miary płynności oparte na danych ze sprawozdań finansowych. Nawet wskaźniki obliczone z najwyższą starannością, na podstawie rzetelnie sporządzonych sprawozdań przedstawiają uproszczony obraz sytuacji, sprowadzając wartości mierników albo do momentów czasowych (np. statyczne wskaźniki płynności), albo do zbiorczego ujęcia zdarzeń w całym okresie (np. wartość operacyjnych przepływów pieniężnych netto). Otrzymane na podstawie danych ze sprawozdań wartości nie oddają zatem zmienności poziomu płynności i wiążącego się z nią ryzyka.

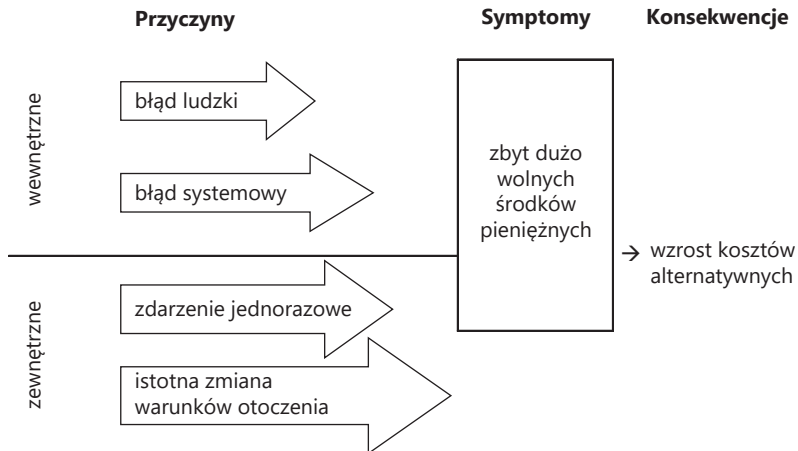
Ryzyko płynności w prezentowanym ujęciu jest rozumiane jako brak pewności co do poziomu płynności, jaki zostanie rzeczywiście osiągnięty. Ryzyko to nie oznacza jednak samej fluktuacji rzeczywistego poziomu płynności (jakkolwiek mierzonego), ale można je zdefiniować jako zagrożenie osiągnięciem takiego jej poziomu, który będzie się wiązać z nadpłynnością lub utratą płynności. Wynik może być lepszy lub gorszy nie tylko od optymalnego, ale także od dopuszczalnego poziomu mieszczącego się w przedziale wyznaczanym przez nadpłynność i brak płynności. Prezentowana koncepcja ryzyka płynności jest zatem koncepcją *quasi* neutralną, bowiem zakłada wprawdzie, że rzeczywisty wynik może być inny od zamierzonego (co jest charakterystyczne dla koncepcji

neutralnej), ale nacisk kładzie na negatywne konsekwencje rzeczywistych rezultatów. Konsekwencje przekroczenia granic dopuszczalnego poziomu płynności są jednak różne w zależności od tego, która z nich zostanie przekroczona – górna, czy dolna. Każda z tych sytuacji zostanie przeanalizowana w dalszej części opracowania.

2. Nadpłynność finansowa

Wysoki poziom płynności (niezależnie od stosowanej miary) często stanowi podstawę pozytywnej oceny przedsiębiorstwa, szczególnie przez jego zewnętrznych interesariuszy. W związku z tym, występujące w przedsiębiorstwie zjawisko nadpłynności, nawet jeśli jest odnotowywane, nie budzi obaw. Jednak dla zarządzających przedsiębiorstwem może stanowić zagadnienie warte przeanalizowania co do przyczyn i konsekwencji takiego stanu rzeczy. Schemat 2 zawiera propozycję sekwencyjnego modelu analizy problemu nadpłynności.

Schemat 2. Problem zbyt wysokiej płynności finansowej (nadpłynności)



Źródło: opracowanie własne.

Za symptom nadpłynności przyjęto występowanie w przedsiębiorstwie zbyt dużej ilości wolnych środków pieniężnych (czy to w formie gotówki, czy zbyt wysokiego dodatniego salda na rachunkach bankowych) w stosunku do potrzeb przedsiębiorstwa. Przyczyn tego zjawiska można upatrywać zarówno wewnątrz, jak i na zewnątrz przedsiębiorstwa. Wewnętrzne przyczyny zwią-

zane są albo z błędami popełnianymi przez ludzi w toku codziennej, rutynowej działalności, albo wynikają z wprowadzonego systemu zarządzania płynnością. Te pierwsze polegają np. na braku dostosowania przeprowadzanych operacji w sytuacji wystąpienia odchyień rzeczywistych przepływów pieniężnych w stosunku do wielkości prognozowanych. Te drugie przyczyny związane mogą być ze zbyt konserwatywną strategią zarządzania kapitałem obrotowym netto, która powoduje, że nadpłynność staje się w przedsiębiorstwie zjawiskiem permanentnym. Inną przyczyną związaną z systemem zarządzania płynnością w przedsiębiorstwie, prowadzącą do przejściowych stanów nadpłynności, jest brak wdrożenia mechanizmów pozwalających na harmonizację wartości aktywów obrotowych i zobowiązań bieżących, których wielkość i struktura uzależnione są od czynników związanych z sezonowością działalności¹².

Zewnętrzne przyczyny nadpłynności przedsiębiorstwa mogą być spowodowane jednorazowymi zdarzeniami (np. związanymi z zachowaniem partnerów biznesowych) lub względnie trwałą zmianą warunków otoczenia (np. obniżeniem rynkowych stóp procentowych). Wpływ zewnętrznych zdarzeń na wywołanie nadpłynności nie jest jednak bezpośredni – samo wystąpienie któregoś z czynników nie powoduje skutków w postaci nadmiernego wzrostu wolnych środków pieniężnych, o ile w przedsiębiorstwie zostaną podjęte działania dostosowawcze. Czynniki zewnętrzne jako stymulatory nadpłynności w istotny sposób wiążą się zatem z czynnikami wewnętrznymi.

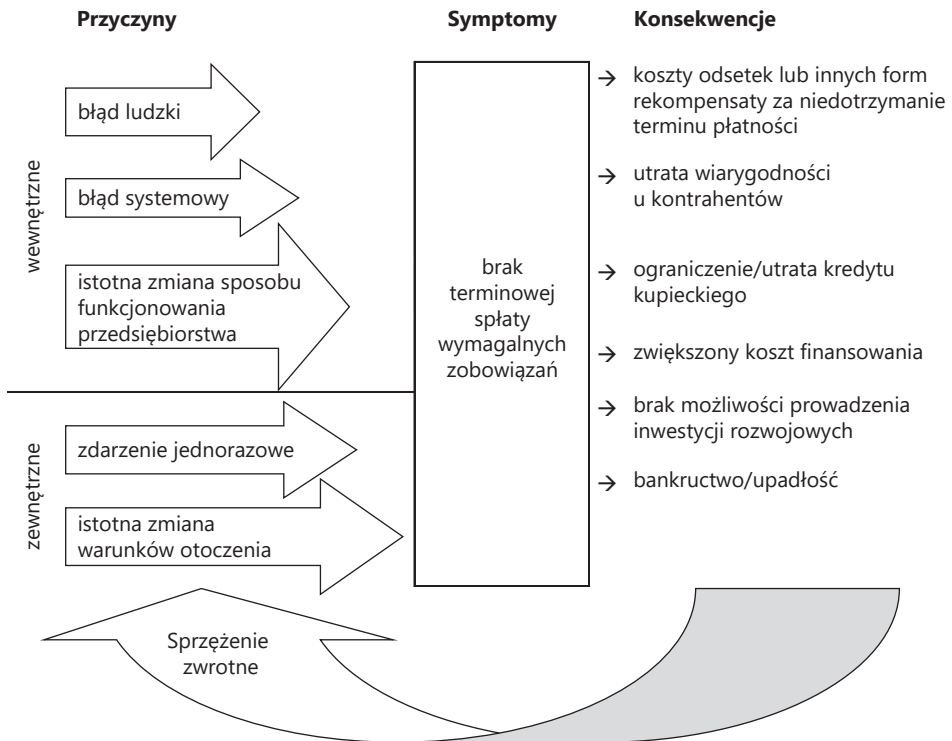
Konsekwencje dla przedsiębiorstwa w przypadku występowania nadpłynności są ograniczone do generowania przez niewykorzystane środki pieniężne kosztów alternatywnych. Ich występowanie nie jest odnotowywane w sprawozdaniach finansowych jako rzeczywista strata. Są to tylko koszty utraconych możliwości, często więc są niezauważane ani przez zewnętrznych odbiorców informacji, ani przez zarządzających przedsiębiorstwem. Z tego powodu nadpłynność zazwyczaj nie jest traktowana jako problem, chyba że utrzymuje się stale – wtedy zazwyczaj dostrzegana jest potrzeba dokonania korekt w strategii zarządzania kapitałem obrotowym netto.

¹² Szerzej na temat strategii harmonizacji por. np. D. Wędzki, *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*. Oficyna Ekonomiczna Oddział Polskich Wydawnictw Profesjonalnych, Kraków 2002, s. 171–172.

3. Zbyt niska płynność finansowa

Konsekwencją ziszczenia się ryzyka płynności oprócz nadpłynności może być zbyt niski poziom płynności. Ten problem, podobnie jak nadpłynność, można przeanalizować w sposób sekwencyjny. Model przyczynowo-skutkowej analizy ryzyka powstania sytuacji zbyt niskiej płynności finansowej przedsiębiorstwa został przedstawiony na schemacie 3.

Schemat 3. Problem zbyt niskiej płynności finansowej (braku płynności)



Źródło: opracowanie własne.

W przypadku ziszczenia się ryzyka płynności finansowej przedsiębiorstwa prowadzącego do zbyt niskiego jej poziomu, zarówno przyczyny, jak i konsekwencje są bardziej złożone, niż w odniesieniu do nadpłynności. Ponadto w obszarze tym występuje, niespotykane w przypadku zjawiska nadpłynności, dodatnie sprzężenie zwrotne, którego działanie powoduje, że konsekwencje

zbyt niskiej płynności indukują kolejne przyczyny problemów z płynnością lub wzmacniają oddziaływanie już istniejących przyczyn.

Za główny symptom zbyt niskiej płynności finansowej przyjęto brak terminowej spłaty wymagalnych zobowiązań. Zjawisko to może przybrać różną postać – od stosunkowo niegroźnego niedługiego opóźnienia w płatności jednej faktury opiewającej na niezbyt wygórowaną kwotę, aż po brak regulowania dużej liczby wierzytelności w dłuższych terminach o znacznie większych wartościach. W skrajnym przypadku podmiot w ogóle zaprzestaje regulowania swoich zobowiązań, co może prowadzić do ogłoszenia jego upadłości. Ze względu na istniejące sprzężenie zwrotne, powodujące eskalację problemów z zbyt niską płynnością, istotne jest reagowanie przez zarządzających na pierwsze objawy znamionujące pojawienie się trudności w tym obszarze.

Istotnym elementem procesu mającego zapobiec utracie płynności finansowej przedsiębiorstwa jest rozpoznanie przyczyn braku terminowej spłaty jednego zobowiązania lub większej ich liczby. Przyczyny te mogą leżeć zarówno po stronie samego przedsiębiorstwa, jak i wynikać ze zmian w jego otoczeniu. Czynniki wewnętrzne należą w zasadzie do jednej z trzech kategorii. Pierwszą z nich jest błąd ludzki, polegający na działaniu albo zaniechaniu. Przykładem błędu w działaniach operacyjnych jest pomyłka przy wystawianiu dokumentu będącego podstawą dokonania przelewu, uniemożliwiająca jego realizację, natomiast zaniechaniem byłoby w tym przypadku nie wykonanie przelewu w ogóle. Takie błędy są stosunkowo łatwe do naprawienia i – o ile nie zdarzają się nagminnie – nie mają większego znaczenia z punktu widzenia prawidłowego funkcjonowania przedsiębiorstwa i jego wizerunku u kontrahentów. Dużo poważniejsze konsekwencje niesie ze sobą źle zaprojektowany proces zarządzania płynnością, który nie uwzględniając zasad harmonizacji zmieniających wartości aktywów obrotowych i źródeł ich finansowania doprowadza do okresowych problemów z realizowaniem zobowiązań. Gdy system zarządzania płynnością jest niedopasowany, nie tylko do sezonowych zmian zapotrzebowania na kapitał obrotowy, ale w ogóle do specyfiki funkcjonowania konkretnego przedsiębiorstwa, w terminowym regulowaniu zobowiązań mogą występować permanentne zaburzenia.

Błędy ludzkie oraz błędy systemowe związane z zarządzaniem płynnością nie są jedynymi wewnętrznymi przyczynami zbyt niskiego poziomu płynności, prowadzącego do braku terminowego regulowania zobowiązań. Czynnikiem, który może w dramatyczny, raptowny sposób zaburzać płynność finansową jest wprowadzanie zmian w sposobie funkcjonowania przedsiębiorstwa. Niemalże klasycznym tego przykładem jest prowadzenie na szeroką skalę inwestycji

rzeczowych. W występującej często sytuacji przekraczania przez wydatki inwestycyjne zabudżetowanych kwot¹³, zachodzi potrzeba pokrycia niedoborów, które często są finansowane z łatwo dostępnego kapitału obrotowego. Powoduje to perturbacje w przebiegu cyklu operacyjnego i cyklu konwersji gotówki, co w konsekwencji prowadzi do opóźnień w płatnościach zobowiązań handlowych. Do wewnętrznych przyczyn zagrożenia utratą płynności należy również istotna zmiana prowadzonej działalności, zarówno pod względem skali (szybki wzrost często powoduje niedostateczny poziom kapitału obrotowego, szczególnie w przypadku małych i średnich przedsiębiorstw), jak i profilu prowadzonej działalności (np. wprowadzenie usług dodatkowych do sprzedawanego dotychczas produktu). W obydwu przypadkach niedoszacowanie dodatkowego zapotrzebowania na kapitał obrotowy powoduje brak możliwości realizowania zamierzonych operacji.

Wewnętrzne czynniki nie wyczerpują katalogu przyczyn obniżenia poziomu płynności finansowej przedsiębiorstwa. Zjawiska zachodzące w bliższym i dalszym otoczeniu podmiotu również mogą mieć na to duży wpływ. Już jednorazowe zdarzenie w postaci braku terminowej zapłaty przez kontrahenta wiarygodności często powoduje problemy z uregulowaniem wymagalnych w tym samym czasie zobowiązań wobec innych podmiotów. Spotęgowanie tego typu opóźnień może przerodzić się w powstanie zatorów płatniczych, które utrudniają nie tylko funkcjonowanie jednego podmiotu, ale paraliżują całe branże czy sektory gospodarki. Zatory stanowią przykład zjawiska, które na schemacie 3 zostały oznaczone jako istotna zmiana warunków otoczenia.

Wszystkie wymienione czynniki będą wywoływać spadek płynności finansowej przedsiębiorstwa, niekiedy na tyle duży, że przełoży się on na brak terminowej spłaty wymagalnych zobowiązań, co z kolei zazwyczaj wywołuje różnorodne konsekwencje. W zależności od czasu trwania problemów i ich skali, konsekwencje te są mniej lub bardziej dotkliwe. Mają one wymiar zarówno *stricte* finansowy (koszty odsetek lub innych form rekompensaty za niedotrzymanie terminu płatności, zwiększony koszt finansowania oraz ograniczenie dostępu do kredytu kupieckiego), jak i wizerunkowy (utrata wiarygodności u kontrahentów). Najbardziej skrajnym skutkiem zbyt niskiej płynności jest bankructwo przedsiębiorstwa i w jego konsekwencji ogłoszenie upadłości podmiotu¹⁴.

¹³ O behawioralnych przyczynach przekraczania kwot budżetowanych wydatków inwestycyjnych szerzej można przeczytać w: D. Kahneman, *Pułapki myślenia, o myśleniu szybkim i wolnym*, Media Rodzina, Poznań 2012, s. 334.

¹⁴ Por. Ustawa z dnia 28 lutego 2003 roku Prawo upadłościowe i naprawcze (DzU 2003, nr 60, poz. 535 ze zm.), art. 11 i 12.

Konsekwencje ziszczenia się ryzyka związanego z obszarem zbyt niskiego poziomu płynności finansowej są zatem znacznie dalej idące, niż w przypadku ryzyka nadpłynności. O ile nadpłynność oznacza niższą efektywność niż potencjalnie możliwa do osiągnięcia, o tyle zbyt niska płynność nie tylko obniża efektywność, ale generuje problemy wizerunkowe i reputacyjne przedsiębiorstwa, a nawet może być przyczyną ustania bytu prawnego podmiotu. Dlatego zazwyczaj do tego obszaru – zbyt niskiej płynności – przywiązują większą wagę zarówno zarządzający płynnością, jak i interesariusze zewnętrzni.

Przeprowadzona analiza zarządzania ryzykiem płynności, nastawionego na utrzymanie jej poziomu w dopuszczalnych granicach, pozwala zauważyć, że proces ten w zasadzie pokrywa się z procesem zarządzania płynnością¹⁵. Zarówno cele, jak i stosowane metody, narzędzia oraz procedury występujące w obu obszarach wykazują daleko idące podobieństwo. Podobieństwo to jest tak duże, że każe zastanowić się nad sensem rozdzielania tych dwóch kategorii. Rodzi się pytanie, czy zarządzanie płynnością finansową przedsiębiorstwa nie jest w istocie zarządzaniem ryzykiem płynności.

4. Raportowanie ryzyka płynności finansowej przedsiębiorstw

Zarządzanie ryzykiem płynności jest procesem złożonym, samo ryzyko przybiera różne formy, a jego urzeczywistnienie niesie ze sobą zróżnicowane konsekwencje. Potrzeba zapewnienia interesariuszy zewnętrznych o prawidłowości przebiegu tego procesu ma zatem głębokie uzasadnienie. Z drugiej strony przedstawienie zbyt szczegółowych informacji o tym, jak zarządzanie ryzykiem płynności jest rzeczywiście zorganizowane i prowadzone, oznaczałoby dla przedsiębiorstwa nadmierne ujawnianie sposobu swojego funkcjonowania. Dlatego formułowanie zakresu obowiązków informacyjnych związanych z tym obszarem powinno opierać się na starannym wyważeniu interesów zarówno przedsiębiorstwa, jak i jego interesariuszy.

Obowiązek raportowania ryzyka płynności i zasady prezentacji tego ryzyka wynikają z Międzynarodowego Standardu Sprawozdawczości Finansowej 7 (MSSF 7) *Instrumenty finansowe: ujawnianie informacji*. Rozwiązania w nim zawarte dotyczą więc wszystkich podmiotów, które sporządzają sprawozdania

¹⁵ Por. wielokrotnie wznawiane, wyczerpujące opracowanie kwestii zarządzania płynnością: M. Sierpińska, D. Wędzki, *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997–2008.

finansowe według standardów międzynarodowych. W standardzie MSSF 7 określono, że obok danych ilościowych w sprawozdaniu muszą zostać ujawnione informacje jakościowe dotyczące stopnia narażenia podmiotu na ryzyko oraz sposobu jego powstania, a także cele, polityka i procesy zarządzania ryzykiem, jak i metody wyceny ryzyka¹⁶. Bardziej szczegółowo w odniesieniu do ryzyka płynności sformułowano obowiązek ujawnienia analizy wymagalności zobowiązań oraz opis sposobu zarządzania ryzykiem płynności właściwym dla tych zobowiązań¹⁷.

W standardzie finansowym MSSF 7 *Instrumenty finansowe: ujawnianie informacji* zostało również zdefiniowane (na potrzeby raportowania przez przedsiębiorstwa) samo pojęcie ryzyka płynności. Według tego dokumentu ryzyko płynności jest to: „ryzyko, że jednostka napotka trudności w wywiązaniu się z zobowiązań związanych ze zobowiązaniami finansowymi rozliczanymi przez przekazanie środków pieniężnych lub innych aktywów finansowych”¹⁸. Przytoczone sformułowanie stanowi przykład przyjęcia negatywnej koncepcji ryzyka, rozumianego wyłącznie jako zagrożenie. Przy czym zagrożenie to zawężone zostało do sytuacji zbyt niskiej płynności. Taka definicja nie uwzględnia zatem ani zdarzeń powodujących, że płynność przedsiębiorstwa jest zbyt wysoka, ani sytuacji, kiedy nieoczekiwanie płynność przedsiębiorstwa poprawia się. Ryzyko płynności w tym ujęciu można zatem utożsamić z pojęciami „ryzyko utraty płynności”, czy „ryzyko braku płynności”.

Sposób definicji ryzyka płynności w standardzie MSSF 7 wpływa na treść ujawnień w sprawozdaniach konkretnych przedsiębiorstw – wiele z nich samodzielnie określa cele zarządzania tym ryzykiem. W tabeli 1 zostały przedstawione przykłady tego typu celów zawartych w raportach finansowych podmiotów należących do grona największych polskich spółek publicznych.

Zawarte w tabeli 1 sformułowania dotyczące celów zarządzania ryzykiem płynności finansowej przedsiębiorstw pozwalają zauważyć, że poszczególne podmioty prezentują różne podejścia do samej płynności. Sprawozdanie RAFAKO S.A. nawiązuje do płynności płatniczej, w raportach Elektrobudowy S.A. i Jastrzębskiej Spółki Węglowej S.A. znajdują się odniesienia do płynności płatniczej i potencjalnej, a w sprawozdaniu Budimexu S.A. uwzględniono obok płynności płatniczej i potencjalnej także płynność strukturalną. Spółki prezen-

¹⁶ Międzynarodowy Standard Sprawozdawczości Finansowej 7, *Instrumenty finansowe: ujawnianie informacji* (DzUrz UE L 320/417 ze zm.), pkt 33.

¹⁷ Ibidem, pkt 39.

¹⁸ Ibidem, Załącznik a.

tują również odmienne podejścia do kwestii czasu jako jednego z uwarunkowań zarządzania ryzykiem płynności i stosowanych miar płynności. W części ich raportów (np. Budimex S.A., Elektrobudowa S.A., czy Grupa Azoty S.A.) nacisk kładziony jest na utrzymanie odpowiedniego poziomu środków pieniężnych, co znamionuje podejście nastawione na miary bilansowe. W innych sprawozdaniach z kolei (np. RAFAKO S.A.) jako cel zarządzania ryzykiem płynności wymieniane są przepływy pieniężne, charakterystyczne dla podejścia dynamicznego, bazującego na sprawozdaniach czy planach okresowych. Natomiast w raporcie KGHM S.A. uwypuklona została kwestia konieczności utrzymywania płynności w sposób ciągły, nie tylko w bieżącym okresie sprawozdawczym. Kolejną różnicą jest definiowanie celu zarządzania ryzykiem płynności wyłącznie w kategoriach utrzymania płynności (np. Budimex S.A., Elektrobudowa S.A., Grupa Azoty S.A., Jastrzębska Spółka Węglowa S.A.) lub z uwzględnieniem efektywności, jak to ma miejsce w raportach Apatora S.A., Polskiego Koncernu Naftowego ORLEN S.A. oraz Grupy LOTOS S.A.

Tabela 1. Deklarowane cele ograniczania ryzyka płynności finansowej przez wybrane podmioty w ich raportach finansowych za 2012 rok

Nazwa podmiotu	Cel związany z ograniczaniem ryzyka płynności
Apator SA, Polski Koncern Naftowy ORLEN SA	utrzymanie równowagi pomiędzy ciągłością a elastycznością finansowania
Budimex SA	utrzymanie odpowiedniej ilości środków pieniężnych oraz zbywalnych papierów wartościowych, a także zawieranie umów o linie kredytowe, które służą jako dodatkowe zabezpieczenie płynności
Elektrobudowa SA	utrzymanie odpowiedniego poziomu środków pieniężnych przeznaczonych do obrotu oraz dostępność finansowania, dzięki wystarczającej kwocie przyznanych instrumentów kredytowych i linii gwarancyjnych
Grupa Azoty SA	właściwe zarządzanie płynnością finansową, realizowane poprzez poprawną ocenę poziomu zasobów środków pieniężnych w oparciu o plany przepływów środków pieniężnych w różnych horyzontach czasowych
Grupa LOTOS SA	bezpieczna i efektywna alokacja posiadanej płynności
Jastrzębska Spółka Węglowa SA	utrzymywanie odpowiedniego poziomu środków pieniężnych oraz dostępność linii kredytowych
KGHM Polska Miedź SA	utrzymywanie płynności finansowej w sposób ciągły, w każdym okresie
RAFAKO SA	dążenie do zapewnienia tzw. pozytywnych przepływów pieniężnych

Źródło: opracowanie własne na podstawie H. Sikacz, *Raportowanie o ryzyku płynności w kontekście społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa w wybranych grupach kapitałowych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” nr 802, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2014, nr 65, s. 719–729.

Obok wymienionych różnic w podejściu do definiowania celu zarządzania ryzykiem płynności finansowej w sprawozdaniach finansowych poszczególnych spółek uwagę zwracają także pewne cechy wspólne. Jedną z nich jest wysoki stopień ogólności sformułowanego celu i posługiwanie się pojęciami „odpowiedni”, „właściwy”, czy „bezpieczny”. Nie oznacza to przy tym, że na potrzeby zarządzania wewnątrz przedsiębiorstwa cele te nie mogą być czy nie są formułowane bardziej szczegółowo. Należy raczej odczytywać to, jako chęć ograniczenia ilości ujawnianych informacji w tak wrażliwym obszarze, jakim jest ryzyko płynności i zarządzanie nim.

Kolejną cechą wspólną prezentowanych **celów zarządzania ryzykiem płynności** jest to, że każdy z nich może być interpretowany jako **cel zarządzania płynnością**. Powyższe spostrzeżenie jest o tyle ważne, że teoretyczna analiza zakresu pojęciowego tych sformułowań również dostarczyła argumentów przeciwko rozdzielaniu tych kategorii zarządzania płynnością finansową i zarządzania ryzykiem płynności.

Wnioski

Kwestia płynności finansowej przedsiębiorstwa jest bardzo ważna nie tylko dla zarządzających podmiotem, ale i dla wielu grup interesariuszy. Ci pierwsi na co dzień borykają się z potrzebą zapewnienia jej odpowiedniego poziomu, ci drudzy chcieliby wiedzieć, czy płynność jest utrzymywana na bezpiecznym poziomie. Obie te grupy większą wagę przywiązują do zbytniego obniżenia się poziomu płynności, z mniejszą obawą traktując nadpłynność. Dzieje się tak dlatego, że zbyt niski poziom płynności powoduje daleko idące perturbacje, mogące nawet spowodować ustanie bytu prawnego podmiotu, natomiast nadpłynność oznacza tylko zmniejszoną efektywność wykorzystania posiadanych zasobów. Takie podejście rzutuje na sposób rozumienia ryzyka płynności, które postrzegane jest jedynie w kategoriach zagrożenia. Ta negatywna koncepcja ryzyka została również przyjęta w MSSF 7, który reguluje zakres ujawnień kwestii ryzyka płynności w sprawozdaniach finansowych przedsiębiorców.

Przeprowadzona w niniejszym opracowaniu analiza zarówno teoretycznych, jak i praktycznych aspektów ryzyka płynności w kontekście jego raportowania pozwala stwierdzić, że **oddzielenie zarządzania ryzykiem płynności od zarządzania płynnością jest konstrukcją sztuczną**.

Bibliografia

1. Adamska A., *Ryzyko w działalności przedsiębiorstwa – podstawowe zagadnienia*, w: *Ryzyko w działalności przedsiębiorstw. Wybrane aspekty*, red. A. Fierla, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009.
2. *Aktywne zarządzanie płynnością finansową przedsiębiorstwa*, red. K. Kreczmańska-Gigoł, Difin, Warszawa 2010.
3. Bolek M., Pastusiak R., *Wpływ strategii zarządzania kapitałem pracującym na płynność przedsiębiorstwa na przykładzie spółek notowanych na GPW w Warszawie*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego”, nr 803, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2014, nr 66.
4. Czekaj J., Dresler Z., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa – podstawy teorii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
5. Dudycz T., *Siła diagnostyczna wskaźników płynności finansowej*, w: *Zagrożenie upadłością*, „Materiały i Prace Instytutu Funkcjonowania Gospodarki Narodowej” 2005, t. 93 (XCIII).
6. Gad J., *Sprawozdawczość biznesowa wobec założeń teorii agencji*, „Zarządzanie i Finanse” 2013, nr 2(6).
7. Gajdka J., Walińska E., *Zarządzanie finansowe. Teoria i praktyka*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1998.
8. Gos W., *Rachunek przepływów pieniężnych w świetle krajowego standardu rachunkowości*, Difin, Warszawa 2004.
9. Kahneman D., *Pułapki myślenia, o myśleniu szybkim i wolnym*, Media Rodzina, Poznań 2012.
10. Luty Z., *Kierunki zmian sprawozdawczości finansowej*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości” 2010, nr 56.
11. Niemiec A., *Wielkości graniczne statycznych wskaźników płynności finansowej*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości”, t. 79(135), SKwP, Warszawa 2014.
12. Sierpińska M., Wędzki D., *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997–2008.
13. Sikacz H., *Raportowanie o ryzyku płynności w kontekście społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa w wybranych grupach kapitałowych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” nr 802, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2014, nr 65.
14. Wędzki D., *Strategie płynności finansowej przedsiębiorstwa*, Oficyna Ekonomiczna Oddział Polskich Wydawnictw Profesjonalnych, Kraków 2002.
15. Wojciechowska U., *Płynność finansowa polskich przedsiębiorstw w okresie transformacji gospodarki*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2001.

Dokumenty i akty prawne

1. Ustawa z dnia 28 lutego 2003 roku Prawo upadłościowe i naprawcze (DzU 2003, nr 60, poz. 535 ze zm.).
2. Międzynarodowy Standard Sprawozdawczości Finansowej 7, *Instrumenty finansowe: ujawnianie informacji* (DzUzr UE L 320/417).

GOTÓWKA JAKO ELEMENT POLITYKI PŁYNNOŚCI W SPÓŁCE GIEŁDOWEJ

Anna GRYGIEL-TOMASZEWSKA

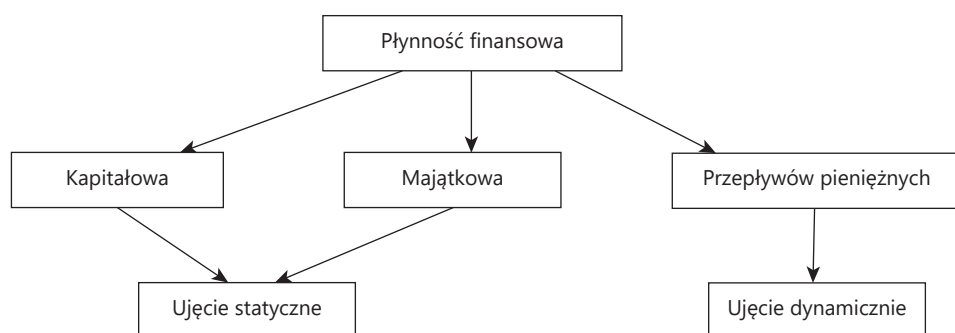
Wstęp

Niezależnie od koniunktury gospodarczej zarządzanie płynnością w przedsiębiorstwie stanowi kluczową kwestię. Umożliwia bowiem osiągnięcie podstawowego celu, dla którego powołane jest każde przedsiębiorstwo – czyli trwanie i przynoszenie wartości dla grona interesariuszy. Z tego też względu polityka zarządzania płynnością w przedsiębiorstwach zajmuje istotne miejsce nie tylko w okresach słabej koniunktury, ale także w sprzyjających okolicznościach gospodarczych. W powszechnym mniemaniu płynne przedsiębiorstwo to podmiot dobrze zarządzany i gotowy do radzenia sobie w turbulentnym otoczeniu gospodarczym. Ponadto w przypadku przedsiębiorstwa, które systematycznie osiąga nadwyżkę płynności, większa jest szansa na wypłatę dywidendy, a fakt ten jest pozytywnie odbierany przez inwestorów. Zasady prowadzenia polityki płynności podlegają krytycznej ocenie zwłaszcza w spółkach publicznych. Z uwagi na szerokie grono interesariuszy i potencjalnych interesariuszy (zwłaszcza potencjalnych akcjonariuszy), a także na stosunkowo łatwą weryfikację danych zawartych w raportach okresowych często publikowanych, kwestia płynności w spółkach publicznych jest szeroko analizowana i komentowana. Celem niniejszego opracowania jest analiza sposobów postrzegania gotówki jako składnika płynności w spółce giełdowej z perspektywy jej akcjonariuszy.

1. Pojęcie płynności – ujęcie teoretyczne

Zarówno w teorii ekonomii, jak i w praktyce gospodarowania funkcjonuje wiele definicji płynności przedsiębiorstwa¹. Dalej w syntetyczny sposób przybliżone zostaną obowiązujące w literaturze przedmiotu tendencje dotyczące pojmowania płynności, przy czym najczęściej stosowany rodzaj klasyfikacji płynności wskazuje na jej ujęcie statyczne i ujęcie dynamiczne (por. schemat 1).

Schemat 1. Aspekty płynności finansowej



Źródło: J. Grzywacz, *Płynność finansowa przedsiębiorstwa, jej ocena i możliwości wspierania*, w: *Płynność finansowa przedsiębiorstw w Polsce. Uwarunkowania, zarządzanie płynnością, ryzyko*, red. J. Grzywacz, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2014, s. 49.

Ujęcie statyczne płynności finansowej obejmuje aspekt kapitałowy i aspekt majątkowy. W ujęciu majątkowym pod pojęciem płynności rozumie się taki stan rzeczy, w którym przedsiębiorstwo może szybko i łatwo zamienić posiadane aktywa na gotówkę, czyli dokonać spieniężenia aktywów. Przy tym istotne jest, aby proces ten był przeprowadzony w sposób efektywny. Sprzedający powinien ponosić możliwie najniższy koszt transakcyjny i nie powinien być zmuszony do zaniżania wartości aktywów. Sprzedaż aktywów powinna zatem przebiegać po cenach odpowiadających ich bieżącej, realnej wartości. Bardziej popularne od ujęcia majątkowego jest ujęcie kapitałowe. W tym ujęciu płynność oznacza zdolność do regulowania zobowiązań krótkoterminowych. Jak zauważył

¹ Szerzej różnorodność koncepcji płynności została zaprezentowana w pracy: J. Kosińska, T. Cicirko, *Płynność finansowa – zagadnienia wstępne*, w: *Podstawy zarządzania płynnością finansową przedsiębiorstwa*, red. T. Cicirko, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012, s. 15.

J. Grzywacz, podejście to często jest utożsamiane z podejściem kapitałowo-majątkowym, z uwagi na to, iż „określa wzajemną relację zobowiązań, które finansują majątek jednostki gospodarczej i majątek będący zabezpieczeniem zobowiązań”².

Zarówno ujęcie majątkowe, jak i kapitałowe niekiedy określane są jako statyczne, bowiem w takim rozumieniu płynność w przedsiębiorstwie uzależniona jest od struktury aktywów i jej ocena bazuje na danych pochodzących z bilansu przedsiębiorstwa. Na ich podstawie wyliczane są wskaźniki płynności, które mają świadczyć o płynności danego przedsiębiorstwa.

Natomiast w ujęciu dynamicznym płynność jest rozumiana jako zdolność przedsiębiorstwa do terminowego regulowania bieżących zobowiązań³. W ujęciu tym płynność przedsiębiorstwa nie jest określana według stanu na określony dzień bilansowy, ale opiera się na informacjach pozyskanych z zestawienia przepływów pieniężnych (*cash flow*). Dzięki temu bardziej realistycznie oddaje rzeczywistą sytuację przedsiębiorstwa w zakresie płynności, wskazując między innymi, w jaki sposób przedsiębiorstwo realizuje swoją działalność operacyjną, finansową i inwestycyjną. Obok ujęcia statycznego i ujęcia dynamicznego warto przytoczyć jeszcze nieco inną koncepcję płynności, gdzie kładzie się nacisk na to, jak długo trwa proces upłynnienia aktywów. Zgodnie z nią, płynność przedsiębiorstwa jest to czas wymagany na spieniężenie aktywów należących do tego przedsiębiorstwa⁴. Zatem im szybciej przedsiębiorstwo jest w stanie uzyskać gotówkę za posiadane przez siebie aktywa, tym jego płynność jest większa. W porównaniu z ujęciem majątkowym, kapitałowym i ujęciem według przepływów pieniężnych, w tej koncepcji wyraźnie kładzie się nacisk nie na strukturę aktywów, lecz na czas potrzebny do ich sprzedaży.

Większość autorów zgadza się z tezą, iż płynność jest jednym z wskaźników sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, a jej brak jest symptomem kłopotów w spółce. Jednak w kontekście zaburzeń płynności część badaczy wskazuje na potrzebę analizowania czasu trwania takiej sytuacji. W literaturze istnieje nurt, w ramach którego rozróżniane są dwie kategorie określające niezdolność do regulowania zobowiązań w zależności od terminu. Brak takiej zdolności

² J. Grzywacz, *Płynność finansowa przedsiębiorstwa, jej ocena i możliwości wspierania*, w: *Płynność finansowa przedsiębiorstw w Polsce. Uwarunkowania, zarządzanie płynnością, ryzyko*, red. J. Grzywacz, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2014, s. 49.

³ J. Gajdka, E. Walińska, *Zarządzanie finansowe. Teoria i praktyka*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1998, s. 465–466.

⁴ E.F. Brigham, L.C. Gapenski, *Zarządzanie finansami*, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Warszawa 2000, s. 18.

w krótkim terminie nazywany jest utratą płynności, zaś w długim – niewypłacalnością⁵. Takie ujęcie niepłynności może prowadzić do konstatacji, iż brak możliwości realizacji zobowiązań w krótkim terminie jakkolwiek może być sygnałem niepokojącym, to – z zastrzeżeniem sprecyzowania okresu, jaki można nazwać krótkim oraz specyfiki branży, w której działa przedsiębiorstwo – jeszcze nie świadczy o istotnych problemach przedsiębiorstwa⁶. Realnym problemem, o dalekosiężnych konsekwencjach, jest natomiast niewypłacalność przedsiębiorstwa, jako stan nieodwracalny, prowadzący do bankructwa. Reasumując, struktura aktywów i ich zróżnicowanie pod kątem możliwości upłynnienia wprost wpływa na to, w jaki sposób i jak szybko przedsiębiorstwo może obsługiwać swoje zobowiązania. Jest to o tyle ważne, że niedostatki lub brak płynności mogą prowadzić do istotnego pogorszenia ogólnej sytuacji przedsiębiorstwa.

Źródeł kłopotów z płynnością może być wiele. Mogą one mieć rodowód zewnętrzny i pochodzić z otoczenia przedsiębiorstwa (czynniki makro), lub wewnętrzny – wynikać ze sposobu działania przedsiębiorstwa (czynniki mikro). Przedsiębiorstwo jako podmiot gospodarczy funkcjonuje w środowisku charakteryzującym się istotnym poziomem złożoności i zmienności. Elementy tego środowiska w oczywisty sposób wywierają wpływ na działalność prowadzoną przez przedsiębiorstwo. Determinują jego politykę finansową oraz wpływają na jego płynność. Oprócz czynników zewnętrznych, także niewłaściwe zarządzanie obszarami, które są pod kontrolą przedsiębiorstwa, może stać się przyczyną kłopotów z płynnością. Zestawienie możliwych czynników mikro i makro determinujących płynność przedsiębiorstwa zawarto w tabeli 1. Jest to zestawienie syntetyczne, z konieczności niewyczerpujące listy czynników wpływających na płynność przedsiębiorstwa – choćby z uwagi na zmienność i niestabilność otoczenia, w którym często w sposób losowy dochodzi do kreowania nowych czynników ryzyka mających bezpośredni lub pośredni wpływ na płynność przedsiębiorstwa.

⁵ W. Rogowski, M. Lipski, *Płynność finansowa – wybrane zagadnienia*, w: *Płynność finansowa przedsiębiorstw...*, op.cit.

⁶ Por. Grzywacz J., *Płynność finansowa przedsiębiorstwa...*, op.cit., s. 51. Autorka przychyliła się do tego zdania, choć należy zaznaczyć, iż w literaturze przedmiotu jest to zagadnienie żywo dyskutowane. Odmienne poglądy prezentują np. K. Jajuga i T. Jajuga – por. K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje. Instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006, s. 155, a także T. Cicirko i J. Kosińska – por. J. Kosińska, T. Cicirko, *Płynność finansowa – zagadnienia wstępne*, w: *Podstawy zarządzania płynnością finansową przedsiębiorstwa*, red. T. Cicirko, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012, s. 11–12.

Tabela 1. Czynniki determinujące płynność przedsiębiorstwa

Czynniki makro	Czynniki mikro
<ul style="list-style-type: none"> ▪ bieżąca i przewidywana koniunktura gospodarcza w kraju i oddziaływanie koniunktury światowej na gospodarkę krajową ▪ zmiany polityki fiskalnej ▪ wzrost konkurencji na rynku krajowym i na rynkach globalnych ▪ szacowany popyt na produkty ▪ zmiana potrzeb konsumentów ▪ zmiany cen surowców i produktów ▪ ryzyko walutowe ▪ poziom kosztów zatrudnienia ▪ poziom podatków i kosztów innych obciążeń ▪ dostępność kapitału ▪ koszt kapitału obcego ▪ postęp i zmiany technologiczne ▪ wzrost poziomu kosztów inwestycji w środki trwale ▪ zmiany regulacji prawnych 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ wielkość i struktura sprzedaży ▪ poziom i struktura kosztów ▪ stosowane technologie ▪ zasady współpracy z partnerami biznesowymi (dostawcami, odbiorcami produktów) ▪ warunki sprzedaży ▪ polityka inwestycyjna ▪ realizowana strategia finansowa ▪ zasoby gotówki ▪ zasoby ekwiwalentów gotówki i zewnętrznych rezerw płynności (kredyty, pożyczki, papiery dłużne) ▪ sposób zarządzania przedsiębiorstwem

Źródło: Por. H. Sokół, *Ryzyko a płynność finansowa przedsiębiorstwa*, w: *Płynność finansowa przedsiębiorstw...*, op.cit., s. 84–85.

Decyzje związane z zarządzaniem płynnością są kluczowe z perspektywy ciągłości funkcjonowania przedsiębiorstwa. Brak polityki płynnościowej lub niewłaściwe jej prowadzenie w fundamentalny sposób zagraża podstawowym celom, do których dąży przedsiębiorstwo, czyli ciągłości kontynuowania działalności i osiągania zysków dla interesariuszy. Trudności z utrzymaniem należytego poziomu płynności mają negatywny wpływ na postrzeganie przedsiębiorstwa jako wiarygodnego kontrahenta, w związku z czym zagrażają prowadzeniu zarówno działalności operacyjnej, inwestycyjnej, jak i finansowej. Prowadzą do narastania problemów z uzyskaniem finansowania zewnętrznego lub jego kontynuacją, mogą również skutkować podniesieniem kosztów tego finansowania bądź koniecznością udokumentowania dodatkowych zabezpieczeń w celu jego utrzymania. Skutkami prowadzenia nieodpowiedniej, niedostosowanej do okoliczności polityki zarządzania płynnością mogą być⁷:

- wzrost kosztów kredytu,
- konieczność sprzedaży posiadanych aktywów (niekorzystnie) lub zakłócenie przyszłej sprzedaży,

⁷ G. Michalski, *Strategiczne zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2010, s. 8.

- brak możliwości terminowego regulowania swoich zobowiązań – wzrost kosztów działalności wynikający z utraty dobrej opinii wśród dostawców.

Wysoka płynność przedsiębiorstwa niewątpliwie zwiększa jego wiarygodność. Wzrasta zaufanie pracowników, którzy mogą domniemywać, iż na czas otrzymają należne świadczenia. Potencjalni dostawcy nie obawiają się o terminową realizację płatności⁸. Utrata wiarygodności w oczach kontrahentów, zwłaszcza dostawców, może prowadzić do rezygnacji z możliwości udzielania kredytu kupieckiego i konieczności rozliczeń gotówkowych⁹, a w ostateczności nawet do zerwania z nimi relacji. Polityka płynnościowa jest wreszcie narzędziem budowania wartości dla właścicieli (akcjonariuszy). Jest ona poddawana szczególnej presji i ocenie zwłaszcza w przypadku spółek publicznych. Dzieje się tak, ponieważ wzrost wartości przedsiębiorstwa wynika w dużej mierze ze zwiększenia przepływów pieniężnych, z ograniczenia zmienności tych przepływów i ze zmniejszenia prawdopodobieństwa wystąpienia zakłóceń w regularnej spłacie zobowiązań, a co za tym – z obniżenia prawdopodobieństwa upadłości¹⁰.

2. Gotówka i jej substytuty a polityka płynności

Przedsiębiorstwo może prowadzić działalność operacyjną, inwestycyjną i finansową, a w szczególności – realizować swoje zobowiązania – dzięki posiadanym przez siebie aktywom. Do najbardziej płynnych aktywów należą w szczególności:

- gotówka podstawowa (*core cash*),
- gotówka strategiczna,
- dźwignia finansowa – dostępne kredyty lub linie kredytowe,
- pozostałe płynne aktywa finansowe.

⁸ Należy zaznaczyć, że praktyka gospodarcza wskazuje, iż część sieci handlowych wykazuje wysoką płynność, ale mimo to korzysta z kredytów kupieckich i stosuje luki w prawie do opóźniania płatności. Niejednokrotnie opóźnienia takie sięgają nawet 100 dni.

⁹ A. Milewska, A. Wolff, *Kształtowanie płynności finansowej na przykładzie przedsiębiorstwa przemysłu chemicznego*, http://www.wne.sggw.pl/czasopisma/pdf/EIOGZ_2008_nr64_s175.pdf (10.09.2015). Należy zaznaczyć, że kredyt kupiecki w praktyce przez wiele przedsiębiorstw jest traktowany jako element polityki płynnościowej. W sytuacji, gdy w efekcie utraty wiarygodności przez przedsiębiorstwo jego dostępność maleje, nawarstwiają się kłopoty z płynnością.

¹⁰ G. Michalski, *Strategiczne zarządzanie płynnością...*, op.cit., s. 8.

Gotówka to najbardziej płynny składnik aktywów, można nią zatem dysponować w każdej chwili, niejednokrotnie na bieżąco. Z reguły gotówka należąca do przedsiębiorstwa jest ulokowana na rachunkach bankowych. Część niezbędna na pokrycie bieżących zobowiązań i dziennych fluktuacji jest utrzymywana na rachunkach *a vista*, z możliwością zakładania krótkoterminowych lokat typu *overnight*. Gotówka na pokrycie zobowiązań o dłuższym horyzoncie wymagalności lub z przeznaczeniem na dążenie do osiągnięcia celów strategicznych przedsiębiorstwa (gotówka strategiczna) może być przedmiotem depozytów terminowych.

Swoistym substytutem gotówki są kredyty bankowe i otwarte linie kredytowe, udostępniane przez banki¹¹. Korzystanie z nich jest obwarowane szczególnymi wymogami wynikającymi z procedur stanowiących element wewnętrznej polityki każdego banku w zakresie udzielania kredytów. Elementem realizacji tych procedur jest badanie i ocena zdolności kredytowej przedsiębiorstwa, pod kątem m.in. oceny płynności przedsiębiorstwa i jego zdolności do dokonania spłaty kredytu¹². Wynagrodzeniem banku za umożliwienie korzystania z kredytu jest prowizja i marża. Istotne jest zatem zweryfikowanie opłacalności zewnętrznego finansowania z perspektywy kosztu kredytu, jego dostępności i szybkości uruchomienia. Ważne jest także pytanie o optymalne proporcje gotówki własnej i środków pożyczonych – w jakiej części przedsiębiorstwo może finansować swoją działalność własnymi środkami, a w jakiej – kredytem. W sytuacji wyboru między opcjami takimi jak utrzymywanie gotówki i posiłkowanie się kredytem *versus* wydatkowanie własnej gotówki, istotne jest przeanalizowanie osiągalnej rentowności opcji inwestycyjnych oraz kosztu kredytu, jaki należałoby ponieść. Ulokowanie środków na lokacie terminowej w banku może wiązać się z osiąganiem stopy zwrotu, która będzie niższa niż oprocentowanie kredytu bankowego. Jest to tzw. *cost of carry* i jego wysokość obciąża aktywa spółki, a co za tym idzie – zmniejsza jej wartość dla właścicieli¹³.

Pomocne może być również rozważenie efektów pozytywnej tarczy podatkowej, kiedy koszt kredytu może być traktowany jako koszt uzyskania przychodu. Wówczas pomniejsza on podatek naliczony i należny do zapłacenia

¹¹ Szerzej na temat rodzajów kredytów bankowych oferowanych przedsiębiorstwom w: J. Grzywacz, *Współpraca przedsiębiorstwa z bankiem*, Difin, Warszawa 2006, np. s. 161–168.

¹² Ibidem, s. 171.

¹³ H. Servaes, P. Tufano, *The Theory and Practice of Corporate Liquidity Policy*, Deutsche Bank, January 2006, s. 12, <http://faculty.london.edu/hservaes/Corporate%20Liquidity%20Policy%20-%20Full%20Paper.pdf> (21.09.2015).

i w ten sposób więcej gotówki pozostaje w przedsiębiorstwie. Zatem wartość przedsiębiorstwa z perspektywy akcjonariuszy jest wyższa. Skala efektu tarczy podatkowej jest jednak zależna od stopy podatku dochodowego, jak i od innych czynników – takich jak na przykład konieczność występowania odpowiedniej pierwotnej (dodatniej) podstawy opodatkowania.

Ostatnią kategorią aktywów traktowanych jako substytut gotówki są płynne aktywa finansowe. Jest to ta część aktywów, którą można szybko spieniężyć bez (istotnej) utraty ich wartości. Należą do nich dłużne skarbowe instrumenty finansowe, o krótkim terminie do wykupu, a więc o relatywnie niskim ryzyku inwestycyjnym. Ta część aktywów nie jest traktowana przez przedsiębiorstwo jako inwestycja finansowa, ale jako sposób na tymczasowe ulokowanie gotówki.

Źródłem gotówki, jaka pojawia się w przedsiębiorstwie, są jego działania związane z obszarem operacyjnym, inwestycyjnym i finansowym. Celem funkcjonowania każdego przedsiębiorstwa jest generowanie zysku i temu celowi podporządkowana jest zwłaszcza działalność operacyjna przedsiębiorstwa. Część gotówki z działalności operacyjnej, która pozostaje po wydatkach inwestycyjnych i po opłaceniu odsetek, przechowywana jest na rachunkach bankowych, które z reguły są nisko oprocentowane. Wynika to z faktu, iż gotówka ta nie powinna być przedmiotem jakiegokolwiek podwyższonego ryzyka, w tym także ryzyka stopy procentowej. Jej przeznaczeniem jest zabezpieczenie realizacji następujących potrzeb¹⁴:

- transakcyjnej – część gotówki przeznaczana jest na realizację płatności w ramach bieżącej działalności. Wraz z rozwojem przedsiębiorstwa wzrasta jego zapotrzebowanie na gotówkę lub jej substytut;
- ostrożnościowej – część gotówki przedsiębiorstwo utrzymuje w celu finansowania nagłych i nieprzewidzianych wydatków; posiadanie tzw. rezerw ostrożnościowych jest szczególnie istotne w czasie dekonunktury, gdy wydłużają się okresy otrzymywania należności od odbiorców lub gdy te należności nie są płacone.
- spekulacyjnej – zwłaszcza wówczas, gdy w gospodarce występują wysokie stopy procentowe, część gotówki przeznaczana jest przez przedsiębiorstwa na transakcje na rynku finansowym, które w zamierzeniu mają przynieść dodatkowe, ponadprzeciętne przychody;

¹⁴ Por. P. Dec, *Metody zarządzania płynnością finansową przedsiębiorstw w Polsce w warunkach występujących zatorów płatniczych i zwiększającej się liczby upadających przedsiębiorstw*, w: *Płynność finansowa przedsiębiorstw...*, op.cit., s. 108–109.

- kompensacyjnej – bywa, że utrzymywanie wolnej, niezaangażowanej gotówki w określonej wysokości jest wymagane na przykład przez bank, który udzielił kredytu¹⁵.

Jak zauważył J. Grzywacz, działania motywowane opisanymi potrzebami „nader często skutkują nieracjonalnym zachowaniem, w efekcie którego ponoszone są straty”¹⁶. Z pewnością przykładem takiego stanu rzeczy w Polsce może być okres między rokiem 2008 a 2010, kiedy wiele przedsiębiorstw (m.in. Pol-Mot Warfama, Fota, Sanwil) odnotowało poważne straty na transakcjach opcjami walutowymi. Operacje te były uzasadniane potrzebą zabezpieczenia się przed ryzykiem walutowym, jednak w raporcie Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego stwierdzono, iż około 15% tych transakcji miało charakter spekulacyjny, a poszkodowane spółki szacowały swoje straty łącznie nawet na 200 mld zł¹⁷. W efekcie nietrafionych decyzji kilka spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie musiało przeprowadzić proces naprawczy lub upadłościowy.

W praktyce gospodarczej poziom gotówki w przedsiębiorstwie uzależniony jest od wielu czynników – tak o charakterze endogenicznym, jak i egzogenicznym. Wśród czynników endogenicznych są między innymi rodzaj działalności prowadzonej przez przedsiębiorstwo, jak i wielkość tego przedsiębiorstwa. Czynniki niezależne od przedsiębiorstwa, determinujące wysokość gotówki, to między innymi dostępność na rynku finansowym rozwiązań umożliwiających zarządzanie gotówką, procedury kredytowe, a także dostępność i łatwość w pozyskiwaniu kredytowania.

Gotówka jako taka nie kreuje wartości w przedsiębiorstwie, jednak jej niedostatek może okazać się przyczyną istotnych kłopotów. Stąd też opracowano wiele modeli teoretycznych, których celem była pomoc w ustaleniu optymalnego poziomu gotówki w przedsiębiorstwie. Najbardziej znane modele optymalizacji gospodarowania gotówką to:

- model Baumolla-Allaisa-Tobina,
- model Millera-Orra,
- model Beranka,
- model Stone’a.

¹⁵ A. Damodaran, *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2007, s. 662.

¹⁶ J. Grzywacz, *Płynność finansowa przedsiębiorstwa...*, op.cit., s. 50.

¹⁷ Por. *Polski rynek finansowy w obliczu kryzysu finansowego w latach 2008–2009*, raport Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego, s. 42, https://www.knf.gov.pl/Images/Polski_rynek_finansowy_w_obliczu_kryzysu_tcm75-22870.pdf (19.10.2015).

W praktyce gospodarczej najczęściej jednak spotyka się dwa typy podejścia do kwestii zarządzania gotówką w przedsiębiorstwie¹⁸:

- minimalizacja poziomu bieżącej gotówki i maksymalizacja korzyści z jej posiadania,
- jak najszybszy przepływ gotówki przez dany podmiot gospodarczy.

3. Gotówka w spółce publicznej – perspektywa inwestora finansowego

Spółka publiczna to przedsiębiorstwo, które jest emitentem instrumentów udziałowych (akcji) będących przedmiotem obrotu na rynku giełdowym. Spółka akcyjna nabiera statusu spółki publicznej po dopuszczeniu do obrotu jej akcji pochodzących z co najmniej jednej emisji¹⁹. Istnieje wiele przyczyn, dla których właściciele decydują się na upublicznienie spółki. Jako najistotniejsze z nich T. Gigol wskazał na następujące²⁰:

- pozyskanie kapitału – kapitał ten może następnie być przeznaczony na przykład na rozszerzenie działalności, na sfinansowanie przejęcia,
- potrzeba dokonania obiektywnej (rynkowej) wyceny przedsiębiorstwa,
- sprzedaż przez inwestorów części akcji po korzystnej wycenie w okresie dobrej koniunktury,
- zapewnienie płynności akcji,
- możliwość efektywnego zakupu innych przedsiębiorstw – cel szczególnie premiowany przez inwestorów,
- wzrost prestiżu i wiarygodności,
- promocja przedsiębiorstwa i jego produktów,
- uporządkowanie działalności przedsiębiorstwa – bycie spółką publiczną wiąże się z koniecznością uporządkowania relacji właścicielskich, realizacji określonych obowiązków raportowych.

Oczekiwany efektem debiutu giełdowego jest zyskanie przez przedsiębiorstwo prestiżu, wiarygodności i nowych środków na rozwój – czy to przez

¹⁸ M. Sierpińska, D. Wędzki, *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 222.

¹⁹ Por. Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 roku Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (DzU 1997, nr 118, poz. 754 z późn. zm.), art. 4, pkt 9.

²⁰ T. Gigol, *Pozyskanie kapitału przez wprowadzenie spółki na giełdę*, w: *Płynność finansowa przedsiębiorstwa. Istota. Pomiar. Zarządzanie*, red. K. Kreczmańska-Gigol, Difin, Warszawa 2015, s. 322–323.

wzrost organiczny czy też w wyniku przejęcia. Immanentną częścią procesu upublicznienia spółki jest pozyskanie nowych właścicieli²¹. Taki stan rzeczy jest źródłem istotnych implikacji z wielu względów, w tym z perspektywy polityki płynnościowej przyjętej w przedsiębiorstwie. Rodzi bowiem konieczność wzięcia w niej pod uwagę zarówno interesów właścicieli, jak i bieżących akcjonariuszy oraz potrzeby kreowania odpowiedniego (pozytywnego) wizerunku w oczach przyszłych akcjonariuszy – tak osób indywidualnych, jak i akcjonariuszy profesjonalnych. Elementy te stanowią zatem dodatkowe kryteria zarządzania płynnością w spółce publicznej.

Składnikiem wpływającym na płynność przedsiębiorstwa, budzącym szczególne zainteresowanie interesariuszy, a zwłaszcza akcjonariuszy i potencjalnych akcjonariuszy, jest gotówka. Jest ona interesującym przedmiotem badań, z uwagi na to, że dysponowanie wolną gotówką z jednej strony wzmacnia wiarygodność przedsiębiorstwa jako partnera biznesowego (zarówno dla kontrahentów, jak i dla instytucji finansowych)²², a z drugiej nie stanowi o jego wartości. Mimo to zdarza się, że spółki giełdowe utrzymują przez dłuższy czas podwyższony poziom wolnej gotówki, niezaangażowanej w nowe przedsięwzięcia. Uzasadnieniem takiego działania, podobnie jak w przypadku przedsiębiorstw niepublicznych, może być realizacja czterech opisanych już motywów: ostrożnościowego, transakcyjnego, spekulacyjnego lub kompensacyjnego. Jednak oprócz takiego uzasadnienia, w sposobie wykorzystania gotówki w procesie realizacji polityki płynnościowej w spółce publicznej można doszukiwać się także innych przyczyn, właściwych niemal wyłącznie takiemu podmiotowi.

Niezależnie od koniunktury, spółki publiczne, które dysponują wysokim poziomem gotówki są pozytywniej odbierane przez swoich akcjonariuszy i potencjalnych akcjonariuszy. W czasie kryzysu taki stan rzeczy jest traktowany jako przejaw racjonalnej polityki, dającej istotną przewagę nad konkurencją oraz zabezpieczającej trwanie przedsiębiorstwa, a co za tym idzie – wyrażającej dbałość o interesy jego właścicieli²³. Jest to też rodzaj swoistego zabezpieczenia przed czynnikami ryzyka, takimi jak zmienność polityki banków komercyjnych

²¹ M. Baciór, *Kreowanie wartości firmy jako cel zarządzania współczesnym przedsiębiorstwem*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2015, s. 109.

²² J. Gajdka, E. Walińska, *Zarządzanie finansowe. Teoria i praktyka*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa, 1998, s. 466.

²³ W praktyce gospodarczej takich spółek, które w okresie kryzysu wykazują nadpłynność z powodu dużej ilości posiadanej gotówki, jest niewiele. Najczęściej obserwuje się spadek płynności i zmniejszenie udziału gotówki. Por. H. Sokół, *Ryzyko a płynność finansowa przedsiębiorstwa*, w: *Płynność finansowa przedsiębiorstw...*, op.cit., s. 79.

czy zmienność otoczenia gospodarczego²⁴. Ma to szczególne znaczenie zwłaszcza w sytuacji poszukiwania finansowania na rynkach finansowych i konieczności ponoszenia mierzalnych i niemierzalnych kosztów związanych z emisją akcji lub instrumentów dłużnych. Do kosztów tych należy zaliczyć nie tylko koszty transakcyjne, koszty emisji, ale także koszty, które bardzo trudno jest wycenić i ująć w kategoriach pieniężnych – na przykład koszt czasu poświęconego na poszukiwanie dostępnych rozwiązań, koszt utraconych możliwości czy koszty informacji. Taki bufor bezpieczeństwa w postaci wolnej gotówki jest istotny w okresach kryzysowych, kiedy pozyskanie finansowania zewnętrznego jest trudne lub relatywnie drogie (zwykle kryzysom w gospodarce towarzyszy początkowo wysoki poziom rynkowych stóp procentowych, a ten stanowi dla banków komercyjnych odniesienie dla decyzji o kosztach udzielanych kredytów). Banki niejednokrotnie zaostrzają swoje procedury udzielania kredytów, żądają zwiększenia (uzupełnienia) poziomu zabezpieczenia udzielonych kredytów, wówczas rośnie także koszt kredytów²⁵.

W kryzysie utrudnione, a czasem niemożliwe jest także pozyskiwanie środków z emisji instrumentów finansowych. Inwestorzy ograniczają swoje zaangażowanie w instrumenty uznawane za obdarzone podwyższonym ryzykiem zmienności cen, a za takie uznawane są akcje. Mniej chętnie (jeśli w ogóle) obejmują nowe emisje akcji. Z tego też powodu w okresie kryzysu praktycznie nie ma nowych debiutów giełdowych ani dodatkowych emisji akcji. Trudno jest także pozyskać finansowanie na rynku obligacji korporacyjnych. Rośnie również koszt takiego finansowania. Należy zauważyć, że w przypadku spółki notowanej na rynku giełdowym poszukiwanie zewnętrznego finansowania za pomocą na przykład dodatkowej emisji akcji z reguły powoduje negatywną reakcję inwestorów i, zwykle przejściowe, niedowartościowanie spółki. Poza okresami kryzysów, zwiększony udział gotówki w przedsiębiorstwie wytwarza w inwestorach oczekiwanie na potencjalne nadzwyczajne zdarzenia, na przykład możliwe przejścia innych podmiotów i budowanie w ten sposób wartości dla akcjonariuszy lub też oczekiwanie na wypłatę dywidendy. Istnieje grupa inwestorów, których celem jest selekcja i zakup akcji tych spółek, które w sposób regularny i systematyczny wypłacają swoim akcjonariuszom dywidendę²⁶.

²⁴ Ibidem, s. 80–81.

²⁵ P. Dec, *Metody zarządzania płynnością finansową przedsiębiorstw w Polsce w warunkach występujących zatorów płatniczych i zwiększającej się liczby upadających przedsiębiorstw*, w: *Płynność finansowa przedsiębiorstw...* op.cit., s. 112.

²⁶ Należy zaznaczyć, że na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie nie ma spółek, które w sposób regularny wypłacałyby dywidendę swoim akcjonariuszom. Swego

Należy jednak podkreślić, że choć inwestorzy preferują akcje spółek dywidendowych, to jednak fakt wypłaty dywidendy nie jest jednoznacznym wskaźnikiem dobrej kondycji przedsiębiorstwa. Dywidendy mogą bowiem wypłacać także spółki, które traktują to jako sposób na dezinwestycję lub na likwidację majątku²⁷.

Efekty realizacji polityki płynności w przedsiębiorstwie mają wpływ nie tylko na wartość przedsiębiorstwa, ale także na cenę emitowanych przez niego instrumentów finansowych i na zainteresowanie nimi. Są bowiem jednym z kluczowych elementów analizy fundamentalnej, mającym decydujące znaczenie przy rozważaniu zakupu akcji wyemitowanych przez spółkę. Wpływają także na rating instrumentów wyemitowanych przez ową spółkę, który również może być istotny z perspektywy inwestora lub przyszłego akcjonariusza. Wyższy rating przyznawany jest instrumentom uznawanym za bardziej wiarygodne i stabilne, co przekłada się na pozytywniejsze postrzeganie spółki przez inwestorów. Agencje ratingowe mogą jednak traktować nadpłynność spółki dwojako. Z jednej strony może być ona premiowana jako zdolność do obsługi istniejących zobowiązań przedsiębiorstwa i w ten sposób sprzyjać podnoszeniu ratingu. Z drugiej zaś, może być traktowana jako środki przeznaczone na akwizycję i oceniana na równi z innymi aktywami o podwyższonym ryzyku, przez co może skutkować obniżką ratingu²⁸. To zaś z kolei może spowodować okresowe załamanie kursów akcji spółki.

Wzrost płynności rozumiany jako wzrost posiadanej gotówki do pewnego poziomu²⁹ jest racjonalny i ekonomicznie uzasadniony, natomiast po przekroczeniu tego poziomu staje się istotnym problemem. Z perspektywy inwestora finansowego zbyt duży udział gotówki rodzi bowiem pytania o ekonomiczną zasadność takiego stanu. Gotówka niezaangażowana w działalność operacyjną przedsiębiorstwa prawdopodobnie nie generuje efektywnie na tyle wysokiej stopy zwrotu, która mogłaby satysfakcjonować właścicieli. W przeciwnym razie racjonalnym wyborem każdego właściciela byłoby zaniechanie dalszego prowadzenia działalności gospodarczej na rzecz rentierstwa.

czasu dość systematycznie czyniła to bodaj jedynie Telekomunikacja Polska S.A. (obecnie Orange).

²⁷ F. Easterbrook, *Two agency-cost explanations of dividends*, "American Economic Review" 1984, no. 74, s. 650–659.

²⁸ Por. H. Servaes, P. Tufano, *The Theory and Practice of Corporate Liquidity Policy*, Deutsche Bank, January 2006, s. 19, <http://faculty.london.edu/hservaes/Corporate%20Liquidity%20Policy%20-%20Full%20Paper.pdf> (21.09.2015).

²⁹ Poziom ten wynika z właściwości przedsiębiorstwa, branży, w której działa oraz z sytuacji rynkowej.

W teorii ekonomii utrzymywanie gotówki strategicznej w długim terminie – zwłaszcza w spółce publicznej – z perspektywy posiadacza udziałów w tej spółce nie jest stanem pożądanym. Może bowiem świadczyć o braku wiedzy i umiejętności kadry zarządzającej, która nie znajduje interesujących celów inwestycyjnych, w których taka gotówka mogłaby być zaangażowana. Może także być dowodem braku dostępności możliwości inwestycyjnych lub występującego w ocenie zarządu zbyt wysokiego ryzyka, które mogłoby towarzyszyć takim inwestycjom. Ponadto np. w okresie zaawansowanej hossy może po prostu nie być interesujących możliwości ulokowania istotnych nadwyżek gotówki. W takiej sytuacji, gdy poziom gotówki strategicznej utrzymuje się w przedsiębiorstwie zbyt długo, akcjonariusze oczekują, że gotówka ta zostanie rozdysponowana między właścicieli w postaci dywidendy³⁰. Alternatywnie – nadmiar gotówki może być przeznaczony na skup akcji własnych (*buyback*).

Na zakończenie należy zauważyć, że brak odpowiednich dyspozycji w stosunku do posiadanej gotówki (wyplata dywidendy, *buyback*) może być symptomem występowania tzw. konfliktu agenta (*agency problem*). W takiej sytuacji przedsiębiorstwa przechowują znaczną ilość gotówki strategicznej, gdy brak jest interesujących alternatyw inwestycyjnych lub gdy brak jest woli zarządu do wypłacenia dywidendy³¹. Zarządy spółek nie są bowiem jedynie idealnymi reprezentantami interesów akcjonariuszy, ale realizują także interesy własne, które nie muszą być wzajemnie zbieżne³². Rolą akcjonariuszy jest zatem m.in. okresowa weryfikacja sposobu realizacji strategii przedsiębiorstwa przez zarząd i jej zgodności z oczekiwaniami inwestorów.

Wnioski

Inwestorzy, którzy nabywają akcje spółek publicznych i dokonują przy ich selekcji analizy fundamentalnej, często biorą pod uwagę kwestię płynności przedsiębiorstwa, m.in. poziom gotówki strategicznej. Wskaźnik ten świadczyć

³⁰ Istnieją rynki, na których tradycją jest regularne wypłacanie dywidendy. Natomiast w Polsce bywa, że istnieje pokusa, aby utrzymywać w przedsiębiorstwie wysoki poziom gotówki. Nierzadko menedżerowie traktują ją jako darmową, czyli niewymagającą kosztów, w związku z tym zdarza się bezproduktywne utrzymywanie jej w przedsiębiorstwie. Por. A. Fierla, *Wycena przedsiębiorstwa metodami dochodowymi*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2008, s. 91.

³¹ Por. M. Jensen, *Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers*, „American Economic Review” 1986, no. 76, s. 323–329.

³² Por. F. Easterbrook, *Two agency-cost...*, op.cit., s. 650–659.

nie tylko o sprawnej realizacji polityki płynnościowej, ale także rodzi oczekiwania co do polityki dywidendowej. Inwestorzy w związku z tym premiąją te spółki, w których udział gotówki jest istotny. Poglądu tego nie można jednak uznać za absolutnie obowiązujący w każdych warunkach. Wysoki poziom gotówki i wypłata dywidendy nie są jednoznacznym wskaźnikiem dobrostanu spółki publicznej. Podobnie wstrzymanie wypłaty dywidendy nie musi świadczyć o pogorszeniu się sytuacji w spółce. Z perspektywy akcjonariusza lub potencjalnego akcjonariusza spółki publicznej, oprócz analizy płynności i udziału gotówki, istotne jest wzięcie pod uwagę również innych czynników, w tym relacji pomiędzy zarządem a akcjonariuszami.

Bibliografia

1. Acharya V.A., Almeida H., Campello M., *Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies*, "Journal of Financial Intermediation", 2007, no. 16.
2. Adamska A., *Własność i kontrola. Perspektywa akcjonariuszy spółek publicznych*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2013.
3. Bacior M., *Kreowanie wartości firmy jako cel zarządzania współczesnym przedsiębiorstwem*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2015.
4. Bień W., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2008.
5. Brigham E.F., Gapenski L.C., *Zarządzanie finansami*, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Warszawa 2000.
6. Damodaran A., *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2007.
7. Dec P., *Metody zarządzania płynnością finansową przedsiębiorstw w Polsce w warunkach występujących zatorów płatniczych i zwiększającej się liczby upadających przedsiębiorstw*, w: *Płynność finansowa przedsiębiorstw w Polsce*, red. J. Grzywacz, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2014.
8. Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
9. Easterbrook F., *Two agency-cost explanations of dividends*, "American Economic Review" 1984, no. 74.
10. Fama E.F., French R., *Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay?*, "Journal of Financial Economics" 2001, no. 60.
11. Fierla A., *Wycena przedsiębiorstwa metodami dochodowymi*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2008.
12. Gajdka J., Walińska E., *Zarządzanie finansowe. Teoria i praktyka*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1998.

13. Grzywacz J., *Współpraca przedsiębiorstwa z bankiem*, Difin, Warszawa 2006.
14. Han S., Jiaping Q., *Corporate precautionary cash holdings*, "Journal of Corporate Finance" 2007, no. 13.
15. Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje. Instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006.
16. Jarrad H., Mansi S.A., Maxwell W.F., *Corporate governance and a firm's cash holdings*, "Journal of Financial Economics" 2006, no. 87.
17. Jensen M., *Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers*, "American Economic Review" 1986, no. 76.
18. Koralun-Bereźnicka J., *Country and industry factors as determinant of corporate financial liquidity in the EU countries*, "Bank i Kredyt" 2012, nr 1(42).
19. Kreczmańska-Gigol K., *Aktywne zarządzanie płynnością finansową przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2010.
20. Kreczmańska – Gigol K., *Płynność finansowa przedsiębiorstwa. Istota. Pomiar. Zarządzanie*, Difin, Warszawa 2015.
21. Michalski G., *Strategiczne zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2010.
22. *Płynność finansowa przedsiębiorstw w Polsce. Uwarunkowania, zarządzanie płynnością, ryzyko*, red. J. Grzywacz, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2014.
23. *Podstawy zarządzania płynnością finansową przedsiębiorstwa*, red. T. Cicirko, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012.
24. Sierpińska M., Wędzki D., *Zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
25. Sokół H., *Ryzyko a płynność finansowa przedsiębiorstwa*, w: *Płynność finansowa przedsiębiorstw w Polsce*, red. J. Grzywacz, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2014.
26. Zaleska Z., *Ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa przez analityka bankowego*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012.

Dokumenty i akty prawne

1. Ustawa z dnia z dnia 21 sierpnia 1997 roku Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (DzU 1997, nr 118, poz. 754 z późn.zm.).

Źródła internetowe

1. Milewska A., Wolff A., *Kształtowanie płynności finansowej na przykładzie przedsiębiorstwa przemysłu chemicznego*, http://www.wne.sggw.pl/czasopi-sma/pdf/EIOGZ_2008_nr64_s175.pdf (26.11.2015).

2. *Polski rynek finansowy w obliczu kryzysu finansowego w latach 2008–2009*, raport Urzędu Komisji Nadzoru Finansowego, s. 42, https://www.knf.gov.pl/Images/Polski_rynek_finansowy_w_obliczu_kryzysu_tcm75-22870.pdf (26.11.2015).
3. Servaes H., Tufano P., *The Theory and Practice of Corporate Liquidity Policy*, Deutsche Bank, January 2006, <http://faculty.london.edu/hservaes/Corporate%20Liquidity%20Policy%20-%20Full%20Paper.pdf> (26.11.2015).

KONTROWERSJE WOKÓŁ UBEZPIECZENIA NA ŻYCIE Z UBEZPIECZENIOWYM FUNDUSZEM KAPITAŁOWYM JAKO FORMY INWESTYCJI

Ewa WIERZBICKA

Wstęp

W ostatnich latach w systemie bankowym w Polsce nastąpił znaczny spadek oprocentowania lokat bankowych. W pewnym stopniu wpłynęło to na obniżanie udziału w strukturze oszczędności tradycyjnych lokat będących jednak nadal dla gospodarstw domowych główną formą oszczędzania. Poszukiwanie przez klientów produktów o potencjalnie wyższej stopie zwrotu spowodowało wzrost zainteresowania innymi produktami finansowymi, w tym ubezpieczeniowymi produktami o charakterze inwestycyjnym o odmiennym profilu ryzyka i innych cechach w porównaniu z lokatami. Jednym z nich jest ubezpieczenie na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym (UFK). Nabycie tego produktu umożliwia – przy wykorzystaniu pośrednictwa ubezpieczyciela – łączenie inwestowania środków finansowych z ubezpieczeniem na życie. Jest to produkt należący do grupy 3 ryzyka działu I ubezpieczeń na życie, będący połączeniem dwóch elementów tj. umowy ubezpieczenia z umową dotyczącą inwestowania określonej sumy pieniędzy.

W opracowaniu autorka przedstawia podstawowe zalety i wady polisy ubezpieczenia na życie z funduszem kapitałowym, jako produktu inwestycyjnego mającego z założenia służyć długoterminowemu oszczędzaniu, będącego alternatywą dla tradycyjnych lokat bankowych. Podejmuje także próbę oceny innych wybranych ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych, zbliżonych do ubezpieczenia na życie z funduszem kapitałowym, np. takich jak polisokaty i ubezpieczeniowe produkty strukturyzowane.

1. Rozwój ubezpieczeń na życie z funduszem kapitałowym

Pierwsze ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym zostały zaferowane w Holandii w latach 50. XX wieku. Następnie ten rodzaj ubezpieczenia ochronno-inwestycyjnego rozwinął się w połowie lat 60. w Wielkiej Brytanii jako produkt *unit-linked life insurance*¹. W tabeli 1 pokazano jak zmieniał się procentowo udział ubezpieczeń *unit-linked* w całości zebranej składki ubezpieczeń na życie w Wielkiej Brytanii w latach 2002–2012.

Tabela 1. Udział składki brutto ubezpieczeń *unit-linked* w składce ubezpieczeń na życie ogółem w Wielkiej Brytanii w latach 2002–2012

Lata	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Udział (w %)	23,4	20,5	22,7	20,6	21,8	19,7	20,6	17,0	15,1	15,3	17,4

Źródło: Unit-linked premiums of life insurance premium in the United Kindom (UK) from 2002 to 2012. Statista 2015 (3.10.2015).

W latach 2009–2010 w Wielkiej Brytanii nastąpił spadek udziału składki z tytułu ubezpieczeń *unit-linked* w składce ogółem naliczanej w ubezpieczeniach na życie. Natomiast od roku 2011 widoczny jest nieznaczny wzrost tych ubezpieczeń. Jedną z przyczyn może być ujawnienie przez instytucję nadzoru sektora finansowego zjawiska missellingu w sprzedaży tych ubezpieczeń. Obecnie rynek ubezpieczeń *unit-linked* w Wielkiej Brytanii według wartości składki brutto jest szacowany na 800 mld GBP i nadal rośnie, m.in. w związku z wprowadzeniem automatycznego zapisywania pracowników do funduszy emerytalnych. Natomiast w Europie w 2007 roku średnio 17,8% łącznej składki z tytułu ubezpieczenia na życie przypadało na produkty z UFK. Przy czym w poszczególnych krajach ich rola w ubezpieczeniach na życie była różna i odsetek składki wahał się od 6% w Bułgarii do 68,5% w Finlandii².

Komisja Europejska i Rada UE dostrzegły specyfikę ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych oraz trudności dla klientów indywidualnych, jakie przysparza ocena ryzyka i porównywanie tych produktów w zależności od ich twórców, dlatego już w lipcu 2012 roku przedstawiły do dyskusji i negocjacji

¹ M. Szczepańska, *Ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowych funduszem kapitałowym*, LEX Wolters Kluwer Bussines, Warszawa 2011, s. 20 i nast.

² M. Kowalski, *Produkty ubezpieczeniowe z UFK – ich rola, znaczenie i wartość dla klienta – doświadczenia rynków światowych*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2015, nr 3 (numer specjalny), s. 53.

w krajach członkowskich UE projekt rozporządzenia w sprawie dokumentów zawierających kluczowe informacje dotyczące produktów inwestycyjnych *Packaged Retail and Insurance-based Investment Products* (PRIIPs) (opakowane detaliczne produkty inwestycyjne, do których należy zaliczyć także ubezpieczenie na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym). Celem podjętej inicjatywy było m.in. dążenie do zwiększenia transparentności produktów inwestycyjnych dla inwestorów indywidualnych, przede wszystkim poprzez obowiązek dołączania do produktów inwestycyjnych informacji o najważniejszych cechach produktu: o jego twórcy oraz podmiocie nadzorującym twórcę. Dokument ten nazwano *Key Information Document* (KID). Rozporządzenie zostało opublikowane w Dzienniku Urzędowym UE w 2014 roku a wdrożenie jego postanowień w poszczególnych krajach UE powinno nastąpić do końca 2016 roku. W Polsce pierwszy ubezpieczeniowy produkt inwestycyjny, nazywany początkowo ubezpieczeniem na życie z funduszem inwestycyjnym, sprzedawał Commercial Union (obecnie Aviva) od 1993 roku. A więc już od ponad 20 lat ubezpieczenia te są obecne na polskim rynku³. Zagraniczne zakłady ubezpieczeń, które od początku lat 90. rozpoczęły działalność w Polsce, przyniosły swoje doświadczenia oraz produkty, w tym również ubezpieczeniowo-oszczędnościowe.

Podstawą prawną konstrukcji ubezpieczenia na życie z funduszem inwestycyjnym była ustawa z dnia 28 lipca 1990 roku o działalności ubezpieczeniowej⁴. Ubezpieczenie to według załącznika do ustawy o działalności ubezpieczeniowej należy do grupy 3 ryzyka działu I ubezpieczenia na życie. Dopiero nowelizacją ustawy o działalności ubezpieczeniowej z 2002 roku dokonano zmiany nazwy tego produktu na ubezpieczenie na życie z funduszem kapitałowym, po to, żeby nazwa nie była podobna do funduszy inwestycyjnych. W tabeli 2 przedstawiono zmiany udziału ubezpieczeń na życie grupy 3 w ubezpieczeniach na życie ogółem w latach 1995–2002.

Znaczny wzrost przypisu składki w tej grupie ubezpieczeń na życie nastąpił w latach 1997 i 1999, kiedy agenci ubezpieczeniowi i inni pośrednicy, którzy rekomendowali wybór OFE, jednocześnie reklamowali inne produkty ubezpieczeniowe i namawiali do zakupu ubezpieczeń na życie z funduszem inwestycyjnym. Polisy z funduszem inwestycyjnym, ze względu na swój oszczędnościowy charakter, były reklamowane jako alternatywna forma gromadzenia i inwesto-

³ Do pierwszych w Polsce ubezpieczeń indywidualnych na życie z funduszem inwestycyjnym sprzedawanym przez Commercial Union należało ubezpieczenie Uniwersalne PLUS.

⁴ Dziennik Ustaw 1996, nr 11, poz. 62, tekst jedn.

wania środków finansowych w długim okresie, umożliwiającym zabezpieczenie starości. Mimo systematycznego wzrostu udziału ubezpieczeń na życie z grupy 3 w całości działu I (por tabela 2) w latach 2001–2002 miało miejsce masowe rezygnowanie z tego ubezpieczenia. W sumie w tym okresie zlikwidowano około 1,5 mln polis zarówno indywidualnych, jak i grupowych. Głównym powodem było rozczarowanie części klientów efektami inwestycyjnymi tych polis⁵. Niekorzystny wpływ na oszczędzanie w formie ubezpieczeń inwestycyjnych miało również wejście w życie od 1 marca 2002 roku nowelizacji ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych (u.o.p.d.o.f.), która spowodowała opodatkowanie dochodów z tytułu udziałów w funduszach kapitałowych, w tym z polis na życie z elementami inwestycyjnymi. Przychody z tytułu udziału w funduszach kapitałowych są bowiem (w myśl art. 17 ust. 1 pkt 5 u.o.p.d.o.f.) przychodami z kapitałów pieniężnych. Zgodnie z art. 30a ust. 1 pkt 5 u.o.p.d.o.f. od dochodu z tytułu udziału w funduszach kapitałowych pobierany jest 19-procentowy zryczałtowany podatek dochodowy, tzw. podatek Belki⁶.

Tabela 2. Wzrost udziału w Polsce ubezpieczeń na życie z funduszem inwestycyjnym w strukturze portfela działu I w latach 1996–2003 (składka brutto w %)

Lata	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Udział ubezpieczeń na życie związanych z funduszem inwestycyjnym gr. 3 w ubezpieczeniach na życie ogółem	6,49	12,79	19,97	23,79	28,98	30,45	32,24	32,26	32,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych PUNU i KNUiFE.

Tabela 3. Zmiany liczby polis i wartości składki brutto w ubezpieczeniach na życie z funduszem kapitałowym w gospodarstwach domowych w latach 2004–2008

Ubezpieczenia na życie z funduszem kapitałowym	2004	2005	2006	2007	2008
Liczba polis (w mln szt.)	1,584	1,739	2,259	2,531	2,540
Wartość składki przypisanej brutto (w mln zł)	3 474	4 704	8 404	11 051	5 587

Źródło: *Polski rynek ubezpieczeniowy 2004–2008*, GUS, Warszawa 2009, s. 120.

⁵ E. Wierzbicka, *Oslabienie koniunktury stymuluje zmiany w rynku ubezpieczeń na życie*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2003, nr 5–6, s. 10.

⁶ Od podatku dochodowego są zwolnione dochody 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 roku.

Według danych zawartych w tabeli 2 w latach 2004–2007 następował w Polsce stopniowy wzrost sprzedaży polis ubezpieczeń na życie z UFK. Ich intensyfikacja nastąpiła w latach 2006–2007, kiedy ponad 46% składki ubezpieczeń życiowych dotyczyło ubezpieczeń z UFK⁷. Jednak w okresie kryzysu klienci inwestujący w fundusze akcji UFK zaczęli rezygnować z tego typu polis. Od roku 2008 wartość składki z tytułu tych ubezpieczeń zmniejszyła się prawie o połowę. Wypowiedzenia części umów ubezpieczeń na życie z UFK związane były m.in. z osłabieniem koniunktury i pogorszeniem wyników ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych, wzrostem bezrobocia i niepewną sytuacją finansową gospodarstw domowych. W tabeli 4 przedstawiono zmiany w latach 2008–2014 udziału procentowego składki ubezpieczenia na życie z UFK i zmiany w liczbie polis.

Tabela 4. Udział składki brutto w grupie 3 ubezpieczenia na życie z funduszem kapitałowym w Polsce, jako procent składki działu I oraz liczba polis na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym w latach 2008–2014 (w mln szt.)

Lata	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Udział gr. 3 w dziale I (w %)	16,1	21,7	25,8	32,4	33,1	41,78	43,98
Liczba polis (w mln szt.)	2,54	2,49	2,46	2,45	2,86	2,87	2,90

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Polskiej Izby Ubezpieczeń PIU.

Według danych KNF za 2013 rok wartość aktywów zgromadzonych w ubezpieczeniowych funduszach kapitałowych wyniosła 49 mld zł, a udział w przypisanej składce ogółu ubezpieczeń na życie z UFK wyniósł w 2013 roku 41,78%. Mimo że przypis składki w dziale ubezpieczeń na życie ogółem w roku 2013 zmniejszył się o 14,06%, tj. o 5,11 mld zł, w grupie 3 nastąpił wzrost o 1,01 mld zł zebranej składki brutto. W połowie 2014 roku wartość aktywów ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych wyniosła 51,9 mld zł, co stanowiło mniej niż 10% wartości depozytów bankowych gospodarstw domowych, które wówczas ukształtowały się na poziomie 553,7 mld zł⁸. W 2014 roku w strukturze ubezpieczeń działu I ubezpieczenia na życie związane z UFK (grupa 3) zajęły znaczącą pozycję pod względem zebranej składki: 44%, z czego 8,41% aktywów UFK (6,32 mld zł) stanowiły jeszcze bardziej skomplikowane ubezpieczeniowe

⁷ Według danych GUS i PIU w 2006 roku 46,0%, a w 2007 roku 46,9% składki działu I było zbierane w grupie 3, natomiast w roku 2008 tylko 16,1%.

⁸ *Gdzie Polacy trzymają oszczędności – AXA Polska SA*, axa.pl/centrum.../aktualnosci/gdzie-polacy-trzymaja-oszczednosci-280/ (16.08.2015).

produkty o charakterze inwestycyjnym tj. ubezpieczenia na życie z UFK, lokujące środki finansowe w instrumenty strukturyzowane lub w instrumenty pochodne⁹.

W roku 2013 około 83,8%, a w 2014 roku 77% składki z polis inwestycyjnych w ubezpieczeniach na życie zebrały banki, co świadczy o dużym znaczeniu bankowego kanału sprzedaży. Średni poziom składki w 2014 roku na jedno ubezpieczenie sprzedane w kanale bankowym, przy składce jednorazowej, wyniosło 15 567 zł, a przy składce okresowej 3 474 zł¹⁰. Pomimo zmniejszenia wielkości przypisu składki ogółem w dziale I ubezpieczeń na życie w latach 2011–2014, w ubezpieczeniach na życie z UFK wystąpił przyrost wartości składek.

2. Specyfika ubezpieczeń na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym

Umowa ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym może być zawierana zarówno w formie indywidualnej, kiedy osoba fizyczna jest ubezpieczanym¹¹, jak i grupowej umowy ubezpieczenia, zawartej za pośrednictwem np. banku poprzez bancassurance, jako ubezpieczenie grupowe¹². Osoba fizyczna, przystępując do ubezpieczenia grupowego, będzie ubezpieczonym. Podstawą prawną umowy ubezpieczenia na życie z funduszem kapitałowym są art. 805–834 kodeksu cywilnego oraz ustawa z 11 września 2015 roku o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej¹³. Na przykład w 2014 roku 54,7% składki w ubezpieczeniach inwestycyjnych pochodziło z umów indywidualnych, a 45,3% z umów grupowych.

Stronami umowy przy ubezpieczeniu z UFK są ubezpieczyciel i ubezpieczający, przy czym w ubezpieczeniach grupowych ubezpieczającym jest inny podmiot niż ubezpieczony. Umowa ubezpieczenia jest zgodnym oświadczeniem dwóch stron, na podstawie którego powstaje stosunek prawny. Obowiązkiem ubezpieczającego jest wniesienie składki oraz ponoszenie w ramach środków

⁹ *Raport o stanie sektora ubezpieczeń po IV kwartale 2014r.*, Urząd KNF, Warszawa, 17 kwietnia 2015.

¹⁰ A. Makowiecki, *Ubezpieczenia na życie w odrocie*, „Gazeta Ubezpieczeniowa”, nr 13, 13 marca–6 kwietnia 2015, s. 6.

¹¹ Autorka nie zajmuje się w opracowaniu indywidualnym kontem emerytalnym (IKE) i indywidualnym kontem zabezpieczenia emerytalnego (IKZE), które regulują inne przepisy.

¹² *Rekomendacja dobrych praktyk informacyjnych dotyczących ubezpieczeń na życie z funduszami kapitałowymi*, przyjęta przez zarząd PIU w dniu 14 kwietnia 2014 roku, https://www.piu.org.pl/public/upload/.../REKOMENDACJA_UFK.pdf (26.08.2015).

¹³ Dziennik Ustaw z 2015 roku, poz. 1844.

ze składek kosztów związanych z funkcjonowaniem ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych. W umowie powinno być szczegółowo określone zdarzenia losowe stanowiące podstawę wypłaty odszkodowania lub świadczenia przez zakład ubezpieczeń. Ubezpieczyciel jest zobowiązany do wypłaty świadczeń pieniężnych – sumy ubezpieczenia lub innego świadczenia w razie zajścia przewidzianego w umowie wypadku lub wypłaty innych świadczeń, w tym wartości wykupu polisy na wniosek ubezpieczającego. Obowiązkiem ubezpieczyciela jest lokowanie pochodzących ze składek aktywów w wyodrębnione ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe, które są zróżnicowane pod względem stopnia ryzyka inwestycyjnego¹⁴. Suma ubezpieczenia jest określana w momencie zawierania umowy ubezpieczenia, a jej wysokość wpływa na poziom składki ubezpieczeniowej. Przy czym w trakcie trwania umowy ubezpieczony może zmienić wysokość sumy ubezpieczenia, podwyższając ją lub obniżając. Proponowana zazwyczaj raz w roku przez ubezpieczyciela indeksacja wartości składki lub świadczenia nie jest obowiązkowa, a ma na celu urealnienie składki i sumy ubezpieczenia odpowiednio do stopy inflacji. Ubezpieczyciel zobowiązuje się do wypłaty świadczenia w sytuacji wystąpienia określonego przewidzianego w umowie zdarzenia, śmierci ubezpieczonego i/lub dożycia przez niego określonego wieku. Ubezpieczony może zakupić dodatkowe opcje, np. określenie sumy ubezpieczenia w następstwie nieszczęśliwego wypadku lub z tytułu całkowitego trwałego inwalidztwa ubezpieczonego, będącego skutkiem nieszczęśliwego wypadku.

Zasada jest taka, że wysokość świadczenia z tytułu ubezpieczenia na życie z funduszem kapitałowym określana jest wyższą z dwóch kwot: sumą ubezpieczenia lub wartością polisy wynikającą z wartości jednostek uczestnictwa (jednostek rozrachunkowych) na rachunku ubezpieczonego. Oznacza to, że jeśli aktywa zgromadzone przez ubezpieczonego w ubezpieczeniowym funduszu kapitałowym są wyższe niż suma ubezpieczenia, to wypłacana jest suma aktywów. Natomiast jeżeli wyższa jest suma ubezpieczenia niż zgromadzona wartość aktywów, to wypłacana jest wyższa wartość, czyli odpowiadająca sumie ubezpieczenia. Ta możliwość ma szczególne znaczenie zarówno w pierwszym roku trwania umowy (gdy wartość wpłaconych składek jest wręcz znikoma), jak i w kolejnych latach okresu początkowego (a może on trwać nawet do kilkunastu lat), bo wtedy ubezpieczony ma relatywnie niewielki wkład zgromadzonych

¹⁴ M. Szczepańska, *Prawo do odstąpienia od umowy ubezpieczenia z elementem inwestycyjnym w założeniach do projektu ustawy o działalności ubezpieczeniowej*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2015, nr 1, s. 56.

środków w UFK. Oznacza to, że w tym tzw. początkowym okresie ubezpieczyciel ponosi szczególne ryzyko ekonomiczne związane z możliwością wystąpienia zdarzeń losowych, zwłaszcza śmierci ubezpieczonego (z zasady warunki ubezpieczenia tego typu wyłączają przypadek śmierci samobójczej ubezpieczonego). Stosunkowo często brak zrozumienia tego aspektu ryzyka ponoszonego przez ubezpieczyciela (czyli dużej wartości wypłacanego ubezpieczenia) w początkowym okresie w przypadku wystąpienia zdarzenia uzasadniającego wypłatę sumy ubezpieczenia był i jest przyczyną nieporozumień związanych z tego typu produktami ubezpieczeniowymi. Osobną kwestią jest problem zasadności relatywnie wysokich prowizji wypłacanych agentom dystrybuującym te specyficzne produkty i związane z tym niekiedy zjawisko missellingu, czyli niedopasowania produktu do profilu ryzyka klienta. W tym zakresie znaczna część krytycznych uwag i zastrzeżeń była i jest nadal zasadna.

Ubezpieczenie na życie związane z UFK ma charakter mieszany, ochronno-inwestycyjny. Zadaniem umowy ubezpieczenia na życie z funduszem kapitałowym jest¹⁵:

- 1) realizacja funkcji ochronnej, z czym wiąże się transfer na ubezpieczyciela skutków majątkowych wynikających z wystąpienia, określonych w umowie zdarzeń losowych,
- 2) funkcja inwestycyjna, w długim okresie.

Część płaconej składki ubezpieczeniowej przeznaczona jest na pokrycie przewidzianej umową ochrony ubezpieczeniowej (na wypadek śmierci ubezpieczonego). Ta część składki zapewnia wypłatę sumy ubezpieczenia niezależnie od długości trwania ubezpieczenia. W przypadku większości ubezpieczycieli (tzn. tych, którzy maksymalizowali sprzedaż za wszelką cenę) kalkulowane ryzyko wystąpienia zdarzeń powodujących wypłatę sumy ubezpieczenia w tzw. początkowym okresie wpływało na zasadnicze dysproporcje w podziale składki. W tych przypadkach większą część składki gromadzono na zabezpieczenie ewentualnej wypłaty sumy ubezpieczenia, a o wiele mniejsza część (czasami wręcz znikomą), przeznaczano na inwestycje za pośrednictwem UFK. W praktyce dominowała funkcja ochronna ubezpieczenia z UFK, która realizowana jest przez wypłatę sumy ubezpieczenia, jeżeli w okresie trwania umowy nastąpi śmierć ubezpieczonego. Zadaniem tych produktów jest bowiem ochrona statusu majątkowego rodziny po śmierci ubezpieczonego, a funkcja inwestycyjna

¹⁵ M. Romanowski, *Umowa ubezpieczenia na życie z funduszem kapitałowym w świetle przepisów kodeksu cywilnego i projektowanych w tym zakresie zmian*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2013, nr 3 (numer specjalny), s. 15.

jest funkcja wtórną nabierającą znaczenia w drugiej fazie „cyklu życia” tego typu produktów.

Wysokość składki w części ochronnej zależy od ryzyka, jakie ponosi ubezpieczyciel, co jest związane z wiekiem ubezpieczonego, płcią, wykonywanym zawodem, stanem zdrowia, innymi czynnikami ryzyka zgonu ubezpieczonego (np. uprawianiem sportów ekstremalnych), a także od wysokości składki wynikającej z ustalonej w umowie sumy ubezpieczenia. W części ochronnej ubezpieczenia możliwe są również dodatkowe opcje, o które można rozszerzyć ubezpieczenie np. na wypadek inwalidztwa, choroby, przewlekłej choroby, jednak przyjęcie któregoś wariantu umowy wpływa na zwiększenie składki. Natomiast część inwestycyjna składki podlega gromadzeniu z możliwością pomnażania przez inwestowanie. Jest ona przeznaczana na zakup jednostek uczestnictwa w jednym (lub więcej) ubezpieczeniowym funduszu kapitałowym, który inwestuje środki w różnego rodzaju instrumenty finansowe. Jednak nie zawsze przyjęta przez klienta strategia inwestycyjna zapewnia dodatnią stopę zwrotu. Część inwestycyjna składki regularnej uprzednio pomniejszana jest o opłatę administracyjną, a następnie jest lokowana w wybrane fundusze, co wynika z zasad określonych w ogólnych warunkach umowy.

Ubezpieczyciel zobowiązuje się zarządzać na zlecenie klienta środkami pochodzącymi z części inwestycyjnej składek stanowiących fundusz kapitałowy, ale zarządza nimi ryzykiem obarczając klienta¹⁶. Inwestycyjna część składki przeznaczana jest na zakup jednostek uczestnictwa w funduszu lub funduszach będących w ofercie ubezpieczyciela. Portfel klienta może się składać z jednostek uczestnictwa jednego lub wielu funduszy, które są zarządzane przez towarzystwo ubezpieczeniowe lub przez nie udostępniane, a zarządzane przez zewnętrzne instytucje finansowe. „Ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe nie są podobnie jak fundusze inwestycyjne, instytucjami prawa w sensie podmiotowym. Są to wydzielone fundusze aktywów zakładów ubezpieczeń, stanowiące rezerwy tworzone ze składek ubezpieczeniowych i inwestowane w sposób określony w umowach ubezpieczenia”¹⁷. W tabeli 5 przedstawiono podstawowe różnice między funduszami inwestycyjnymi a ubezpieczeniowymi funduszami kapitałowymi.

¹⁶ E. Wierzbicka, *Ochrona klienta ubezpieczeń w Polsce*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2015, nr 2, s. 76.

¹⁷ A. Staszek, *Rodzaje oferty inwestycyjnej towarzystw ubezpieczeń na życie*, „Zarządzanie i Finanse, Journal of Management and Finance” 2013, nr 2, cz. 5, s. 262.

Tabela 5. Zestawienie podstawowych cech funduszy inwestycyjnych i UFK

Cechy	Fundusz inwestycyjny	UFK
Podstawa prawna	Ustawa z 2004 roku o funduszach inwestycyjnych	Ustawa z 2003 roku o działalności ubezpieczeniowej
Zawarcie umowy	Równoznaczne z wpłatą środków	Zawarcie umowy ubezpieczenia
Ochrona ubezpieczeniowa	Brak	Tak
Przechowywanie aktywów	Bank min. 100 mln zł funduszy własnych	Brak uregulowań
Udziały klienta	Jednostka uczestnictwa	Jednostka uczestnictwa UFK
Wycena	Co najmniej raz w tygodniu (w praktyce codziennie)	Co najmniej raz w miesiącu
Sprawozdania	Roczne i półroczne	W ramach badania TU
Kompetencje zarządzających	Co najmniej dwóch doradców inwestycyjnych albo umowa z firmą asset management	Co najmniej jeden doradca inwestycyjny albo umowa z firmą asset management
Koszty ponoszone przez klienta	Publikowane i jawne (wskaźniki kosztów całkowitych)	Zazwyczaj niewyodrębniane na poszczególne fundusze
Wypłacalność środków z rachunku właściciela po jego śmierci	Możliwa wypłata środków na pokrycie kosztów pogrzebu, dziedziczenie jednostek uczestnictwa oraz wypłata środków osobom upoważnionym	Środki otrzymuje osoba upoważniona, brak podatku od spadku i darowizn

Źródło: na podstawie: „Gazeta Prawna” 2007, za Ubezpieczenia online, www.inwestycyjne.ubezpieczeniaonline.pl/.../fundusz- (12.10.2015).

Z porównania zestawienia zawartego w tabeli 5 wynika, że UFK w przeciwieństwie do funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez TFI nie są wydzielonymi prawnie aktywami. Dla ubezpieczonego oznacza to dodatkowe ryzyko, gdyż w przypadku pogorszenia kondycji ubezpieczyciela i jego upadłości, UFK w istocie wchodzi w skład masy upadłościowej. Potencjalne wypłaty z Ubezpieczeniowego Funduszu Gwarancyjnego (UFG) jedynie w minimalnym stopniu zmniejszają to specyficzne ryzyko ubezpieczonego i jego straty z nim związane. Klient zawierając indywidualną umowę, samodzielnie podejmuje decyzje o alokacji środków (części inwestycyjnej składki) w jeden określony fundusz lub w wiele funduszy o różnym stopniu ryzyka. W trakcie trwania umowy, klient może również zmienić strategię inwestowania i wybór ubezpieczeniowych funduszy. Zmiana alokacji środków podczas trwania ubezpieczenia zwykle wiąże się z dodatkowymi kosztami¹⁸. Łączna wartość zgromadzonych jedno-

¹⁸ Niektórzy ubezpieczyciele wprowadzili jedną zmianę w roku bez ponoszenia kosztów przez klienta.

stek uczestnictwa funduszy składa się na wartość wyodrębnionego rachunku ubezpieczonego. Klienta do wyboru najczęściej ma fundusze o zróżnicowanym stopniu ryzyka. Można tu wymienić np. fundusze:

- bezpieczny, umożliwiający inwestowanie w obligacje Skarbu Państwa,
- równoważony, w ramach którego środki w określonej proporcji inwestowane są w obligacje i inne dłużne instrumenty finansowe oraz akcje,
- agresywny, w którym środki finansowe inwestowane są w akcje,
- gwarantowany, przy którym ubezpieczyciel gwarantuje tzw. minimalny zysk, ale w praktyce oznacza to gwarancję nie poniesienia nominalnej straty z zainwestowanych środków,
- międzynarodowy, fundusz inwestujący w zagraniczne papiery wartościowe.

Według Izby Zarządzającej Funduszami¹⁹, fundusze, w które ubezpieczyciele w imieniu klientów mogą inwestować dzielą się na: dłużne, akcje, aktywów niepublicznych, mieszane, gotówkowe i pieniężne, absolutnej stopy zwrotu, nieruchomości, ochrony kapitału, sekurytyzacyjne, rynku surowców i tzw. nieokreślone. Wymienione fundusze wskazują na różnorodność możliwych kierunków inwestowania, których wybór można dostosować do większej lub mniejszej skłonności do ryzyka i oczekiwań co do stopy zwrotu z inwestycji posiadaczy polis z UFK. Środki funduszu kapitałowego, tworzono z części inwestycyjnej składki, inwestowane są w różne instrumenty, których cena jest jednak zmienna w czasie, co powoduje, że stopa zwrotu z inwestycji okresowo może być wyższa lub niższa, dodatnia lub ujemna. Dlatego stopę zwrotu lepiej analizować w dłuższym okresie i oceniać, czy jest ona satysfakcjonująca dla inwestującego klienta. W zależności od specyfiki funduszu, w który ubezpieczający inwestuje na własne ryzyko, różne fundusze wykazują różną wrażliwość na zmiany koniunktury na rynkach finansowych. Możliwości inwestycyjne są bardzo duże. Zgodnie z art. 3 ust. 8 ustawy o działalności ubezpieczeniowej, ubezpieczyciel może pośredniczyć „w zbywaniu lub odkupywaniu jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych lub tytułów uczestnictwa funduszy zagranicznych, funduszy inwestycyjnych otwartych z siedzibą w państwach członkowskich Unii Europejskiej oraz funduszy inwestycyjnych otwartych z siedzibą w państwach należących do OECD, na zasadach określonych w ustawie o funduszach inwestycyjnych”²⁰. Oznacza to, że zarządzający UFK mają potencjalnie stosunkowo szeroki wachlarz możliwości inwestycyjnych, z tym,

¹⁹ Klasyfikacja funduszy według Izby Zarządzającej Funduszami i Aktywami, http://www.izfa.pl/files_user/pdf/Klasyfikacja.pdf (18.08 2015).

²⁰ M. Romanowski, *Umowa ubezpieczenia...*, op.cit., s. 15.

że część z nich może stać się elementem portfela inwestycyjnego UFK wraz z osiągnięciem odpowiednio wysokich składek przekazywanych do UFK. Wysokie koszty operacyjne dywersyfikacji portfela inwestycyjnego UFK mogą spowodować nieopłacalność inwestycji przy zgromadzeniu zbyt niskich składek.

Im więcej środków finansowych zostanie zgromadzonych w ubezpieczeniowym funduszu kapitałowym przez kolejne lata inwestowania, i wówczas, kiedy wartość zgromadzonych aktywów zrówna się z sumą ubezpieczenia, to ryzyko ubezpieczyciela maleje do zera, bo w wypadku śmierci ubezpieczonego całość sumy ubezpieczenia zostanie wypłacona z części inwestycyjnej tej polisy. Jeżeli aktywa zgromadzone w UFK są większe niż suma ubezpieczenia przyjęta w umowie ubezpieczenia, to w sytuacji wykupu polisy powinna być wypłacana całość środków zgromadzonych w UFK na rachunku ubezpieczonego. Ubezpieczający ma prawo do wykupu umowy ubezpieczenia w całości lub w części w każdym czasie, ale zwykle nie wcześniej niż po upływie drugiego roku²¹. Natomiast ubezpieczyciel zobowiązany jest do wypłaty wartości wykupu polisy na wniosek ubezpieczającego. Wykup całości polisy oznacza wypłatę ubezpieczającemu całkowitej wartości polisy i rozwiązanie umowy. Wartość wykupu stanowi kwotę wypłacaną klientowi, w przypadku rezygnacji z ubezpieczenia po opłaceniu wszystkich opłat na dzień sporządzania wyceny, w tym opłaty likwidacyjnej. Przy częściowym wykupie, kwota wykupu nie może być niższa niż dozwolone minimum, ustalone przez ubezpieczyciela na dzień wykupu polisy. Problem częściowego wykupu jest nie tyle kontrowersyjny, co trudny z uwagi na częste niezrozumienie przez ubezpieczonego konstrukcji produktu i zapominanie o tym, że w początkowym okresie funkcjonowania produktu dominuje funkcja ochronna, i że wówczas część składki odkładanej na UFK jest relatywnie mała (przeważnie mniejsza niż oczekiwania ubezpieczonego, dokonującego sumowania wpłaconych składek i porównywania tego wkładu z proponowaną przez ubezpieczyciela kwotą częściowego wykupu). Podobnie jest w przypadku całkowitego wykupu po pierwszych kilku latach od dnia zawarcia umowy.

W przypadku całkowitego wykupu opłata likwidacyjna obliczana jest procentowo od wartości umorzonych jednostek uczestnictwa funduszu lub funduszy będących na rachunku klienta, przy czym wysokość opłaty likwidacyjnej zmienia się w czasie, od 100% w pierwszych dwóch latach umowy, aż

²¹ Klient może wypowiedzieć umowę, co oznacza jednostronne jej rozwiązanie. Umowę ubezpieczenia na życie, także ubezpieczenia z UFK, klient może wypowiedzieć w każdym czasie z zachowaniem terminu określonego w OWU.

do całkowitego jej zmniejszenia do zera po dłuższym okresie, czyli najczęściej po kilkunastu latach. Podsumowując, ubezpieczenie na życie z UFK posiada następujące cechy:

- ubezpieczenie w swojej klasycznej formie nie gwarantuje zachowania, ani zwrotu wpłaconych środków,
- najczęściej umowa jest bezterminowa i ubezpieczony sam decyduje o długości okresu ubezpieczenia (zwykle osiągnięcia wieku emerytalnego),
- suma ubezpieczenia jest wypłacana tylko na wypadek śmierci, chyba że umowa przewiduje wypłatę sumy ubezpieczenia po osiągnięciu przez ubezpieczonego określonego wieku²²,
- jeśli ubezpieczający decyduje się zrezygnować z umowy, to otrzymuje wartość wykupu,
- świadczenie przysługujące w wypadku śmierci, jako jedna z wyższych kwot sumy ubezpieczenia lub wartości wykupu,
- część ochronna ubezpieczenia zapewnia wypłatę sumy ubezpieczenia wówczas, gdy suma wpłat składek jest niższa niż suma ubezpieczenia, co ma szczególne znaczenie w początkowych latach trwania umowy,
- część inwestycyjna składki jest inwestowana w różne instrumenty, przy czym klient sam wybiera fundusz/fundusze kapitałowe na własne ryzyko,
- w trakcie trwania umowy możliwe jest przenoszenie środków między ubezpieczeniowymi funduszami kapitałowymi, bez konieczności uiszczania podatku od zysków kapitałowych,
- od dochodu z tytułu udziału w funduszach kapitałowych pobierany jest 19-procentowy zryczałtowany podatek dochodowy, przy czym jest on potrącany na koniec inwestycji oraz od kwot wypłat częściowych (w trakcie trwania umowy istnieje możliwość wycofania części zgromadzonej kwoty, czyli tzw. wykup częściowy),
- każda polisa ma wartość wykupu (wartość wykupu to wartość jednostek uczestnictwa w UFK znajdujących się na rachunku klienta na podstawie ich wyceny), w pierwszym roku umowy ubezpieczenia wartość wykupu może być zerowa ze względu na wysoką 100-procentową opłatę likwidacyjną,
- ubezpieczony może wskazać dowolną osobę uprawnioną do pobrania świadczenia w razie śmierci ubezpieczonego,

²² Świadczenie ubezpieczeniowe wypłacane w umowie UFK jest równe wyższej kwocie, sumie ubezpieczenia lub wartości środków zgromadzonych przez klienta na indywidualnym rachunku jednostek uczestnictwa.

- świadczenie z ubezpieczenia z UFK wypłacane jest w ciągu 30 dni od daty zgłoszenia zdarzenia (zarówno w przypadku śmierci, jak i wykupu),
- ubezpieczenie może być zabezpieczeniem kredytu bankowego,
- brak zapłaty składki regularnej przez ubezpieczającego może być równoznaczne z wypowiedzeniem przez niego umowy, co może skutkować rozwiązaniem umowy na niekorzystnych dla ubezpieczonego zasadach, np. z zastosowaniem wysokiej opłaty likwidacyjnej.

3. Zalety i wady ubezpieczeń na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym

Zaletą ubezpieczenia na życie z funduszem kapitałowym zarówno dla klienta indywidualnego, jak i grupowego (który przystąpił do umowy grupowej ubezpieczenia na życie z UFK) jest przede wszystkim możliwość łączenia ochrony ubezpieczeniowej z inwestowaniem, decydowanie o wysokości składek oraz sumy ubezpieczenia, a także możliwość wpłaty dodatkowej składki w dowolnym czasie. Zaletą dla ubezpieczonego klienta indywidualnego jest decydowanie o kierunkach inwestowania w wybrane fundusze kapitałowe o różnym stopniu ryzyka, dostęp do funduszy, którego nie oferuje inny produkt, dostosowanie przy indywidualnej polisie strategii inwestycyjnej do własnych możliwości i potrzeb, a także dobrowolność indeksacji wysokości składki i sumy ubezpieczenia. Przenoszenie środków między funduszami nie powoduje konieczności uiszczania podatku dochodowego od zysków kapitałowych (tzw. podatek Belki), który jest pobierany od dochodu dopiero przy wypłatach częściowych z polisy oraz na zakończenie inwestycji.

Elastyczność produktu, jakim jest ubezpieczenie na życie z UFK, umożliwia klientowi decydowanie o wysokości oraz częstotliwości opłacania składki regulowanej (np. co miesiąc, raz na pół roku itp.), dokonywanie doraźnego wnoszenia dodatkowych składek, a także niekiedy możliwość czasowego zawieszenia płacenia składek, jeżeli przewiduje to umowa z ubezpieczycielem. W trakcie trwania długoletniej umowy ubezpieczeniowej, istnieje możliwość wycofania części zgromadzonych aktywów (ubezpieczający ma prawo wystąpić z wnioskiem o częściowy lub całkowity wykup ubezpieczenia).

Ubezpieczenie zabezpiecza materialnie uposażonego²³ przez wypłatę świadczenia w razie śmierci ubezpieczonego w trakcie trwania umowy ubezpieczenia.

²³ Uposażony to osoba upoważniona do odbioru świadczenia po śmierci ubezpieczonego.

Suma ubezpieczenia w ubezpieczeniu osobowym przypadająca uprawnionemu nie należy do spadku po ubezpieczonym²⁴ i tym samym nie jest objęta podatkiem od spadku określonym w ustawie z 28 lipca 1983 roku o podatku od spadków i darowizn²⁵. Wadą ubezpieczenia na życie w ubezpieczeniowym funduszu kapitałowym jest duży stopień skomplikowania tego produktu, a także brak gwarancji zysku z inwestycji. Nie uzyskanie oczekiwanego lub nawet jakiegokolwiek zysku może w głównej mierze wynikać z wahań cen instrumentów finansowych na rynkach giełdowych. Drugą istotną przyczyną jest pobieranie przez ubezpieczyciela w trakcie trwania umowy ubezpieczenia wielu opłat, w tym: administracyjnej, opłaty za ochronę ubezpieczeniową opłacaną przez ubezpieczanego w pierwszym roku umowy, opłaty za zarządzanie funduszami kapitałowymi, opłaty za zmianę funduszu lub wznowienie polisy, a zwłaszcza opłaty likwidacyjnej, bardzo dotkliwej w przypadku wcześniejszej rezygnacji z ubezpieczenia²⁶. Opłaty z tytułu zarządzania inwestycją klienta pobierane są przy wycenie jednostek uczestnictwa w UFK lub pobierane z rachunku ubezpieczonego.

Klienci nie zawsze mają świadomość tego, że składka za ochronę ubezpieczeniową nie podlega zwrotowi, a część inwestycyjna składki inwestowana na ryzyko klienta nie zawsze przynosi spodziewane zyski i może zakończyć się stratą. Najwięcej kontrowersji i sporów powstaje wokół opłaty likwidacyjnej, jeżeli ubezpieczający lub ubezpieczony w umowie grupowej rozwiąże umowę w ciągu pierwszych lat jej obowiązywania, to opłata z tego tytułu będzie wynosić 100% składki zainwestowanej w UFK. Problem tzw. nadmiernej i nieuzasadnionej wysokości opłaty likwidacyjnej był przedmiotem sporów rozstrzyganych przez Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów (UOKiK), a także przed sądami cywilnymi między ubezpieczanymi a zakładami ubezpieczeń. W roku 2014 w rejestrze klauzul abuzywnych, a więc niedozwolonych, znalazło się wiele postanowień ogólnych warunków ubezpieczeń na życie z UFK, które odnosiły się do wysokości opłaty pobieranej przez ubezpieczyciela przy rozwiązywaniu umowy przed terminem, na który została zawarta²⁷. Podstawowe informacje dotyczące praw i obowiązków stron umowy ubezpieczenia na życie

²⁴ Kodeks cywilny, art. 831 §3.

²⁵ Dziennik Ustaw 2004, nr 142, poz. 1514 z późn. zm.

²⁶ *Ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym*, Raport Rzecznika Ubezpieczonych, Warszawa, 7 grudnia 2012, www.rzu.gov.pl/.../Raport_Rzecznika_Ubezpieczonych_Ubezpieczeni (19.08.2015).

²⁷ P. Wawszczak, *Opłaty likwidacyjne w umowach ubezpieczenia na życie powiązanych z UFK w świetle orzecznictwa SOKIK – część pierwsza*, „Monitor Ubezpieczeniowy” 2014, nr 57.

z UFK są zawarte w ogólnych warunkach ubezpieczenia (OWU). Aby zrozumieć specyfikę podziału składki, istotę pobieranych przez ubezpieczyciela opłat, warunki i możliwości wycofania się z umowy ubezpieczenia, trzeba posiadać dostateczną wiedzę ekonomiczną i prawniczą lub zdać się na opinię doradcy, pośrednika finansowego, który może stosować misselling. OWU napisane są często mało zrozumiałym językiem, co utrudnia trafne podjęcie ważnych decyzji przez ubezpieczanego, które potem skutkują wynikami finansowymi inwestycji i satysfakcją z jej realizacji.

Według *Rekomendacji dobrych praktyk informacyjnych*, przyjętej przez zarząd Polskiej Izby Ubezpieczeń (PIU) 14 czerwca 2014 roku, z ubezpieczeniem na życie z UFK wiążą się następujące rodzaje ryzyka²⁸:

- ryzyko utraty części a nawet całości inwestowanych środków w wyniku spadku wartości jednostek uczestnictwa w UFK, w związku ze zmianą sytuacji na rynkach finansowych lub spowodowane niewłaściwym zarządzaniem środkami przez zarządzającego (zwłaszcza jeśli zarządzających funduszami jest wielu), a także z powodu wcześniejszego zakończenia ubezpieczenia spowodowanego brakiem środków na rachunku na pokrycie opłat, czy też ryzykiem zmian stóp procentowych lub ryzykiem kredytowym kontrahentów,
- ryzyko utraty części inwestowanych środków spowodowane kosztami związanymi z całkowitym lub częściowym wycofaniem się z inwestycji przed terminem ubezpieczenia określonym w umowie bądź ze względu na zaprzestanie opłacania składek,
- ryzyko ograniczonego dostępu do środków zgromadzonych na rachunku związane z wystąpieniem okoliczności niezależnych od ubezpieczyciela takich jak zawieszenie notowań instrumentu finansowego, wstrzymanie umorzeń jednostek uczestnictwa przez fundusze inwestycyjne,
- ryzyko walutowe wynikające ze zmiany kursów w przypadku inwestycji w walutach obcych, spowodowane nagłymi, niekorzystnymi, nieprzewidywanymi zmianami kursów walutowych.

Specyfikacja wymienionych rodzajów ryzyka ujętych w *Rekomendacji* PIU wskazuje zarówno ubezpieczycielom, jak i klientom obszary ryzyka, które powinny być brane pod uwagę przy:

²⁸ *Rekomendacja dobrych praktyk informacyjnych związanych z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym*, jedną z przyczyn sformułowania miękkiego prawa w formie rekomendacji były skargi zgłaszane do Rzecznika Ubezpieczonych i UOKiK, przez nabywców polis ubezpieczeń na życie z UFK.

- 1) oferowaniu ubezpieczenia (i przez współpracujących z nimi agentów i innych pośredników, w tym banki), żeby uniknąć missellingu,
- 2) wyborze produktów, żeby uniknąć, a przynajmniej zminimalizować potencjalne straty, jakie mogą wystąpić zwłaszcza w początkowym okresie posiadania polisy ubezpieczenia na życie z UFK.

4. Specyfika grupowych ubezpieczeń na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym

Choć grupowe ubezpieczenia na życie z UFK występują w ofercie większości towarzystw ubezpieczeń na życie w Polsce, to precyzyjna, jednolita definicja tego typu ubezpieczenia jest trudna do sformułowania, ponieważ każdy ubezpieczyciel posługuje się definicją skonstruowaną na potrzeby własne. Nabywcami grupowych ubezpieczeń na życie z funduszem kapitałowym są zwykle: pracownicy zakładów pracy, członkowie różnych stowarzyszeń, adwokaci, lekarze, notariusze oraz klienci banków, którym udzielono kredytu, ponieważ jedną z form zabezpieczeń przed ryzykiem kredytowym jest polisa z UFK. Grupowe ubezpieczenia na życie mogą być także w ofercie brokera, banku czy innej firmy pośrednictwa finansowego jako produkt, do którego mogą przystąpić klienci. Konstrukcja ubezpieczenia grupowego z UFK zbliżona jest do formy indywidualnej, część inwestycyjna składki po odprowadzeniu opłat przeznaczana jest na zakup jednostek uczestnictwa w UFK, co znajduje odzwierciedlenie na oddzielnym rachunku dla każdego ubezpieczonego. W ubezpieczeniach grupowych klient nie zarządza samodzielnie środkami inwestowanymi w UFK, robi to za niego ubezpieczyciel lub firma zewnętrzna, za co pobiera opłatę. Część ochronna ograniczona jest najczęściej do podstawowego świadczenia z tytułu śmierci ubezpieczonego (śmierć naturalna i skutek nieszczęśliwego wypadku). Przy przystąpieniu do umowy nie są wymagane badania lekarskie i procedura zawarcia umowy jest uproszczona.

Według opinii Rzecznika Ubezpieczonych prawa konsumentów są częściej naruszane w ubezpieczeniach grupowych²⁹. Prezes Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów w swoich opiniach także wskazywał na przypadki naruszenia zbiorowych interesów konsumentów przy grupowych polisach oraz na nieuczciwe praktyki rynkowe stosowane przez pośredników sprzedających

²⁹ Pracownicze Programy Emerytalne (PPE) mogą występować w formie grupowego ubezpieczenia na życie z funduszem kapitałowym, ale regulują je odrębne przepisy.

grupowe ubezpieczenia na życie z UFK³⁰. Ubezpieczeni przystępują do ubezpieczenia grupowego w miarę zgłaszania się. Ubezpieczającym jest bank lub inny pośrednik finansowy bądź podmiot prawa handlowego. Konsument przystępujący do ubezpieczenia nie jest stroną umowy, a grupowe ubezpieczenie na życie z UFK jest przykładem umowy na „cudzy rachunek”. „W przypadku ubezpieczenia na cudzy rachunek ubezpieczający przy zawieraniu umowy ubezpieczenia działa w imieniu własnym, choć na rachunek klienta”³¹. Bank lub inny podmiot pośredniczący zainteresowany jest pozyskaniem jak największej liczby klientów do ubezpieczenia grupowego, co rodzi niebezpieczeństwo mis-sellingu, czyli sprzedaży produktu osobom, które ze względu na status majątkowy, wiek lub możliwości inwestycyjne, nie powinny przystępować do tego ubezpieczenia. Zdarzały się przypadki naruszenia zasad etyki i współżycia społecznego przez pośredników sprzedających grupowe ubezpieczenia z funduszem kapitałowym. Problemem dla ubezpieczającego – klienta jest przede wszystkim: brak kompleksowej informacji o produkcie, ograniczenie ochrony prawnej przysługującej ubezpieczonemu, trudności w dochodzeniu roszczeń od ubezpieczyciela, ograniczona możliwość rezygnacji z umowy ubezpieczenia a także wypowiedzenia umowy. Jeżeli sprzedającym ubezpieczenie jest bank, to występuje konflikt interesów przy łączeniu przez bank funkcji ubezpieczającego i pośrednika ubezpieczeniowego, bowiem uprawnionym z umowy ubezpieczenia jest bank, a ubezpieczenie jest specyficznym dodatkiem do kredytu, w tym hipotecznego, samochodowego i innych. Z kolei jeżeli ubezpieczenie na życie z funduszem kapitałowym jest w formie grupowej najczęściej występują takie problemy jak: utrudniony dostęp do treści umowy ubezpieczenia, brak możliwości swobody wyboru ubezpieczyciela (zwłaszcza przy sprzedaży przez kanał bancassurance), utrudnione dochodzenie roszczeń oraz świadczeń, słabo sprecyzowany zakres ochrony ubezpieczeniowej itd.

Interesariusze, w tym strony umowy, ubezpieczenia na życie z UFK muszą uwzględniać zalecenia wynikające z *Rekomendacji* PIU dotyczące dobrej identyfikacji poszczególnych rodzajów ryzyka związanych z tym produktem, a zwłaszcza uwzględnienia zarówno fazy życia ubezpieczonego, jak i tzw. cyklu życia tego produktu. Jak wskazuje praktyczne doświadczenia większość konfliktów dotyczy konsekwencji decyzji podejmowanych w ciągu pierwszych kilku lat, kiedy dominuje funkcja ochronna, a niedoinformowany ubezpieczony traktuje produkt jako inwestycję finansową. Rezygnacja z polisy inwestycyjnej

³⁰ Zob. www.sejm.gov.pl/sejm7.nsf/InterpelacjaTresc.xsp? (9.09.2015).

³¹ *Ubezpieczenia na życie...*, op.cit., s. 34.

z regularną składką może być dla klienta bardzo kosztowne. „Przywiązanie do polisy” oznacza, że w przypadku rozwiązania umowy przed upływem okresu wskazanego w dniu jej zawarcia, klient może stracić nawet 100% wpłaconych składek, ponieważ wysoka jest tzw. opłata likwidacyjna. W wielu przyjmowanych rozwiązaniach umownych w przypadku polis z UFK w dwóch pierwszych latach inwestowania opłata likwidacyjna w ubezpieczeniach na życie z funduszem kapitałowym może wynosić 99–100% wpłaconej składki, a jeszcze w piątym roku 60%, w dziewiątym 20%, a w dziesiątym roku 10%. Prawie we wszystkich przypadkach ubezpieczyciel zastrzega, że klient może zgłosić się z wnioskiem do ubezpieczyciela o wykup umowy ubezpieczenia w części lub w całości nie wcześniej niż po drugim roku obowiązywania umowy ubezpieczenia na życie z UFK.

Wspomniana wcześniej *Rekomendacja* jest formą miękkiego prawa, które działa na zasadzie dobrowolności³². Podobny wpływ mają zalecenia PIU o konieczności wprowadzenia karty produktu dla polis na życie z UFK. *Rekomendacja* jest odpowiedzią na rozporządzenia UE, w sprawie sprzedaży detalicznych produktów zbiorowego inwestowania i ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych PRIIP³³. W rekomendacji wskazuje się na potrzebę dostarczania klientowi przed zawarciem ubezpieczenia lub przystąpieniem do ubezpieczenia grupowego – karty produktu (odpowiednik *Key Information Document*), która zawiera cel ubezpieczenia, opis świadczeń, horyzont czasowy umowy, sposób opłacania składki, pobierane przez ubezpieczyciela opłaty itp. oraz symulację potencjalnej inwestycji. W karcie produktu, na podstawie wskaźnika kosztów, muszą być pokazane obciążenia kosztowe ubezpieczyciela, które umożliwią właściwe obliczenie kosztów inwestowania przerzucanych na klienta w produktach inwestycyjnych ubezpieczenia na życie. *Rekomendacje* PIU i podobne rekomendacje Związku Banków Polskich odnoszące się do bancassurance są stopniowo wzmacniane obligatoryjnymi zaleceniami Komisji Nadzoru Finansowego. W konsekwencji wymusza to szybkie zmiany w sposobie podejścia zarówno ubezpieczycieli, jak i banków do ubezpieczenia na życie z UFK

³² *Rekomendacja dobrych praktyk informacyjnych dotyczących ubezpieczeń na życie z ubezpieczeniowymi funduszami kapitałowymi*, opracowana przez Polską Izbę Ubezpieczeń i przyjęta przez zarząd PIU w dniu 14 kwietnia 2014 r., PIU, https://www.piu.org.pl/.../REKOMENDACJA_UFK.pdf (8.09.2015).

³³ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1286/2014 z dnia 26 listopada 2014 roku w sprawie dokumentów zawierających kluczowe informacje, dotyczących detalicznych produktów zbiorowego inwestowania i ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych (PRIIP).

oraz podobnych produktów. Dotychczasowa nadużywana asymetria informacji nie tylko przynosiła straty klientom, ale także zaczęła powodować zarówno negatywne konsekwencje dla samych pośredników finansowych (w zakresie reputacji), jak i straty ekonomiczne wynikające z rosnącej nieufności klientów do bardziej skomplikowanych produktów finansowych.

5. Polisolokaty

Drugim popularnym (stosunkowo nowym) produktem działu I ubezpieczeń na życie jest polisolokata. Powstała ona jako produkt „anty Belkowy”, aby uniknąć 19-procentowego podatku PIT. Produkt ten jest często mylony z ubezpieczeniem na życie z UFK. Polisolokata różni się tym od ubezpieczenia na życie z UFK, że jest produktem przede wszystkim krótkoterminowym, inwestycyjnym a w mniejszym zakresie ubezpieczeniowym ochronnym. Jest to produkt zawierający ubezpieczenie na życie lub dożycie o zróżnicowanych wariantach stopy zwrotu, w tym wariantach, w których jest gwarantowana określona minimalna stopa zwrotu lub zwrot wpłaconego kapitału. Ponadto oprócz możliwości uzyskania potencjalnych korzyści z inwestowania, klient objęty jest ochroną ubezpieczeniową. Należy jednak podkreślić, że w porównaniu z ubezpieczeniem z UFK w polisolokacie część ochronna składki jest jednak zminimalizowana. Składka najczęściej jest jednorazowa, chociaż może być również cykliczna. W przypadku dożycia końca trwania polisy, bank jako pośrednik lub ubezpieczyciel zwraca kwotę polisy wraz z premią. Dlatego w określonym w umowie momencie świadczenie w polisolokacie odpowiada składce powiększonej o określony w umowie wskaźnik. Polisolokaty uznane zostały przez KNF za produkt skonstruowany tak, aby uniknąć tzw. podatku Belki. Dlatego według rekomendacji KNF produkt ten powinien być minimum roczny, a także powinien zapewniać wyraźnie sprecyzowaną ochronę ubezpieczeniową.

Polisolokata jako produkt finansowy ubezpieczeniowo-inwestycyjny ma jednak określone wady. Na przykład polisolokaty są objęte gwarancją UFG, a nie BFG. Oznacza to mniejszą ochronę, gdyż maksymalne wypłaty z UFG są ponad 3 razy mniejsze niż z BFG. Polisolokaty stały się konkurencyjne dla lokat bankowych, ponieważ zyski z oszczędzania w tej formie do końca 2014 roku zwolnione były z 19% tzw. podatku Belki, czyli nie były objęte podatkiem od zysków kapitałowych. W związku z tym były reklamowane jako bezpieczne lokaty z wysokim zyskiem. Polisolokata stanowi lokatę opakowaną w polisę na życie lub dożycie, a więc jest to instrument finansowy terminowy. Klient inwestor

podpisuje umowę z ubezpieczycielem (pomimo, że sprzedającym polisolokate może być też bank lub inna instytucja pośrednictwa finansowego). Po wygaśnięciu polisy, klient otrzymuje zwrot kapitału plus premię. W polisolokacie ubezpieczyciel zobowiązuje się wypłacić ubezpieczonemu na koniec wygaśnięcia ubezpieczenia np. 106% sumy ubezpieczenia.

Dyskusje wokół polisolokat i rosnące negatywne nastawienie klientów do tego produktu wynikało z niedostatecznego informowania o ryzyku i kosztach wcześniejszego wypowiedzenia umowy. Jedną z istotnych wad polisolokaty jest to, że w sytuacji zerwania umowy przed terminem, bank zwraca tylko wpłaconą w formie składek kwotę pomniejszoną o opłaty. Według C. Orłowskiego z Biura Rzecznika Finansowego³⁴ klient, który chce się z umowy wycofać, powinien:

1. Przed przystąpieniem do tej formy ubezpieczenia skierować do ubezpieczyciela zapytania o warunki wcześniejszego rozwiązania umowy.
2. Następnie powinien przeanalizować umowę, czy nie zawiera klauzul abuzywnych np. w zakresie zapisu o opłacie likwidacyjnej.
3. Jeśli negocjacje z ubezpieczycielem się nie powiodą, klient może zwrócić się do Rzecznika Finansowego, który rozpatrzy daną sprawę i nawiąże z nim kontakt w celu uzyskania wyjaśnień i polubownego załatwienia sprawy w interesie klienta.
4. Dopiero jeśli sprawy nie uda się rozwiązać polubownie, klient powinien zwrócić się do sądu³⁵.

Popularność polisokokat wynika m.in. z tego, że ich sprzedaż była z dużym rozgłosem reklamowana przez banki jako alternatywa wobec lokat bankowych w sytuacji wycofywania przez część klientów wkładów bankowych. Jednakże często misselling polegał na tym, że nie wyjaśniono klientom, że nie podlegają one gwarancji BFG, ale tylko gwarancji ze strony UFG³⁶. W przypadku

³⁴ Od 11 października 2015 roku Rzecznik Ubezpieczonych został przekształcony w Rzecznika Finansowego. Por. Ustawa z 5 sierpnia 2015 r. o rozpatrywaniu reklamacji przez podmioty rynku finansowego i o Rzeczniku Finansowym (DzU 2015 2015, poz. 1348).

³⁵ „Dziennik Gazety Prawnej”, 3.12.2014, ze strony Rzecznika Ubezpieczonych.

³⁶ Ubezpieczeniowy Fundusz Gwarancyjny zaspokaja roszczenia osób uprawnionych w przypadku ogłoszenia upadłości albo oddalenia wniosku o ogłoszenie upadłości zakładu ubezpieczeń lub umorzenia postępowania upadłościowego, jeżeli majątek dłużnika nie wystarcza nawet na zaspokojenie kosztów postępowania upadłościowego albo w przypadku zarządzenia likwidacji przymusowej zakładu ubezpieczeń, jeżeli roszczenia osób uprawnionych nie mogą być pokryte z aktywów stanowiących pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych. Z umów ubezpieczenia na życie UFG wypłaca 50% wierzytelności, nie więcej jednak niż kwotę stanowiącą równowartość 30 tys. EUR. Natomiast BFG w przypadku bankructwa banku wypłaca roszczenia jego klientów osób fizycznych w stu procentach, do wysokości 100 tys. EUR.

bankructwa ubezpieczyciela, który zawierał umowy ubezpieczenia na życie, UFG wypłaca 50% wierzytelności, nie więcej jednak niż kwotę stanowiącą równowartość 30 tys. euro. Natomiast w przypadku bankructwa banku, BFG wypłaca jego klientom (osobom fizycznym) roszczenia w 100-procentach, do wysokości 100 tys. euro.

Wejście z życie tzw. miękkiego prawa tj. *Rekomendacji M* dotyczącej ryzyka operacyjnego, której zalecenia wprowadzono do 30 czerwca 2013 roku, a następnie dokonana nowelizacja tej *Rekomendacji*, wprowadziła zakaz sprzedaży krótkoterminowych polisolokat tj. krótszych niż na jeden rok. Termin zawieranych umów nie może być krótszy niż rok, a lokata nie niższa niż 10 tys. zł³⁷. Od 1 stycznia 2015 roku w rezultacie nowelizacji ustawy o PIT dochody z polisolokat zostały objęte podatkiem od zysków kapitałowych (tzw. podatkiem Belki), co wpłynęło na ograniczenie popytu na ten produkt. Część pośredników finansowych ograniczyła oferowanie tych produktów a oferty kieruje tylko do wybranych segmentów klientów. Należy pamiętać, iż od 1 stycznia 2015 roku wolne są kwoty otrzymane z tytułu ubezpieczeń majątkowych i osobowych, z wyjątkiem m.in. dochodu z tytułu inwestowania składki ubezpieczeniowej w ubezpieczeniach na życie związanych z UFK i w odniesieniu do polisolokat oraz ubezpieczeniowych produktów strukturyzowanych. Zachowane zostało jednak zwolnienie dla dochodów wynikających z umów, które zostały zawarte do dnia wejścia w życie tych przepisów.

Istotnym czynnikiem wpływającym na ograniczenie zainteresowania polisokatami było narastające w skali zjawisko niezadowolenia wielu klientów z wyników swoich inwestycji w polisolokaty oraz dużych kosztów związanych z wycofaniem się z umowy przed terminem. Część klientów wystąpiła do sądów cywilnych z pozwami przeciwko ubezpieczycielom, którzy firmowali te produkty, jak i przeciwko bankom, które sprzedawały te produkty. 27 marca 2015 roku Sąd Okręgowy w Warszawie wydał wyrok, w którym uznał, że polisolokaty są nieważne z mocy prawa. W uzasadnieniu wyroku sąd wskazał, że:

- świadczenia, do których ubezpieczyciel był zobowiązany względem klienta, w umowie nie były określone w sposób stanowczy i konkretny,
- w OWU nieprecyzyjnie sformułowane były obowiązki ubezpieczyciela względem ubezpieczonego,

³⁷ KNF: *Rekomendacja M obejmuje polisolokaty*, www.rz.u.gov.pl/KNF-rekomenadcja-mobejmuje-polisolokaty (5.09.2015).

- umożliwiały kształtowanie kwoty przeznaczonej do wypłaty świadczenia z polisy na podstawie arbitralnych decyzji zakładu ubezpieczeniowego,
- konstrukcja polisolokat sprawiała, iż wyłącznie od decyzji ubezpieczyciela zależało, jaka była wartość środków zgromadzonych na rachunku klienta.

W sentencji wyroku sąd uznał powyższe ukształtowanie stosunku umownego w zakresie polisolokat za niedopuszczalne³⁸. Skargi, które wpływały do Biura Rzecznika Ubezpieczonych (obecnie Rzecznika Finansowego) oraz UOKiK spowodowały, że zaczęto doradzać, jak uniknąć opłaty likwidacyjnej przy rozwiązywaniu umowy polisolokaty przed terminem. Zdaniem ekspertów z UOKiK konsument ma prawo wystąpić z powództwem o ustalenie, czy postanowienia zawierające zapisy umowy dotyczące opłaty likwidacyjnej stosowane przez ubezpieczycieli, nie są wiążące. Jeśli umowa dotycząca polisolokat nadal trwa, a przy odstąpieniu od umowy ubezpieczyciel nie chce unieważnić opłaty likwidacyjnej, można wystąpić do sądu z powództwem o uznanie postanowienia dotyczącego opłaty likwidacyjnej za niewiązącą³⁹.

Od 31 marca 2015 roku, po wejściu w życie *Rekomendacji U*, została zwiększona ochrona interesów klientów kupujących ubezpieczenia w banku. Ma ona na celu przede wszystkim dążyć do zapewnienia transparentności informacji przeznaczonych dla klientów – dotyczących produktu, jego właściwości oraz ryzyka. Zadanie to ma być realizowane poprzez przygotowywanie karty produktu. Zalecane jest również monitorowanie skarg i reklamacji, dbanie, aby umowy nie zawierały klauzul niedozwolonych. Na jej ostateczny kształt miały wpływ oceny zawarte w raportach o bancassurance Rzecznika Ubezpieczonych z lat 2007 i 2012, a także raport o ubezpieczeniach na życie z funduszem kapitałowym z 2012 roku, jak i trzy rekomendacje dobrych praktyk dotyczące bancassurance przygotowane przez PIU i ZBP oraz specjalny raport NIK z 2014 roku⁴⁰.

³⁸ *Polisolokaty*, „Parkiet”, 27 lipca 2015.

³⁹ D. Pawłowska, *Jak wycofać się bez strat z poliso lokaty*, „Dziennik Gazeta Prawna”, 27–29 czerwca 2014, s. IV.

⁴⁰ Raport NIK pt. *Funkcjonowanie systemu ochrony praw klientów podmiotów rynku finansowego*, 8.04.2014, <http://www.nik.gov.pl/aktualnosci/nik-o-ochronie-klientow-rynku-finansowego.html> (5.09.2015).

6. Ubezpieczeniowe produkty strukturyzowane

Produkty strukturyzowane zwane strukturami stanowią grupę inwestycyjnych, syntetycznych instrumentów finansowych. Stwarzają one możliwość osiągnięcia zysku połączonego z bezpieczeństwem zainwestowanego kapitału⁴¹. W Polsce pierwsze struktury zostały wystawione w 2000 roku. W skład produktu strukturyzowanego wchodzi zawsze dwa elementy: instrument bazowy gwarantujący całkowity bądź częściowy zwrot z ulokowanego kapitału i instrument pochodny, dający możliwość uzyskania w zasadzie nieograniczonego dochodu⁴². Produkty strukturyzowane są dopasowane do potrzeb inwestorów i ich oczekiwań dotyczących zysku oraz akceptowanego poziomu ryzyka z nim związanego⁴³. Produkty strukturyzowane charakteryzują się zwykle ściśle określonym czasem trwania inwestycji i ochroną kapitału⁴⁴ oraz szczegółowym określeniem sposobu uzyskania premii. Horyzont czasowy produktów strukturyzowanych to minimum rok, ale w zależności od konstrukcji produktu może być kilkuletni. W produkt strukturyzowany zawsze wbudowany jest instrumenty pochodne (najczęściej są to opcje), które określają potencjał zysku danego produktu, natomiast stopa zwrotu oparta jest na określonej formule (zazwyczaj skomplikowanej)⁴⁵. Zysk może zależeć nie tylko od jednego instrumentu, ale od wielu takich jak: indeksy giełdowe, akcje jednej lub kilku spółek, indeks WIG 20, stopy procentowe, kursy walut, ceny surowców

⁴¹ E. Wierzbicka, *Dylematy rozwoju bancassurance*, w: *Stabilność systemu finansowego – instytucje, instrumenty, uwarunkowania*, red. A. Alińska, B. Pietrzak, CeDeWu.pl, Warszawa 2012, s. 442.

⁴² Instrumentem bazowym może być obligacja, której zastosowanie daje pewność odzyskania całości (lub z góry określonej części) wpłaconego kapitału.

⁴³ E. Wierzbicka, *Polisy strukturyzowane jako forma oszczędzania*, „Studia Ubezpieczeniowe” *Społeczno-gospodarcze aspekty funkcjonowania rynku ubezpieczeniowego*, red. J. Lisowski, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu” 2011, nr 181, s. 388.

⁴⁴ Emitent gwarantuje zwrot zainwestowanego kapitału tylko wtedy, jeśli inwestor nie wycofa się z inwestycji przed terminem zapadalności tego produktu. Wystawiane są także takie struktury, które mogą wygasnąć wcześniej, gdy zostanie osiągnięty maksymalny możliwy zysk.

⁴⁵ Analizowane w latach 2000–2010 produkty strukturyzowane, które już zapadły, przyniosły przeciętnie stopę zwrotu w skali roku niższą od średniej stopy depozytów terminowych w porównywalnym okresie. W przypadku niemal połowy produktów strukturyzowanych, uzyskana stopa zwrotu była równa jedynie stopie gwarantowanej. Por. M. Mokrogulski, R. Sepiak, *Produkty strukturyzowane w Polsce w latach 2000–2010*, KNF, Warszawa, grudzień 2010.

i innych. Zysk z produktu strukturyzowanego zmniejsza opłata subskrybcyjna dla emitenta. Produkty strukturyzowane oferowane są w różnej formie jako: certyfikaty depozytowe, certyfikaty inwestycyjne, lokaty strukturyzowane, czy obligacje strukturyzowane, zagraniczne fundusze inwestycyjne, a także w formie polis ubezpieczeniowych. Polisy strukturyzowane oraz lokaty strukturyzowane nie mogą być przedmiotem obrotu na giełdzie i na rynku wtórnym. Dotychczas w Polsce najpopularniejszą formą były struktury oparte na ubezpieczeniu na życie i dożycie lub ubezpieczeniu na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym (a także oparte na formule mieszanej ubezpieczenia na życie i dożycie z UFK). Wynikało to przede wszystkim ze zwolnienia dochodu ze struktur w formie ubezpieczeń z podatku dochodowego. Od 1 stycznia 2015 roku zyski z ubezpieczeniowych produktów strukturyzowanych, a także innych inwestycyjnych są objęte tzw. podatkiem Belki. W wymienionych formach struktur klienci oprócz możliwości inwestowania środków finansowych są objęci ubezpieczeniem (ubezpieczenie na życie i dożycie przez cały okres inwestycji). Zysk z polisy strukturyzowanej jest zwolniony z podatku od spadków i darowizn. Emitentem ubezpieczeniowych produktów strukturyzowanych jest ubezpieczyciel a dystrybutorami współpracujące z nimi instytucje pośrednictwa finansowego w tym banki, domy maklerskie, firmy pośrednictwa finansowego itp. Podstawą prawną ich wystawienia jest ustawa o działalności ubezpieczeniowej z 11 września 2015 roku o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej⁴⁶.

Ubezpieczeniowe produkty strukturyzowane mogą mieć charakter indywidualny lub grupowy (rzadziej). Składka najczęściej jest jednorazowa a minimalna kwota inwestycji określona. Umowę można zawrzeć tylko w okresie subskrypcji a ubezpieczeniowe produkty strukturyzowane sprzedawane są w transzach (ubezpieczyciel może oferować produkty oparte na tej samej konstrukcji w kolejnych transzach w odstępach czasu). Okres ubezpieczenia jest taki sam dla wszystkich ubezpieczonych z jednej transzy. Dla klienta ważne szczegółowe informacje dotyczące produktu strukturyzowanego takie jak: okres zapisów, sposób i forma wypłaty świadczenia ubezpieczeniowego, możliwości i warunki wcześniejszej rezygnacji, ograniczenia oraz wyłączenia odpowiedzialności ubezpieczyciela a także warunki wypłaty premii, zawarte są w ogólnych warunkach ubezpieczenia (OWU). Jeżeli produkt strukturyzowany ma formę ubezpieczenia na życie z funduszem kapitałowym, wysokość świadczenia uzależniona jest od wyników finansowych osiągniętych przez

⁴⁶ DzU 2015, poz. 1844.

wyodrębniony fundusz kapitałowy. Sposób kalkulacji premii w polisach na życie i dożycie jest z góry określony. Przy produktach strukturyzowanych w formie polisy z UFK klient może sam decydować o alokacji w określone fundusze⁴⁷. M. Szczepańska wskazuje na istotne różnice między klasycznym ubezpieczeniem na życie z typowym UFK a produktem strukturyzowanym w takiej formie. „Z reguły dla danego produktu strukturyzowanego tworzony jest odrębny ubezpieczeniowy fundusz kapitałowy. Okres jego funkcjonowania odpowiada długości okresu trwania danego produktu strukturyzowanego. Fundusz ten nie jest oferowany w innych rodzajach umów ubezpieczenia. W produkcie strukturyzowanym w formie ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym ubezpieczyciel gwarantuje określoną wysokość świadczeń wypłacanych zarówno w przypadku zgonu ubezpieczonego, jak i dożycia przez niego określonego wieku.”⁴⁸. Właściciel polisy klasycznego ubezpieczenia na życie z UFK w przypadku dożycia określonego wieku ma prawo otrzymać świadczenie w wysokości wartości jednostek uczestnictwa, natomiast w produkcie strukturyzowanym zasadą jest wypłata co najmniej 100% zainwestowanych pierwotnie środków.

Dla inwestorów istotne jest, że są to produkty o określonym poziomie gwarancji ochrony kapitału, w których zyski zależą od inwestycji w instrumenty pochodne. Wystawiającym jest zakład ubezpieczeń, dystrybutorem może być bank lub inna instytucja pośrednictwa finansowego pobierająca marżę. Klient-inwestor, jeśli wycofa się z inwestycji przed zakończeniem subskrypcji, uzyskuje zwrot wpłaconej składki⁴⁹. W przypadku rozwiązania przez klienta umowy ubezpieczenia przed upływem 30 miesięcy (lecz po upływnie 30 dni od dnia zawarcia umowy ubezpieczenia), ryzykuje on utratą określonych w umowie części wpłaconej składki. Jak podkreśla M. Szczepańska, „W tego rodzaju produktach ubezpieczyciele przewidują jedynie wypłatę świadczeń o charakterze jednorazowym, a nie np. rent. W okresie trwania umowy ubezpieczenia ubezpieczający lub ubezpieczony, jeżeli jest to umowa grupowa, ma prawo na swój wniosek otrzymać wartość wykupu całkowitego lub częściowego, którego wysokość jest ustalana na podstawie wartości zgromadzonych środków.”⁵⁰.

⁴⁷ B. Mszyca, *Struktury w formie polis na tle rynku*, www.rp.pl (19.08.2015).

⁴⁸ M. Szczepańska, *Produkty strukturyzowane w formie umowy ubezpieczenia*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2013, nr 2, s. 40.

⁴⁹ W struktury można inwestować w ramach tzw. subskrypcji, trwających z reguły od 3 do 5 tygodni, po tym czasie nie są już przyjmowane nowe wpłaty.

⁵⁰ M. Szczepańska, *Produkty strukturyzowane...*, op.cit., s. 41.

Zaletą ubezpieczeniowych produktów strukturyzowanych jest przede wszystkim pełna lub częściowa ochrona kapitału wniesionego do inwestycji, z możliwością osiągnięcia zysków przewyższających tradycyjne formy oszczędzania, szeroki dostęp do nowych rynków, w tym zagranicznych, inwestowanie w różnorodne instrumenty. Inwestowanie w produkty strukturyzowane wiąże się również z ryzykiem, przede wszystkim klient ponosi ryzyko rynkowe (zmienności cen instrumentów, na które jest wystawiana opcja), zysk z inwestycji może być niższy od oczekiwanego lub nie wystąpić wcale. Klient ponosi również ryzyko prawne, ryzyko podatkowe oraz ryzyko upadłości lub niewypłacalności ubezpieczyciela. Jak wynika z danych analizy online w pierwszych trzech miesiącach 2015 roku zakończyło się 88 produktów strukturyzowanych. Dla objętych oceną 75% produktów średnia roczna stopa zwrotu wyniosła 2,6% (od której w większości należało odprowadzić 19-procentowy podatek PIT)⁵¹. Zysk przyniosła co druga struktura, co oznacza, że rezultaty inwestycji są podobne do tych z lat poprzednich. Średnia roczna stopa zwrotu w latach 2009–2010 wyniosła 3–3,5%, w 2011 roku 2,66%, w roku 2012 tylko 1,44%, natomiast w 2013 roku 2,5%⁵². Podsumowując, zyski kształtowały się poniżej tych z lokat bankowych a inwestycje w struktury nie są objęte gwarancjami BFG⁵³.

Wnioski

Polisy ubezpieczeń na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym mogą być w przyszłości korzystnym dla inwestorów produktem finansowym. Od lat 90. XX wieku, kiedy po raz pierwszy były sprzedawane w Polsce, przeszły one ewolucję. W konsekwencji, w porównaniu z pierwszymi wersjami takich produktów, zostały one przez ubezpieczycieli uelastycznione i bardziej dostosowane do potrzeb klientów. Powstały kolejne modyfikacje w formie polis lokat oraz ubezpieczeniowych produktów strukturyzowanych. Na przyszłości tej grupy ubezpieczeń inwestycyjnych zaważy sposób reagowania ubezpieczycieli i banków na skargi oraz zarzuty zgłaszane przez osoby fizyczne i stowarzyszenia poszkodowanych klientów. Przykładem jest np. Stowarzyszenie „Przy-

⁵¹ Wyniki produktów strukturyzowanych w formie umowy ubezpieczenia, www.rp.pl/.../1199090-Wyniki-produktow-struktury (26.09.2015).

⁵² Brak jest szczegółowych danych, jak kształtowały się zyski z grupy ubezpieczeniowych produktów strukturyzowanych.

⁵³ K. Żelazek, *Więcej niż na lokacie bankowej zarobią nieliczni*, <http://www.ekonomia.rp.pl/artukul/1199090.html?print=tak&p=0> (20.09.2015).

wiązani do Polisy”, które pomagają poszkodowanym klientom składać skargi, powozy zbiorowe i prowadzić procesy sądowe przeciwko ubezpieczycielom i innym pośrednikom finansowym za niewłaściwe lub niezgodne z prawem praktyki. Agresywna sprzedaż zwłaszcza przez banki, grupowych produktów ubezpieczeniowych przy stosowaniu *missellingu*, doprowadziła do niezadowolonych klientów i negatywnego nastawienia wielu potencjalnych nabywców do inwestycyjnych polis, w tym ubezpieczeń na życie z UFK. „Pomimo podejmowanych prób tłumaczeń ze strony przedstawicieli branży ubezpieczeniowej negatywny obraz ubezpieczeń trwale wpisał się w świadomość bardzo szerokiej rzeszy osób, którzy swoimi doświadczeniami dzielą się z innymi. W ten sposób powstaje w społeczeństwie przeświadczenie o nieuczciwości zakładów ubezpieczeń i oferowanych przez nie produktów o charakterze inwestycyjnym”⁵⁴. Utrata reputacji i dobrego wizerunku ubezpieczycieli, którzy musieli płacić kary nałożone przez UOKiK za działania nieuczciwe względem klientów, jest trudna do odbudowania. W październiku 2015 roku weszła w życie ustawa o rozpatrywaniu reklamacji przez podmioty rynku finansowego i o Rzeczniku Finansowym⁵⁵, która reguluje istotę i formy składania reklamacji przez niezadowolonych klientów instytucji finansowych. Określa ona termin, w którym instytucja ta ma obowiązek udzielić odpowiedzi na reklamację. Ustawa ta określa także obowiązek dla Rzecznika Finansowego prowadzenia statystyki reklamacji i analizowania ich przyczyn. Nowe przepisy umocnią pozycję klienta wobec instytucji pośrednictwa finansowego i mogą się przyczynić do zmniejszenia liczby spraw spornych kierowanych do sądu.

W roku 2011 Komisja Nadzoru Finansowego KNF skierowała do Ministerstwa Finansów projekt nowelizacji ustawy o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej, uwzględniający wymagania MIFID (*Markets in Financial Instruments Directive* – dyrektywa w sprawie rynków instrumentów finansowych) w ubezpieczeniach. Istotą rozwiązań opierających się na MIFID jest zobowiązanie zakładu ubezpieczeń do dokonania analizy potrzeb i wiedzy ubezpieczającego (lub ubezpieczonego w umowie grupowej) przed zawarciem umowy oraz szerszego informowania klienta o produkcie i ryzyku ubezpieczenia na życie z UFK jako inwestycji⁵⁶.

⁵⁴ A. Daszewski, *Propozycje legislacyjne odpowiedzi na problemy konsumentów z ubezpieczeniami inwestycyjnymi*, „Monitor Ubezpieczeniowy” 2015, nr 60, marzec.

⁵⁵ Dz.U.2015 poz. 1348

⁵⁶ Na wzrost liczby skarg nabywców ubezpieczenia na życie z UFK zareagowało również Biuro Rzecznika Ubezpieczonych, dokonując gruntownej analizy rynku w raporcie

Od 1 stycznia 2016 roku weszła w życie ustawa z dnia 11 września 2015 roku o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej⁵⁷, która wprowadziła m.in.:

- nowe obowiązki informacyjne ubezpieczyciela względem klienta, w tym obowiązek jednoznacznego i zrozumiałego formułowania wzorców umów, dostarczania OWU przy ubezpieczeniach grupowych;
- obowiązki informacyjne i analizę potrzeb ubezpieczającego lub ubezpieczonego jeszcze przed zawarciem umowy (tzw. informacja przedsprzedażowa), co jest szczególnie ważne przy inwestycyjnych polisach na życie;
- w umowie ubezpieczeń na życie z UFK i w ubezpieczeniowych produktach strukturyzowanych zakład ubezpieczeń powinien kierować się zasadą równomiernego rozłożenia w czasie wydatków z tytułu prowizji pośrednika, uwzględniając okres, na jaki zawarto umowę ubezpieczenia, ale maksymalnie 5 lat; opłata likwidacyjna ma wynosić nie 100%, ale 4%; wycofać się z umowy można przed upływem 60 dni.

Zmiany w prawie ubezpieczeniowym mają służyć konsumentowi, a zwłaszcza zmniejszeniu potencjalnych negatywnych konsekwencji asymetrii informacji konsumenta względem ubezpieczyciela. Nowa ustawa uwzględniła przepisy UE dyrektywy 2009/138/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 25 listopada 2009 roku w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej – Solvency II (Wypłacalność II)⁵⁸, która ma służyć poprawie wymogów wypłacalności, adekwatności kapitałowej do przejmowanego ryzyka i koncentracji uwagi ubezpieczycieli na strategicznym zarządzaniu kapitałem, co otworzy nowe możliwości dla ubezpieczeń na życie z UFK.

Działając w interesie klientów, i aby ograniczyć praktyki missellingu, a także w szeroko pojętym interesie sektora ubezpieczeniowego i bankowego, 22 marca 2016 roku KNF wydał rekomendacje dla zakładów ubezpieczeń dotyczące adekwatności produktu oraz systemu zarządzania nim. Zgodnie z rekomendacją ubezpieczyciel powinien badać poziom dopasowania inwestycyjnego produktu ubezpieczeniowego do potrzeb konsumenta. Często klienci nie są świadomi ryzyka związanego z nabywanym produktem inwestycyjnym, dlatego zakłady ubezpieczeń zostały zobligowane do przygotowywania karty produkt, w której zawarte informacje powinny wskazywać zarówno istotę specyfikę, jak i ryzyko związane z danym produktem ubezpieczeniowym. Chodzi także o badanie

z grudnia 2012 roku pt. *Ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym*, w którym wskazano na nieuczciwe praktyki ubezpieczycieli oraz pośredników finansowych.

⁵⁷ DzU 2015, poz. 1844.

⁵⁸ DzUrz UE L 335 z 17.12.2009.

dopasowania inwestycyjnego produktu ubezpieczeniowego do potrzeb klienta, natomiast klient będzie musiał podpisać oświadczenie, że jest świadomy ryzyka.

17 kwietnia 2016 roku weszła w życie nowelizacja ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów. Ustawa ta wzmacnia rolę Prezesa UOKiK a także zmienia model kontroli postanowień wzorców umów. Prezes UOKiK może zakazać dalszego wykorzystywania wzorca umowy, jeżeli uzna jej niedozwolony charakter.

Wydaje się, że kierunek zmian w sposobie podejścia zakładów ubezpieczeń i banków inicjowany zarówno przez obie branżowe izby ZBP i PIU, jak i przez KNF oraz UOKiK, świadczy o pozytywnej ewolucji sposobu podejścia pośredników finansowych do ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych.

Obecny obraz rynku ubezpieczeń na życie z UFK przedstawia z jednej strony grupę klientów poszukujących alternatyw dla niskooprocentowanych lokat bankowych i nabywających opisane produkty ubezpieczeniowe, a z drugiej – grupę klientów protestujących, składających skargi i pozwy sądowe. Może to świadczyć o:

- relatywnym niedorozwoju rynku finansowego,
- niskim poziomie edukacji i świadomości ekonomicznej znacznej części klientów,
- asymetrii informacji między pośrednikami finansowymi i klientami,
- asymetrii „siły rynkowej” między pośrednikami finansowymi a środowiskami klientów,
- znacznym opóźnieniu uregulowań KNF, wprowadzanych *ex post*, mimo że problem ten występował wcześniej w innych krajach,
- słabości i przewlekłych działań *ex post* UOKiK,
- słabości organizacji konsumenckich.

Wobec powyższego nawet poprawne merytorycznie reakcje i raporty dotychczasowego Rzecznika Ubezpieczonych a także kierunkowo poprawne zalecenia obu izb gospodarczych (PIU i ZBP) bez systemowego wsparcia innych instytucji i regulacji w odpowiednim czasie nie były w stanie zapobiec pewnej deformacji relacji klient – pośrednik finansowy, w zakresie oferowania i sprzedaży produktów ubezpieczeniowych z UFK. Konsekwencją jest częściowo słuszny zarzut *missellingu* i relatywnie wysoki poziom nieufności części klientów do bardziej skomplikowanych produktów finansowych. Tym niemniej doświadczenia innych krajów wskazują, że ubezpieczenie na życie z UFK jest dobrym produktem, ale wyłącznie dla klientów co najmniej średniozamożnych i świadomych ryzyka. Jest to bowiem produkt, który powinien być komponentem portfela oszczędności, inwestycji i ubezpieczeń gospodarstwa domowego.

Wymaga jednak odpowiedniej wiedzy ze strony klientów, a także powstrzymania się pośredników finansowych od nierzetelnego wykorzystywania asymetrii informacji i pozycji rynkowej. Konieczne jest stworzenie w Polsce odpowiedniego otoczenia systemowego, odpowiedniego monitoringu rynku, eliminacji klauzul abuzywnych i skutecznego nadzoru ze strony KNF oraz prewencyjnych działań UOKiK.

Bibliografia

1. Bagińska E., *Ustawa o prawach konsumenta z 30 maja 2014 r. – geneza, znaczenie i zakres zastosowania w sektorze usług ubezpieczeniowych*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2015, nr 2.
2. Daszewski A., *Propozycje legislacyjne odpowiedzią na problemy konsumentów z ubezpieczeniami inwestycyjnymi*, „Monitor Ubezpieczeniowy” 2015, nr 60, marzec.
3. Kowalski M., *Produkty ubezpieczeniowe z UFK – ich rola, znaczenie i wartość dla klienta – doświadczenia rynków światowych*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2015, nr 3 (numer specjalny).
4. Romanowski M., *Umowa ubezpieczenia na życie z funduszem kapitałowym w świetle przepisów kodeksu cywilnego i projektowanych w tym zakresie zmian*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2013, nr 3 (numer specjalny).
5. Staszek A., *Rodzaje oferty inwestycyjnej towarzystw ubezpieczeń na życie*, „Zarządzanie i Finanse, Journal of Management and Finance” 2013, nr 2, cz. 5.
6. Szczepańska M., *Prawo do odstąpienia od umowy ubezpieczenia z elementem inwestycyjnym w założeniach do projektu ustawy o działalności ubezpieczeniowej*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2015, nr 1.
7. Szczepańska M., *Produkty strukturyzowane w formie umowy ubezpieczenia*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2013, nr 2.
8. Szczepańska M., *Ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowych funduszem kapitałowym*, LEX Wolters Kluwer Bussines, Warszawa 2011.
9. Wawszczak P., *Opłaty likwidacyjne w umowach ubezpieczenia na życie powiązanych z UFK w świetle orzecznictwa SOKIK – część pierwsza*, „Monitor Ubezpieczeniowy” 2014, nr 57.
10. Wierzbicka E., *Dylematy rozwoju bancassurance*, w: *Stabilność systemu finansowego – instytucje, instrumenty, uwarunkowania*, red. A. Alińska, B. Pietrzak, CeDeWu.pl, Warszawa 2012.
11. Wierzbicka E., *Ochrona klienta ubezpieczeń w Polsce*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2015, nr 2, kwiecień – czerwiec 2015.

12. Wierzbicka E., *Oslabienie koniunktury stymuluje zmiany w rynku ubezpieczeń na życie*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2003, nr 5–6.
13. Wierzbicka E., *Polisy strukturyzowane jako forma oszczędzania*, „Studia Ubezpieczeniowe” *Społeczno-gospodarcze aspekty funkcjonowania rynku ubezpieczeniowego*, red. J. Lisowski, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu” 2011, nr 181.
14. Wiśniewski M., *Wartość wykupu polis życiowych z ubezpieczeniowym Funduszem Kapitałowym*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2012, nr 2.

Artykuły i dokumenty prawne

1. Mokrogulski M., Sepiak R., *Produkty struktury zwane w Polsce w latach 2000–2010*, KNF, Warszawa, grudzień 2010.
2. Pawłowska D., *Jak wycofać się bez strat z poliso lokaty*, „Dziennik Gazeta Prawna”, 27–29 czerwca 2014, s. IV
3. Makowiecki A., *Ubezpieczenia na życie odwrocie*, „Gazeta Ubezpieczeniowa”, nr 13, 13 marca–6 kwietnia 2015.
4. *Polisolokaty*, „Parkiet”, 27 lipca 2015.
5. *Polski rynek ubezpieczeniowy 2004–2008*, GUS, Warszawa 2009.
6. Raport NIK pt. *Funkcjonowanie systemu ochrony praw klientów podmiotów rynku finansowego*, 8.04.2014, <http://www.nik.gov.pl/aktualnosci/nik-o-ochronie-klientow-rynku-finansowego.html> (5.09. 2015).
7. *Raport o stanie sektora ubezpieczeń po IV kwartale 2014r.*, Urząd KNF, Warszawa 17 kwietnia 2015.
8. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE), nr 1286/2014 z dnia 26 listopada 2014 roku w sprawie dokumentów zawierających kluczowe informacje, dotyczących detalicznych produktów zbiorowego inwestowania i ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych (PRIIP).

Źródła internetowe

1. *Gdzie Polacy trzymają oszczędności – AXA Polska SA*, axa.pl/centrum.../aktualnosci/gdzie-polacy-trzymaja-oszczednosci-280/ (16.08.2015).
2. Klasyfikacja funduszy według Izby Zarządzających Funduszami i Aktywami, http://www.izfa.pl/files_user/pdf/Klasyfikacja.pdf (18.08 2015).
3. KNF, *Rekomendacja M obejmuje polisolokaty*, www.rz.u.gov.pl/KNF-rekomendacja-mobejmuje-polisolokaty (5.09.2015).
4. Mszyca B., *Struktury w formie polis na tle rynku*, www.rp.pl (19.08.2015).
5. Raport Rzecznika Ubezpieczonych, *Ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym*, Warszawa, 7 grudnia 2012, www.rzu.gov.pl/.../Raport_Rzecznika_Ubezpieczonych_Ubezpieczeni (19.08.2015).

6. *Rekomendacja dobrych praktyk informacyjnych dotyczących ubezpieczeń na życie z funduszami kapitałowymi*, 14 kwietnia 2014, https://www.piu.org.pl/public/upload/.../REKOMENDACJA_UFK.pdf (26.08.2015).
7. *Rekomendacja U*, KNF, czerwiec 2014, https://www.knf.gov.pl/.../Rekomendacja_U_tcm75-3 (26.08.2015).
8. www.sejm.gov.pl/sejm7.nsf/InterpelacjaTresc.xsp? (9.09.2015).
9. *Wyniki produktów strukturyzowanych w formie umowy ubezpieczenia*, www.rp.pl/.../1199090-Wyniki-produktow-struktury (26.09.2015).
10. Żelazek K., *Więcej niż na lokacie bankowej zarobią nieliczni*, <http://www.ekonomia.rp.pl/artykul/1199090.html?print=tak&p=0> (20.09.2015).

ZAKOŃCZENIE

Zagadnienia, które zostały poddane analizie w niniejszej książce, są nie tylko aktualne i złożone, ale przede wszystkim trudne do jednoznacznej oceny. Świadczy o tym mnogość poglądów i opinii w badanych obszarach. Nie zwalnia to jednak naukowców od poszukiwania optymalnych rozwiązań i wyjaśnień sygnalizowanych problemów.

Nie można zatem pozostawić bez sprawdzenia tezy mówiącej o negatywnym wpływie opodatkowania transakcji instrumentami pochodnymi na rynek derywatów w tych państwach, w którym taki podatek zostanie wprowadzony. Kwestia ta, podobnie jak stwierdzenie o znaczących wpływach do budżetów z nowego podatku, wymaga dogłębnego zbadania po wejściu w życie proponowanych rozwiązań. Oprócz tego na podstawie obecnej wiedzy można przewidywać, że po wprowadzeniu takiego podatku radykalnie zmniejszy się skala krótkoterminowej spekulacji instrumentami pochodnymi, a także znacząco spadnie obrót derywatami na giełdach w państwach z nowym obciążeniem fiskalnym. Ponadto pozagiełdowy handel instrumentami pochodnymi przeniesiony zostanie do tych centrów finansowych, w których taki podatek nie będzie obowiązywał (a jest prawie pewne, że takie centra będą). Polski rynek instrumentów pochodnych, mimo że wciąż jeszcze słabo rozwinięty, również może odczuć negatywne konsekwencje wprowadzenia takiego podatku. Dodatkowo wciąż otwartym pozostaje pytanie czy ogólny podatek od transakcji finansowych zostanie wprowadzony w państwach (w ilu ostatecznie? 11?) Unii Europejskiej i kiedy to wreszcie nastąpi (2017 czy później?). Coraz mniejszym znakiem zapytania wydaje się też być moment wprowadzenia podatku bankowego (lub jakiejś innej wersji podatku od transakcji finansowych) w Polsce.

Podobnie problem rzetelnej i aktualnej oceny kondycji banków powinien być w kręgu zainteresowania wielu podmiotów (w tym instytucji nadzorczych, władz państwowych czy klientów banków). Niedopuszczalne bowiem jest prezentowanie oceny banków bazując na danych historycznych lub uprzedzanie banków o zbliżającej się ich ocenie. Co więcej, możliwości i narzędzia oceny

kondycji banków są dla większości klientów poza ich zasięgiem, stąd muszą oni polegać na ocenach szeroko prezentowanych w mediach. Nie można doprowadzić ponownie do sytuacji z ostatniego kryzysu, kiedy banki i wielkie holdingi finansowe, były praktycznie niekontrolowane, a ich realny wpływ na światową gospodarkę był często większy niż wielu państw na świecie.

Analogicznie postępujący proces globalizacji w coraz silniejszym stopniu wpływa na konieczność poszerzenia palety różnorodności podejść do zjawiska niepewności i ryzyka. Wymaga on także wyraźnej zmiany postaw decydentów, zdolności ich adaptacji do funkcjonowania w zmieniających się warunkach, a przede wszystkim zwiększenia szybkości i elastyczności reakcji na pojawiające się problemy (których z pewnością będzie coraz więcej).

Tak samo wyzwaniem dla wielu przedsiębiorstw jest prawidłowe podejście do kwestii zarządzania płynnością, której zbyt często nie poświęca się należytej uwagi. A już zdecydowanym błędem jest oddzielanie zarządzania ryzykiem płynności od tego procesu, gdy to powinien być przecież elementarz dla każdego menedżera. Uzyskiwanie jak najwcześniejszych informacji na temat zagrożeń w płynności firmy pozwala bowiem podejmować korygujące i wyprzedzające działania w tym zakresie. Niska płynność firmy, której niewątpliwym przejawem jest spadający poziom gotówki, może również niekorzystnie wpływać na ocenę spółki przez jej aktualnych i potencjalnych akcjonariuszy. To z kolei bezpośrednio może przerodzić się w utratę wartości całej firmy, a wtedy będą już konieczne dużo poważniejsze decyzje i działania restrukturyzacyjne.

Natomiast w przypadku wejścia w życie takich regulacji jak MIFID II, Solvency II czy Rekomendacji U oraz nowej ustawy o działalności ubezpieczeniowej i reasekuracyjnej należy mieć nadzieję, że faktycznie wpłyną one na wzrost ochrony klientów-nabywców ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych, a także na istotne ograniczenie praktyk missellingu. W przyszłości stworzy to także podstawy do zwiększenia roli ubezpieczeń na życie z funduszem kapitałowym w alokacji długookresowych oszczędności gospodarstw domowych w Polsce.

Kończąc powyższe rozważania można postawić trzykropek i ponownie przywołać A. Smitha, którego cytowane słowa chyba jeszcze nigdy nie były tak pasujące do rzeczywistości:

Mając na celu swój własny interes, człowiek często popiera interesy społeczeństwa skuteczniej niż wtedy, gdy zamierza służyć im rzeczywiście.

A. Smith