

JANUSZ KUDŁA

NOWE INSTRUMENTY FINANSOWE A PRZEJRZYŚĆ INFORMACJI RYNKOWEJ

WSTĘP

Za jedną z podstawowych przyczyn światowego kryzysu finansowego w 2007 roku uważa się udzielanie kredytów podmiotom nieposiadającym zdolności kredytowej i sprzedaż papierów wartościowych powstałych na podstawie tychże wierzytelności inwestorom nieświadomym prawdziwego poziomu ryzyka (zjawisko to w Stanach Zjednoczonych znane jest jako kryzys *subprime*¹). Efektem prowadzonej przez banki polityki był z jednej strony szybki przyrost akcji kredytowej, z drugiej zaś przerzucenie znacznego ryzyka niewypłacalności na nabywców papierów wartościowych zabezpieczonych wierzytelnościami o wątpliwej jakości. Skala tego ryzyka nie została właściwie oszacowana nie tylko przez inwestorów nieinstytucjonalnych, ale także przez wiele instytucji finansowych. W konsekwencji spowodowało to zarówno upadłość części tych ostatnich, jak i konieczność zaangażowania znaczącej pomocy państwowej w ratowanie sektora finansowego.

W przypadku Polski kryzys *subprime* nie okazał się bardzo istotny z uwagi na niską wartość sekurytyzowanych wierzytelności krajowych i małe zaangażowanie polskich banków w zagraniczne inwestycje zabezpieczone wierzytelnościami, co uchroniło podmioty sektora finansowego przed poniesieniem znacznych strat finansowych. Niemniej jednak powstaje pytanie, czy inne nowoczesne instrumenty finansowe, których znaczący rozwój obserwujemy na naszym rynku finansowym, nie zawierają w sobie podobnego ryzyka systemowego, które nie jest prawidłowo postrzegane przez inwestorów, a nawet być może jest świadomie ukrywane przez instytucje finansowe? Wydaje się, że w szczególności może to dotyczyć takich grup produktów finansowych, jak: instrumenty strukturyzowane, leasing (w tym zwłaszcza tzw. leasing konsumpcyjny), sekurytyzacja z wykorzystaniem funduszy

¹ M. Thlon, *Spirala kryzysu kredytów subprime – upadek American Dream (cz. 4)*, „Rzeczpospolita”, 23.10.2008.

sekurytyzacyjnych oraz egzotycznych instrumentów pochodnych zabezpieczających przed ryzykiem walutowym.

Celem artykułu jest wskazanie takiego ukrytego ryzyka oraz identyfikacja jego przyczyn, ze wskazaniem przede wszystkim na asymetrię informacji i sprzeczności interesów inwestorów i instytucji finansowych. Te ostatnie są bowiem skłonne pozbywać się ponoszonego ryzyka lub oferować nowe instrumenty finansowe, których opłacalność dla nabywców jest niewielka, jeżeli inwestorzy podejmują decyzję bez prawidłowej wiedzy o ponoszonym ryzyku i zasadach działania instrumentów finansowych. Niestety, istniejąca asymetria informacyjna powoduje, że inwestorzy zazwyczaj nie są w stanie prawidłowo ocenić oczekiwanych korzyści lub nie są w stanie ocenić ryzyka, jakie niesie ze sobą dana decyzja finansowa. Problem ten pogłębia istniejącą barierę informacyjną związaną ze sposobami informowania inwestorów o ryzyku oraz odmienne postrzeganie ryzyka pomiędzy inwestorami a oferującymi nowoczesne instrumenty finansowe (nazywanymi dalej sprzedającymi). Występowanie wspomnianych zjawisk prowadzi do nieefektywności ekonomicznej, polegającej na wzroście kosztów transakcyjnych w gospodarce zamiast ich spadku (oferowane są formy inwestycji zbędne lub szkodliwe z punktu widzenia inwestorów, lecz generujące krótkoterminowe zyski dla instytucji finansowych), błędnej alokacji oszczędności oraz wzrostu ryzyka systemowego.

Niniejszy artykuł skonstruowany został następująco: w pierwszej kolejności opisane zostały przyczyny zastosowania i konstrukcja nowych instrumentów finansowych. Następnie wskazano na ryzyko i problem asymetrii informacji, jaka występuje między inwestorami i instytucjami oferującymi nowe produkty. Wskazane zostały też niektóre problemy w informowaniu inwestorów oraz możliwe przyczyny błędnego postrzegania ryzyka i opłacalności korzystania z nowoczesnych instrumentów finansowych. Na końcu wskazano pożądane kierunki regulacji rynku finansowego, które mogłyby ograniczyć negatywne skutki zwiększonego ryzyka, które nie jest właściwie rozpoznawalne przez inwestorów, a w konsekwencji niedostatecznie wynagradzane przez oferujących nowoczesne instrumenty finansowe.

NOWOCZESNE INSTRUMENTY FINANSOWE I PRZYCZYNY ICH POWSTANIA

Tradycyjnie instrumenty finansowe mają za zadanie umożliwienie finansowania krótko- lub długoterminowych potrzeb finansowych ich emitentów (twórców, sprzedawców) oraz lokowania oszczędności przez podmioty posiadające przejściowe nadwyżki finansowe. Dodatkowo wiele kategorii instrumentów finansowych

wych, takich jak np. bony skarbowe, weksle, akredytywy, może także służyć do celów rozliczeniowych. Nowe instrumenty finansowe różnią się od tradycyjnych przede wszystkim pojawieniem się dodatkowych zastosowań, takich jak: przeniesienie ryzyka, unikanie opodatkowania oraz ominięcie restrykcyjnych regulacji prawnych. Oczywiście, także w tradycyjnych znanych od dziesięcioleci instrumentach finansowych takie motywy ich użycia występowały i występują, ale zazwyczaj nie są dominujące, a tym bardziej wyłączone. Doskonałą ilustracją tej tezy jest rozpowszechnienie się opcji finansowych jako formy zabezpieczenia przed ryzykiem rynkowym (ryzykiem zmiany parametrów cenowych) w miejsce tradycyjnego ubezpieczenia.

Wspólną cechą nowych zastosowań, a tym samym także konstrukcji nowych instrumentów, jest ich związek z wyższym ryzykiem ponoszonym przez inwestorów nabywających nowoczesne produkty finansowe. Nowe produkty zazwyczaj są skomplikowane w swej konstrukcji oraz dają potencjalnie wyższe dochody podmiotom je nabywającym lub niższe koszty, tak by były chętniej wybierane przez inwestorów niż instrumenty tradycyjne. Niestety, wymaga to także zwiększenia poziomu ryzyka. Na rynku finansowym obowiązuje bowiem zasada, że wyższej rentowności towarzyszy wyższy poziom ryzyka. Gdyby tak nie było, to inwestorzy zawsze preferowaliby² inwestycje o wyższej rentowności, co powodowałoby zanik popytu na inwestycje mniej rentowne. W tym miejscu pojawiają się dwa zagadnienia. Czy instytucje oferujące (dalej zwane emitentami) dobrze kalkulują poziom ryzyka oraz czy inwestorzy są wystarczająco świadomi skali tego ryzyka, podejmując decyzję o inwestowaniu. Istnieją przesłanki, by w przypadku wielu nowoczesnych produktów finansowych wątpić w spełnienie obydwu tych warunków, co może skutkować narażaniem nabywających na straty i podejmowaniem nieoptymalnych decyzji.

Wśród czynników sprzyjających tworzeniu nowych instrumentów finansowych można wymienić: dezintermediację rynków finansowych, rozwój technik komputerowych i możliwość szybkiego przekazywania danych oraz globalizację usług finansowych wraz z internacjonalizacją pośrednictwa finansowego³. W konsekwencji ryzyko transakcji z konkretnych podmiotów (banki, firmy inwestycyjne itp.) zostało przeniesione na bezimienną rzeszę inwestorów, których znajomość charakterystyki ryzyka nabywanych produktów jest zróżnicowana i z reguły gorsza niż dawniej. Niestety, nawet inwestorzy instytucjonalni wobec skomplikowania proponowanych konstrukcji finansowych nie zawsze dobrze oceniają faktyczne ryzyko, o czym świadczą problemy banków inwestycyjnych, jakie pojawiły się po wybuchu kryzysu finansowego w 2007 roku. W tej sytuacji dużego znaczenia

² Oczywiście przy założeniu, że rentowność to jedyny cel dokonywania lokat, gdyż dla inwestora istotne mogą być też inne czynniki, np. płynność inwestycji.

³ I. Kidacka, *Finanse zintegrowane*, Difin, Warszawa 2005.

nabiera zwiększenie roli instytucji nadzorujących rynek finansowy, i to nie tylko w interesie ratowania dużych podmiotów, lecz także, a może przede wszystkim, drobnych inwestorów nieinstytucjonalnych.

Istnieje wiele nowoczesnych grup instrumentów finansowych, jednakże tylko część ma lub w niedalekiej przyszłości będzie mieć istotne znaczenie dla rynku polskiego. Dlatego, z uwagi na ograniczoną objętość artykułu, skupię się na czterech grupach nowoczesnych instrumentów finansowych⁴. Pierwsza grupa to tzw. instrumenty strukturyzowane, będące formą hybrydowych instrumentów finansowych, łączących w sobie cechy instrumentu dłużnego i inwestycji w opcje. Emitowane są one przez instytucje finansowe, umożliwiając uzyskanie wypłaty zależnej od kształtowania się określonego wskaźnika rynkowego, takiego jak: kursy akcji, kursy walut czy indeksy giełdowe. Emitent instrumentu (wystawca) wypłaca nabywcy określoną kwotę według ustalonej z góry formuły. Zazwyczaj jedną część stanowi płatność z instrumentu wierzyielskiego, drugą zaś płatność z instrumentu terminowego, którym zazwyczaj jest jedna lub kilka opcji. Instrumenty strukturyzowane mają postać papieru wartościowego lub lokaty bankowej, a niekiedy także tytułów uczestnictwa w instytucjach zbiorowego inwestowania, takich jak fundusze inwestycyjne. Podstawowe rodzaje instrumentów strukturyzowanych to: lokaty, obligacje, certyfikaty, warranty opcyjne oraz polisy ubezpieczeniowe. Instrumenty strukturyzowane mogą zapewniać ochronę wniesionego kapitału lub być tej ochrony pozbawione. W tym ostatnim przypadku inwestor podejmuje wyższe ryzyko, gdyż część wniesionego kapitału inwestowana w zakup instrumentów terminowych jest większa niż wartość odsetek od części dłużnej instrumentu. W efekcie, w sytuacji korzystnego kształtowania się cen inwestor otrzymuje wyższy zwrot niż z instrumentów z ochroną kapitału, ale przy niekorzystnym kształtowaniu się cen aktywów bazowych nie odzyskuje całego wniesionego kapitału, ponosząc stratę finansową.

Instrumenty strukturyzowane można podzielić na: strukturyzowane instrumenty wzrostowe (*growth products*) i strukturyzowane instrumenty dochodowe (*income products*)⁵. Pierwsze umożliwią partycypację we wzroście wartości inwestycji, ale przy ograniczeniu możliwości uzyskiwania odsetek. Drugie zakładają uzyskiwanie odsetek, których wielkość jest określona przez formułę inwestycyjną i rośnie w sytuacji korzystnego kształtowania się wartości aktywów, do których odnosi się konstrukcja instrumentu strukturyzowanego. Typowymi instrumentami pierwszej grupy są **certyfikaty strukturyzowane *open-end***, które pozwalają na

⁴ Szerzej instrumenty te zostały opisane w: J. Kudła, *Instrumenty finansowe i ich zastosowania*, Keytext, Warszawa 2009.

⁵ J. Marszałek, *Komercjalizacja finansowych produktów strukturyzowanych*, [w:] D. Zarzecki (red.), *Czas na pieniądź: Zarządzanie ryzykiem i kreowanie wartości*, t. 1, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2007, s. 443–452.

partycypację we wzroście np. jakiegoś indeksu, ale nie zawierają terminu wykupu i nie płacą odsetek. Ich wykup zapewnia instytucja finansowa, która pozyskuje w ten sposób tanie środki finansowe. Przykładem instrumentów drugiej grupy są obligacje strukturyzowane dostępne na GPW. W tym artykule rozważana będzie pierwsza grupa instrumentów strukturyzowanych.

Nieco podobną grupę instrumentów, ze względu na wykorzystanie konstrukcji opcji, stanowią **nietypowe instrumenty zabezpieczające przed ryzykiem walutowym**, wśród których najgorszą sławę uzyskały **opcje cylindryczne** (zwane też strategiami zerokosztowymi), w których w zamian za zabezpieczenie przed wzrostem (lub spadkiem) kursu walutowego zabezpieczający bierze na siebie ryzyko spadku kursu walutowego, nie ponosząc przy tym dodatkowych kosztów zabezpieczenia, oraz **opcje barierowe**, tzn. instrumenty, w których osiągnięcie pewnego pułapu przez kurs walutowy powoduje powstanie dodatkowych konsekwencji finansowych dla nabywcy (bariery aktywujące) lub utratę ochrony przed ryzykiem (bariery wygasające). Wspólną cechą tych instrumentów jest narażanie nabywcy zabezpieczenia na ryzyko niekorzystnej zmiany kursu walutowego oraz niższy niż w przypadku tradycyjnych instrumentów koszt ustanowienia zabezpieczenia.

Trzecia grupa omawianych instrumentów to **certyfikaty inwestycyjne funduszy sekurytyzacyjnych**, zajmujących się nabywaniem wierzytelności za środki pozyskane od nabywców certyfikatów. Pozostałe lokaty funduszu sekurytyzacyjnego to: dłużne papiery wartościowe, jednostki otwartych funduszy inwestycyjnych, depozyty bankowe, instrumenty rynku pieniężnego oraz prawa pochodne, które mogą być stosowane wyłącznie w celu zabezpieczenia pozycji inwestycyjnej. Fundusze sekurytyzacyjne mogą występować w dwóch odmianach: jako standaryzowane fundusze sekurytyzacyjne lub niestandaryzowane fundusze sekurytyzacyjne. Te pierwsze inwestują w wierzytelności jednego rodzaju i dzielą się na subfundusze zróżnicowane pod względem dochodów i udziału w posiadanych aktywach. W funduszach niestandaryzowanych nie ma subfunduszy, a inwestycje dotyczą wierzytelności, papierów wartościowych opartych na wierzytelnościach oraz praw do świadczeń z wierzytelności. W certyfikaty funduszu niestandaryzowanego nie mogą inwestować osoby fizyczne, chyba że cena emisyjna jednego certyfikatu przekracza 40 000 euro, co wskazuje, że inwestor jest świadomy ryzyka inwestycji lub stać go na dokonanie takiej oceny samodzielnie i nie wymaga szczególnej ochrony ze strony nadzoru finansowego.

Ostatni rodzaj instrumentu to **leasing konsumpcyjny**, czyli metoda finansowania inwestycji pozwalająca na okresowe korzystanie z dobra za opłatą, która pokrywa nie tylko koszty korzystania z rzeczy, ale i część jej wartości. Leasing ten nie zapewnia automatycznego uzyskania własności przedmiotu leasingu po zapłacie ostatniej raty, co stanowi pewną niedogodność z punktu widzenia konsumentów. Podstawową korzyścią takiego finansowania jest możliwość zakupu

danego towaru na raty na warunkach korzystniejszych niż w przypadku zakupu na kredyt. Leasing ten jest o tyle nietypowy, że w jego przypadku nie ma możliwości dokonania amortyzacji, tak jak przy zwykłym leasingu, a zatem nie stanowi on formy zachęty do inwestycji. Leasing konsumpcyjny stanowi czysty ekwiwalent kredytu o obniżonych wymogach w zakresie oceny ryzyka kredytowego, gdyż firmy leasingowe nie są tak jak banki zobowiązane do przestrzegania zasady zdolności kredytowej ani pokrycia ryzyka odpowiednio wysokim kapitałem własnym.

ASYMETRIA INFORMACJI I RYZYKO

Wszystkie scharakteryzowane pokrótce instrumenty finansowe mogły powstać dzięki asymetrii informacji, tzn. występowaniu odmiennej informacji u różnych uczestników rynku. Zazwyczaj asymetria informacji przedstawiana jest jako czynnik utrudniający zawarcie kontraktów na rynku. Klasycznym tego przykładem jest opisany przez G. Akerlofa⁶ *market for Lemons* – rynek na towary używane o nieznannej jakości. Zgodnie z pierwotnym przykładem, jeśli na jakimś rynku występuje towar dobry i zły (w oryginale dobre i złe samochody), a nabywcy nie są w stanie łatwo rozróżnić jakości tego towaru, to proponowane przez nabywców ceny nie będą akceptowane przez sprzedających towar dobrej jakości, natomiast bardzo chętnie będą aprobowane przez sprzedających towar złej jakości. Doprowadzi to ostatecznie do załamania równowagi na rynku, gdyż pozostanie na nim tylko towar złej jakości, którego kupujący nie będą chcieli nabywać po średnich cenach, jakie ustaliły się na rynku.

W przypadku omawianych tutaj instrumentów sytuacja jest podobna, gdyż nabywcy (tutaj inwestorzy) nie są w stanie odróżnić instrumentów finansowych „dobrych” od „złych”. Przez „zły” instrument należy rozumieć instrument, który nie wynagradza prawidłowo ryzyka, jakie w sobie zawiera. Dotyczy to zarówno leasingu konsumpcyjnego preferowanego w stosunku do zwykłego kredytu, ze względu na wielkość opłat i szybkość udostępnienia finansowania, jak i egzotycznych instrumentów zabezpieczających przed ryzykiem w stosunku do tradycyjnych instrumentów finansowych, takich jak: ubezpieczenia, kontrakty terminowe czy opcje. Niepoprawność wyceny przejawia się tutaj w niedoszacowaniu ryzyka bądź przez instytucję wystawiającą, bądź przez inwestorów. W przypadku certyfikatów funduszy sekurytyzacyjnych oraz instrumentów strukturyzowanych proponowane są wyższe zyski w porównaniu do zwykłych instrumentów lokacyjnych, ale kalkulacja ryzyka nie obejmuje sytuacji nadzwyczajnych, takich jak ma-

⁶ G. Akerlof, *The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, „Quarterly Journal of Economics” 1970, vol. 84, no. 3, s. 488–500.

sowa niewypłacalność dłużników w sytuacji obniżenia się wartości stosowanych zabezpieczeń.

Tak jak w klasycznym ujęciu asymetrii informacji można się spodziewać wypierania z rynku tradycyjnych instrumentów przez instrumenty nowoczesne, jeśli tylko sprawiają one wrażenie tańszych lub dających wyższe korzyści inwestorom, a jednocześnie zawierają w sobie trudne do oszacowania ryzyko. W dłuższym okresie proces ten powinien doprowadzić do rozwoju wyłącznie nowoczesnych instrumentów finansowych, wycenianych na niewłaściwym poziomie i szeregu niekorzystnych skutków makroekonomicznych, takich jak wzrost zagrożenia kolejnym kryzysem finansowym czy błędna alokacja oszczędności. Zgodnie z konkluzją tradycyjnego modelu asymetrii informacji, jeśli na rynku pozostają same „złe” instrumenty (wyceniające niepoprawnie ryzyko), to cena, której żądają sprzedający, jest zbyt wysoka w stosunku do ich wartości wewnętrznej, co niszczy równowagę rynkową i powoduje rezygnację z dokonywania inwestycji przez nabywców.

Sprzedający powinni płacić dużo więcej inwestorom (w przypadku instrumentów strukturyzowanych i certyfikatów funduszy sekurytyzacyjnych) lub podwyższyć koszty korzystania z leasingu oraz egzotycznych instrumentów walutowych, aby w pełni pokryć ryzyko, tymczasem wykazują skłonność do niepełnego rekompensowania ryzyka nabywcom instrumentów, jeżeli ci ostatni słabo rozpoznają zawarte w instrumentach ryzyko. Niepełna rekompensata ponoszonego ryzyka oznacza dodatkowe korzyści finansowe dla sprzedających, okupione jedynie niewielkim ryzykiem ewentualnego zniechęcenia inwestorów. W przypadku niektórych nowoczesnych instrumentów finansowych, na przykład pochodnych katastroficznych czy pochodnych kredytowych w pełni przejmujących ryzyko, sytuacja taka rzeczywiście ma miejsce, natomiast w przypadku innych, w tym będących przedmiotem rozważań w niniejszym artykule, procesy te są trudne do zaobserwowania, być może z powodu mniejszego ryzyka lub rozłożenia konsekwencji w czasie.

Z drugiej strony, asymetria informacji może sprzyjać powstawaniu nowych instrumentów, czego najlepszą ilustracją są instrumenty strukturyzowane oraz egzotyczne instrumenty walutowe. Nabywcy tych instrumentów zazwyczaj liczą, że uzyskają wyższy zwrot niż w przypadku zwykłej inwestycji, podczas gdy sprzedający kierują się przy wycenie regułami statystycznymi. Z jednej strony mamy więc inwestorów przekonanych, że określone trendy będą kontynuowane lub zmieniać się, a z drugiej – analizę zmienności parametrów, od których zależy profil wypłaty instrumentu strukturyzowanego. Oferenci zazwyczaj posiadają więc przewagę w zakresie dostępu do danych i analizy wysokości oczekiwanych wypłat, co wymusza podejmowanie decyzji na podstawie odmiennych sposobów analizy. W przypadku posiadania tej samej informacji metody analizy byłyby podobne i kontrakty najprawdopodobniej nie zostałyby zawarte, gdyż jedna ze stron po-

strzegąłaby swoją sytuację jako jednoznacznie niekorzystną. Asymetria informacji jest w tym przypadku czymś generalnie pozytywnym, albowiem pozwala zawierać transakcje chroniące przed ryzykiem czy dające tańsze finansowanie, pod warunkiem jednak, że prawidłowo odzwierciedla rzeczywiste korzyści obu stron umowy. Nie jest to natomiast cecha korzystna, jeśli jedna ze stron jest wadliwie przekonana o korzyściach lub wysokości ponoszonego ryzyka.

W przypadku certyfikatów funduszy sekurytyzacyjnych oraz leasingu konsumpcyjnego problem asymetrii informacji związany jest z ograniczoną wiedzą o ryzyku kredytowym wierzytelności posiadanych przez fundusz lub firmę leasingową. Asymetria informacji tworzy też mechanizm sprzyjający pozyskiwaniu bardziej ryzykownych wierzytelności przez wymienione instytucje przez tzw. negatywną selekcję lub pokusę nadużycia. Na przykład w Polsce podstawowym źródłem pozyskiwania wierzytelności do funduszy sekurytyzacyjnych są banki. Można zatem zastanowić się, jakie pod względem ryzyka wierzytelności będą podlegały sekurytyzacji. Jeśli bank (lub instytucja finansowa) sam wybiera wierzytelności do sekurytyzacji, to ma do wyboru wierzytelności przeciętnie lepsze niż średnia jakość jego aktywów, gorsze lub takie same. Skoro inwestorzy nie wiedzą, jaka jest jakość wierzytelności będących podstawą wyemitowanych papierów wartościowych, to zgodnie z przedstawionym rozumowaniem są skłonni zapłacić mniej, niż są one warte dla banku (odpowiednik średniej ceny złych i dobrych samochodów). Taka transakcja nie jest jednak opłacalna dla banku, gdyż zamienia on wówczas aktywa bardziej wartościowe (posiadane wierzytelności) na gotówkę o mniejszej wartości, czyli działa na szkodę swoich właścicieli (zmniejsza swoją wartość i zyski).

Sytuacja ta sprzyja więc tzw. negatywnej selekcji, polegającej na sekurytyzowaniu aktywów relatywnie gorszych przy zapewnianiu, że ciągle reprezentują one wysoką jakość lub przynajmniej nie odbiegają od średniej. Zwiększa to ryzyko ponoszone przez inwestorów (kupujących certyfikaty funduszy sekurytyzacyjnych lub ich odpowiedniki) bez odpowiedniego wynagrodzenia w postaci zapłacenia niższej ceny (lub uzyskania wyższych odsetek). Naturalnie, banki mogą „związać się regułami”, czyli przyjąć, że będą sekurytyzować wszystkie wierzytelności danego rodzaju, tak by nie było podejrzeń o wybieranie gorszych aktywów do sekurytyzacji. Niestety, rozwiązanie to również nie zapewnia wyeliminowania niekorzystnych skutków asymetrii informacji, gdyż powoduje wystąpienie pokusy nadużycia, polegającej na tworzeniu nowych wierzytelności bez dbałości o ich jakość. Banki np. mogą oferować karty kredytowe czy kredyty hipoteczne każdemu chętnemu, niezależnie od jego możliwości płatniczych, wiedząc, że ostatecznie ryzyko kredytowe poniosą nabywcy certyfikatów, a nie sam bank.

Podobne zagrożenie występuje w przypadku szerokiego rozpowszechnienia leasingu konsumpcyjnego udzielanego często osobom, które nie otrzymałyby kre-

dytów w bankach. Warto zauważyć, że w gospodarce występują podmioty udzielające pożyczek ze środków własnych lub pożyczonych według jednego z dwóch modeli: albo finansowanie jest relatywnie tanie, ale w zamian żąda się: dobrych zabezpieczeń, dokładnego badania zdolności kredytowej i posiadania odpowiednio wysokiego kapitału przez instytucję udzielającą finansowania (tak jak w bankach), albo finansowanie jest bardzo drogie i ograniczone kwotowo, ale za to bez wymagania szczególnych zabezpieczeń i badania zdolności kredytowej (tak jak w przypadku przedsiębiorstw pożyczkowych). Leasing konsumpcyjny natomiast znajduje się pomiędzy tymi dwoma skrajnościami, pozwala bowiem na uzyskanie relatywnie taniego finansowania o relatywnie wysokiej wartości przy ograniczonych wymogach dotyczących zdolności kredytowej, kapitału i zabezpieczeń. Dodatkowo firmy leasingowe często korzystają z kredytów bankowych pośrednio, przenosząc ryzyko prowadzonej działalności na sektor bankowy.

Oczywiście, nie można wykluczyć, że procedury ostrożnościowe oraz procedury badania zdolności podatkowej w bankach są zbyt restrykcyjne i kredytowanie powinno być bardziej dostępne, a zatem pożądanym jest szeroki rozwój niebankowych form finansowania, takich jak leasing konsumpcyjny. Możemy mieć w tym przypadku do czynienia z dwiema sytuacjami. W pierwszej normy ostrożnościowe nie są zbyt restrykcyjne, co oznacza, że banki prawidłowo oceniają zdolność kredytową, a firmy leasingowe nie doceniają ponoszonego ryzyka. Rozpowszechnienie leasingu grozi wówczas pogorszeniem portfela aktywów i upadłością firm leasingowych oraz stratami banków współfinansujących przedsiębiorstwa leasingowe. W drugiej sytuacji normy ostrożnościowe są zbyt restrykcyjne i podaż kredytów dla gospodarki jest niewystarczająca, a klienci rezygnują z usług banków na rzecz firm leasingowych, bez konsekwencji w postaci upadłości tych ostatnich. Oznacza to rozwój w gospodarce finansowania bez kontroli zdolności kredytowej i sprzyja pojawieniu się projektów, które nie zostałyby normalnie zaproponowane, gdyby musiały przejść zwykłą bankową procedurę badania zdolności kredytowej. Długookresowo obie sytuacje prowadzą do wzrostu ryzyka w gospodarce i nawrotu kryzysu finansowego, a różnią się jedynie perspektywą czasową.

ROZNICE W POSTRZEGANIU I INFORMOWANIU O RYZYKU

W nowoczesnych instrumentach finansowych, np. takich jak instrumenty strukturyzowane czy egzotyczne instrumenty walutowe, często wykorzystuje się opcje jako składnik mający zapewnić inwestorom dodatkowy ponadprzeciętny zysk. Takie przedstawienie sprawy jest jednak dosyć dziwne, biorąc pod uwagę, że opcja nie jest instrumentem inwestycyjnym tylko instrumentem zabezpieczenia

przed ryzykiem. Innymi słowy, jest instrumentem, na którym przeciętnie powinni zarabiać wystawcy a nie nabywcy.

Opcja w pewnym przybliżeniu pozwala na uzyskanie płatności, która jest nieokreślona w momencie zawarcia umowy w zamian za zapłaconą premię (cenę opcyjną), jeżeli zostaną spełnione określone warunki rynkowe. Przy prawidłowej wycenie opcji przeciętna wartość wypłaty dla inwestorów nie powinna być wyższa od zapłaconej premii, gdyż inaczej wystawiający opcję (średnio rzecz biorąc) traciłby pieniądze. Zakładając prawidłowość wyceny opcji przez jej wystawców, należy przyjąć, że średni zysk z inwestycji w opcję jest mniejszy niż zapłacona za nie premia (cena opcji)⁷. Oznacza to, że instrumenty zawierające opcje nie mogą być traktowane jako instrumenty inwestycyjne, przynajmniej jeśli chodzi o ich część opcyjną. Dotyczy to zarówno instrumentów strukturyzowanych, jak i egzotycznych instrumentów walutowych⁸. Skoro opcyjna część instrumentu przeciętnie nie daje dodatkowej korzyści inwestorom ponad poniesione koszty zakupu, to w instrumentach strukturyzowanych o atrakcyjności instrumentu będzie decydować część dłużna. Ta ostatnia zazwyczaj jednak jest pozbawiona oprocentowania lub jest oprocentowana niżej niż w instrumentach tradycyjnych, co podważa sens nabywania instrumentu strukturyzowanego, jeżeli przeciętnie daje on mniej niż zwykła lokata terminowa. Tymczasem instrumenty te są reklamowane jako atrakcyjniejsza dla inwestorów forma inwestycji, pozwalająca na uzyskiwanie potencjalnie nieograniczonych zysków (tj. zależnych jedynie od zmiany wartości cen jakichś aktywów na rynku)⁹.

Analiza produktów strukturyzowanych wskazuje, że są one tańsze od zwykłych lokat dla instytucji finansowych (sprzedawców) z uwagi na: brak lub niskie oprocentowanie pozyskanej kwoty, wykorzystanie opcji egzotycznych, których prawdopodobieństwo realizacji jest niższe niż opcji zwykłych, a zatem takich, w których płacona premia jest niska (co oznacza też mniejszą wysokość ewentualnego zysku), oraz dywersyfikowanie inwestycji, tak by jej wartość zmieniała się w niewielkim stopniu w okresie trwania inwestycji¹⁰. Wszystkie te cechy

⁷ Nie wyklucza to stosowania opcji jako zabezpieczenia, podobnie np. jak korzystania z ubezpieczeń. Ubezpieczający się płaci składkę, której wartość średnio przekracza przeciętną wartość wypłaty, jaką otrzymuje. Korzyść ubezpieczającego polega na pozbyciu się ryzyka, co zachęca osoby mające awersję do ryzyka.

⁸ Na przykład często stosowana **opcyjna strategia zerokosztowa**, tzn. niepociągająca za sobą konieczności zapłaty premii opcyjnej, zakłada wykorzystanie tzw. **opcji cylindrycznej**, będącej złożeniem dwóch opcji zwykłych. W jej przypadku ochrona przed zmianą ceny w jakimś kierunku jest dokładnie pokryta przez ryzyko zmiany ceny w kierunku przeciwnym.

⁹ Dokładną analizę wyceny tego typu instrumentów strukturyzowanych zawiera artykuł J. Kudły, *Instrumenty strukturyzowane a asymetria informacji*, [w:] D. Zarzecki (red.), *Finanse, rynki finansowe, ubezpieczenia*, nr 17, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2009, s. 533–544.

¹⁰ Co ciekawe, instrumenty te mimo całego swojego skomplikowania często proponują bardzo proste strategie inwestycyjne, np. certyfikat strukturyzowany Raiffeisen Banku *Soft Commo-*

potwierdzają, że wbrew zapewnieniom podstawowym celem dla sprzedających jest ograniczenie kosztów opcji, a nie maksymalizacja korzyści nabywców, co ma istotne znaczenie w sytuacji niskiej atrakcyjności lokacyjnej dłuższej części takich instrumentów.

Egzotyczne instrumenty walutowe nie limitują wysokości strat do wysokości zapłaconej premii (ceny opcji), tylko przerzucają część ryzyka na nabywcę instrumentu (np. jeśli ponosi on ryzyko dużej zmiany kursu walutowego, ale jest chroniony przed niewielką jego zmianą) albo nakładają inne ryzyko (np. chroniąc przed wzrostem kursu walutowego, wymagają poniesienia ryzyka jego spadku). Tym samym instrumenty te chronią gorzej przed ryzykiem w porównaniu z instrumentami tradycyjnymi, ale są tańsze dla nabywców i pozwalają niekiedy zarobić instytucji oferującej.

Jednym z możliwych argumentów podważających przedstawione rozumowanie jest możliwość dokonywania błędnej wyceny opcji (niedoszacowującej ryzyka ponoszonego przez sprzedawcę) przez sprzedawców nowoczesnych instrumentów finansowych. Należy jednak zauważyć, że o ile ma to znaczenie w ujęciu statycznym (jednorazowym), o tyle w ujęciu dynamicznym (wielorazowych transakcji) sprzedawcy, mając przewagę informacyjną, mogą wielokrotnie korygować dokonaną wycenę w przyszłości w przeciwieństwie do nabywców. Sprzedawcy oferują bowiem produkty finansowe w sposób ciągły, podczas gdy inwestorzy zwykle korzystają z nich okazjnie, co utrudnia proces „uczenia się na błędach”. Dodatkowo cena produktu jest proponowana przez sprzedawców, stąd jeśli jest ona nieatrakcyjna dla inwestorów, to najwyżej powoduje niezawarcie transakcji. Oczywiście, nie można oczekiwać, aby sprzedawcy ustalali ceny na poziomie niekorzystnym dla siebie, czyli na przykład zapewniającym wyższy koszt pozyskania pieniądza w porównaniu z instrumentami tradycyjnymi.

Zachowania inwestorów mogą też w ujęciu dynamicznym przypominać proces powstawania baniek spekulacyjnych. Na przykład, jeśli w danym okresie inwestorzy zyskali na swoich inwestycjach, to są skłonni zwiększać swoje zaangażowanie w kolejnych okresach, dopóki nie zaczną ponosić strat. Odwrócenie trendu na rynku oznacza zyski dla sprzedawców (instytucji finansowych), których wielkość zależy od wartości otwartych pozycji (wyższego zaangażowania inwestorów) oraz skali korekty trendu i w szczególności może przewyższyć ponoszone wcześniej straty dla dużych zmian cenowych. Z sytuacją taką mieliśmy na przykład do czynienia w przypadku kursu złotego do euro, gdy po wielu miesiącach powolnej

dity Basket Focus Food inwestuje po 20% w kawę, kakao, cukier, soję i pszenicę. Zastanawiające jest, że nie oferuje się tutaj jakiejś formy optymalizacji składu portfela, co może sugerować, że taka optymalizacja nie jest istotna dla instytucji oferującej, a ważne jest przede wszystkim zachowanie niedoskonałej korelacji pomiędzy aktywami inwestycyjnymi, tak aby zmniejszyć koszty inwestycji w produkty rolne.

aprecjacji nastąpiła skokowa deprecjacja jesienią 2008 roku. Sprzedający często ten efekt dodatkowo wzmacniają, reklamując tylko produkty, które odniosły sukces z punktu widzenia inwestorów, pomijając zaś produkty, na których zarobił sprzedający. Na przykład bank może oferować instrumenty pozwalające zarobić na spadku i odrębnie na wzroście kursu walutowego, a następnie *ex post* wskazać ten instrument, który przyniósł zyski inwestorom, tworząc iluzję proponowania wyłącznie korzystnych inwestycji.

W analogiczny sposób mogą działać zarządzający funduszami sekurytyzacyjnymi oraz firmy leasingowe. W ich przypadku wiedza o składzie i ryzyku, odpowiednio firmy leasingowej i wierzytelności znajdujących się w portfelu funduszu, jest ograniczona, a inwestorzy bazują na informacji pośredniej, takiej jak np. oceny ratingowe, charakter wierzytelności, stan koniunktury itp. Czynniki te mogą poprawnie określać ryzyko w sytuacji zwyczajnej, natomiast zawodzą, jeśli wystąpi kryzys gospodarczy oraz nasilą się zjawiska negatywnej selekcji i pokusy nadużycia. Jest to najbardziej prawdopodobne blisko szczytu cyklu koniunkturalnego, gdy akceptowane jest coraz większe ryzyko, z uwagi na wzrost presji sprzedażowej i wyczerpywanie się bezpiecznych propozycji finansowych. W tej sytuacji sprzedającym instrumenty jest szczególnie trudno prawidłowo oszacować ryzyko, zwłaszcza jeśli dotychczasowa historia nie zawierała okresów wysokiej zmienności cenowej czy kryzysów niewypłacalności lub nie były znane dokładne sposoby wyceny. Naturalną tego konsekwencją jest ograniczenie płatności dokonywanych na rzecz inwestorów i przrzucenie na nich części ryzyka bez odpowiedniej rekompensaty finansowej. W firmach leasingowych brak informacji o wyższym ryzyku pozwala na podkupywanie klientów bankowych, stąd nieinformowanie o bieżącej sytuacji leasingodawcy i jakości jego aktywów może być sensowną strategią informacyjną, choć niezbyt korzystną dla klientów.

Opłacalność wykorzystania istniejącej asymetrii informacji przez sprzedających może być łatwo wytłumaczona uzyskiwanymi korzyściami z tańszego finansowania czy dodatkowymi dochodami. Kluczowym problemem jest jednak ustalenie przyczyn dokonywania niewłaściwych decyzji przez inwestorów i korzystających z finansowania obciążonego wyższym ryzykiem bez odpowiedniej rekompensaty. Najpopularniejszym wyjaśnieniem może być przypuszczenie, że inwestorzy, a przynajmniej ich część, nie rozpoznają prawidłowo ponoszonego ryzyka, w tym zwłaszcza ryzyka systemowego narastającego przez dłuższy czas w systemie finansowym, koncentrując się na bezpośrednich korzyściach (wyższych odsetkach otrzymywanych, niższych ponoszonych kosztach), jakie przynosi dany instrument finansowy. Zagadnienie to w największym stopniu dotyczy oceny konsekwencji działań zbiorowych. Na przykład, jeśli udzieli się jednego złego kredytu, to nie ma to dużego wpływu na wyniki finansowe banku, ale jeśli staje się to regułą, to zaczyna to mieć poważne znaczenie nie tylko dla danej instytucji

finansowej, ale także dla całego systemu finansowego, gdyż problemy finansowe z jednego banku przenoszą się do innych.

Przynajmniej częściowym wyjaśnieniem zachowania inwestorów może być też występowanie pewnych iluzji opisywanych przez teorię perspektywy¹¹, zgodnie z którą, jeśli ryzykujemy tym, czego nie otrzymaliśmy, to nie postrzegamy tego jako straty. Instrumenty strukturyzowane zwykle gwarantują zwrot zainwestowanej kwoty, a w przypadku niepowodzenia inwestycji inwestor traci tylko wartość należnego oprocentowania. W tym przypadku należne oprocentowanie jest czymś, czego inwestorzy nie otrzymują do ręki, więc nie postrzegają jego utraty jako rzeczywistej straty. Inwestor ma więc wrażenie, że może tylko zyskać, a w najgorszym przypadku pozostanie z kwotą, którą zainwestował, i nie porównuje tej inwestycji z inną o niskim ryzyku (np. ze zwykłą lokatą terminową).

W przypadku egzotycznych instrumentów walutowych przeceniane są korzyści, a bagatelizowane straty z zajęcia pozycji. Te pierwsze uważane są za bardziej prawdopodobne (np. jeśli nabywca instrumentu przewiduje kontynuację dotychczasowego trendu) lub mające gorsze konsekwencje (np. jeśli nabywca zabezpiecza się przed danym kierunkiem zmiany ceny – kursu walutowego)¹². Nieprawidłowe postrzeganie prawdopodobieństwa zdarzeń, przeszacowujące prawdopodobieństwo zdarzeń niekorzystnych, jest również jednym z podstawowych przewidywań teorii perspektywy, oprócz odmiennego postrzegania zysków i strat.

Istotne są też odłożone konsekwencje podjętych decyzji, np. w postaci niewypłacalności firmy leasingowej czy strat na inwestycjach w certyfikaty funduszy sekurytyzacyjnych. Inwestorzy mogą nieprawidłowo oceniać wartość przyszłą płatności lub nie doceniać możliwości poniesienia strat w przyszłości. Wynika to z krótkoterminowego horyzontu planowania inwestorów i rozpatrywania tylko niektórych scenariuszy wydarzeń. Typowym przykładem jest przyjmowanie, że inwestycja lub finansowanie będzie odbywało się w tym samym stanie koniunktury jak obserwowany obecnie.

We wszystkich wymienionych grupach omawianych instrumentów duże znaczenie ma też przypisywanie pozytywnego charakteru brakowi informacji, zgodnie z którym, jeśli nabywca nie wie, jaka będzie przyszłość, to zakłada, że raczej będzie ona pozytywna. Myśleniu takiemu sprzyja potwierdzenie przez autorytety z instytucji finansowych oraz trudne i kosztowne pozyskanie informacji pozwalające na sporządzenie lepszej prognozy. Pewną rolę odgrywa też zapewne przekonanie o poprawności własnych przewidywań oraz kierowanie się emocjami, na przykład prze-

¹¹ D. Kahneman, A. Tversky, *Prospect theory: An analysis of decision under risk*, „Econometrica” 1979, vol. 47, s. 263–291.

¹² Podobne złudzenie jest często udziałem grających w loteriach pieniężnych, niedostrzegających poniesionych niewielkich kosztów w stosunku do oczekiwanej wielomilionowej wygranej.

świadczenie o konieczności odwrócenia się (lub kontynuowania) trendu, zwłaszcza jeśli inwestor poniósł straty lub zyski w poprzednich okresach.

ZAKOŃCZENIE

Asymetria informacji jest zjawiskiem obiektywnym i jako taka nie może być wyeliminowana. Niemniej jednak można starać się wprowadzić pewne regulacje o charakterze prawnym, które mogłyby ograniczyć jej skutki, to jest narastanie ryzyka (zwłaszcza długoterminowego ryzyka systemowego) i błędną alokację zasobów. W szczególności warto byłoby rozważyć:

- W przypadku instrumentów lokacyjnych (instrumenty strukturyzowane i certyfikaty funduszy sekurytyzacyjnych) obowiązkowe podawanie: oczekiwanego zysku, jego odchylenia standardowego, modelu wyceny i danych, na jakich opiera się szacunek oczekiwanego zysku;
- Wprowadzenie do przedsiębiorstw osób przeszkolonych w inżynierii finansowej w celu oceny ryzyka inwestycji w nowe instrumenty. Niezatrudnienie takich osób mogłoby powodować konieczność uzyskania zgody na taką transakcję, jeśli byłaby ona znacząca dla przedsiębiorstwa;
- Zakaz reklamy oraz korzystania z przywilejów (np. podatkowych) w przypadku instrumentów nietypowych, których profil ryzyka nie jest określony;
- Wprowadzenie wyższych wymogów kapitałowych dla podmiotów oferujących instrumenty faktycznie finansowane kredytem bankowym, np. leasingodawców (ewentualnie norm ostrożnościowych na wzór stosowanych wobec banków).

Mimo że nie ma żadnego cudownego sposobu na zapobiegnięcie problemom wynikającym z niewłaściwego postrzegania poziomu ryzyka, istotne jest też uświadamianie potencjalnych nabywców o ryzyku i mechanizmach działania nowoczesnych instrumentów finansowych, tak by mogli oni podejmować świadome decyzje o finansowaniu i inwestowaniu swoich środków pieniężnych.

NEW FINANCIAL INSTRUMENTS AND THE TRANSPARENCY OF MARKET INFORMATION

SUMMARY

Modern financial instruments such as: structured notes, leases (in particular consumer leasing), securitization with the use of special investment funds and exotic foreign exchange derivatives contain an important systemic risk that is not properly perceived by investors and even perhaps is consciously hidden by financial institutions. The article identifies these hidden risks and their reasons, pointing primarily to the asymmetry of in-

formation and conflicts of interests between investors and financial institutions. The latter are willing to avoid the risk or to offer new financial instruments with small profitability, if investors take a decision without proper knowledge of the incurred risks of financial instruments. Unfortunately, the existing asymmetry of information means that investors typically are not in a position to properly assess the expected benefits or they are not able to assess the risk posed by financial investments. These problems mainly stem from informational barriers related to perception of risks by investors buying modern financial instruments. These phenomena cause: economic inefficiency, increased transaction costs in the economy rather than their decrease, incorrect allocation of savings and a significant increase of systemic risk.

