

Bogusław Bamber

Ubezpieczeniowy Fundusz Gwarancyjny
bbamber@ufg.pl

DETERMINANTY POLITYKI LOKACYJNEJ UBEZPIECZENIOWEGO FUNDUSZU GWARANCYJNEGO

Streszczenie: UFG finansuje wykonywanie zadań ze środków gromadzonych na tzw. funduszu statutowym i tzw. funduszu pomocowym. Wolne środki zgromadzone na tych funduszach są lokowane w różne instrumenty rynku pieniężnego i kapitałowego poprzez współpracujące banki. Celem artykułu jest analiza działalności inwestycyjnej UFG i ocena jej efektywności na tle ograniczeń formalnoprawnych, przyjmowanych strategii lokowania środków finansowych oraz uwarunkowań rynku pieniężnego i kapitałowego w Polsce. Istotnym elementem rozważań jest również określenie benchmarku dla działalności inwestycyjnej UFG.

Słowa kluczowe: polityka lokacyjna/inwestycyjna, fundusz statutowy, fundusz pomocowy, rentowność lokat, Ubezpieczeniowy Fundusz Gwarancyjny/UFG.

Klasyfikacja JEL: G11, G22, G23.

DETERMINANTS OF THE INVESTMENT POLICY OF THE INSURANCE GUARANTEE FUND (IGF)

Abstract: IGF finances its activities with means collected through two funds: the statutory fund and the assistance fund. Financial means accumulated in these funds are invested in different financial instruments through co-operating banks. The aim of this paper is to analyze IGF's investment activity as well as to assess it against the background of legal and financial market limitations, the financial investment strategies adopted and the condition of the money and capital markets in Poland. Furthermore, the problem pertaining to IGF's investment policy benchmark is discussed.

Keywords: investment policy, statutory fund, assistance fund, return on investment, Insurance Guarantee Fund/IGF.

Wstęp

Celem artykułu jest analiza determinant kształtujących realizację polityki lokacyjnej (inwestycyjnej) Ubezpieczeniowego Funduszu Gwarancyjnego (UFG) w sensie uwarunkowań formalnoprawnych oraz ekonomicznych tej polityki w latach 2003–2013 oraz ocena rentowności działalności lokacyjnej. Pierwsza grupa determinant wynika z rozwiązań prawnych odnoszących się do roli i zadań UFG jako podmiotu rynku ubezpieczeniowego wzmacniającego stabilność tego rynku oraz z priorytetów (celów), zasad i procedur polityki lokacyjnej, zasad rachunkowości i formalnych kryteriów oceny tej działalności. Natomiast drugą grupę determinant stanowią uwarunkowania działalności UFG w otoczeniu makroekonomicznym (stopy procentowe, inflacja), rynkowym (dostępne instrumenty finansowe, dynamika rynków finansowych) oraz instytucjonalnym (banki współpracujące). Na podstawie przeprowadzonej analizy uwarunkowań działalności UFG określono przesłanki dla ewentualnych decyzji w zakresie rentowności polityki lokacyjnej

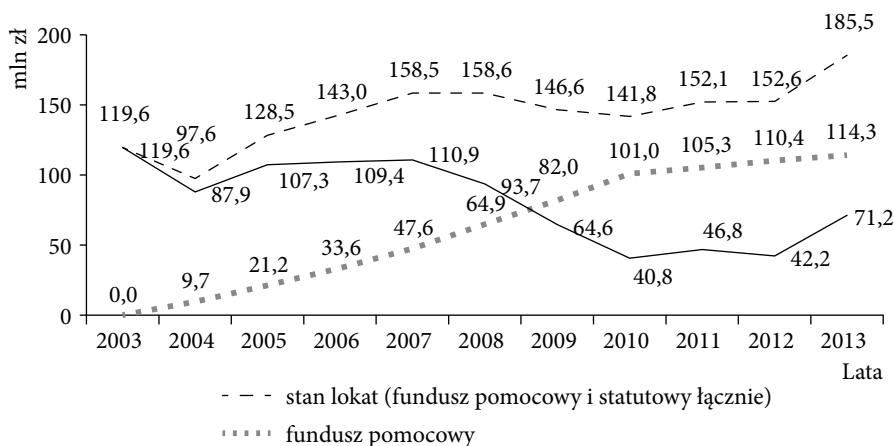
1. Uwarunkowania formalnoprawne kształtujące politykę lokacyjną UFG

1.1. Uwarunkowania dotyczące zadań finansowanych z funduszu statutowego i funduszu pomocowego oraz kształtowanie się wielkości tych funduszy

Polityka lokacyjna UFG jest uwarunkowana czynnikami o charakterze formalnoprawnym, które wynikają z rozwiązań prawnych dotyczących roli i zadań UFG jako podmiotu rynku ubezpieczeniowego [Ustawa z dnia 22 maja 2003 r. o działalności, art. 96–119; Statut UFG, art. 43–49; Ustawa z dnia 22 maja 2003 o ubezpieczeniach, art. 153–154]. Działalność UFG polega przede wszystkim na tzw. kompensacji z działalności podstawowej, tj. na zaspokajaniu uzasadnionych roszczeń osób poszkodowanych, ubezpieczonych lub uprawionych w określonych sytuacjach losowych, np. szkoda spowodowana przez sprawcę nieubezpieczonego pojazdu lub nieubezpieczonego sprawcę w związku

z posiadaniem gospodarstwa rolnego, czy też szkoda spowodowana przez niezidentyfikowanego sprawcę w zakresie OC posiadaczy pojazdów mechanicznych. Z kolei w zakresie realizacji roszczeń z upadłości (tzw. kompensacja z upadłości) kompensacją są objęte ubezpieczenia OC posiadaczy pojazdów mechanicznych i OC rolników oraz pozostałych ubezpieczeń obowiązkowych i umów ubezpieczenia na życie. Rolą UFG jest również wzmacnianie stabilności sektora ubezpieczeniowego poprzez minimalizowanie ryzyka niewypłacalności zakładów ubezpieczeń prowadzących działalność ubezpieczeniową z tytułu OC komunikacyjnego i OC rolników poprzez udzielanie zakładom ubezpieczeń zagrożonym upadłością zwrotnej pomocy finansowej.

Dla finansowania tak określonych zadań w ramach UFG tworzone są dwa fundusze: fundusz statutowy i fundusz pomocowy, których wielkość w latach 2003–2014 pokazuje rysunek 1. W ciągu ostatnich pięciu lat wysokość funduszu statutowego kształtowała się w przedziale ca 41–71 mln zł, przy czym w latach 2010–2012 przedziale ca 41–47 mln zł, z uwagi na zwiększone koszty tworzenia ośrodka informacji działającego w strukturach UFG.



Rysunek 1. Wielkość środków funduszu statutowego i pomocowego UFG w latach 2003–2013 (na koniec każdego roku)

Źródło: Na podstawie materiałów wewnętrznych UFG

Fundusz statutowy jest tworzony w celu zapewnienia środków na finansowanie podstawowych zadań UFG. Powstaje z rozliczenia wyniku finansowego UFG – nadwyżka bilansowa osiągnięta w danym roku obrotowym powiększa fundusz statutowy, natomiast straty finansowe zmniejszają ten fundusz. W istocie są to środki finansowe skumulowane z lat poprzednich, jak

i wynikające z kształtowania się przychodów i kosztów UFG w danym okresie bilansowym. Działalność podstawowa UFG jest finansowana głównie z przychodów pochodzących ze składek wnoszonych przez zakłady ubezpieczeń sprzedające ubezpieczenia OC komunikacyjne i OC rolników, a także z opłat karnych z tytułu niespełnienia obowiązku zakupu obowiązkowego ubezpieczenia OC komunikacyjnego i rolników, z regresów oraz z przychodów z lokat wolnych środków. Te ostatnie stanowiły w 2013 r. jedynie 0,7% przychodów UFG, a więc nie generowały znaczących środków funduszu. Z kolei głównymi pozycjami po stronie kosztów są odszkodowania z działalności podstawowej, koszty administracyjne, odszkodowania z upadłości, koszty windykacji opłat i regresów i koszty ośrodka informacji.

Fundusz pomocowy zarządzany przez UFG powstał w 2004 r. w celu umożliwienia UFG pełnienia funkcji pomocowej wobec zagrożonych upadłością zakładów ubezpieczeń sprzedających obowiązkowe ubezpieczenia OC komunikacyjne i OC rolników. Środki funduszu pomocowego mogą być wykorzystane jedynie do udzielania zwrotnej pomocy finansowej w formie pożyczki zakładowi ubezpieczeń przejmującemu portfel ubezpieczeń obowiązkowych OC posiadaczy pojazdów mechanicznych lub OC rolników, jeżeli posiadane przez przejmującego portfel ubezpieczyciela środki własne w wysokości co najmniej marginesu wypłacalności oraz aktywa na pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych nie gwarantowałyby w pełni jego wypłacalności. Fundusz został sfinansowany z wpłat składek zakładów ubezpieczeń według stawki 0,2% liczonej od przypisu składek brutto z OC komunikacyjnego i OC rolników wnoszonych do 2010 r. oraz z odsetek od lokat tego funduszu. Należy zaznaczyć, że przychody z lokat funduszu pomocowego zwiększają stan funduszu pomocowego i nie służą finansowaniu działalności podstawowej UFG.

Od chwili utworzenia funduszu pomocowego jego środki nie były wykorzystywane w związku ze stabilną kondycją polskiego sektora ubezpieczeniowego oraz brakiem zainteresowania ubezpieczycieli pożyczkami. W latach 2011–2013 wysokość funduszu pomocowego zwiększyła się z 105,3 mln zł do 114,3 mln zł, tj. o 8,5%. Według analiz dotyczących pożądanej wielkości funduszu pomocowego wynika, że z prawdopodobieństwem 98% jego wysokość na poziomie ca 70,3 mln zł wystarczyłaby na finansowanie ewentualnych pożyczek w okresie trzech kolejnych lat, a na poziomie 38,8 mln zł – w okresie roku [Deloitte 2010, s. 8]. W związku z tym można przyjąć, że środki tego funduszu w wysokości co najmniej 66,5 mln zł mogłyby być zainwestowane z horyzontem inwestycyjnym ponadrocznym. Faktyczne z dłuższym niż rok horyzontem inwestycyjnym były zainwestowane środki na poziomie niższym, w latach 2011–2013 odpowiednio 45,9, 62,4 i 38,9 mln zł. Przeprowadzona

analiza wskazuje na stosunkowo konserwatywne podejście do oceny ryzyka i bardzo wysoki poziom płynności tego funduszu.

1.2. Cele polityki lokacyjnej UFG oraz zasady inwestowania

Polityka lokacyjna jest jednym z obszarów zarządzania finansami UFG mających zapewnić wykonanie jego ustawowych zadań. UFG musi zapewnić takie zarządzanie środkami finansowymi, aby ich wysokość była na poziomie gwarantującym pełnienie zarówno funkcji podstawowej, jak i pomocowej, a płynność umożliwiała terminową realizację zobowiązań.

Celem polityki lokacyjnej jest generowanie dodatkowej wartości (określonego poziomu rentowności) ze środków finansowych zgromadzonych na obydwu wymienionych funduszach poprzez ich inwestowanie w ustalone rodzaje instrumentów finansowych, przy jak największym stopniu bezpieczeństwa i zachowaniu płynności, według zasad określonych dla zakładów ubezpieczeń¹. Kryterium bezpieczeństwa finansowego oraz dbałości o płynność i wypłacalność zakładów ubezpieczeń wynika z faktu, że są one instytucjami „dużego zaufania społecznego, gromadzącymi i zarządzającymi funduszami ubezpieczeniowymi utworzonymi z zebranych składek ubezpieczeniowych” [Ronka-Chmielowiec 2004, s. 9].

Definiując priorytety polityki inwestycyjnej UFG, Rada Funduszu określiła listę instrumentów finansowych wraz z limitami wartościowymi i czasowymi (horyzont czasowy inwestycji, *duration*), dotyczącymi ich wykorzystania przez UFG. Profil ryzyka inwestycyjnego UFG można ocenić jako tzw. defensywny i konserwatywny, co odpowiada rodzajowi jego zadań określonych przez przepisy prawa [Ustawa z dnia 22 maja 2003 o ubezpieczeniach]. Zasady polityki lokacyjnej UFG są identyczne w przypadku obydwu funduszy, tj. dla funduszu statutowego i funduszu pomocowego.

Z analizy tabeli wynika, że UFG może inwestować w instrumenty rynku pieniężnego (np. bony skarbowe, depozyty bankowe) i w instrumenty rynku

¹ Cele polityki lokacyjnej UFG i katalog dostępnych do realizacji tej polityki aktywów ustaliła Rada UFG według zasad ustawowych określonych dla zakładów ubezpieczeń [Uchwała nr 4/2006; Ustawa z dnia 22 maja 2003 o działalności, art. 153–154; Statut UFG, art. 28 ust. 1 ppkt 13, art. 36 ppkt 10]. Z kolei ustawa o rachunkowości definiuje pojęcie lokat stanowiących inwestycje ubezpieczycieli jako „aktywa nabyte w celu osiągnięcia korzyści ekonomicznych wynikających z przyrostu wartości tych aktywów, uzyskania z nich przychodów w formie odsetek, dywidend lub innych pożytków, w tym również z transakcji handlowej, a w szczególności aktywa finansowe oraz te nieruchomości i wartości niematerialne i prawne, które nie są użytkowane przez jednostkę, lecz zostały nabyte w celu osiągnięcia tych korzyści” [Ustawa z dnia 29 września 1994, art. 3 ust. 1 pkt. 17]. Szerzej o rodzajach lokat zakładów ubezpieczeń i zasadach ich wyceny zob. m.in. w: [Spigarska 2005, s. 207–213].

Rodzaje instrumentów finansowych, w które dopuszczalne jest lokowanie środków finansowych przez UFG, i odnoszące się do nich limity

Rodzaj instrumentu finansowego	Limit wartościowy	Limit czasowy
<i>Papiery wartościowe emitowane, poręczone lub gwarantowane przez Skarb Państwa^a</i>	bez ograniczeń	bez ograniczeń
Obligacje emitowane lub poręczone przez jednostki lub związki samorządu terytorialnego	nie określono	nie określono
<i>Komercyjne dłużne papiery przedsiębiorstw o stałym lub zmiennym oprocentowaniu</i>	do 30% stanu środków UFG (za pośrednictwem banków z listy banków zatwierdzonej przez zarząd) nie więcej niż: – 8 mln zł dla jednego emitenta i jednej emisji – 10 mln zł dla jednego emitenta bez względu na liczbę emisji	maksymalnie 3–12 miesięczny okres inwestowania
Akcje (w tym dopuszczone do publicznego obrotu)	nie określono	nie określono
<i>Jednostki uczestnictwa (certyfikaty inwestycyjne) w funduszach inwestycyjnych, w tym fundusze:</i> – <i>rynku pieniężnego/gotówkowego</i> – <i>obligacji i stabilnego wzrostu</i> – <i>inne niż wymienione powyżej</i>	– 10 mln zł dla każdego z funduszy rynku pieniężnego/gotówkowego – 5 mln zł dla każdego z funduszy obligacji i stabilnego wzrostu – nie określono	nie określono nie określono
Listy zastawne	nie określono	nie określono
<i>Depozyty bankowe</i>	50–100 mln zł na bank z listy banków, z którymi UFG może współpracować, obowiązującej w okresie kwiecień danego roku – koniec marca roku następnego	lista banków, z którymi UFG może współpracować, obowiązuje w okresie kwiecień danego roku – koniec marca roku następnego
Instrumenty pochodne (opcje, transakcje terminowe typu futures, transakcje zamienne) – o ile służą zmniejszeniu ryzyka związanego z innymi aktywami Funduszu	nie określono	nie określono

^aKursywą zaznaczono rodzaje instrumentów finansowych, które są lub były wykorzystywane w portfelu lokat funduszy UFG.

kapitałowego (np. obligacje skarbowe i korporacyjne, jednostki uczestnictwa wybranych kategorii funduszy inwestycyjnych). W praktyce działalności lokacyjnej UFG ten zakres został ograniczony – z uwzględnieniem kryterium bezpieczeństwa i płynności środków – do krótkoterminowych depozytów bankowych i krótkoterminowych obligacji korporacyjnych oraz skarbowych papierów wartościowych. Wybór określonych rodzajów instrumentów finansowych, zasad koncentracji i horyzontu inwestycyjnego lokat sugerują przyjęcie strategii inwestycyjnej podobnej do zakładów ubezpieczeń majątkowych i pozostałych osobowych, gdzie ważny jest dobór do portfeli inwestycyjnych, głównie aktywów krótkoterminowych, o relatywnie niewielkiej zmienności cen w celu dotrzymania terminów wymagalności zobowiązań [Lament 2013, s. 129]. W polityce lokacyjnej UFG nie akceptuje ryzyka utraty środków w ciągu trwania inwestycji lub na jej końcu lub ryzyka utraty płynności.

Depozyty bankowe są zakładane jedynie w wybranych bankach, których lista jest zatwierdzana przez zarząd UFG na okresy roczne i podawana do wiadomości rady UFG. Lista określa również maksymalne kwotowe limity zaangażowania środków UFG w depozyty bankowe, co nie dotyczy nabywanych za pośrednictwem banków obligacji Skarbu Państwa, bonów skarbowych i komercyjnych papierów dłużnych przedsiębiorstw, w przypadku których ryzyko jest po stronie emitenta. Podstawą do określenia listy banków współpracujących z UFG jest analiza ich pozycji finansowej i majątkowej oraz ocena dotychczasowej współpracy w zakresie realizacji polityki lokacyjnej².

W kategorii dłużnych papierów skarbowych znajdują się bony skarbowe oraz obligacje skarbowe, nabywane zarówno na rynku pierwotnym, jak i wtórnym. O ile te pierwsze są wykorzystywane jako instrumenty krótkoterminowego lokowania środków stanowiącego alternatywę dla depozytów bankowych, o tyle obligacje skarbowe są nabywane na okresy dłuższe do 10 lat, stanowiąc część portfela odpowiadającą za zachowanie realnej wartości zainwestowanych środków.

Obligacje korporacyjne uznanych emitentów o stabilnej sytuacji finansowej i ratingu (jeśli został nadany) były nabywane z reguły z terminami zapadalności maksymalnie do trzech miesięcy, z możliwością rolowania na następne okresy, jednak nie dłuższe niż łącznie sześć miesięcy. W związku z małą ofertą rynkową krótkoterminowych obligacji korporacyjnych emitowanych przez uznanych emitentów oraz dążeniem do większej dywersyfikacji portfela i potencjalnie wyższej rentowności w porównaniu do depozytów bankowych [Uchwała nr 5/2014], od końca lutego 2014 r. wprowadzono możliwość nabywania tego rodzaju instrumentów na okresy dłuższe, maksymalnie 12-miesięczne.

² [Uchwała nr 25/2014] określa te limity na kwotę do 100 mln zł dla Pekao S.A., PKO BP S.A. i BGK, a na kwotę 50 mln zł dla Banku Handlowego S.A. i ING BSK SA.

Wymienione powyżej rodzaje instrumentów finansowych cechuje relatywnie wysoki stopień bezpieczeństwa i płynności. Dodatkowym ograniczeniem ryzyka inwestycyjnego, jednocześnie zwiększającym płynność, jest krótki horyzont inwestycyjny portfela depozytów i obligacji korporacyjnych wynoszący aktualnie maksymalnie do 12 miesięcy. Wartościowe limity zaangażowania w poszczególne instrumenty finansowe dodatkowo wymuszają dywersyfikację rodzajową portfela, zwiększając jego bezpieczeństwo. Możliwość inwestowania w jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych o tzw. niskim profilu ryzyka, tj. funduszy rynku pieniężnego, jak i funduszy o tzw. średnim poziomie ryzyka, tj. funduszy obligacyjnych lub funduszy stabilnego wzrostu, pozostawiono do decyzji rady UFG³.

Jednostki uczestnictwa funduszy rynku pieniężnego znajdowały się w portfelu UFG w latach 2003–2008. W trakcie współpracy z jednym z TFI okazało się, że fundusz rynku pieniężnego zawiera ryzykowny mechanizm inwestycyjny, narażający klienta na nadmierne ryzyko, którego UFG nie zaakceptował. Należy podkreślić, że UFG jest zainteresowany rozliczaniem się ze stóp zwrotu z inwestycji w okresach rocznych, pokrywających się z latami kalendarzowymi (bilansowymi) i nie może zaaprobować nawet przejściowej utraty części środków zarówno na funduszu statutowym, jak i funduszu pomocowym.

1.3. Organizacja działalności inwestycyjnej UFG

Realizacja polityki inwestycyjnej leży w kompetencji zarządu UFG, który ustalił szczegółowe procedury działalności lokacyjnej na podstawie zasad określonych w uchwałach rady UFG. Do celów doradczych został powołany Komitet Zarządzania Finansami (KZF), w skład którego wchodzi członek zarządu, pracownicy pionu ekonomiczno-finansowego z kwalifikacjami i doświadczeniem w zakresie zarządzania aktywami oraz przedstawiciel biura informatyki, które generuje główną część wydatków na rozwój UFG. Na odbywanych co tydzień posiedzeniach KZF omawia sytuację makroekonomiczną, rynku instrumentów finansowych oraz w zakresie wymaganej płynności, a także przedkłada rekomendacje inwestycyjne zarządowi. Nabywane do portfela instrumenty finansowe są klasyfikowane jako trzymane do terminu zapadalności.

Istotnym elementem procedury lokacyjnej jest sprawozdawczość zarządcza, która obejmuje:

³ Podobny (ale nie identyczny) profil ryzyka instrumentów finansowych może wykorzystywać w polityce lokacyjnej Bankowy Fundusz Gwarancyjny (BFG), który pełni analogiczną rolę dla sektora bankowego jak UFG dla sektora ubezpieczeniowego [Ustawa z dnia 14 grudnia 1994, art. 16.3]. BFG w kategorii jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych może nabywać jedynie jednostki funduszy rynku pieniężnego [Ustawa z dnia 27 maja 2004, art. 178].

- sprawozdania tygodniowe (przygotowywane przez Komitet Zarządzania Finansami), zawierające informacje na temat lokat UFG z podaniem nazwy i rodzaju instrumentu finansowego, okresu zaangażowania i rentowności, stanu lokowanych środków i limitów zaangażowania w poszczególnych bankach, z podziałem na środki funduszu statutowego i pomocowego;
 - sprawozdania kwartalne (sporządzane jest przez Wydział Planowania i Analiz), zawierające szczegółowy opis wykorzystywanych instrumentów inwestycyjnych, wysokość ulokowanych środków i ich rentowność z podziałem na środki funduszu statutowego i pomocowego oraz analizę uwarunkowań makroekonomicznych i rynkowych za okres sprawozdawczy.
- Sprawozdania tygodniowe są przedkładane prezesowi zarządu. Natomiast sprawozdania kwartalne – po ich zaakceptowaniu przez zarząd – stanowią część ogólnego sprawozdania finansowego UFG przedkładanego radzie UFG.

2. Uwarunkowania ekonomiczne kształtujące politykę lokacyjną UFG

2.1. Analiza otoczenia rynkowego

Działalność inwestycyjna UFG jest uwarunkowana percepcją otoczenia makroekonomicznego (m.in. stopy procentowe, inflacja), rynkowego (m.in. dostępne instrumenty finansowe, dynamika rynków finansowych), instytucjonalnego (m.in. banki współpracujące), które wymagają ciągłego monitoringu, analiz i prognoz. Celem analiz jest identyfikacja podstawowych rodzajów ryzyka występujących w procesie inwestycyjnym [Czerwińska 2013, s. 4–11], tj. ryzyka kredytowego emitentów papierów dłużnych, ryzyka płynności i koncentracji, ryzyka stopy procentowej, ryzyka kontrpartnerów oraz formułowanie rekomendacji inwestycyjnych. Prace w tym zakresie wykonuje Wydział Planowania i Analiz oraz Komitet Zarządzania Finansami UFG.

W ramach analiz ryzyka kredytowego badane jest prawdopodobieństwo niewypełnienia przez emitentów papierów dłużnych warunków wykupienia własnych obligacji (*default*). Do portfela inwestycyjnego rekomendowane są jedynie polskie obligacje skarbowe denominowane w złotych oraz obligacje korporacyjne emitentów wykazujących się co najmniej dobrą i stabilną kondycją ekonomiczno-finansową, posiadające rating przyznawany przez uznaną agencję ratingową (np. Moody's, Standard & Poor's, Fitch) i odpowiednie gwarancje.

Celem analizy ryzyka koncentracji i płynności aktywów jest określenie możliwości upłynnienia składnika lokat według cen godziwych, zbliżonych do

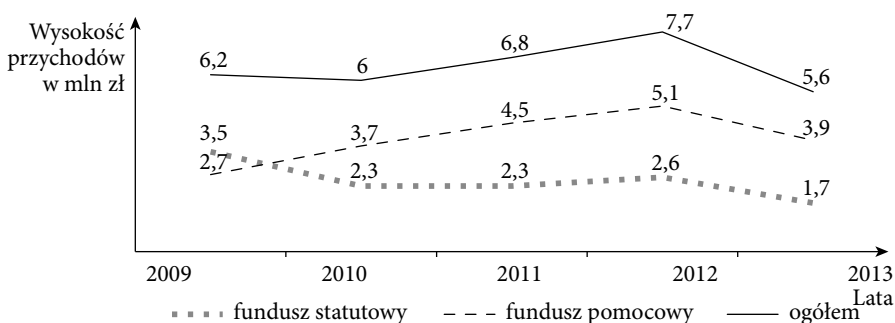
aktualnych wycen oraz ewentualnej konieczności zapłaty premii i jej wysokości za uzyskanie płynności. Do portfela inwestycyjnego przyjmowane są obligacje skarbowe 3- 5- i 10-letnie, obligacje korporacyjne na okresy nie dłuższe niż 12-miesięczne oraz lokaty bankowe na okresy 1–3-miesięczne lub krótsze.

Poprzez analizę ryzyka stopy procentowej ocenia się kształtowanie się poziomu i stabilności urzędowych (NBP) i rynkowych (WIBID, WIBOR) stóp procentowych oraz ich wpływ na zmiany wycen instrumentów finansowych, w szczególności obligacji. Ceny tych ostatnich zmieniają się w przeciwnym kierunku do zmian stóp procentowych.

W ramach analizy ryzyka kontrpartniera ocenia się standing finansowy współpracujących z UFG banków, w tym ich znajomość rynku długu oraz atrakcyjność dostarczanych produktów depozytowych. Pod koniec pierwszego kwartału każdego roku zarząd UFG zatwierdza listę banków do współpracy z UFG w zakresie polityki lokacyjnej, która jest weryfikowana co 12 miesięcy.

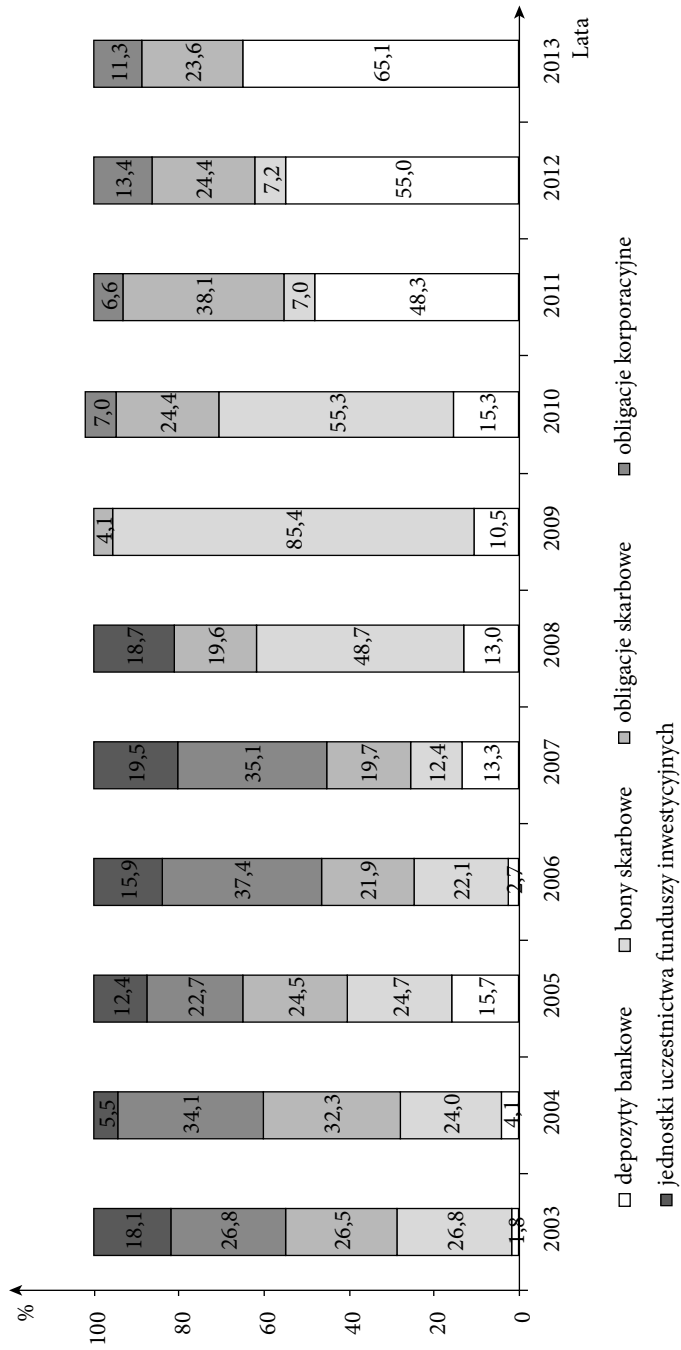
2.2. Wielkość przychodów z inwestycji i ich struktura

UFG sporządza roczne i wieloletnie plany przychodów z działalności lokacyjnej UFG z podziałem na fundusz statutowy i pomocowy, które stanowią część ogólnego planu finansowego. Działalność inwestycyjna UFG przynosiła w latach 2009–2013 przychody w wysokości 5,6–7,7 mln zł roczne, z czego ze środków funduszu statutowego ca 1,7–3,5 mln zł, a z funduszu pomocowego ca 2,7–5,1 mln zł, co przedstawia rysunek 2. Na wielkość przychodów uzyskanych z dwóch wymienionych funduszy wpływała głównie znacznie wyższa wielkość funduszu pomocowego, w mniejszym zaś stopniu struktura rodzajowa lokat (por. rysunki 1, 4 i 5).



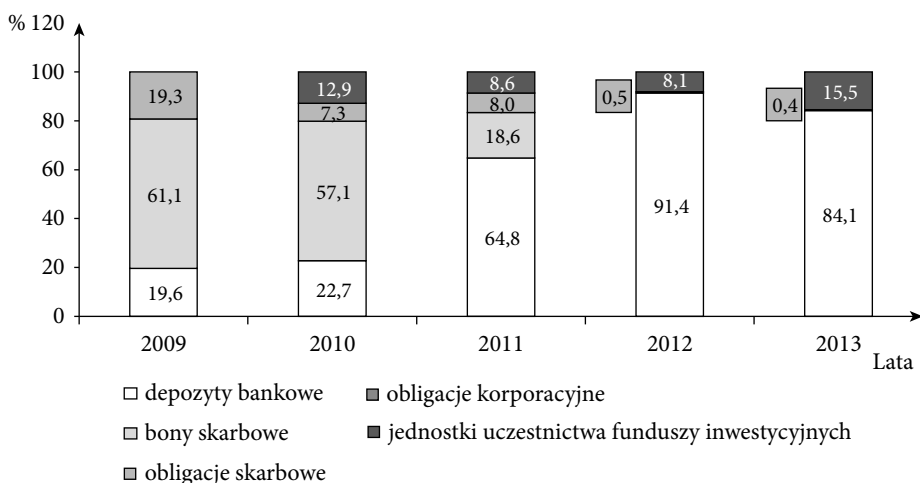
Rysunek 2. Przychody z lokat UFG w latach 2009–2013

Źródło: Na podstawie materiałów wewnętrznych UFG



Rysunek 3. Struktura rodzajowa lokat UFG ogółem w latach 2003–2013

Źródło: Na podstawie materiałów wewnętrznych UFG

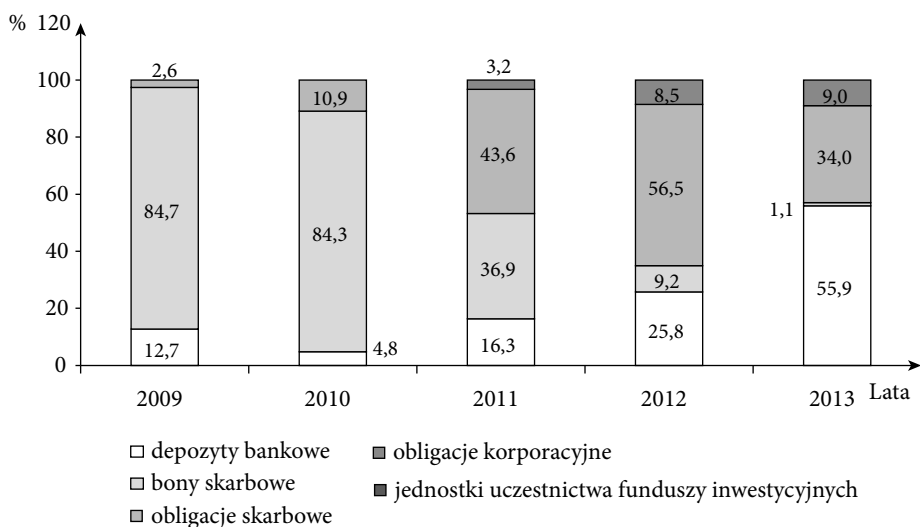


Rysunek 4. Zmiany struktury lokat funduszu statutowego w latach 2009–2013

Źródło: Na podstawie materiałów wewnętrznych UFG

Jak wynika z rysunku 3 i 4, przychody z lokat w latach 2009–2013 były generowane głównie z bonów skarbowych i depozytów bankowych (miesięcznych lub krótszych), wcześniej natomiast (z wyjątkiem 2008 r.) – z obligacji korporacyjnych i obligacji skarbowych, co można m.in. tłumaczyć dążeniem do zapewnienia wysokiej płynności w okresie kryzysu finansowego, zwłaszcza w latach 2008–2010. W portfelu lokat występowały również jednostki pieniężnych funduszy inwestycyjnych, które zostały uznane po roku 2008 r. za zbyt ryzykowne. Należy zauważyć, że w okresie 2009–2013 zmniejszyła się dywersyfikacja stosowanych instrumentów finansowych i znacząco wzrosła płynność portfela.

Można zatem sformułować wniosek, że w drugiej połowie analizowanego okresu 2003–2013, tj. w latach 2009–2013, UFG położył większy nacisk na kryterium bezpieczeństwa i płynności inwestycji, co głównie dotyczyło lokat funduszu statutowego, w części również funduszu pomocowego (rysunki 4 i 5). O ile w funduszu statutowym w latach 2009–2013 krótkoterminowe depozyty i bony skarbowe stanowiły ponad 80% portfela, o tyle w funduszu pomocowym ich udział oscylował w przedziale 35–97%. Zwraca uwagę, że udział obligacji skarbowych w funduszu pomocowym zmieniał się w tym okresie w przedziale 2,6–56,5%, przy czym w 2013 r. zmniejszył się względem roku poprzedniego o ponad 12 pkt proc. i wyniósł 34%.



Rysunek 5. Zmiany struktury lokat funduszu pomocowego w latach 2009–2013

Źródło: Na podstawie materiałów wewnętrznych UFG

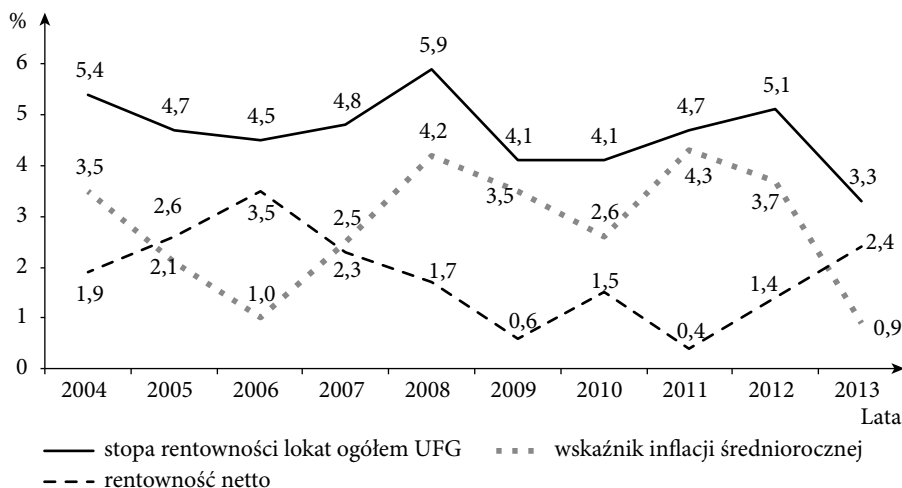
2.3. Mierzenie i ocena rentowności polityki lokacyjnej UFG

W przedstawionych powyżej warunkach prowadzenia działalności inwestycyjnej standardem jej oceny, czyli tzw. benchmarkiem, mogą być następujące kryteria:

- wykonanie założonego wskaźnika rentowności liczonego według wzoru: $\text{dochody z lokat} / \text{średnia wartość lokat bilansowych} \times 100\%$, przy czym średnią wartość lokat bilansowych w danym roku wylicza się jako $\frac{1}{2}$ sumy stanu lokat na początku i na końcu okresu sprawozdawczego;
- zapewnienie realnej wartości zarządzanych środków finansowych, tj. rentowności na poziomie przekraczającym średnioroczny wskaźnik inflacji;
- zapewnienie rentowności na średnim poziomie rynkowym dla określonego profilu ryzyka poprzez porównanie rentowności lokat UFG ze średnią rentownością funduszy rynku pieniężnego;
- zapewnienie rentowności na poziomie średniorocznego wskaźnika stopy referencyjnej lub rynkowych stóp depozytowych odzwierciedlonych np. przez WIBID 1M⁴.

Rysunki 6, 7, 8 i 9 przedstawiają analizę stóp rentowności z lokat UFG.

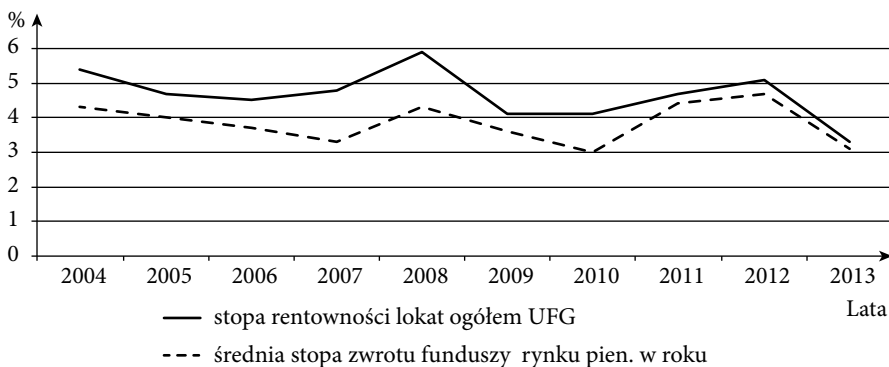
⁴ WIBID (Warsaw Interbank Bid Rate) – roczna stopa procentowa, jaką zapłacą banki za środki przyjęte w depozyt od innych banków. Funkcjonuje w odniesieniu do transakcji



Rysunek 6. Stopa rentowności lokat UFG ogółem (nominalna) i netto (realna) wobec średniorocznego wskaźnika inflacji w Polsce w latach 2004–2013

Źródło: Na podstawie materiałów wewnętrznych UFG oraz [www.bankier.pl; www.nbp.pl]

Jak wynika z rysunku 6, w analizowanym okresie 2004–2013 polityka lokacyjna UFG zapewniła zachowanie realnej wartości zainwestowanych środków, przekraczając w każdym roku wskaźnik inflacji średniorocznej.

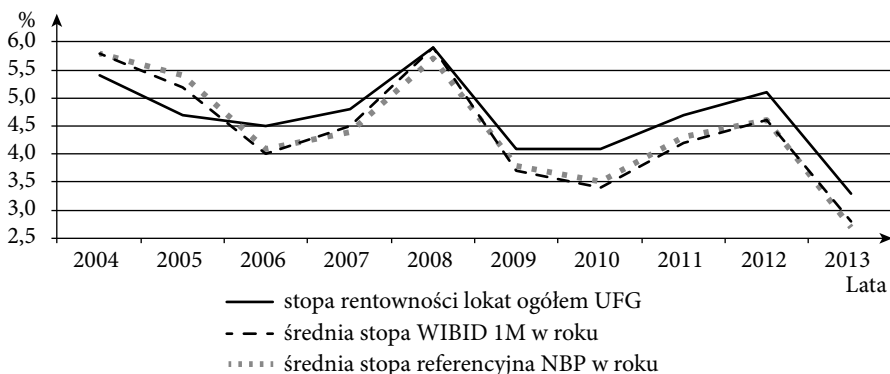


Rysunek 7. Stopa rentowności lokat UFG ogółem wobec średniej stopy zwrotu funduszy inwestycyjnych rynku pieniężnego w latach 2004–2013

Źródło: Na podstawie materiałów wewnętrznych UFG oraz [www.analizyonline.pl]

jednodniowych oraz w przeliczeniu na okresy tygodniowe, dwutygodniowe, miesięczne (1M), trzymiesięczne, sześciomiesięczne, dziewięciomiesięczne i roczne [www.pl.wikipedia].

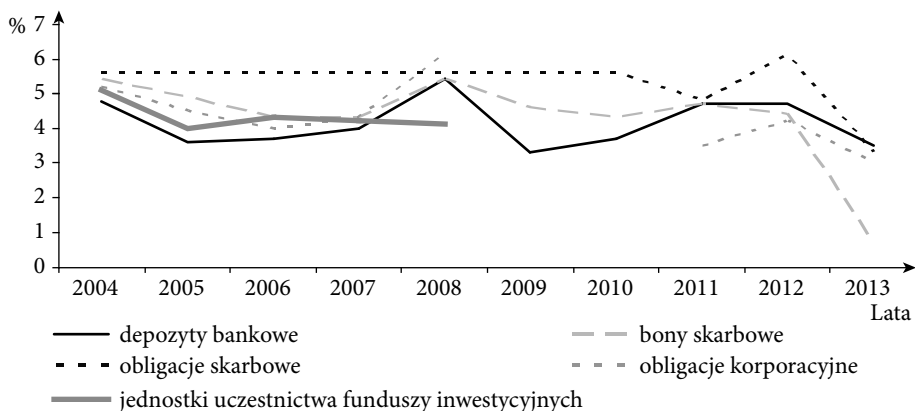
Rysunek 7 pokazuje, że w okresie 2004–2013 rentowność inwestycji dokonywanych przez UFG przekraczała średnią stopę zwrotu funduszy rynku pieniężnego.



Rysunek 8. Stopa rentowności lokat UFG ogółem wobec średniej stopy referencyjnej NBP i średniej stopy WIBID 1M w latach 2004–2013

Źródło: Na podstawie materiałów wewnętrznych UFG oraz [www.bankier.pl; www.nbp.pl].

Rysunek 8 ilustruje kształtowanie się rentowności lokat funduszy UFG na tle zmian sytuacji na rynku finansowym, odzwierciedlonych poprzez zmiany urzędowych i rynkowych stóp procentowych.



Rysunek 9. Stopa rentowności lokat UFG ogółem w poszczególne kategorie instrumentów finansowych w latach 2004–2013

Źródło: Na podstawie materiałów wewnętrznych UFG

Jak wynika z rysunku 9, w okresie 2004–2013 najbardziej rentowną kategorią lokat były obligacje skarbowe (3,3–6,1% p. a.), których rolą było zabezpieczenie realnej wartości zainwestowanego kapitału. Relatywnie wysoką rentowność przyniosły również obligacje korporacyjne zwłaszcza w latach 2004–2008 (4–6%), mniejszą natomiast w okresie 2011–2013 (3,2–4,0), co było spowodowane inwestowaniem w ten instrument w krótkim, z reguły trzymiesięcznym horyzontem inwestycyjnym oraz niższym poziomem stóp procentowych po 2012 r. Mniejszą rentowność przyniosły depozyty bankowe (3,3–4,7% p.a.), które odegrały rolę instrumentu zapewniającego płynność. Znajdujące się w portfelu inwestycyjnym UFG jednostki funduszy pieniężnych zapewniły roczne stopy zwrotu w przedziale 4,1–5,1%, tj. niższe niż z obligacji i bonów skarbowych, ale wyższe niż depozyty bankowe.

2.4. Potencjalne zmiany w zakresie polityki inwestycyjnej UFG

W świetle przedstawionej analizy celów i zasad polityki inwestycyjnej UFG wydaje się, że przestrzeń do podwyższania rentowności inwestycji UFG jest bardzo ograniczona bez podejmowania zwiększonego ryzyka.

Alternatywą dla obecnej polityki inwestycyjnej jest wprowadzenie do portfela instrumentów finansowych wymienionych w tabeli 1, a niewykorzystywanych w portfelu inwestycyjnym UFG, tj. funduszy inwestycyjnych rynku pieniężnego, funduszy obligacji i funduszy stabilnego wzrostu oraz obligacji samorządowych [Ustawa z 27 maja 2014].

Klasyczny fundusz rynku pieniężnego (inne określenia o charakterze marketingowym: gotówkowy, płynnościowy, skarbowy, ochrony kapitału, lokacyjny, depozytowy, lokata plus) inwestuje ca 70–90% portfela w instrumenty rynku pieniężnego (papiery wartościowe lub prawa majątkowe inkorporujące wyłącznie wierzytelności pieniężne, o krótkim terminie, np. bony skarbowe, certyfikaty depozytowe, bony komercyjne, średniookresowe obligacje rządowe) i ca 10–30% portfela w depozyty w krajowych bankach o wysokim stopniu bezpieczeństwa, o terminie zapadalności nie dłuższym niż rok, płatne na żądanie lub które można wycofać przed terminem zapadalności. Maksymalny ważony wartością lokat średni termin do wykupu lokat wchodzących w skład portfela (duration portfela) wynosi 90 dni, często jest krótszy i wynosi 60 dni. Benchmarkiem może być np. WIBID 1M. Towarzystwa funduszy inwestycyjnych (TFI) określają, że celem tej kategorii funduszy jest ochrona realnej wartości aktywów, a ryzyko inwestycyjne jest niskie i porównywalne do ryzyka lokat bankowych. Należy jednak zauważyć, że tak określony poziom ryzyka nie

jest równoznaczny z inwestycją pozbawioną ryzyka. Średnia rentowność tej kategorii funduszy w latach 2011–2013 wyniosła ca 10,80% (dla porównania UFG 13,1%), najsłabszy fundusz zanotował 8,80%, najlepszy 16,9% [www.analizyonline.pl]. Po analizie rocznych wyników TFI dla kolejnych dwóch lat, a mianowicie na koniec 2012 i 2013 r., można mieć wątpliwości co do prawdziwości deklaracji o ryzyku funduszy rynku pieniężnego „na poziomie lokat bankowych”. W 2013 r. rentowność 12-miesięczna (rok kalendarzowy) tej kategorii funduszy inwestycyjnych mieściła się w przedziale od minus 5,0% do plus 6,23%, a w 2012 r. w przedziale od minus 42,7% do plus 9,45%. Ujemne stopy zwrotu mogą być wynikiem akceptacji przez niektóre fundusze rynku pieniężnego podwyższonego ryzyka poprzez dobór do portfela obligacji małych spółek prywatnych, instrumentów denominowanych w walutach obcych czy strategii wyceny instrumentów finansowych uzależnionych od rynkowych miar ryzyka kredytowego, poddanych krótkookresowym wahaniom cen⁵.

Typowy uniwersalny fundusz polskich papierów dłużnych ca 60–90% portfela inwestuje w obligacje, po połowie w obligacje skarbowe i korporacyjne, resztę środków w depozyty bankowe, z horyzontem 3-letnim, z odchyleniem +/-1,5 roku. Benchmarkiem może być np. 75% indeks Polish Global Bonds1 i 25% WIBID 3M. Średnia rentowność tej kategorii funduszy w latach 2011–2013 wyniosła ca 19,70%, najsłabszy fundusz zanotował rentowność na poziomie 0,6%, najlepszy 33,5%. Średnia stopa zwrotu tej kategorii funduszu okazała się wyższa niż funduszy rynku pieniężnego, większe były jednak różnice w wynikach najlepszego i najgorszego funduszu. Podobną średnią stopę zwrotu wypracowały fundusze dłużne polskich papierów skarbowych, gdzie najgorszy fundusz uzyskał rentowność w wysokości 9,2%, a najlepszy 19,70%. Roczne wahania rentowności funduszy uniwersalnych obligacji mogą być jednak znacznie większe. Na koniec 2012 r. rentowność 12-miesięczna tej kategorii funduszy inwestycyjnych mieściła się w przedziale od minus 6,5% do 20,20%.

Fundusze stabilnego wzrostu to fundusze mieszane, które poza instrumentami wykorzystywanymi przez fundusze rynku pieniężnego i fundusze obligacyjne inwestują część środków w akcje. Średnia rentowność tej kategorii funduszy w latach 2011–2013 wyniosła ca 5,80%, najsłabszy fundusz zanotował minus 40,50%, najlepszy plus 15,1%. Pomimo wyższego poziomu ryzyka średnia rentowność tej kategorii funduszy okazała się słabsza niż wcześniej wymienionych, przy największej również rozpiętości wyników inwestycyjnych.

⁵ Sytuację trafnie określa maksyma przypisywana Demokrytowi z Abdery: „Chęć nadmiernych zysków powoduje utratę tego co posiadamy” [*Mądrość* 2004, s. 90].

Dotychczasowe wyniki inwestycyjne UFG, jak i znaczne różnice w osiągniętych rocznych stopach zwrotu przez fundusze inwestycyjne, nie sprzyjają ewentualnej koncepcji powierzenia środków do zarządzania zewnętrznego. Biorąc pod uwagę zadania ustawowe UFG oraz źródła finansowania funduszy na wykonanie tych zadań, zmiana polityki inwestycyjnej na bardziej agresywną nie wydaje się uzasadniona. Natomiast alternatywą do rozpatrzenia jest jej większe zróżnicowanie polityki inwestycyjnej w odniesieniu do funduszu statutowego i funduszu pomocowego. Podczas gdy lokaty na funduszu statutowym powinny zapewnić wysoki poziom bezpieczeństwa i płynności oraz możliwych do osiągnięcia przy tych założeniach stóp zwrotu, na funduszu pomocowym można byłoby zwiększyć zaangażowanie w obligacje skarbowe oraz wydłużyć horyzont inwestycyjny lokat w obligacje korporacyjne.

Zakończenie

Polityka lokacyjna/inwestycyjna jest jednym z obszarów działalności UFG, wspomagającym – poprzez generowanie przychodów i dochodów – wykonywanie zadań ustawowych. Lokowanie środków finansowych funduszu statutowego i funduszu pomocowego jest zdeterminowane szeregiem regulacji prawnych opartych na zasadach obowiązujących w zakładach ubezpieczeń. W związku z tym priorytetem polityki inwestycyjnej jest uzyskanie określonego poziomu rentowności, z uwzględnieniem kryterium bardzo wysokiego poziomu bezpieczeństwa lokat i płynności zapewniającej terminowe regulowanie zobowiązań. Ponadto polityka lokacyjna UFG zależy od uwarunkowań ekonomicznych i rynkowych odnoszących się do rynku finansowego

Analizując wyniki działalności inwestycyjnej UFG w latach 2003–2013, a w szczególności lat 2009–2013, należy zauważyć, że rentowność lokat UFG zapewniła realną wartość zainwestowanych środków, przewyższając średnioroczną stopę inflacji o niemal 2 pkt proc. Uzyskany zwrot z inwestycji odpowiadał sytuacji na rynku finansowym, co pokazuje m.in. wysokość stopy zwrotu, która była wyższa do mediany rentowności funduszy inwestycyjnych rynku pieniężnego, tj. funduszy o profilu ryzyka porównywalnego z akceptowanym w polityce lokacyjnej UFG.

Biorąc pod uwagę zróżnicowane zadania UFG w zakresie funkcji podstawowej i pomocowej, a w szczególności różnice wielkości funduszu statutowego i funduszu pomocowego oraz niejednakowe wymagania co do ich płynności, należałoby bardziej zróżnicować politykę inwestycyjną dotyczącą tych funduszy w kierunku zwiększenia udziału instrumentów długoterminowych

w strukturze lokat funduszu pomocowego. Zgodnie z tendencją w zakresie zmian struktury lokat instytucji sektora ubezpieczeniowego po kryzysie finansowym lat 2007–2009 w portfelu funduszu pomocowego mogłoby nastąpić zwiększenie udziału obligacji skarbowych o dłuższym, np. ponad 3-letnim horyzoncie inwestycyjnym i obligacji korporacyjnych stabilnych emitentów, przy utrzymaniu wymaganej wielkości tego funduszu na wysokim poziomie płynności. Alternatywą dla zapewnienia większej płynności instrumentów długoterminowych mogłaby być ich kwalifikacja jako dostępnych do sprzedaży. Z jednej strony umożliwiłoby to uzyskanie potencjalnie dodatkowych dochodów dzięki aktywnemu zarządzaniu portfelem obligacji i możliwości wykorzystywania nieefektywności rynku kapitałowego [Zajac 2011], z drugiej jednak wzrósłby poziom ryzyka związany ze zmiennością rynku i trafnością reakcji na tą zmienność ze strony zarządzających funduszem.

Bibliografia

- Czerwińska, T., 2013, *Profil ryzyka inwestycji zakładów ubezpieczeń w świetle nowych wymogów kapitałowych Solvency II*, Wiadomości Ubezpieczeniowe, nr 3, s. 4–11.
- Deloitte, 2010, *Analiza symulacyjna poziomu funduszu pomocowego Ubezpieczeniowego Funduszu Gwarancyjnego*, Warszawa.
- Lament, M., 2013, *Działalność inwestycyjna/lokacyjna zakładów ubezpieczeń*, w: Iwanicz-Drozdowska, M. (red.), *Ubezpieczenia*, PWE, Warszawa, s. 124–138.
- Mądrość świata*, 2004, Wydawnictwo Europa, Warszawa.
- Obwieszczenie Ministra Finansów z 28 marca 2014 w sprawie ogłoszenia statutu UFG, Dz.Urz. MF. z 7.04.2014 r. poz. 14.
- Ronka-Chmielowiec, W., 2004, *Zarządzanie finansami w zakładach ubezpieczeń*, Oficyna Wydawnicza Branta, Bydgoszcz – Wrocław.
- Spigarska, E., 2005, *Polityka lokacyjna zakładów ubezpieczeń w świetle wymagań Unii Europejskiej*, Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego, nr 2, s. 207–213.
- Uchwała nr 4/2006 Zarządu UFG z 23.03.2006 r. w sprawie zasad i polityki lokacyjnej UFG, par. 1, pkt 1.
- Uchwała nr 5/2014 Rady UFG z 20.02.2014 r. w sprawie zmiany w uchwale nr 4/2006 Rady UFG z dn. 23.03.2006 r.
- Uchwała nr 25/2014 Zarządu UFG z 1.04.2014 r. w sprawie zatwierdzenia listy banków, z którymi Fundusz może prowadzić współpracę w okresie od 1.04.2014 r. do 31.03.2015 r. w zakresie polityki lokacyjnej.

- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, Dz.U. 2013, poz. 330, 613, art. 3, ust. 1, pkt 17.
- Ustawa z dnia 14 grudnia 1994 r. o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, Dz.U. 2009, nr 84, poz. 711 z późn. zm., art. 16.3.
- Ustawa z dnia 22 maja 2003 r. o działalności ubezpieczeniowej, Dz.U. 2003, nr 124, poz. 1151 z późn. zm., art. 153 i 154.
- Ustawa z dnia 22 maja 2003 r. o ubezpieczeniach obowiązkowych, Ubezpieczeniowym Funduszu Gwarancyjnym i Polskim Biurze Ubezpieczycieli Komunikacyjnych Dz.U. 2013, poz. 392, art. 96–119.
- Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz.U. 2014, poz. 157, art. 178, www.pl.wikipedia.org/wiki/wibid [dostęp: 15.05.2014].
- www.bankier.pl/components/elw/index.html i www.nbp.pl/home.aspx [dostęp: 15.05.2014]
- www.analizyonline.pl [dostęp: 15.05.2014].
- Zajęc, P., 2011, *Teoria chaosu w analizie rynków finansowych*, <http://analizy.investio.pl/teoria-chaosu-w-analizie-rynkow-finansowych> [dostęp: 14.05.2014].