

Monika Marcinkowska

Uniwersytet Łódzki

PRODUKTY STRUKTURYZOWANE W OFERTACH BANKÓW

Streszczenie: Artykuł poświęcony jest bankowym produktom strukturyzowanym. Przedstawiono istotę produktów strukturyzowanych, a następnie omówiono kluczowe elementy ich konstrukcji, wpływające na rentowność i ryzyko tych instrumentów. Na zakończenie zaprezentowano dane empiryczne charakteryzujące polski rynek produktów strukturyzowanych, uwzględniając ocenę atrakcyjności inwestycyjnej tych instrumentów (dla nabywców i emitentów).

Słowa kluczowe: inwestycje, produkty strukturyzowane, lokaty bankowe.

1. Wstęp

Banki, podążając za trendami rynków finansowych, oferują swym klientom także inwestycje alternatywne¹. Powodem poszukiwania innych od klasycznych aktywów inwestycyjnych jest chęć dywersyfikacji ryzyka i zwiększenia dochodów; dużą rolę w rozwoju tego segmentu odgrywają innowacje finansowe (nowe klasy aktywów finansowych). Inwestycje alternatywne stanowią niewielką część portfeli inwestorów, ale stają się coraz bardziej popularne, stąd coraz więcej banków włącza je do oferty – w niektórych przypadkach dotyczy to wyselekcjonowanej grupy najzamożniejszych klientów, w innych – zapewniany jest dostęp dla wszystkich klientów. Banki, oferując klientom tę grupę produktów, tracą swą pozycję w tradycyjnych obszarach, jednak względy konkurencyjności (konieczność spełnienia oczekiwań

¹ Inwestycje alternatywne to bardzo szeroki termin obejmujący instrumenty inne niż tradycyjne (klasyczne) formy inwestowania (takie jak akcje, obligacje, lokaty bankowe, nieruchomości, klasyczne fundusze inwestycyjne). Oferta inwestycji alternatywnych obejmuje dwa obszary [Opolski i in. 2010, s. 160; Pruchnicka-Grabias (red.) 2008, s. 217]:

- finansowe inwestycje alternatywne – należą do nich: instrumenty pochodne, fundusze hedgingowe, fundusze *private equity/venture capital*, produkty strukturyzowane; jest to dominująca grupa inwestycji alternatywnych;
- niefinansowe inwestycje alternatywne – to duża, niejednorodna grupa instrumentów obejmująca inwestycje w towary i surowce oraz tzw. inwestycje emocjonalne, dotyczące przede wszystkim przedmiotów kolekcjonerskich.

klientów) oraz przewidywania dotyczące przyszłości tego segmentu, nakazują włączenie się do nowego trendu, tym bardziej że rentowność tych produktów może przewyższać zyskowność tradycyjnych instrumentów i powodować zmniejszenie lub choćby dywersyfikację ryzyka. Celem artykułu jest przedstawienie istoty produktów strukturyzowanych, omówienie elementów ich konstrukcji oraz prezentacja polskiego rynku tych produktów (z uwzględnieniem atrakcyjności inwestycyjnej tych instrumentów).

2. Istota produktów strukturyzowanych

Produkty strukturyzowane są to produkty będące efektem złożenia co najmniej dwóch instrumentów: o stałym dochodzie oraz instrumentów pochodnych, których cena uzależniona jest od wartości określonych instrumentów bazowych [Das 2001, s. 1].

Emitent takiego instrumentu zobowiązuje się w stosunku do nabywcy (inwestora), że w terminie wykupu instrumentu wypłaci mu kwotę rozliczenia kalkulowaną według ustalonego algorytmu (formuła określająca zasady wypłaty umożliwia posiadaczom takich instrumentów śledzenie ich bieżącej wartości) [GPW].

Popularność instrumentów strukturyzowanych wynika z tego, że pozwalają one zrealizować oczekiwania inwestycyjne, które nie mogłyby być zaspokojone przez bezpośrednią inwestycję w instrument bazowy, ze względu na istniejące bariery techniczne (np. instrument jest dostępny jedynie dla określonej grupy inwestorów bądź jest notowany na giełdzie w odległym kraju), prawne (np. przepisy dewizowe lub podatkowe uniemożliwiają lub utrudniają dokonanie takiej inwestycji osobom fizycznym) lub ekonomiczne (np. wysokie koszty transakcyjne lub wysoka minimalna kwota inwestycji) [Gabryelczyk, Ziarko-Siwiek (red.) 2008, s. 77-78]. Ankietowani przez IPE europejscy inwestorzy instytucjonalni wskazali następujące powody stosowania instrumentów strukturyzowanych: ochronę kapitału, możliwość osiągnięcia wyższego dochodu, dywersyfikację portfela, redukcję ryzyka (na dalszych miejscach były: poziom absolutnego dochodu, fakt nieskorelowania stóp zwrotu z innymi inwestycjami, ekspozycja na niszowe rynki przy zapewnieniu bezpieczeństwa kapitału, uzyskiwanie dodatkowych dochodów z instrumentów pochodnych) [IPE 2009, s. 19].

Klienci banków (i innych instytucji finansowych) są zachęceni do inwestowania w produkty strukturyzowane wizją możliwości zarabiania w każdej sytuacji rynkowej (na instrumentach pochodnych można zarabiać zarówno podczas hossy, jak i podczas bessy), przy jednoczesnym ograniczeniu ryzyka (m.in. dzięki oferowaniu ochrony kapitału). Pozornie jest to zatem dobra inwestycja dla osób, które mają dużą awersję do ryzyka, mają ograniczone możliwości (lub chęci) dostępu do typowych instrumentów inwestycyjnych, a przy tym zainteresowane są dochodami wyższymi niż w przypadku tradycyjnych lokat bankowych lub bezpiecznych papierów wartościowych. W praktyce jednak instrumenty strukturyzowane mogą mieć bardzo zło-

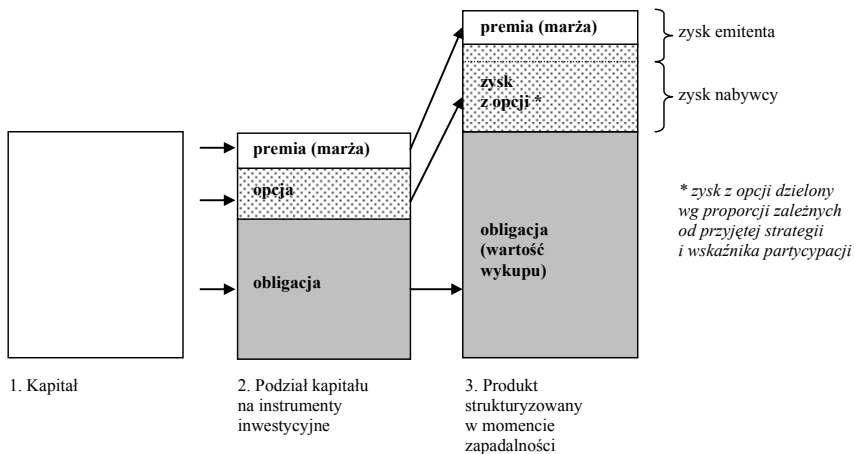
zoną konstrukcję i decyzja o zaangażowaniu środków w taką inwestycję wymaga sporej wiedzy ekonomicznej i znajomości rynków finansowych.

Produkt strukturyzowany (jak zasygnalizowano w jego definicji) tworzą dwa elementy: bezpieczny instrument generujący stały dochód – najczęściej obligacje zerokuponowe (a w przypadku braku adekwatnych obligacji – portfel immunizowany), instrumenty pochodne – najczęściej opcje lub transakcje *forward*, przy czym algorytm ustalania zysku dla nabywcy jest znany z góry.

Pierwszy element ma zapewnić inwestorowi ochronę kapitału, drugi natomiast – możliwość generowania wysokich zysków. Proporcje podziału środków z produktu strukturyzowanego na część bezpieczną i część inwestycyjną zależą przede wszystkim od tego, czy emitent udziela klientowi gwarancji ochrony kapitału (a w przypadku jej braku – od akceptowanego poziomu ryzyka produktu) oraz od poziomu rentowności skarbowych papierów wartościowych i długości okresu umowy (co wynika z rachunku wartości pieniądza w czasie). Jeśli w konstrukcji produktu przewidziano ochronę kapitału, emitent musi nabyć bezpieczne papiery wartościowe za taką kwotę, która umożliwi osiągnięcie gwarantowanej wartości instrumentu na koniec umowy. Im krótszy okres umowy, niższe stopy procentowe i wyższy poziom ochrony kapitału, tym większą część środków emitent musi przeznaczyć na zakup bezpiecznych papierów wartościowych.

Drugim elementem konstrukcji produktu strukturyzowanego jest instrument pochodny; najczęściej jest nim opcja, którą emitent kupuje (na giełdzie lub bezpośrednio od innych instytucji finansowych) bądź wystawia. W zależności od przyjętej strategii opcyjnej (a także określonego współczynnika partycypacji klienta w zyskach) emitent może ograniczać ryzyko i dochody związane z inwestycją, a tym samym wpływać na dochód przysługujący klientowi – nabywcy produktu strukturyzowanego. Najczęściej stosuje się proste opcje kupna dotyczące pojedynczego instrumentu (*uncapped call*); można także przyjąć strategię zarabiania na różnicy pomiędzy dwoma instrumentami (*outperformance*) – *spread option* albo uwzględniać najlepszy lub najgorszy wynik spośród kilku instrumentów bazowych (*best-of/worst-of*). Często wprowadza się także ograniczenia maksymalnego zysku inwestora (opcje z górnym limitem – *capped option*) lub dopuszczalny zakres wahań ceny instrumentu bazowego (strategia *range*). Niekiedy stosowane są opcje barierowe (aktywujące się lub wygasające wraz z przekroczeniem określonej ceny instrumentu bazowego – *knock-in, knock-out*). Możliwe jest także przyjęcie stałej stopy zwrotu uzależnionej od wyniku instrumentu bazowego (*digital*). Rodzaje strategii opcyjnych są praktycznie nieograniczone; emitent może wprowadzić określone profile inwestycyjne w zależności od przewidywań tendencji rynkowych, akceptowanego poziomu ryzyka (awersji do ryzyka lub apetytu na ryzyko) i pożądanego poziomu dochodu.

Zasady działania produktu strukturyzowanego podsumowuje rys. 1. W sytuacji gdy instrument pochodny generuje stratę, obciążenie nią zależy od tego, czy produkt był objęty gwarancją i ewentualnie jakiej części kapitału dotyczy ochrona. Jeśli



Rys. 1. Mechanizm funkcjonowania produktu strukturyzowanego

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Zaremba 2009, s. 66].

udzielono pełnej gwarancji, klient odzyskuje wyłącznie kwotę kapitału (względnie pomniejszana jest ona o prowizję emitenta). Przy niepełnej lub wyższej gwarancji, straty banku odpowiednio maleją lub rosną.

3. Klasyfikacja produktów strukturyzowanych

Produkty strukturyzowane mogą być **klasyfikowane** według różnych kryteriów ([Mikita, Pełka 2009, s. 154; Zaremba 2009; Gabryelczyk, Ziarko-Siwiek (red.) 2008, s. 84; Pyka 2008, s. 69]):

- rodzajów produktów,
- możliwości giełdowego obrotu,
- stopnia ochrony (gwarancji) kapitału,
- wysokości współczynnika partycypacji,
- profilu wypłat,
- wysokości prowizji,
- okresu trwania,
- minimalnej kwoty inwestycji,
- rodzaju instrumentów bazowych.

Emitentami produktów strukturyzowanych są instytucje finansowe – najczęściej banki, zakłady ubezpieczeń, domy maklerskie, firmy zarządzające aktywami na zlecenie, fundusze inwestycyjne.

Produkty strukturyzowane oferowane są w **formie**:

- polis inwestycyjnych (polis na życie lub polis na dożycie, polis z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym) – są połączeniem ochrony ubezpieczeniowej

i produktów inwestycyjnych; są mało płynnym instrumentem (nie istnieje rynek wtórny, a likwidacja przed terminem zapadalności wiąże się ze stratą znacznej części środków),

- lokat strukturyzowanych (lokat inwestycyjnych, lokat indeksowanych) – są połączeniem tradycyjnej lokaty bankowej (ta część zwykle jest gwarantowana i inwestowana w skarbowe papiery wartościowe) i instrumentów pochodnych;
- strukturyzowanych certyfikatów depozytowych – są to bankowe papiery wartościowe, emitowane zgodnie z prawem bankowym; cena odkupowanych przed terminem instrumentów jest zależna od faktycznego zachowania się instrumentów bazowych (inwestor nie ponosi dodatkowych kosztów przy przedterminowym wyjściu z inwestycji),
- obligacji strukturyzowanych – papiery wartościowe emitowane na podstawie ustawy o obligacjach, mogą być notowane na rynku giełdowym (dzięki czemu ich płynność może być wysoka),
- certyfikaty inwestycyjne – emitowane przez zamknięte fundusze inwestycyjne (na podstawie ustawy o funduszach inwestycyjnych), mogą być wprowadzane na rynek giełdowy; ograniczenia ustawowe zmniejszają swobodę w konstruowaniu tego typu produktów.

Wszystkie rodzaje produktów mają zbliżoną ogólną konstrukcję, jednak różnią się pewnymi elementami wynikającymi z odmiennych uregulowań prawnych²; część z nich ma charakter prosty, inne mogą być instrumentami wieloindeksowymi, uwzględniającymi różne strategie opcyjne. Istotną cechą wyróżniającą poszczególne formy struktur jest kwestia możliwości **notowania na rynku publicznym** (dotyczy to szczególności obligacji i certyfikatów strukturyzowanych). Inwestorzy lokujący środki w instrumenty giełdowe mają możliwość łatwiejszej bieżącej weryfikacji wartości tych produktów; istnienie wtórnego rynku daje także możliwość przedterminowego wyjścia z inwestycji bez ponoszenia znaczących kosztów (co nie zawsze jest możliwe w przypadku innych instrumentów).

Kluczową kryterium klasyfikacji produktów strukturyzowanych jest kwestia **ochrony kapitału**. Jako iż – zgodnie z cytowanymi badaniami – kwestia bezpieczeństwa inwestycji ma kluczowe znaczenie dla nabywców tych produktów, większość ofert uwzględnia co najmniej częściowe gwarancje. Generalnie kryterium to pozwala wyróżnić cztery rodzaje produktów strukturyzowanych:

- produkty ze 100-procentową ochroną kapitału – niezależnie od wyników inwestycyjnych, nabywca otrzyma co najmniej zainwestowaną nominalnie kwotę,
- produkty z częściową ochroną kapitału – gwarancja określona jest procentowo w relacji do kapitału nominalnego,
- produkty z gwarancją minimalnej stopy zwrotu – emitent gwarantuje nie tylko zwrot zainwestowanego kapitału, ale także dochód co najmniej na poziomie wskazanym w warunkach subskrypcji,

² Więcej w: [Antkiewicz, Kalinowski (red.) 2008, s. 215-223].

– produkty bez ochrony kapitału – inwestor nie uzyskuje żadnej ochrony; lokata taka nie zawiera gwarancji przed poniesieniem strat.

Przyjęta przez emitenta strategia opcyjna może wpływać na poziom gwarancji – możliwe jest ograniczanie zysków klienta. Przykładowo, stosowane są gwarancje warunkowe – istnieje pełna ochrona kapitału, pod warunkiem, że wartość instrumentów bazowych nie spadnie poniżej określonego poziomu.

Gwarancja ochrony kapitału (i ewentualnie minimalnego zwrotu) dotyczy wartości inwestycji na koniec okresu przewidzianego w warunkach subskrypcji. W przypadku przedterminowego wyjścia z inwestycji (sprzedaży lub likwidacji instrumentu), gwarancja nie obowiązuje i klient odzyskuje taką kwotę, jaka wynika z bieżącej wyceny instrumentu (zwykle pomniejszoną o określone opłaty lub z ograniczeniem kwoty kapitału lub premii).

Współczynnik partycypacji jest kluczowym elementem określającym potencjalną wielkość dochodu inwestora z produktu strukturyzowanego. Jest to relacja zysku z inwestycji i zmiany wartości instrumentu bazowego. Możliwe są trzy warianty:

- zysk z inwestycji jest proporcjonalny do zmian wartości instrumentów bazowych (instrumenty takie bezpośrednio odzwierciedlają wynik realizowany na inwestycji w aktywa bazowe),
- inwestorzy nie w pełni partycypują w zyskach (pozostała część stanowi dodatkowy dochód emitenta),
- produkty z „lewarem” – oferujące wzmocnioną ekspozycję na instrument bazowy³.

Poziom dochodu, jaki inwestor może zrealizować z produktu strukturyzowanego zależy także od **profilu wypłat**, czyli od konstrukcji przepływów pieniężnych. Warunki produktu mogą przewidywać profil wypłat: okresowy, zmienny lub stały, stały w określonym okresie, całkowicie wypłacalny w określonym okresie.

Niezależnie od wbudowanej w konstrukcję produktu gwarancji ochrony kapitału, klient nie zawsze może odzyskać zainwestowaną kwotę. Warunki instrumentu strukturyzowanego mogą bowiem uwzględniać **prowizje**. Przede wszystkim bywają stosowane prowizje wstępne – oznacza to, że emitent potrąca określoną kwotę po przyjęciu środków od klienta i tylko pozostała część jest inwestowana. Ponadto występują prowizje (opłaty manipulacyjne) za przedterminową likwidację instrumentu (zerwanie umowy).

Kolejnym czynnikiem różnicującym produkty strukturyzowane jest **okres trwania umowy**. Podobnie jak inne produkty finansowe, inwestycje strukturyzowane można podzielić w zależności od terminu ich wykupu na krótko- (do 1 roku), średnio- (do 5 lat) i długoterminowe (powyżej 5 lat). Czas trwania inwestycji do pewne-

³ Ponad 100-procentowa partycypacja w zmianie ceny instrumentu bazowego – w zależności od przyjętej strategii opcyjnej partycypacja może dotyczyć wyłącznie zysków lub strat bądź zarówno zysków, jak i strat, ewentualnie udziału w zysku – ale tylko w określonym przedziale.

go stopnia wiąże się z formą produktu i jest zależny od rodzaju klientów, do których adresowana jest umowa. Z tymi elementami wiąże się też kwestia wymaganej **minimalnej kwoty inwestycji**. Niekiedy rodzaj inwestycji, a także charakter aktywów bazowych determinują wysokie minimum inwestycyjne.

Instrumentami bazowymi, na które opiewa instrument pochodny będący częścią produktu strukturyzowanego, mogą być: stopy procentowe, inflacja, kursy walutowe, surowce i towary, akcje lub koszyki akcji, instrumenty dłużne, indeksy giełdowe, koszyki instrumentów, certyfikaty inwestycyjne, zdarzenia kredytowe, nieruchomości, ubezpieczenia (wartość odszkodowań), tempo wzrostu PKB itp. Warto zwrócić uwagę, że opcje mogą dotyczyć nie tylko kategorii rynkowych – w praktyce wachlarz przedmiotu „zakładów” (jakimi *de facto* są opcje) jest nieskończony; przykładowo opcje mogą dotyczyć zjawisk pogodowych (np. średnia temperatura lub wartość opadów), sportowych (np. liczba zdobytych medali lub punktów/bramek) itd. W przypadku gdy aktywami bazowymi są proste instrumenty bazowe, stosowane są proste strategie opcyjne, a okres inwestowania jest krótki, ryzyko instrumentu strukturyzowanego jest stosunkowo niskie. Rośnie ono wraz z zastosowaniem złożonych, pozabilansowych (zwłaszcza niefinansowych) instrumentów, charakteryzujących się dużą zmiennością lub nawet nieprzewidywalnością, a także wraz ze stosowaniem bardziej skomplikowanych strategii opcyjnych i wydłużaniem horyzontu czasowego inwestycji.

W Polsce nie istnieją regulacje prawne normujące produkty strukturyzowane; w niektórych krajach (gdzie ten segment rynku znajduje się w fazie dojrzałej) instytucje nadzorujące rynek finansowy wprowadziły pewien zakres unormowań (np. w Wielkiej Brytanii, Stanach Zjednoczonych, we Włoszech). W Unii Europejskiej przygotowywane są wspólne regulacje mające na celu ochronę konsumentów nabywających produkty finansowe o charakterze inwestycyjnym (mają się odnosić do „detailed products of investment in packages” – *Packaged Retail Investment Products*). Wdrożenie wspólnych standardów ma umożliwić pełne zrozumienie istoty nabywanych instrumentów, porównywanie różnych produktów, ocenę ryzyka i potencjalnej dochodowości inwestycji⁴.

4. Rynek produktów strukturyzowanych

Produkty strukturyzowane obecne są na polskim rynku od dość dawna, jednak dopiero od 2008 r. można mówić o ich dużej popularności. Dość trudno jest oszacować wielkość rynku produktów strukturyzowanych, ze względu na ich specyficzny charakter – emisje przeważnie mają charakter niepubliczny, a same instrumenty nie są jednoznacznie identyfikowalne w sprawozdaniach finansowych emitentów; dane pochodzą zwykle z obserwacji rynkowych i deklaracji emitentów. Portal Structus.pl szacuje, że w 2009 r. Polacy zainwestowali w produkty strukturyzowane ok. 6,5-7 mld zł [Struc-

⁴ Więcej w: [KNF 2010].

tus.pl 2010a]. Z kolei StructuredRetailProducts.com szacował sprzedaż detalicznych produktów strukturyzowanych w Polsce na poziomie 1,1 mld euro, a łączną kwotę ulokowaną w trwających na koniec 2009 r. umowach na 3,5 mld euro [*European markets...* 2010]. Na koniec II kwartału 2010 r. wartość produktów strukturyzowanych znajdujących się w portfelach klientów⁵ wyniosła 15,5 mld zł [KNF 2010]. Rozmiar tego rynku jest zatem mało znaczący w porównaniu z innymi kierunkami lokowania oszczędności gospodarstw domowych⁶. W 2009 r. nominalna wartość produktów strukturyzowanych znajdujących się w portfelach klientów w relacji do PKB wyniosła zaledwie 1,12%, co jest poziomem niższym w porównaniu nie tylko z krajami Europy Zachodniej, ale także z innymi państwami naszego regionu (Czechami, Słowacją)⁷.

Według danych portalu Structus.pl, liczba subskrypcji produktów strukturyzowanych rośnie (rys. 2) – w 2009 r. dostępnych było 458 produktów⁸ [Structus.pl 2010a].

Głównymi rodzajami produktów strukturyzowanych w Polsce są polisy na życie i dożycie (ponad połowa wszystkich produktów w 2009 r.) i lokaty inwestycyjne (ok. 30%) [Structus.pl 2010a]. Zdecydowaną większość (ponad 95%) stanowią produkty złotowe, instrumenty wyrażone w USD mają niemal 3-procentowy udział, a w euro – jedynie niewiele ponad 1% [www.analizy.pl]. Stosunkowo mała część tych instrumentów jest w obrocie giełdowym⁹, sukcesywnie jednak rosną liczba transakcji i obroty (rys. 3).

Badając dostępność produktów dla klientów, należy wziąć pod uwagę dwie kwestie: dostępność formalną (stosowane przez emitenta ograniczenia) oraz ekonomiczną (wynikającą z wysokości minimalnej kwoty inwestycji). W 2009 r. około 60% produktów było dostępnych dla wszystkich, w 31% przypadków emitent wymagał założenia rachunku, a 8% produktów dostępnych było dla wybranej grupy klientów (najczęściej dotyczyło segmentu *private banking*) [Structus.pl 2010a]. Niemal 90% subskrypcji dotyczyło produktów, których minimum inwestycyjne nie przekraczało 10 tys. zł (ponad 1/3 to produkty do 5 tys. zł); jedynie ok. 2% produktów adresowanych jest do wąskiego grona inwestorów skłonnych ulokować co najmniej 100 tys. zł¹⁰.

⁵ Łączna wartość sprzedanych produktów strukturyzowanych narastająco, pomniejszona o wartość produktów, które już zapadły.

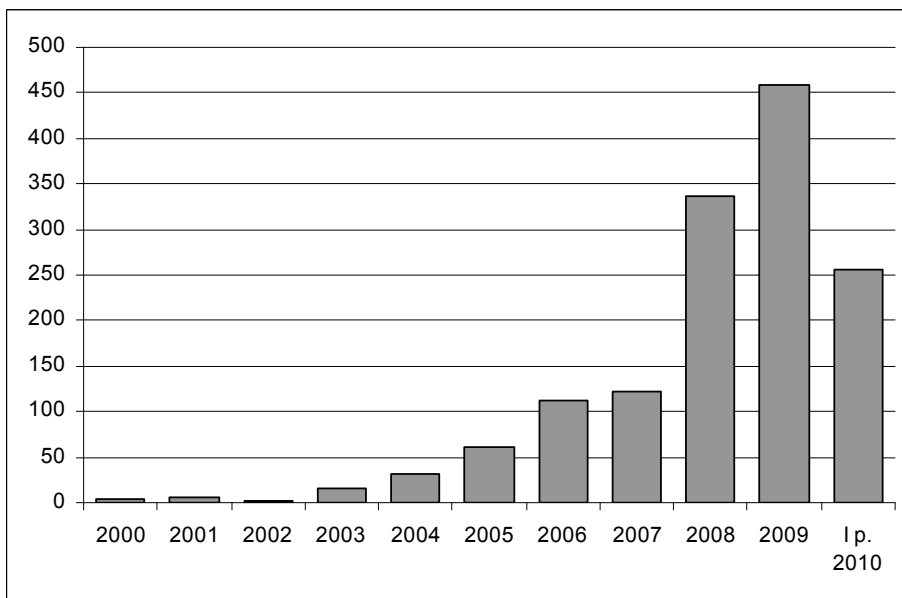
⁶ Stanowi równowartość zaledwie 3,9% wartości depozytów bankowych gospodarstw domowych i 15,2% środków zgromadzonych w funduszach inwestycyjnych.

⁷ Rekordowy poziom tej relacji notowany jest w Belgii (ponad 25%), we Włoszech i w Szwajcarii (ponad 10%). W zestawieniu kwot nominalnych w rankingu najlepiej wypadają Niemcy i Włochy [KNF 2010].

⁸ Niemal 6% (27) produktów nie zostało uruchomionych.

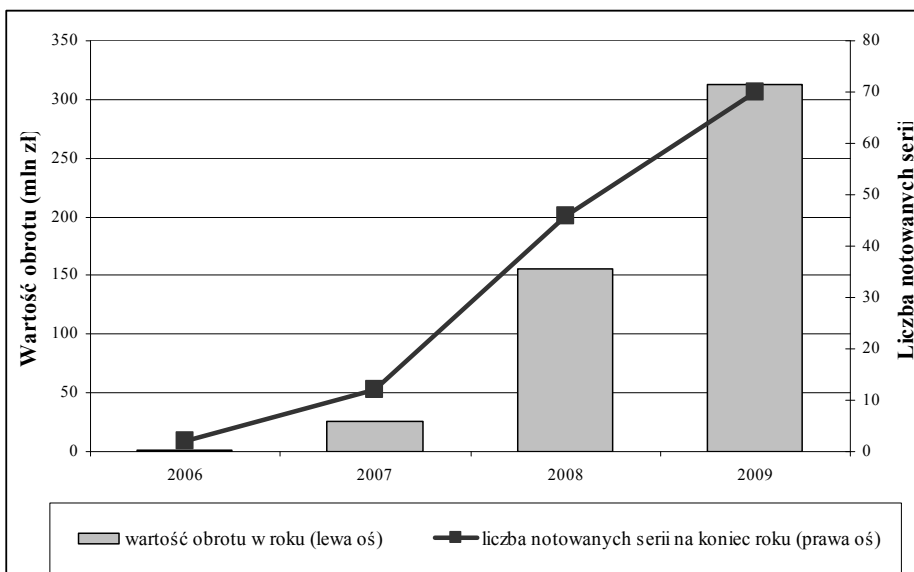
⁹ Pierwszy produkt strukturyzowany zadebiutował na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych w sierpniu 2006 r.; na koniec 2009 r. notowanych było 70 produktów (54 certyfikaty i 16 obligacji).

¹⁰ Ten element oferty dość dynamicznie się zmienia – w 2010 r. dominowały już produkty, dla których minimalna wpłata nie przekraczała 5 tys. zł – emitenci chcą w ten sposób zainteresować tymi



Rys. 2. Liczba subskrypcji produktów strukturyzowanych w poszczególnych latach

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Structus.pl 2010a, b].



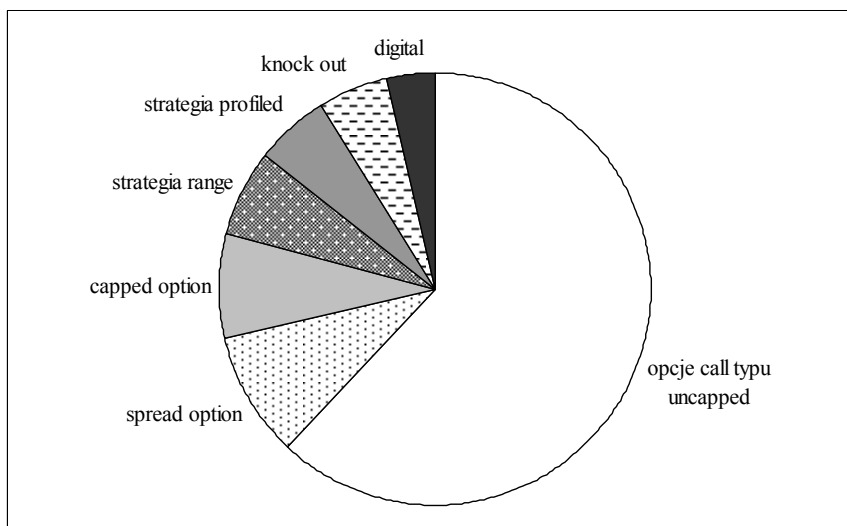
* Wartość obrotu uwzględnia notowania ciągłe, notowania jednolite i transakcje pakietowe.

Rys. 3. Produkty strukturyzowane na GPW w Warszawie

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Rocznik giełdowy... 2010].

Analizując rodzaje instrumentów bazowych, można zauważyć, że w Polsce dominują struktury oparte na indeksach giełdowych (w szczególności WIG 20, a także S&P500), walutach (w szczególności kurs EUR/PLN oraz USD/PLN), surowcach; dość popularne są także hybrydy (inwestycje oparte na kilku różnych instrumentach).

Dla oceny potencjalnych dochodów z produktów strukturyzowanych istotne są rodzaje opcji uwzględnione w konstrukcji tych instrumentów. Najczęściej stosowane są proste opcje kupna (dotyczące wzrostu wartości pojedynczego instrumentu – *uncapped call option*). Innymi popularnymi strategiami są: zarabianie na różnicy pomiędzy dwoma instrumentami – *spread option*, opcje *capped*, strategie typu *range* [Open Finance 2008] (zob. rys. 4). Wraz z rozwojem tego segmentu rynku instrumentów finansowych rośnie znaczenie bardziej złożonych opcji wbudowanych w produkty strukturyzowane – począwszy od 2009 r. udział opcji innych niż „waniliowe” przekracza 50-60% [KNF 2010].



Rys. 4. Oferowane produkty strukturyzowane ze względu na rodzaj konstrukcji

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Open Finance 2008].

W Polsce dominują produkty dające pełną gwarancję kapitału (ponad $\frac{3}{4}$ wszystkich produktów), co czternasty produkt daje gwarancję powyżej 100% (tzn. emitent gwarantuje zwrot kapitału oraz określony minimalny poziom zysku), ponad $\frac{1}{8}$ produktów daje gwarancję częściową, a tylko ok. 3% subskrypcji dotyczy produktów

instrumentami większe grono drobnych inwestorów indywidualnych. Na drugim biegunie znajdują się oferty kreowane na indywidualne zapotrzebowanie klientów z segmentu *private* – jednorazowo inwestycja taka sięga kilku milionów złotych.

bez ochrony kapitału [www.analizy.pl]. Kwestie te są istotne z punktu widzenia ryzyka inwestowania w te produkty i szacowania potencjalnego dochodu. Dodatkowo należy uwzględnić także prowizje i podatki – w połowie przypadków z produktami strukturyzowanymi wiąże się prowizje wstępne; nieznacznie więcej (51%) dostępnych jest produktów, z których dochody nie są obciążone podatkiem dochodowym [Structus.pl 2010a; Analizy online 2010].

Atrakcyjność inwestycyjna produktów strukturyzowanych w Polsce jest niewielka. Spośród przeanalizowanych przez Structus.pl produktów, które zakończyły się w 2009 r., jedynie 8% wygenerowało dwucyfrowy zysk (w skali rocznej); aż w 1/3 przypadków lokaty zakończyły się jedynie zwrotem zainwestowanego kapitału (bez uwzględnienia prowizji); pozostałe produkty przyniosły zysk poniżej 5%. Średnia roczna stopa zwrotu wyniosła zaledwie 3,25%, a mediana 2,21% [Structus.pl 2010a]¹¹; zważywszy, iż średnie oprocentowanie depozytów terminowych osób fizycznych (dla nowych umów) wynosiło w analizowanym okresie powyżej 4% [NBP 2010], nie był to wynik satysfakcjonujący¹². Według analiz KNF ok. 1/3 produktów strukturyzowanych oferowanych w okresie 2000-2010 przyniosła stopę zwrotu wyższą niż lokata bankowa¹³. W całym badanym okresie najwyższą odnotowaną stopą zwrotu było 22,38%, a najniższą: -85,94%; warto zaznaczyć, że dominowały produkty o przedziale stóp zwrotu (-1%; 1%) – było to 42% wszystkich produktów [KNF 2010].

Rozpatrując dochodowość instrumentów strukturyzowanych dla ich „emitentów”, należy wskazać, że jest ona wyższa niż w przypadku marż osiągniętych na lokatach bankowych. Analizy KNF wskazały, że w okresie 2000-2010 średnia marża¹⁴ w ujęciu rocznym wyniosła 2,17%, przy czym aż 91% produktów dało marżę wyższą niż 1% (co jest rzadkością w przypadku lokat terminowych); w najgorszym przypadku marża wyniosła 0,42%, a w najlepszym aż 5,69% [KNF 2010].

5. Podsumowanie

Produkty strukturyzowane dają nabywcom potencjalnie sporo korzyści: możliwość pośredniego inwestowania w nowe instrumenty, na nowych rynkach i osiąganie wysokich dochodów, przy jednoczesnej ochronie kapitału (lub ograniczeniu poziomu

¹¹ W pierwszym półroczu 2010 r. średnia stopa zwrotu wyniosła 4,42%, a mediana zaledwie 0,82%. Spośród 136 produktów zakończonych w tym okresie 59 dało jedynie zwrot zainwestowanego kapitału, a 4 przyniosły stratę. Zob. [Structus.pl 2010b].

¹² Podobna sytuacja utrzymywała się w innych analizowanych okresach (i wcześniejszych, i późniejszych) – szerzej: [www.analizy.pl].

¹³ Pod tym względem najlepsze były lokaty, dla których aktywami bazowymi były indeksy giełdowe – około połowa z tych produktów przyniosła dochód wyższy niż lokata bankowa; w ujęciu terminów zapadalności najlepiej pod tym względem wypadły lokaty o najdłuższych terminach – udział produktów o rentowności przekraczającej dochodowość lokat bankowych wyniósł tu 58%.

¹⁴ Rozumiana jako różnica między stopą WIBID a przeciętym oprocentowaniem depozytu terminowego.

strat). Nie są jednak wolne od wad: ochrona dotyczy zwykle nominalnej wartości kapitału (nie chroni zatem przed inflacją), a skomplikowane algorytmy ustalania dochodu czynią je nieprzejrzystymi (czasem znacznie utrudnione jest przeanalizowanie możliwości osiągnięcia dochodu), a przy tym instrumenty te mają niską płynność. Jakkolwiek znana jest formuła obliczania dochodu z inwestycji, to jednak dla oceny atrakcyjności inwestycji *ex ante* konieczna jest dobra orientacja w zagadnieniach finansów i rynków finansowych (w tym znajomość prognoz dotyczących kształtowania się cen aktywów bazowych w okresie lokaty); zważywszy na stopień skomplikowania obliczeń (utrudniany czasem dodatkowo złożonymi strategiami opcyjnymi), inwestor zwykle nie jest w stanie oszacować potencjalnego dochodu, a tym samym – podjąć racjonalnej decyzji. Jeśli jednak produkty te oferują gwarancję kapitału, wówczas mogą być atrakcyjnym instrumentem dla drobnych inwestorów i/lub osób charakteryzujących się wysoką awersją do ryzyka, a przy tym zainteresowanych poszerzeniem palety instrumentów lokacyjnych.

Dla banków instrumenty te stały się interesującą alternatywą; z jednej strony uwzględnienie ich w ofercie stało się koniecznością (właśnie uwagi ze względu na rosnącą popularność i zainteresowanie nimi klientów), z drugiej – stanowią one źródło potencjalnych znacznych dochodów. Po pierwsze, wynikają one z potencjału dochodowego instrumentów pochodnych opartych na rozmaitych instrumentach bazowych. Po drugie, emitenci mogą zapewnić sobie zyski poprzez uwzględnione w konstrukcji produktu prowizje (marże), odpowiednie strategie opcyjne oraz zawarte w algorytmach dochodu produktu współczynniki partycypacji. Te elementy umożliwiają bankom ograniczenie ryzyka, a nawet zapewnienie sobie dochodu w każdych warunkach zachowania się instrumentów bazowych. Ten aspekt rodzi niekiedy pokusę – niektórzy emitenci celowo stosują nieprzejrzyste formuły instrumentów strukturyzowanych i tak konstruują strategie inwestycyjne i warunki produktów, że prawdopodobieństwo osiągnięcia dochodu przez klienta jest niewielkie (tym samym bank odnotowuje większe zyski). Działania takie są jednak krótkowzroczne – mogą bowiem zniechęcać klientów nie tylko do alternatywnych form lokowania środków, ale i do oferujących je instytucji.

Jak podkreślano, dla banków ta forma lokat jest odejściem od tradycyjnych operacji bankowych. Mają ograniczoną przydatność jako źródło finansowania podstawowej działalności – aby zagwarantować zwrot kapitału, środki z tych depozytów nie są przeznaczane na działalność kredytową, lecz na zakup bezpiecznych papierów wartościowych oraz – dla realizacji dochodu (dla klienta i dla banku) – pochodnych instrumentów finansowych. Działalność inwestycyjna zaś nie powinna stanowić znaczącej części działalności banków uniwersalnych.

Literatura

- Analizy online, *I kwartał 2010 roku na rynku produktów strukturyzowanych*, 21.04.2010, <http://www.analizy.pl/fundusze/produkty-strukturyzowane>.
- Antkiewicz S., Kalinowski M. (red.), *Innowacje finansowe*, CeDeWU, Wyższa Szkoła Bankowa w Gdańsku, Warszawa 2008.
- Das S., *Structured Products and Hybrid Securities*, John Wiley & Sons (Asia), Singapore 2001.
- European markets analysis*, „SRPMagazine”, Issue 29, July/August 2010.
- Gabryelczyk K., Ziarko-Siwiek U. (red.), *Inwestycje finansowe*, CeDeWu, Warszawa 2008.
- GPW, *Produkty strukturyzowane*, www.gpw.pl.
- http://ec.europa.eu/internal_market.
- IPE, *IPE European Institutional Asset Management Survey 2008, 2009*, www.ipe.com.
- KNF, *Rynek produktów strukturyzowanych w Polsce w latach 200-2010*, UKNF, Warszawa, październik 2010.
- Mikita M., Pełka W., *Rynki inwestycji alternatywnych*, Poltext, Warszawa 2009.
- NBP, *Informacja wstępna*, nr 1/2010, styczeń 2010.
- Open Finance, *Produkty strukturyzowane w Polsce*, 2008, www.open.pl.
- Opolski K., Potocki T., Świst T., *Wealth Management. Bankowość dla bogatych*, CeDeWu, Warszawa 2010.
- Pruchnicka-Grabias I. (red.), *Inwestycje alternatywne*, CeDeWu, Warszawa 2008.
- Pyka I., *Bankowe instrumenty strukturyzowane*, [w:] *Działalność doradcza w obszarze instrumentów rynku finansowego*, Zeszyty Naukowe AE im. K. Adamieckiego w Katowicach, „Studia Ekonomiczne” nr 51, Katowice 2008.
- Rocznik giełdowy 2010. Dane statystyczne za rok 2009*, GPW w Warszawie, Warszawa 2010.
- Structus.pl, *Rynek produktów strukturyzowanych w Polsce w 2009 r. Raport analityczny*, marzec 2010a.
- Structus.pl, *Rynek produktów strukturyzowanych w Polsce od stycznia do czerwca 2010. Raport analityczny*, wrzesień 2010b.
- www.analizy.pl/fundusze/produkty-strukturyzowane.
- Zaremba A., *Produkty strukturyzowane. Inwestycje nowych czasów*, Helion, Gliwice 2009.

STRUCTURED PRODUCTS IN BANKS' OFFERS

Summary: The paper is devoted to the structured products offered by banks. The essence of those instruments is pointed as well as the key elements of their construction, affecting their profitability and risk. The empirical data for the Polish market is also presented, including the evaluation of investment attractiveness of structured products (for buyers and issuers).