

*Dominik Kubacki\**

## **PRODUKTY STRUKTURYZOWANE JAKO ALTERNATYWA DLA TRADYCYJNYCH FORM LOKOWANIA OSZCZĘDNOŚCI**

Nowoczesny rynek finansowy daje wiele możliwości lokowania środków pieniężnych – lokaty w bankach, rynek akcji, rynek towarowy, rynek surowców, fundusze inwestycyjne, dobra luksusowe. Opcji jest wiele. Należy jednak pamiętać, że każda z nich przynosi określone ryzyko.

Największą popularnością cieszył się do niedawna w Polsce rynek akcji i rynek funduszy inwestycyjnych, uznawane za ryzykowne formy pomnażania kapitału. Jednak zawirowania na rynkach finansowych, widoczne od początku XXI w. (bańka internetowa czy obecnie trwający kryzys na światowych rynkach finansowych zapoczątkowane upadłością banku Lehman Brothers) zmieniły to na skutek ogromnych strat, jakie poniosły zarówno instytucje finansowe, jak i inwestorzy indywidualni. Od tego czasu widoczny jest wzrost awersji do ryzyka, wzrost niepewności co do przyszłych realnych zysków i poszukiwanie bardziej bezpiecznych form inwestowania. W odpowiedzi na oczekiwania rynku znacząco wzrosło zainteresowanie klientów nową kategorią inwestycji, określaną mianem aktywów alternatywnych, czyli produktów pozwalających osiągnąć zysk niezależnie od sytuacji na rynkach, a przy tym minimalizować ryzyko straty. Jednym z produktów spełniających ten warunek są produkty strukturyzowane, nie tylko mniej ryzykowne, ale zapewniające ochronę kapitału, dające przy tym szansę na zyski wyższe niż odsetki z bankowych lokat. Celem artykułu jest przedstawienie pojęcia i cech charakterystycznych produktów strukturyzowanych, omówienie zalet i wad tego typu produktów oraz prezentacja polskiego rynku tych produktów.

### **1. POJĘCIE I CECHY CHARAKTERYSTYCZNE PRODUKTÓW STRUKTURYZOWANYCH**

Choć nie istnieje jedna ogólna definicja charakteryzująca produkty strukturyzowane, generalnie mówi się, że produkty strukturyzowane to narzędzia inwestycyjne tworzone za pomocą kombinacji różnych instrumentów finansowych w celu spełnienia oczekiwań inwestorów, które nie mogą zostać zaspokojone w drodze

---

\* Mgr, Instytut Finansów, Bankowości i Ubezpieczeń, Uniwersytet Łódzki.

bezpośredniej inwestycji w instrument bazowy (*underlying asset*). Emitentem tej kategorii produktów najczęściej są banki, brokerzy papierów wartościowych, instytucje wspólnego inwestowania i ubezpieczyciele<sup>1</sup>.

Do najpopularniejszych instrumentów finansowych, od zachowania których uzależniona jest wysokość zysku z inwestycji, należą<sup>2</sup>:

- a) indeksy giełdowe,
- b) ceny akcji spółek (pojedynczych lub portfeli akcji),
- c) ceny towarów, surowców (metale, nośniki energii, ceny płodów rolnych itp.),
- d) kursy walut,
- e) wysokość stóp procentowych.

Przyjmuje się, że tę grupę instrumentów finansowych charakteryzują cztery poniższe warunki, które decydują o ich alternatywnej formie<sup>3</sup>:

#### 1. Ochrona kapitału<sup>4</sup>.

Bardzo często spotykaną cechą produktów strukturyzowanych jest wbudowany mechanizm, który chroni zainwestowany kapitał na wypadek niekorzystnego zachowania instrumentu bazowego, to znaczy wystawca lub inny podmiot gwarantuje inwestorowi zwrot co najmniej 100% wpłaconego kapitału, pod warunkiem utrzymania produktu do końca okresu inwestycji. Teoretyczny model zakłada, że część kapitału przeznaczona jest na zakup obligacji zerokuponowej, która dokładnie w momencie wygaśnięcia produktu osiągnie wartość wpłaconej przez klienta kwoty i pozwoli wystawcy wywiązać się z obietnicy zwrotu minimum 100% środków. Pozostała część kapitału, pomniejszona o prowizje wystawcy i dystrybutora, inwestowana jest w instrumenty pochodne, których wartość zależy od aktywa bazowego. Może się jednak okazać, że wspomniany instrument bazowy w najgorszym przypadku może nie osiągnąć dodatniej stopy zwrotu, a w najlepszym, zysk może okazać się wyższy od oprocentowania obligacji lub lokaty.

Należy jednak zdawać sobie sprawę, że część produktów strukturyzowanych może przybierać inne formy. Może/mogą to być:

- a) częściowa ochrona kapitału, np. 90% – w tym przypadku inwestor, inwestując 1000 zł, w dniu zapadalności instrumentu otrzyma co najmniej 900 zł,
- b) warunkowa ochrona kapitału, mówimy wówczas o tzw. *soft protection*, co oznacza, że kapitał jest chroniony do momentu zaistnienia z góry określonych

<sup>1</sup> M. Mikita, W. Pełka, *Rynki inwestycji alternatywnych*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2009, s. 154.

<sup>2</sup> [http://www.gpw.pl/produkty\\_strukturyzowane\\_instrumenty](http://www.gpw.pl/produkty_strukturyzowane_instrumenty), data dostępu 07.12.2011.

<sup>3</sup> A. Zaremba, *Produkty strukturyzowane. Inwestycje nowych czasów*, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2009.

<sup>4</sup> Ochrony kapitału nie należy mylić z bezpieczeństwem powierzonych środków. Jest to bardzo istotne, ponieważ wszelkie obietnice dotyczące gwarancji czy ochrony kapitału są na tyle obowiązuje, na ile wystawca produktu jest w stanie się z nich wywiązać.

warunków, np. jeśli wartość instrumentu bazowego spadnie poniżej określonej wartości początkowej, inwestor w pełni partycypuje w spadku wartości instrumentu bazowego,

c) warunki wyłączające ochronę, mamy wówczas do czynienia z *tracker* 'em, co oznacza, że instrument w sposób symetryczny odwzorowuje wartość aktywa bazowego,

d) gwarancja minimalnej stopy zwrotu, np. 15% – z każdego ulokowanego 1000 zł inwestor otrzymuje minimalnie 1150 zł; ten rodzaj ochrony teoretycznie jest najbezpieczniejszy.

## 2. Ustalony czas trwania inwestycji.

Drugą cechą charakteryzującą produkty strukturyzowane, bez względu na formę w jakiej są oferowane, jest ściśle określony czas trwania inwestycji. Może być on różny, w zależności od zakupionego produktu. Z reguły nabywca produktu ma prawo do wcześniejszego wycofania środków przed terminem zapadalności produktu, jednak zależy to od formy oraz specyfiki konkretnego produktu i często wiąże się z utratą pewnej części kapitału czy odsetek, a także poniesieniem umownej opłaty.

## 3. Stopa zwrotu oparta na z góry określonej formule.

Kolejną cechą tych produktów jest ściśle określona na początku inwestycji formuła naliczania stóp zwrotu z produktu, a więc informacja, przy którym scenariuszu rynkowym zarabia inwestor – na wzroście, spadku czy na stabilizacji ceny. Możliwości jest wiele, ale należy być świadomym, że jedno zdarzenie, np. zmiana ceny aktywa bazowego o określoną wartość (naruszenie tzw. bariery), może spowodować anulowanie naliczania stopy zwrotu, a nawet przynieść stratę części kapitału w sytuacji braku pełnej ochrony kapitału. Niektóre produkty oferują korzyści podatkowe, jak np. w Polsce polisy ubezpieczeniowe zwolnione z podatku od zysków kapitałowych.

## 4. Wbudowany instrument pochodny.

Czwartą cechą produktów jest konstrukcja instrumentu pochodnego, która oparta jest o różne strategie. Mogą to być proste strategie, ograniczone tylko do zakupu opcji zarabiających na wzroście (*call*) lub spadku (*put*) instrumentu bazowego<sup>5</sup>, aż do tych zawiłych, jak na przykład:

a) opcje azjatyckie (inaczej: opcje średniej ceny, opcje średniej wartości) – są jednymi z bardziej popularnych opcji niestandardowych, kupowane w celach zabezpieczających. Zysk tego instrumentu uzależniony jest nie tylko od ceny aktywa bazowego w dniu wykonania opcji, lecz od średniej (geometrycznej, arytmetycznej) jego ceny w pewnym ustalonym okresie w czasie trwania opcji;

b) opcje binarne – należą do grupy opcji egzotycznych, kupowane na rynku pozagiełdowym. Są to instrumenty o określonym z góry dochodzie lub o dochodzie

<sup>5</sup> Często można spotkać inną nazwę dwóch wymienionych opcji jako *opcję plain vanilla*.

równym zero. Wypłata z opcji binarnej może mieć postać albo ustalonej z góry ilości gotówki, albo może nastąpić w postaci aktywa bazowego;

c) opcje barierowe – są opcjami warunkowymi, które różnią się od standardowych opcji waniliowych tym, że mają wbudowaną dodatkową barierę, która może decydować o takich cechach opcji, jak poziom wykonania czy termin wygaśnięcia, a także wysokość premii oraz ryzyko związane z danym instrumentem bazowym;

d) strategia opcyjna, taka jak *long straddle*, polegająca na zakupie opcji *call* i *put* z tą samą ceną i datą wykonania. Pozwala ona osiągnąć zyski w sytuacjach dużej zmienności na rynkach.

## 2. KLASYFIKACJA PRODUKTÓW STRUKTURYZOWANYCH

Produkty strukturyzowane nie tworzą jednolitej kategorii, co utrudnia ich klasyfikację. Spowodowane jest to faktem, iż instrumenty te są względem siebie bardzo różnorodne, a także poszczególne z nich posiadają cechy charakterystyczne dla różnych grup produktów. Niemniej, w literaturze można znaleźć ich klasyfikację w podziale na kilka aspektów. Jedną z nich jest ta przedstawiona w pracy S. Olszewskiego, która dzieli produkty strukturyzowane na<sup>6</sup>: rodzaj instrumentu bazowego, formę produktu oraz strukturę produktu. Inną klasyfikację można znaleźć w roczniku giełdowym<sup>7</sup>. Wówczas kryterium stanowi termin zapadalności i konstrukcja produktu.

Pierwszą grupę produktów, jaką można wyróżnić w kategorii rodzaju instrumentu bazowego, to produkty związane z rynkiem akcyjnym – *Equity-Linked Notes*. W skład tej grupy wchodzi wszystkie te instrumenty, z których zysk jest uzależniony od kształtowania się cen akcji na rynku.

Drugą grupę stanowią produkty *FX-Linked Notes*, których wielkość wypłat zależy od zachowania kursów walutowych (spadek, wzrost, jak i stabilizacja waluty).

Kolejną grupą to produkty związane z kształtowaniem się stóp procentowych – *Interest Rate-Linked Notes*. W tej grupie można wyróżnić trzy jej główne typy<sup>8</sup>:

- a) *step-up notes* – papiery oferujące wzrastającą wraz z upływem czasu stopę procentową,
- b) *fixed-reate notes* – papiery posiadające stałą stopę procentową,
- c) *range accural* – papiery, których zysk z inwestycji uzależniony jest od utrzymywania się stopy procentowej w ściśle określonym przedziale.

<sup>6</sup> S. Olszewski, *Produkty strukturyzowane*, [w:] K. Perez, U. Ziarko-Siwiek (red.), *Inwestycje finansowe*, Cedewu, Warszawa 2011, s. 55–90.

<sup>7</sup> *Rocznik giełdowy 2011. Dane statystyczne za rok 2010*, Giełda Papierów Wartościowych, Warszawa 2011, [www.gpw.pl/produkty\\_strukturyzowane\\_instrumenty](http://www.gpw.pl/produkty_strukturyzowane_instrumenty).

<sup>8</sup> S. Olszewski, *Produkty strukturyzowane...*, s. 55–90.

**Tabela 1. Klasyfikacja produktów strukturyzowanych**

Kryterium	Nazwa
Rodzaj instrumentu bazowego	<i>Equity-Linked Notes</i> <i>FX-Linked Notes</i> <i>Interest Rate-Linked Notes</i> <i>Hedge Fund-Linked Notes</i> <i>Commodity-Linked Notes</i> Produkty oparte na rynku nieruchomości Produkty hybrydowe
Forma produktu	Lokaty inwestycyjne (indeksowane) Certyfikaty Obligacje strukturyzowane Certyfikaty inwestycyjne Polisy ubezpieczeniowe
Struktura kuponu	Produkty typu <i>growth</i> Produkty typu <i>income</i>
Termin zapadalności	Instrumenty krótkoterminowe Instrumenty średnioterminowe Instrumenty długoterminowe
Konstrukcja instrumentu	Produkty gwarantujące pełną ochronę Produkty niegwarantujące pełnej ochrony

Źródło: oprac. własne na podstawie: S. Olszewski, *Produkty ustrukturyzowane*, [w:] K. Perez, U. Ziarko-Siwiek (red.), *Inwestycje finansowe*, Cedewu, Warszawa 2008, s. 55–90; *Rocznik giełdowy 2011. Dane statystyczne za rok 2010*, Giełda Papierów Wartościowych, Warszawa 2011, www.gpw.pl

Dużą popularnością, w okresie spowolnienia (kryzysu) na rynkach, cieszą się z kolei *Hedge Fund-Linked Notes*. Są to produkty, których stopa zwrotu zależna jest od wartości jednostek funduszy hedgingowych.

Kolejną grupę stanowią produkty nazywane jako *Commodity-Linked Notes*. To produkty oparte na rynkach surowcowych, takich jak ropa naftowa, gaz ziemny, miedź, złoto, srebro czy nawet surowce spożywcze. W tej kategorii występują również produkty oparte na rynku nieruchomości, których wartość indeksu uzależniona jest od wzrostu wartości certyfikatów funduszu nieruchomości.

Szeroką grupę reprezentują produkty hybrydowe, oparte na różnych klasach aktywów, np. na indeksie akcji i indeksie surowców. Wówczas wartość zysku tego typu instrumentów uzależniona jest od kilku rynków różniących się od siebie.

Drugie kryterium oparte o formę prawną pozwala wyróżnić 5 różnych produktów. Pierwsze produkty to tzw. lokaty inwestycyjne (indeksowane), które łączą zalety klasycznego depozytu z produktem strukturyzowanym. Tym, co je wyróżnia na rynku jest gwarancja zwrotu kapitału na koniec okresu inwestycji.

W Polsce są one objęte gwarancjami Bankowego Funduszu Gwarancyjnego (BFG), a ich dochód podlega opodatkowaniu podatkiem od osób fizycznych.

Popularną formę stanowią certyfikaty, które są emitowane przez banki, stąd często nazywa się je strukturyzowanymi certyfikatami depozytowymi (SCD). Najczęściej zapewniają one inwestorowi gwarancję części kapitału, niezależnie od wyników osiągniętych przez emitenta. Zaletą tego typu produktów jest możliwość wcześniejszego wycofania swoich środków i nie musi oznaczać poniesienia straty z inwestycji.

Można także wyróżnić certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte. Konstrukcja ta pozwala zarówno wprowadzić instrumenty na giełdę, jak i obrót na rynku wtórnym bezpośrednio przez dystrybutora, co umożliwia ich odkupywanie. Podlegają one ustawie o funduszach inwestycyjnych.

Stosunkowo dużym zainteresowaniem cieszą się obligacje strukturyzowane, które mogą być notowane na rynku papierów wartościowych, co pozwala na „wchodzenie” i „wychodzenie” z inwestycji w trakcie jej trwania. Instrumenty te zwykle oferują gwarancję kapitału, przy czym ewentualny dochód (uzależniony jest od kształtowania się cen instrumentów bazowych określonych w warunkach emisji) jest wypłacany w formie kuponu o zmiennej wielkości. Dochód z inwestycji w obligacje podlega opodatkowaniu podatkiem dochodowym od osób fizycznych na zasadach ogólnych.

Najczęstszą jednak formą produktu, jaką można spotkać obecnie na rynku, są polisy ubezpieczeniowe. Powodem takiej sytuacji jest to, że dochód z tej grupy instrumentów nie podlega obciążeniu podatkiem od zysków kapitałowych, zgodnie z ustawą o działalności ubezpieczeniowej. Z praktycznego punktu widzenia nie różnią się one niczym od inwestycji w lokatę czy obligację. Różnica jest jednak taka, że w przeciwieństwie do lokat nie podlegają ochronie BFG.

Kolejne kryterium pozwala wyróżnić produkty typu *growth* oraz *income*. Do pierwszej grupy zalicza się instrumenty, które nie dają ich posiadaczowi możliwości uczestniczenia w bieżących zyskach. Ich celem jest uzyskanie jak najwyższej wartości produktu na dzień zapadalności. Natomiast, do drugiej grupy zalicza się produkty oferujące inwestorowi okresowe wypłaty, których wielkość uzależniona jest od zachowania instrumentu bazowego w danym okresie inwestycji.

Czwarte kryterium wskazuje podział produktów strukturyzowanych ze względu na termin zapadalności, który, podobnie jak inne instrumenty finansowe, można podzielić w zależności od terminu ich wykupu na krótko-, średnio- i długoterminowe. Ten czynnik najczęściej wiąże się z formą oraz specyfiką danego produktu lub/i rodzajem klienta.

Ostatnie z wymienionych kryteriów pozwala wyróżnić dwa podstawowe rodzaje produktów strukturyzowanych. Pierwszy to produkty gwarantujące pełną ochronę kapitału – bardzo bezpieczne i dają inwestorowi określony udział w zyskach, jakie generuje wbudowany w produkt wskaźnik rynkowy, i jednocześnie 100-procentową gwarancję wypłaty wartości nominalnej w terminie rozliczenia.

Drugi produkt jest nieco bardziej ryzykowny, niegwarantujący pełnej ochrony kapitału, gdyż większy jest udział inwestora w zyskach, jak i w stratach generowanych przez produkt wbudowany.

### 3. ZALETY I WADY PRODUKTÓW STRUKTURYZOWANYCH

Inwestując w produkty strukturyzowane, warto poznać zarówno ich zalety, jak i wady. Do korzyści dla inwestora należy zaliczyć uczestnictwo w szeroko rozumianym światowym rynku finansowym i towarowym, a więc do wyrafinowanych instrumentów, wymagających wiedzy i doświadczenia w inwestowaniu. Mogą to być ceny papierów wartościowych, wartości indeksów giełdowych, kursy walut obcych, ceny surowców lub stopy procentowe. Dostęp do szerokiej klasy aktywów, znajdujących się w portfelach produktów strukturyzowanych, tworzy możliwość osiągania bardzo wysokich zysków z zainwestowanego kapitału. Dokonanie inwestycji w tego rodzaju instrumenty umożliwia dywersyfikację ryzyka nie tylko ze względu na rodzaj aktywa bazowego, ale również pod względem geograficznym. Ponadto, brak lub ujemna korelacja z rynkiem inwestycji tradycyjnych pozwala na znaczne zmniejszenie lub uniknięcie strat, gdy na rynku mamy pogorszenie koniunktury giełdowej.

Kolejną zaletą tych produktów jest fakt, że gwarantują ochronę kapitału. Oznacza to dla inwestora, że może on liczyć w dniu zapadalności inwestycji na tyle, ile wpłacił na początku, chyba że konstrukcja produktu mówi inaczej, czego świadomy jest inwestor na początku. Warto przy tym zauważyć, że instytucje finansowe, oferując te produkty swoim klientom, mogą je „uszyć” na miarę oczekiwań i skłonności do ponoszenia ryzyka poszczególnych inwestorów.

Równie istotne jest to, że w przypadku produktów strukturyzowanych, notowanych na Giełdzie, dochodzą inne ważne powody, dla których warto inwestować w instrumenty strukturyzowane. Wskazuje je Zarząd Giełdy<sup>9</sup>:

a) bezpieczeństwo i przejrzystość obrotu, pełna informacja o produkcie i emitencie,

b) możliwość osiągania zysków przewyższających tradycyjne formy oszczędzania, takie jak lokaty i obligacje; wiele instrumentów ma wbudowaną dźwignię finansową,

c) możliwość bezpośredniego dostępu do usług, które do tej pory były niedostępne dla inwestorów indywidualnych,

d) w przypadku produktów strukturyzowanych, notowanych na Giełdzie, możliwość sprzedaży instrumentu na rynku wtórnym (inwestor ma możliwość wycofania się z inwestycji w dowolnym momencie przed terminem wykupu instrumentu przez emitenta),

<sup>9</sup> [http://www.gpw.pl/produkty\\_strukturyzowane\\_instrumenty](http://www.gpw.pl/produkty_strukturyzowane_instrumenty), data dostępu 09.12.2011.

e) wszystkie produkty giełdowe znajdują się na jednym rachunku w Domu Maklerskim.

Jednak oprócz zalet, istnieją też wady tych produktów. Po pierwsze, inwestycjom w produkty strukturyzowane towarzyszą różnego rodzaju czynniki ryzyka. Należą do nich<sup>10</sup>:

- a) zmiany cen, poziomu lub stóp zwrotu aktywów podstawowych,
- b) zmiany kursów walut, w przypadku aktywów zagranicznych,
- c) zmiany stóp procentowych,
- d) niska płynność lub brak rynku,
- e) obniżenie ratingu kredytowego emitenta lub jego niewypłacalność,
- f) destabilizacja sytuacji politycznej,
- g) kryzys ekonomiczny,
- h) niekorzystne zmiany prawa.

Znaczącym ograniczeniem w przypadku produktów strukturyzowanych jest również brak możliwości wcześniejszego rozwiązania umowy przez klienta bez konieczności ponoszenia wysokich opłat. W przypadku zakończenia inwestycji przed czasem, należy odkupić instrument po cenie rynkowej i zaakceptować ewentualne straty.

Następną wadą struktur jest także skomplikowana forma wypłaty zysku inwestorowi. O ile oczywisty jest przychód ze struktur, to już samo określenie zysku jest zawile nie tylko z powodu rozbudowanej konstrukcji, ale również ze względu na występowanie dość zaawansowanych formuł, określających kurs aktywa bazowego, po którym rozliczana będzie opcja – czy będzie to kurs z konkretnego dnia czy kurs średni?

Kolejnym ograniczeniem jest brak regulacji prawnych na instytucje finansowe w zakresie konstrukcji i obrotu tymi produktami. Często brakuje informacji o opłatach wbudowanych w produkty. Wówczas jedynym dokumentem, określającym warunki obrotu i konstrukcję produktu, jest umowa między emitentem a inwestorem bądź umowa ubezpieczeniowa.

Inwestycjom w produkty strukturyzowane towarzyszy niejednokrotnie problem ryzyka kursowego, gdy w grę wchodzi inwestycja w instrumenty notowane na rynkach zagranicznych. Jednak często ryzyko to nie jest brane pod uwagę przez klientów, ponieważ instytucje oferujące te instrumenty przerzucają je na siebie w zamian za mniejszy udział inwestora w zyskach.

Dodatkowo, struktury ze względu na czas inwestycji – nierzadko kilkuletni – mogą nie stanowić idealnego rozwiązania dla inwestorów. Chyba że dla danego produktu istnieje rynek, na którym odbywa się obrót tymi instrumentami, jak to jest w przypadku chociażby obligacji czy certyfikatów strukturyzowanych.

Pomimo swoich wad, rynek produktów strukturyzowanych ma się dobrze i wciąż się rozwija, co zresztą będzie przedstawione w dalszej części artykułu.

---

<sup>10</sup> <http://www.skarbiec.biz/alternatywne/produkt.htm>, data dostępu 09.12.2011.

#### 4. GENEZA I RYNEK PRODUKTÓW STRUKTURYZOWANYCH NA ŚWIECIE

Pierwsze produkty strukturyzowane pojawiły się na świecie w latach 80. ubiegłego wieku, ale dopiero w latach 90. można mówić o wykształceniu się ich jako odrębnej grupy instrumentów. Rozwój tego typu instrumentów nastąpił w tym samym czasie zarówno na rynku europejskim, jak i w Stanach Zjednoczonych oraz Japonii. Pierwszymi produktami były głównie gwarantowane obligacje, oparte na akcjach, posiadające stosunkowo prostą konstrukcję. Przyczyny rosnącej popularności produktów strukturyzowanych wśród inwestorów wynikały zazwyczaj z bieżącej sytuacji na rynkach finansowych. Najważniejsze z nich to:

a) niskie poziomy stóp procentowych w latach 1997–1998, jak również wzrastający rynek akcji; w tych warunkach tradycyjne produkty finansowe traciły na znaczeniu na rzecz bardziej innowacyjnych form inwestowania,

b) pęknięcie bańki internetowej i bessa na światowych rynkach w latach 2000–2003; wówczas coraz odważniej zaczęto sięgać po nowe instrumenty bazowe, na przykład z rynku nieruchomości, surowców czy funduszy hedgingowych.

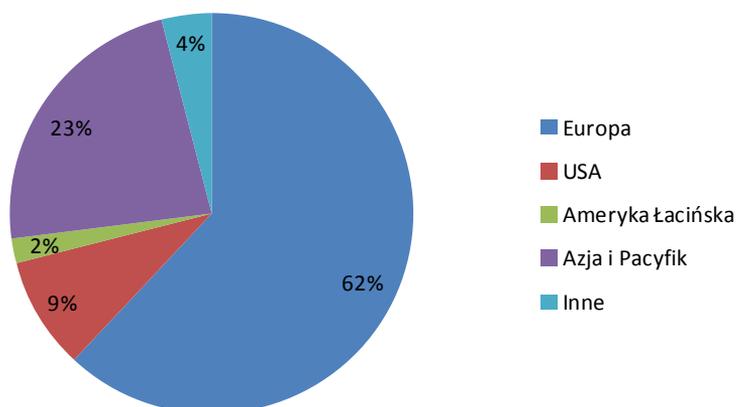
Konsekwencją tych wydarzeń był wzrost awersji do ryzyka wśród inwestorów, a tym samym poszukiwanie przez nich bezpieczniejszych, alternatywnych produktów, pozwalających ograniczyć straty. Wykorzystali to emitenci produktów strukturyzowanych, którzy dzięki stosunkowo wysokiemu poziomowi stóp procentowych mogli tworzyć nowe, bardziej innowacyjne produkty. W efekcie w latach 2003–2007 przeciętne roczne tempo wzrostu wartości emisji produktów wyniosło 20%<sup>11</sup>. Jednak wzrost ten zahamował zapoczątkowany na przełomie lat 2007/2008 kryzys na rynku subprime, szczególnie po upadku banku Lehman Brothers produkty te zostały poddane ostrej krytyce za sprawą instrumentów opartych na długu (CDO<sup>12</sup>). Nie należy jednak winić tego instrumentu finansowego, tylko ludzi uczestniczących w grze, czyli wszystkich – od emitenta struktury po inwestora ostatecznego. W istocie wybuch kryzysu finansowego spowodował spadek popytu na rynku produktów strukturyzowanych, w stosunku do rekordowego 2007 r., co potwierdza wartość sprzedaży tych instrumentów w roku 2009, która wyniosła zaledwie 75% wartości w stosunku do 2007 r. i ukształtowała się na poziomie ok. 280 mld EUR<sup>13</sup>.

Biorąc pod uwagę strukturę światowego rynku produktów strukturyzowanych, należy wskazać, że europejski rynek był i jest najbardziej rozwinięty nie tylko pod względem sprzedaży, ale różnorodności produktowej (patrz: wykres 1.).

<sup>11</sup> M. Mikita, W. Pełka, *Rynki inwestycji alternatywnych...*, s. 165.

<sup>12</sup> CDO (Collateralized Debt Obligations) – instrumenty oparte na długu zaliczane do produktów strukturyzowanych, stosowane głównie przez inwestorów instytucjonalnych.

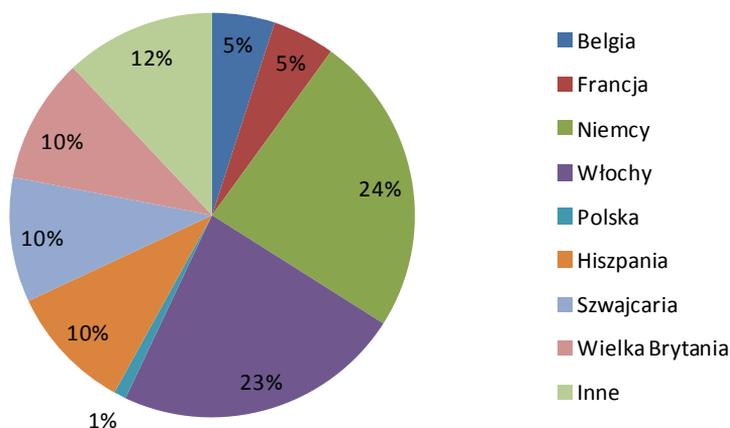
<sup>13</sup> S. Olszewski, *Produkty strukturyzowane...*, s. 55–90.



**Wykres 1. Udział poszczególnych państw w rynku produktów strukturyzowanych pod względem wartości sprzedaży brutto w 2009 r.**

Źródło: S. Olszewski, *Produkty strukturyzowane*, [w:] K. Perez, U. Ziarko-Siwiek (red.), *Inwestycje finansowe*, CeDeWu.pl, Warszawa 2011, s. 55–90.

Do krajów o największych aktywach ulokowanych w produkty strukturyzowane należą: Niemcy (blisko 41 mld EUR), Włochy (39 mld EUR), Szwajcaria i Hiszpania (blisko 18 mld EUR), Wielka Brytania (ok. 17 mld EUR) oraz Francja i Belgia (po ok. 9 mld EUR)<sup>14</sup>.

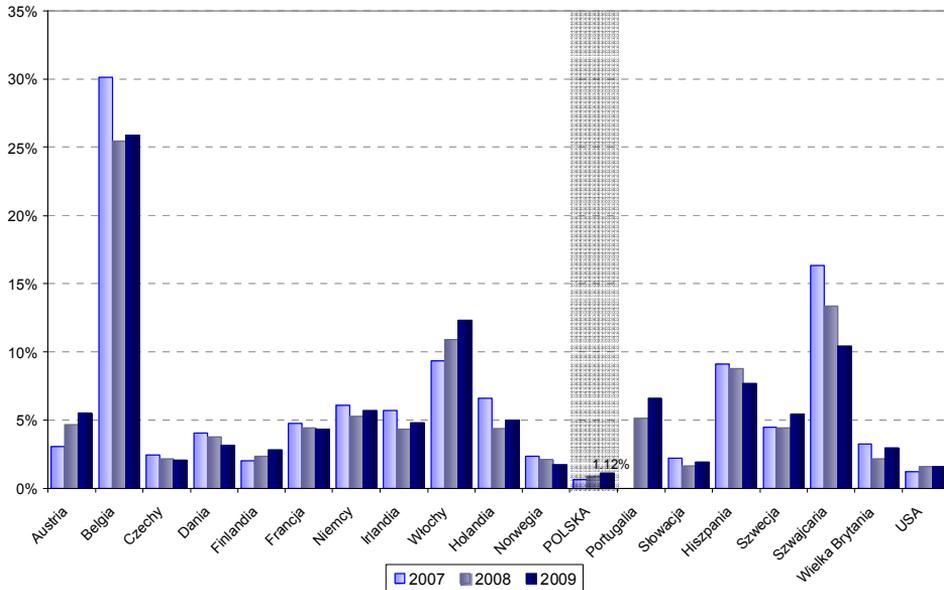


**Wykres 2. Udział poszczególnych państw w europejskim rynku produktów strukturyzowanych pod względem wartości sprzedaży brutto w 2009 r.**

Źródło: jak na wykresie 1.

<sup>14</sup> *Ibidem*.

Nieco inaczej statystyka ta wypada, jeśli weźmie się pod uwagę wartość nominalną produktów strukturyzowanych, znajdujących się w obiegu, w relacji do PKB. Porównanie międzynarodowe wskazuje, że w tym ujęciu najbardziej rozwinięty jest rynek w Belgii, Szwajcarii i Włoszech.



**Wykres 3. Wartość produktów strukturyzowanych w obiegu w stosunku do PKB w latach 2007–2009**

Źródło: *Rynek produktów strukturyzowanych w Polsce w latach 2000–2010*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2010.

W Polsce na koniec 2009 r. wskaźnik ten wyniósł jedynie 1,1%, co klasyfikuje nasz kraj na ostatnim miejscu wśród ujętych w klasyfikacji. Pomimo to, w ostatnich latach rynek produktów strukturyzowanych w Polsce przeżywa szczególnie intensywny rozwój, o czym będzie więcej w kolejnym rozdziale.

## 5. RYNEK PRODUKTÓW STRUKTURYZOWANYCH W POLSCE

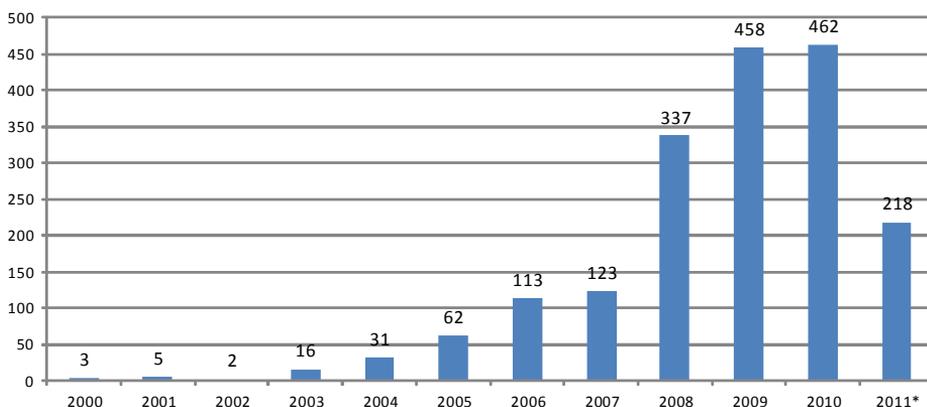
W Polsce produkty strukturyzowane pojawiły się za sprawą Citibanku (wiosna 2000 r.)<sup>15</sup> oraz BZWBK (jesień 2000 r.)<sup>16</sup>. Były to produkty o cechach

<sup>15</sup> J. Bojarska, A. Matysek, *Indeksowane lokaty inwestycyjne*, [w:] W. Przybylska-Kapuścińska, U. Ziarko-Siwiek (red.), *Nowe usługi finansowe w Polsce*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2002.

<sup>16</sup> S. Olszewski, *Produkty strukturyzowane...*, s. 55–90.

bankowych lokat inwestycyjnych, a ich adresatami byli, w pierwszym przypadku, ludzie zamożni (minimalna kwota inwestycji wynosiła 50 tys. zł), w drugim przypadku – drobni inwestorzy (minimalna kwota inwestycji wynosiła 2 tys. zł).

W Polsce rynek produktów strukturyzowanych, chociaż znajduje się dopiero w początkowej fazie swojego rozwoju, dynamicznie rozwija się od kilku lat i trend ten nie został odwrócony, pomimo kryzysu finansowego i gospodarczego rozpoczętego na przełomie 2007/2008. Jedną z przyczyn takiego stanu rzeczy upatruje się w specyfice, jaką prezentują te produkty. Ponadto, wydaje się, że produkty strukturyzowane stały się realną alternatywą dla osób, które, pomimo trudnych czasów, nie chciały rezygnować z potencjału wyższego wzrostu niż oprocentowanie lokat, mając jednocześnie gwarancję ochrony kapitału. Począwszy od 2007 r. wzrasta zarówno liczba oferowanych produktów (patrz: wykres 4.), jak i wolumen sprzedaży.



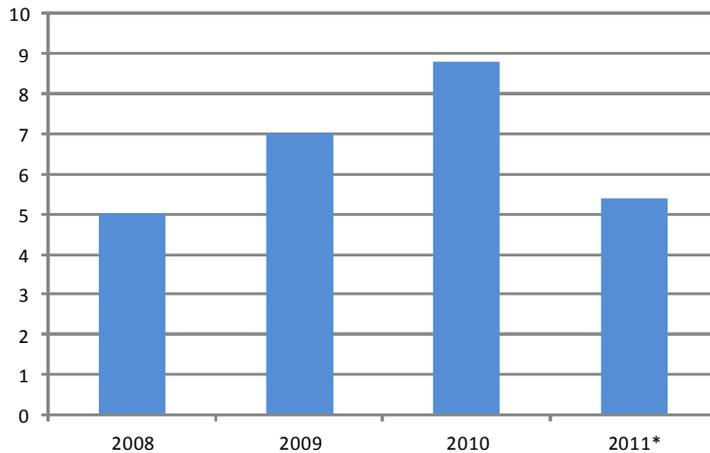
**Wykres 4. Liczba produktów strukturyzowanych w Polsce w poszczególnych latach**

\* Dane za I półrocze 2011 r.

Źródło: *Rynek produktów strukturyzowanych w Polsce w roku 2009*, *Rynek produktów strukturyzowanych w Polsce w roku 2010*, *Rynek produktów strukturyzowanych w Polsce od stycznia do czerwca 2011*, [www.structus.pl](http://www.structus.pl)

O ile w początkowym okresie rozwoju rynku wartość sprzedaży sięgała kilkuset milionów złotych rocznie, o tyle w 2006 r. wartość sprzedaży produktów strukturyzowanych przekroczyła po raz pierwszy poziom 4 mld zł<sup>17</sup>. Późniejsze lata (2008–2011) wskazują na dalszy wzrost wolumenu sprzedaży, co pokazuje wykres 5.

<sup>17</sup> *Ibidem*.



Wykres 5. Szacunki sprzedanych produktów strukturyzowanych w Polsce w latach 2008–2011 (w mld zł)

\* Dane za I półrocze 2011 r.

Źródło: jak na wykresie 4.

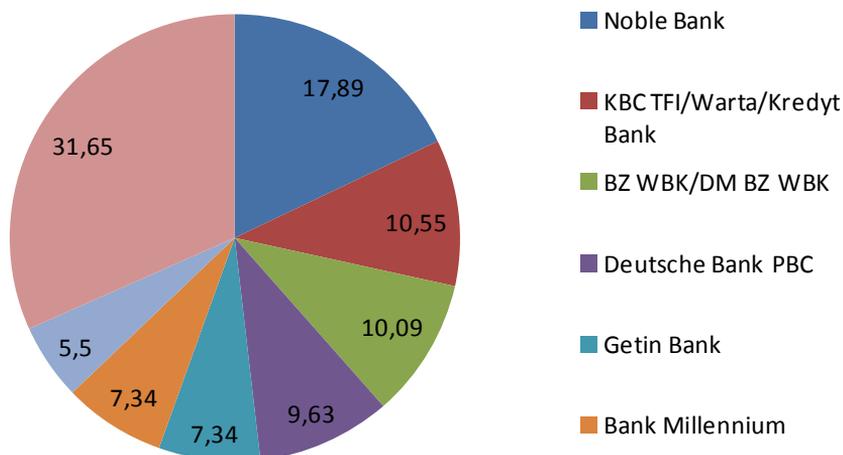
Warto przy tym dodać, że wartość produktów strukturyzowanych, znajdujących się w portfelach klientów (tzn. wielkość wszystkich sprzedanych produktów strukturyzowanych pomniejszona o wielkość produktów strukturyzowanych, które już zapadły), na koniec I półrocza 2010 r. osiągnęła wartość 15,5 mld zł<sup>18</sup>.

Największy udział w rynku produktów strukturyzowanych uzyskały podmioty działające w Polsce w ramach międzynarodowych grup kapitałowych. Jako pierwsze w latach 2000–2004 produkty strukturyzowane oferowały banki: Bank Zachodni WBK, Bank Pekao, Kredyt Bank oraz Bank Millennium. Początkowo podmioty wchodzące w skład poszczególnych grup prowadziły również dystrybucję. Od roku 2005 do grona aktywnych podmiotów na rynku produktów strukturyzowanych dołączały inne instytucje, np. BRE Bank, ING Bank Śląski oraz Bank BGŻ. Aktywnym graczem na rynku stał się także PKO Bank Polski tworzący wraz z podmiotami zależnymi własną grupę kapitałową<sup>19</sup>.

W I półroczu 2011 r. na 218 wprowadzonych struktur złożyła się aktywność 25 instytucji finansowych (26 w całym 2010 r. i 32 w 2009 r.). Na czele najaktywniejszych graczy na rynku jest Noble Bank, KBC TFI/Warta/Kredyt Bank oraz BZ WBK.

<sup>18</sup> Rynek produktów strukturyzowanych w Polsce w latach 2000–2010, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2010.

<sup>19</sup> *Ibidem*.



Wykres 6. Udział poszczególnych firm w rynku produktów strukturyzowanych w Polsce w okresie I–VI 2011 r. (liczbowo)

Źródło: *Rynek produktów strukturyzowanych w Polsce od stycznia do czerwca 2011*, [www.structus.pl](http://www.structus.pl)

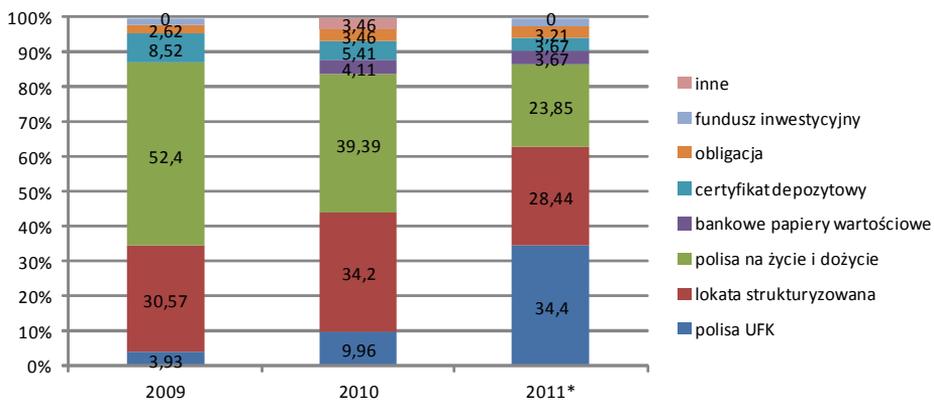
Rozmiar rynku produktów strukturyzowanych, pomimo dynamicznego rozwoju w ostatnich 5 latach, pozwala jednak stwierdzić, że jest on nadal relatywnie niewielki w porównaniu z innymi aktywami finansowymi gospodarstw domowych (produkty strukturyzowane w portfelach klientów stanowią 3,9% wartości depozytów gospodarstw domowych oraz 15,2% środków zgromadzonych w funduszach inwestycyjnych)<sup>20</sup>.

Do podstawowych czynników determinujących wzrost zainteresowania produktami strukturyzowanymi w Polsce należy zaliczyć: wysokie tempo wzrostu gospodarczego, rosnące oszczędności, a także wahania koniunktury na rynku giełdowym. Rosnąca popularność produktów strukturyzowanych związana jest z koniunkturą na krajowym rynku funduszy inwestycyjnych. Kiedy pod koniec 2007 r. inwestycje giełdowe zaczęły przynosić straty, widoczna była tendencja wycofywania środków z funduszy inwestycyjnych i lokowania ich w bankach oraz nabywania obligacji skarbowych. Odpowiedzią instytucji finansowych na tę sytuację było wyjście z ofertą produktów strukturyzowanych z jednej strony chroniących przed stratami, z drugiej, natomiast, umożliwiających zarabianie na bardziej ryzykownych instrumentach<sup>21</sup>.

<sup>20</sup> *Ibidem*.

<sup>21</sup> W. Pełka, *Rozwój rynku produktów strukturyzowanych w Polsce na tle tendencji na rynkach europejskich*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Rynek finansowy. Inspiracje z integracji europejskiej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2008, s. 235–240.

Jak zostało to zaznaczone wcześniej, produkty strukturyzowane mogą występować w różnych formach. W Polsce w pierwszych latach funkcjonowania tego rynku produkty strukturyzowane przybierały najczęściej formę lokat strukturyzowanych, a rolę aktywów bazowych pełniły przede wszystkim instrumenty rynku akcji. Z czasem lokaty straciły na popularności na rzecz polis ubezpieczeniowych, głównie za sprawą wprowadzenia podatku od zysków kapitałowych (podatek Belki), od których nie trzeba odprowadzać podatku od zysków kapitałowych. Potwierdzają to statystyki, które przedstawiają udziały poszczególnych produktów na przestrzeni ostatnich trzech lat.



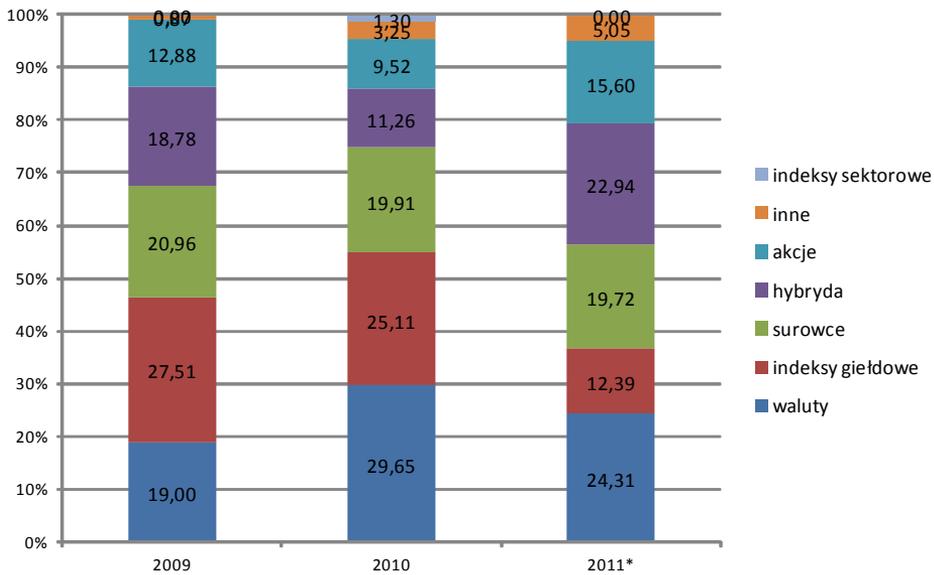
Wykres 7. Udział poszczególnych produktów strukturyzowanych wg formy prawnej w Polsce w latach 2009–2011\* (w %)

\*Dane za I półrocze 2011 r.

Źródło: jak na wykresie 4.

Jak rozwija się i zmienia rynek produktów strukturyzowanych, świadczy ranking aktywów, na którym budowane są produkty strukturyzowane. W tym celu przedstawiono udział poszczególnych instrumentów, które posłużyły do budowy tych produktów przez ostatnie trzy lata.

Jak wskazuje wykres największy udział w 2009 r. miał indeks giełdowy, a w kolejnych dwóch latach przodowały produkty oparte na kursie walutowym. Taki obraz nie dziwi, ponieważ w roku 2009 obserwowaliśmy hossę na giełdach, a w okresie 2010–2011 coraz częściej pojawiały się prognozy ekonomistów dotyczące dalszego umacniania się złotego wobec euro.



**Wykres 8. Udział poszczególnych aktywów w produktach strukturyzowanych wg klas w Polsce w latach 2009–2011 (w %)**

\* Dane za I półrocze 2011 r.

Źródło: jak na wykresie 4.

W Polsce dominują produkty z pełną ochroną kapitału (ponad 75% wszystkich produktów), a najmniej subskrypcji dotyczy produktów, które dają gwarancję powyżej 100% (patrz: tabela 2.).

**Tabela 2. Ochrona kapitału w produktach strukturyzowanych w Polsce w latach 2009–2011**

Wyszczególnienie	2009	2010	I półrocze 2011
100%	78,82	77,06	87,16
>100%		0,22	1,83
<100%	17,69	16,88	6,42
Częściowa/brak	3,49	5,84	2,29
Warunkowa			2,29

\* Dane za I półrocze 2011 r.

Źródło: *Rynek produktów strukturyzowanych w Polsce w roku 2009*, *Rynek produktów strukturyzowanych w Polsce w roku 2010*, *Rynek produktów strukturyzowanych w Polsce od stycznia do czerwca 2011*, [www.structus.pl](http://www.structus.pl)

W odniesieniu do wyników inwestycji dokonywanych na polskim rynku produktów strukturyzowanych należy podkreślić, że z uwagi na krótki okres funkcjonowania tych produktów trudno jest ocenić opłacalność tego typu inwestycji. Przykłady zakończonych inwestycji w latach 2010–2011 pozwalają stwierdzić, że dokonane lokaty kapitału przyniosły ogólnie niską stopę zwrotu (patrz: tabela 3.). Przyczyną niskich zysków z inwestycji w produkty strukturyzowane był dotychczasowy brak stabilności na giełdach i rynkach walutowych.

**Tabela 3. Analiza wyników struktur zakończonych w roku 2010 i I półroczu 2011 r.**

	2010		I półrocze 2011	
	liczba	odsetki (%)	liczba	odsetki (%)
Łącznie struktur, w tym	314		213	
z zyskiem	152	48,41	140	66,73
z zyskiem co najmniej 5%	87	27,71	85	39,91
z zyskiem co najmniej 10%	54	17,20	52	24,41
z zyskiem co najmniej 15%	21	6,69	20	9,39
ze zwrotem kapitału	153	48,73	55	25,82
ze stratą	9	2,87	18	8,45

Źródło: *Rynek produktów strukturyzowanych w Polsce w roku 2010*, *Rynek produktów strukturyzowanych w Polsce od stycznia do czerwca 2011*, [www.structus.pl](http://www.structus.pl)

Jak pokazują raporty przygotowane przez portal Structus.pl, tylko połowa produktów strukturyzowanych o dniu zapadalności w roku 2010 i I połowie roku 2011 zakończyła się zyskiem, a co szósta (co czwarta w I połowie 2011 r.) przyniosła dochód większy niż zwykle lokaty bankowe i obligacje – co najmniej 10%. Należy jednak wspomnieć, że większość z tych inwestycji rozpoczęła się po znacznych spadkach i stabilizacji rynków giełdowych. Nie oznacza to jednak, że nie umożliwiają one osiągnięcia zysku w czasach bessy i wahaniach kursowych, ponieważ występują rodzaje opcji przynoszące zysk w sytuacji spadku kursu aktywa, jak i jego wzrostu. Jednak w Polsce niewielka jest oferta tego typu, gdyż są one oferowane sporadycznie, a ich minimalna kwota jest dość wysoka. Taki stan rzeczy należy tłumaczyć tym, że większość inwestorów niechętnie widzi ten kierunek zmian na rynku. Podobnie jest na Zachodzie, gdzie odsetek tego typu produktów jest mało znaczący.

Istotne znaczenie dla rozwoju rynku produktów strukturyzowanych ma funkcjonowanie rynku wtórnego. W Polsce wydarzeniem, które zapoczątkowało funkcjonowanie tego rynku, była emisja trzyletnich obligacji strukturyzowanych pod nazwą „db Magiczna Trójka” przez Deutsche Bank z Londynu. Pierwszy tego rodzaju produkt zadebiutował na Giełdzie dokładnie 25.08.2006 r. Była to sprzedaż

obligacji w trybie oferty publicznej, które powiązane były z rynkiem: akcji, pieniężnym, towarowym oraz nieruchomości (składał się z 10 aktywów, każdy o innym charakterze)<sup>22</sup>. Drugim instrumentem tego typu, notowanym na GPW i wyemitowanym przez tego samego emitenta, była trzyletnia obligacja strukturyzowana powiązana z indeksem WIG20 pod nazwą „db Obligacja WIG20”.

Rozwój tego rynku charakteryzuje się, jak do tej pory, wysoką dynamiką rozwoju. Świadczą o tym dane przedstawione w tabeli 4. Podczas gdy w 2007 r. notowanych było tylko 12 produktów, to w 2010 r. na GPW zadebiutowało 78 nowych produktów strukturyzowanych. Łącznie na koniec 2010 r. było notowanych już 146 produktów, w tym 124 certyfikaty i 24 obligacje. Daje to ponad 12-krotny wzrost. Popyt na te produkty jest wysoki. Potwierdzają to średnie obroty zanotowane w tym samym okresie. Dla porównania na koniec 2007 r. wynosiły one 25,3 mln zł, a na koniec 2010 r. wartość rynku stanowiła już 570,4 mln zł, co oznacza 22-krotny wzrost w porównaniu z rokiem 2007<sup>23</sup>.

**Tabela 4. Wskaźniki rynku produktów strukturyzowanych na GPW w latach 2006–2010**

Wyszczególnienie	2010	2009	2008	2007	2006
Liczba notowanych produktów na koniec roku	148,00	70,00	46,00	12,00	2,00
Wartość obrotów w ciągu roku (tys. zł)*	570 376,00	312 235,00	156 176,00	25 252,00	1 068,00
Średnie obroty na sesję (tys. zł)	2 254,00	1 239,00	622,00	101,00	12,00
Liczba transakcji na sesję	93,00	66,00	33,00	3,00	1,00
Średnia wartość transakcji (zł)	12 146,00	9 406,00	9 412,00	14 854,00	5 185,00

\* Bez transakcji pakietowych.

Źródło: *Rocznik giełdowy 2011. Dane statystyczne za rok 2010*, Giełda Papierów Wartościowych, Warszawa 2011, [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl)

Jak bardzo rozwojowy jest ten rynek, świadczy wzrastająca z roku na rok oferta różnych produktów notowanych na giełdzie. Przykładem są ostatnio wyemitowane (15.12.2011 r.) przez Raiffeisen Centrobank lewarowane certyfikaty z KNOCK-OUTem (z barierą) i dźwignią finansową przeznaczone dla aktywnych inwestorów. Certyfikaty typu KNOCK-OUT są instrumentami bez określonego terminu wygasania (open-end), jedynym zdarzeniem powodującym wygasanie tych certyfikatów jest zajście zdarzenia KNOCK-OUT. Zdarzenie KNOCK-OUT

<sup>22</sup> *Rocznik giełdowy 2007. Dane statystyczne za rok 2006*, Giełda Papierów Wartościowych, Warszawa 2007, [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl)

<sup>23</sup> *Rocznik giełdowy 2011...*, [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl)

to osiągnięcie przez kurs instrumentu bazowego poziomu bariery (poziom KNOCK-OUT). Poziomy bariery podawane są przez emitenta. Wbudowany w instrument mechanizm KNOCK-OUT pozwala zabezpieczyć inwestora przed stratami większymi niż wartość zaangażowanego kapitału w przypadku chybionych transakcji, przy możliwości wykorzystania dźwigni finansowej<sup>24</sup>.

## 6. PODSUMOWANIE

Chociaż rynek struktur na dobre wpisał się w obraz oferty inwestycyjnej operujących w Polsce instytucji finansowych, trudno jest powiedzieć, czy jest to dopiero początek prawdziwej mody na te produkty, czy efekt byłych klientów funduszy inwestycyjnych lub graczy na giełdzie, którzy przestraszyli się giełdowych spadków.

Jedno jest pewne – w produktach strukturyzowanych tkwi ogromny potencjał, który może być wykorzystany z korzyścią dla klientów. Produkty te są efektem ewolucji rynku finansowego i pod wieloma względami przewyższają rozwiązania tradycyjnych form lokowania kapitału. Jednakże trzeba pamiętać, że inwestycje w produkty strukturyzowane, oprócz swoich zalet, posiadają szereg wad. Stąd inwestowanie w tego rodzaju instrumenty powinno być poprzedzone dokładnym zapoznaniem się z warunkami emisji, a także przewidywaną sytuacją na rynku.

## LITERATURA

- Bojarska J., Matysek A., *Indeksowane lokaty inwestycyjnej*, [w:] W. Przybylska-Kapuścińska, U. Ziarko-Siwiek (red.), *Nowe usługi finansowe w Polsce*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2002.
- Mikita M., Pełka W., *Rynki inwestycji alternatywnych*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2009.
- Olszewski S., *Produkty strukturyzowane*, [w:] K. Perez, U. Ziarko-Siwiek (red.), *Inwestycje finansowe*, Cedewu, Warszawa 2011.
- Pełka W., *Rozwój rynku produktów strukturyzowanych w Polsce na tle tendencji na rynkach europejskich*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Rynek finansowy. Inspiracje z integracji europejskiej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2008.
- Rocznik giełdowy 2007. Dane statystyczne za rok 2006*, Giełda Papierów Wartościowych, Warszawa 2007, [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl)
- Rocznik giełdowy 2011. Dane statystyczne za rok 2010*, Giełda Papierów Wartościowych, Warszawa 2011, [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl)
- Rynek produktów strukturyzowanych w Polsce w latach 2000–2010*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2010.
- Rynek produktów strukturyzowanych w Polsce w roku 2009*, [www.structus.pl](http://www.structus.pl)
- Rynek produktów strukturyzowanych w Polsce w roku 2010*, [www.structus.pl](http://www.structus.pl)

<sup>24</sup> [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl), data dostępu 16.12.2011.

*Rynek produktów strukturyzowanych w Polsce od stycznia do czerwca 2011*, [www.structus.pl](http://www.structus.pl)  
[www.gpw.pl/produkty\\_strukturyzowane\\_instrumenty](http://www.gpw.pl/produkty_strukturyzowane_instrumenty)  
[www.skarbiec.biz/alternatywne/produkt.htm](http://www.skarbiec.biz/alternatywne/produkt.htm)  
[www.structus.pl](http://www.structus.pl)

Zaremba A., *Produkty strukturyzowane. Inwestycje nowych czasów*, Wydawnictwo Helion, 2009.

*Dominik Kubacki*

#### **STRUCTURED PRODUCTS AS AN ALTERNATIVE FORM OF INVESTMENT**

This article presents the specifics of the new generation of products as categories of alternative investments as compared to traditional forms. The author attributes beyond the present advantages and disadvantages of this type of assets and the genesis and current development trends in this market in Poland.