

Alicja Janusz

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

KORZYŚCI I ZAGROŻENIA ZWIĄZANE Z INWESTYCJAMI W PRODUKTY STRUKTURYZOWANE

1. Wstęp

Niepewna sytuacja utrzymująca się ostatnio na światowych giełdach sprawiła, że inwestorzy zaczęli szukać alternatywnych możliwości inwestowania. Od końca 2007 r. coraz większą popularność zaczęły zdobywać w Polsce produkty strukturyzowane, tj. akcje czy jednostki akcyjnych funduszy inwestycyjnych, które w zależności od konstrukcji mogą być alternatywą zarówno dla lokaty bankowej, jak i dla instrumentów ryzykownych [5, s. 1]. Instrumenty te łączą w sobie cechy tradycyjnych produktów bankowych oraz produktów związanych z rynkiem kapitałowym. Z lokaty bankowej odziedziczyły bezpieczeństwo powierzonego kapitału, natomiast potencjał wzrostowy otrzymały z rynku kapitałowego.

Celem artykułu jest uzyskanie odpowiedzi na pytanie: jakie korzyści może przynieść inwestorowi inwestycja w produkt strukturyzowany oferowany na rynku polskim oraz z jakimi zagrożeniami musi się on liczyć, wybierając ten alternatywny produkt? Przeanalizowano warunki ofert produktów strukturyzowanych subskrybowanych przez instytucje finansowe w Polsce w okresie od stycznia do 19 marca 2009 r. Źródłem wiedzy o oferowanych produktach były informacje zawarte na stronach internetowych emitentów¹ oraz na portalu dotyczącym polskiego rynku struktur – <http://www.structus.pl/>.

¹ Obecnie oferuje je wiele banków i towarzystw ubezpieczeniowych, m.in. Noble Bank SA, BGŻ SA, Deutsche Bank AG, ING Bank Śląski SA, BRE Bank SA oraz jego wydzielone części zajmujące się bankowością detaliczną: mBank i Multibank, BPH SA, Bank Zachodni WBK SA, TU Europa SA, TU Commercial Union SA, TU Generali SA, firmy doradztwa finansowego Open Finance, Expander, Xelion oraz firmy specjalizujące się w tworzeniu od podstaw produktów strukturyzowanych – Wealth Solutions i New World Alternative Investments.

2. Istota produktów strukturyzowanych

Produkty strukturyzowane nie doczekały się jeszcze oficjalnej definicji na gruncie polskiego ustawodawstwa. Ani ustawa o obrocie instrumentami finansowymi², ani ustawa o działalności ubezpieczeniowej³ czy ustawa Prawo bankowe⁴ nie określają, czym jest produkt strukturyzowany. Według jednego z największych banków inwestycyjnych na świecie – Barclays Bank – produkt strukturyzowany to taki produkt, który charakteryzuje się czterema podstawowymi cechami: ochroną kapitału, ustalonym czasem trwania inwestycji, stopą zwrotu opartą na określonej z góry formule oraz wbudowanym instrumentem pochodnym [1, s. 1].

Zgodnie z definicją ogólnie akceptowaną przez rynek finansowy produkty strukturyzowane to instrumenty złożone z co najmniej dwóch aktywów [8, s. 19-25]. Większa część wpłaconych przez klientów środków, np. 90%, inwestowana jest w bezpieczne instrumenty⁵, np. obligacje zerokuponowe⁶. Jest to część, która odpowiada za ochronę kapitału. Zysk z obligacji w okresie inwestycji ma więc odbudować kapitał do 100% i tym samym zagwarantować klientom zwrot z zainwestowanego kapitału po zakończeniu inwestycji.

Dodatkowe zyski z inwestycji wypracowywane są przez drugą, znacznie mniejszą, część wpłaconych przez klienta środków, np. 10%, przeznaczoną na zakup instrumentu pochodnego, najczęściej w formie opcji. Opcja jest rodzajem zakładu o to, jak w przyszłości zachowa się tzw. instrument bazowy. Mogą nim być: indeks giełdowy lub kilka indeksów, akcje spółek, fundusze inwestycyjne, waluty czy surowce. W przeciwieństwie do klasycznych inwestycji, można zakładać się zarówno o to, że wartość instrumentu bazowego wzrośnie, jak i o to, że zmaleje. Dzisiejszy globalny rynek finansowy daje w tym zakresie niemal nieograniczone możliwości [2, s. 1].

W czasie gdy środki zainwestowane w bezpieczne instrumenty pracują na gwarancję zwrotu kapitału (odbudowa kapitału zainwestowanego), druga część inwestycji pracuje na potencjalny zysk, który już nie jest gwarantowany przez firmy sprzedające struktury. Zysk inwestora nabywającego produkt strukturyzowany zależy od tego, czy przyjęta strategia inwestycyjna, a więc zachowanie się instrumentu bazowego, zostanie zrealizowana.

Inwestorzy inwestujący w te nowoczesne produkty powinni zdawać sobie sprawę, że tego typu inwestycja ma wiele zalet, ale nie jest pozbawiona wad. W tabeli 1 zaprezentowane zostały podstawowe korzyści i zagrożenia związane z inwestowaniem w produkty strukturyzowane.

² Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, DzU z 2005 r. nr 183, poz. 1538, z późn. zm.

³ Ustawa z dnia 22 maja 2003 r. o działalności ubezpieczeniowej, DzU z 2003 r. nr 124, poz. 1151, z późn. zm.

⁴ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe, DzU z 2003 r. nr 140, poz. 939, z późn. zm.

⁵ Mogą nimi być lokaty wysoko oprocentowane.

⁶ Rodzaj obligacji oferowanej po cenie niższej od nominalu – z dyskontem – a wykup następuje po cenie nominalnej, zyskiem inwestora jest dyskonto.

Tabela 1. Korzyści i zagrożenia związane z inwestowaniem w produkty strukturyzowane

Korzyści	Zagrożenia
<ul style="list-style-type: none"> • Gwarancja ochrony wpłaconego kapitału • Szansa osiągnięcia wyższego zysku niż w przypadku tradycyjnych inwestycji • Dostęp do nowych rynków i instrumentów • Większa elastyczność inwestycji • Efektywność podatkowa • Niższe opłaty za zarządzanie niż w funduszach inwestycyjnych 	<ul style="list-style-type: none"> • Niska płynność • Ryzyko niezyskania żadnego przychodu • Brak ochrony przed inflacją • Ryzyko kredytowe emitenta • Limitowana dostępność • Brak dochodu bieżącego • Skomplikowane formuły wypłaty

Źródło: opracowanie własne na podstawie analizy warunków ofert produktów strukturyzowanych subskrybowanych przez instytucje finansowe w Polsce w okresie od stycznia do marca 2009 r. oraz [8, s. 113-116].

Na rynku polskim produkty strukturyzowane oferowane są inwestorom indywidualnym w różnych formach prawnych: jako polisa ubezpieczeniowa, lokata bankowa lub certyfikat depozytowy, obligacja lub certyfikat notowane na giełdzie, fundusz inwestycyjny zamknięty lub fundusz luksemburski [7, s. 11]. Rodzaj formy prawnej jest bardzo istotny, gdyż ma wpływ zarówno na zagrożenia (niska płynność), jak i na korzyści (profity podatkowe) związane z inwestycją w ten alternatywny produkt. Zostanie to zaprezentowane w dalszej części artykułu.

3. Korzyści związane z inwestycją w produkt strukturyzowany

Produkty strukturyzowane są ciekawą alternatywą dla tradycyjnych form inwestowania, dającą istotne korzyści inwestorom.

Najważniejszą zaletą produktów strukturyzowanych z punktu widzenia polskiego klienta jest **bezpieczeństwo**. Inwestycje w akcje czy fundusze inwestycyjne niosą ze sobą ryzyko utraty kapitału. Nawet zakup obligacji i sprzedanie ich przed terminem zapadalności nie gwarantuje inwestorom 100-procentowej ochrony zainwestowanego kapitału. Inwestycja w produkt strukturyzowany wyróżnia się wśród innych inwestycji finansowych wysokim stopniem bezpieczeństwa, dlatego są one często traktowane przez inwestorów jako sposób zabezpieczenia się przed dużą zmiennością cen na rynku.

Produkty strukturyzowane mogą zapewniać pełną lub częściową ochronę kapitału, a niekiedy także gwarancję minimalnej stopy zwrotu. Należy jednak pamiętać, że nie są to gwarancje Bankowego Funduszu Gwarancyjnego ani żadnej innej państwowej instytucji gwarancyjnej. Nie jest to więc gwarancja prawna, a tylko pewna konstrukcja inwestycyjna, której zadaniem jest zwrot klientowi 100% wpłaconego kapitału (lub innej części, zależnie od warunków, na jakich oferowany jest produkt

strukturyzowany)⁷. Gwarancja możliwa jest dzięki zastosowaniu obligacji zerokuponowych⁸, które zostaną wykupione po określonej cenie. W przypadku obniżenia gwarancji kapitału poniżej 100% wzrasta kwota, która może zostać przeznaczona na zakup opcji (oraz na prowizję dla dystrybutora).

100-procentowa ochrona kapitału oznacza, iż lokując 100 zł, inwestor ma gwarancję, że na koniec inwestycji otrzyma co najmniej 100 zł. Zdecydowana większość produktów strukturyzowanych oferowanych na rynku polskim charakteryzuje się pełną ochroną kapitału.

W przypadku ochrony częściowej, na przykład 90-procentowej, inwestor może być pewien, że w dniu zapadalności instrumentu na każde ulokowane 100 zł zostanie mu zwrócone nie mniej niż 90 zł⁹. Brak stabilności na rynkach giełdowych oraz walutowych (zmiennosc kursu EUR/PLN wzrosła z ok. 7% latem 2008 r. do 20% ostatnio) nie sprzyja atrakcyjnym cenom opcji i dlatego przygotowujący oferty stają przed dylematem: czy zachować wysoki potencjał zysku i zmniejszyć gwarancję kapitału, czy też obniżyć zyski z zachowaniem bezpieczeństwa¹⁰. W badanym okresie wśród produktów subskrybowanych na polskim rynku niewiele produktów zapewniało tylko częściową ochronę. Produkty z ochroną 90-procentową oferowały np. TUŃŻ EUROPA SA i Noble Bank SA¹¹ oraz Wealth Solutions SA¹².

Najbezpieczniejszymi produktami są te, które oprócz zwrotu kapitału zapewniają także gwarancję minimalnej stopy zwrotu, np. na poziomie 10% z każdego ulokowanego 100 zł inwestor uzyska minimalnie 110 zł. Do jednych z najbezpieczniejszych produktów oferowanych w badanym okresie na rynku polskim należały: produkt Noble Banku Pewna Dziewiątka¹³ gwarantujący minimalną stopę zwrotu na poziomie 11,75% oraz ubezpieczenie inwestycyjne Ósemka II¹⁴, zapewniające 8% stopę zwrotu.

⁷ Ryzyko jednak istnieje – jeśli z jakichś powodów emitent obligacji byłby niewypłacalny, to gwarancja nie zostałaby zrealizowana. Ryzyko to jest bardzo minimalne, jeśli wystawcą obligacji jest Skarb Państwa.

⁸ W produktach strukturyzowanych o formie prawnej lokaty instrumentem gwarantującym bezpieczeństwo kapitału jest lokata.

⁹ Na rynku można także spotkać produkty strukturyzowane bez gwarancji kapitału (np. niektóre certyfikaty notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych SA w Warszawie).

¹⁰ Tegoroczne produkty bez pełnej gwarancji kapitału można policzyć na palcach jednej ręki (na rynku oprócz wymienionych już produktów znajdują się jeszcze: Certyfikat Express db WIG20 VIII z Deutsche Banku PBC i Szybki Kurs na Zysk Noble Banku).

¹¹ A dokładniej „Butik Inwestycyjny. Ubezpieczenia” będący unikatowym modelem biznesowym Grupy Ubezpieczeniowej EUROPA oraz Grupy Noble Bank. Podmiot ten zapewniał tylko częściową ochronę w przypadku produktów Super Światowa Lokata i Skarby Ziemi.

¹² Dla produktu Speedway. Zob. http://www.wealth.pl/oferta/aktualne_subskrypcje/art38,superskarbyziemi.html?CMS=mxhqvqkm.

¹³ <http://www.noblebank.pl/877.htm>.

¹⁴ Jego konstruktorem jest „Butik Inwestycyjny. Ubezpieczenia”. Zob. http://www.wealth.pl/oferta/aktualne_subskrypcje/art39.html.

Trzeba pamiętać, że gwarancja kapitału występuje w sytuacji, gdy produkt strukturyzowany przetrzymywany jest przez inwestora do momentu jego wygaśnięcia, a wcześniejsze wyjście z inwestycji może się wiązać z poniesieniem dodatkowych kosztów.

Kolejną korzyścią z inwestycji w produkt strukturyzowany jest **szansa osiągnięcia wyższych zysków** niż w przypadku tradycyjnych inwestycji. Akcje dające możliwość osiągania dużych zysków wykazują się dużym ryzykiem inwestycyjnym. Z kolei obligacje są znacznie bezpieczniejsze (szczególnie skarbowe), jednak możliwość osiągania zysków jest ograniczona do wysokości kuponów oraz ewentualnego wzrostu kursu¹⁵. Podobnie jest w przypadku lokat bankowych, chociaż te w ostatnim czasie, ze względu na zawirowania na rynkach finansowych, zapewniały wyższy poziom zwrotu niż obligacje.

Produkt strukturyzowany może być inwestycją o znacznie większym potencjale zysku niż tradycyjne produkty inwestycyjne. Wielkość tego potencjału zależy od konstrukcji takiego produktu. Jeśli inwestor chce mieć pewność zwrotu kapitału po 2 latach i jednocześnie szansę na 100 czy 200% zysku, będzie to oczywiście mało realne. Jeśli natomiast zaakceptuje możliwość straty np. 10% kapitału i jednocześnie ulokuje środki na 4 czy 5 lat, to możliwości są znacznie większe. Dzięki obniżeniu poziomu gwarantowanego kapitału i wydłużeniu okresu inwestycji zwiększa się kwota, za którą bank może kupić opcję. Im droższa opcja, tym większa szansa na wysoką stopę zwrotu¹⁶. W konstrukcję produktu strukturyzowanego może być jednak wbudowana bariera, która ogranicza potencjalne zyski inwestora, tj. **maksymalny poziom zysku**. Parametr ten jest efektem zastosowania opcji *cap*, na podstawie której ustalony zostaje maksymalny poziom zysku inwestora – poprzeczka może być ustawiona na dowolnym poziomie, np. 40%. Wtedy jeśli instrument bazowy wypadnie lepiej od założonego limitu (WIG20 wzrośnie o 45%), inwestor otrzyma wyłącznie maksymalną kwotę określoną w umowie, czyli 140% wartości zainwestowanego kapitału.

Niewielu twórców produktów strukturyzowanych oferowanych na rynku polskim w badanym okresie proponowało potencjalny zysk bez żadnych ograniczeń, a tym samym maksymalny udział w zysku wypracowanym przez opcję. Były to m.in. firmy z grupy Getin Holding¹⁷ (TUnŻ Europa, Getin Bank i Noble Bank),

¹⁵ Rentowność polskich obligacji skarbowych w badanym okresie kształtowała się na poziomie ok. 5%, więc nie jest to produkt dla inwestorów, którzy wiele oczekują od rynku. Lukę tę wypełniają właśnie produkty strukturyzowane.

¹⁶ W skrajnym przypadku produkt strukturyzowany może składać się z samych opcji i nie zapewniać żadnej gwarancji kapitału. W takiej sytuacji inwestor może wszystko stracić lub zyskać wielokrotnie więcej niż zaangażowany kapitał.

¹⁷ Np. Światowa Lokata II (2), Skarby Ziemi (2), zob. <http://www.structus.pl/index.php?q=node/231>.

Bank Zachodni WBK¹⁸ (i jego dom maklerski) oraz New World Alternative Investments¹⁹.

Tabela 2. Maksymalny zysk wybranych produktów strukturyzowanych, które pojawiły się w ofercie od początku stycznia do 20 marca 2009 r.

Instytucja	Nazwa produktu strukturyzowanego	Czas trwania	Aktywo bazowe	Maksymalny zysk	
				z inwestycji w %	w skali roku w %
KBC TFI	KBC Roczna Premia FIZ	4,5 roku	koszyk 30 akcji	28,80	6,8
mBank	Lokata Strefa Spadku EUR	1 mies.	kurs EUR/PLN	1,23	7,40
HSBC	Zysk z napędem	4 lata	koszyk akcji spółek z branży paliwowej	30,00*	7,50*
mBank	Kocham Franka	3 mies.	kurs CHF/PLN	2,0	8,00
ING Bank	IPU – DILT 018	1 rok	kurs EUR/PLN	8,00*	8,00*
Noble Bank	Lokata Europejska	1 rok	kurs EUR/PLN	11,40 –12,60	11,40 –12,60
Raiffeisen Bank Polska	Lokata Inwestycyjna (III 2009)	6 mies.	kurs EUR/PLN wg Reuters	6.05–7.56	12.00 –15.00
ING Bank	IPU – DILT 019	1 rok	indeks DJ AIG Commodity	20,00*	20,00*
mBank	Lokata Gorączka Złota	9 mies.	cena złota na popołudniowym fixingu w Londynie	10,80	21,60
Bank Pekao	Certyfikat Strukt. Rynku Złota	2 lata	indeks DJ AIG Gold Sub-Index	70,00	35,00

* Inwestycja zwolniona z podatku od zysków kapitałowych.

Źródło: opracowanie własne.

Zdecydowana większość struktur subskrybowanych od początku tego roku miała ograniczony maksymalny zwrot. Ograniczenie to w przypadku niektórych produktów było tak znaczne, że potencjalny maksymalny zysk znajdował się na poziomie lokat bankowych. Najgorzej w zestawieniu obrazującym możliwość maksymalnego zysku (tab. 2) wypada KBC Roczna Premia Fundusz Inwestycyjny Zamknięty z oferty KBC TFI. Na tej inwestycji (czas trwania ponad cztery i pół roku), której

¹⁸ Np. Obligacje BZ WBK Platinum, zob. <http://www.dmbzwbk.pl/68086>.

¹⁹ Np. Nowe Perspektywy, zob. <http://www.nwai.pl/index.php?id=226&lng=pl>.

zysk zależy od zachowania koszyka 30 akcji, inwestor będzie mógł zarobić co najwyżej 28,8%, czyli 6,284% rocznie, co po odliczeniu podatku od zysków kapitałowych daje 5,09%²⁰. Liderem wśród twórców nisko zyskowych produktów był należący do grupy BRE Banku – mBank²¹.

Poprzez zakup produktów strukturyzowanych inwestorzy uzyskują pośrednio **dostęp do instrumentów i strategii inwestycyjnych, które są niedostępne dla indywidualnych inwestorów** lub wymagają dużej wiedzy i doświadczenia inwestycyjnego. Instytucje finansowe, będące emitentami produktów strukturyzowanych, prześcigają się obecnie w tworzeniu coraz bardziej wyrafinowanych instrumentów opartych nawet na kilkunastu aktywach bazowych. Takimi aktywami mogą być instrumenty rynku giełdowego (akcje, obligacje), towary (złoto, miedź) czy miary wielkości ekonomicznych (stopy procentowe, indeksy), częstokroć notowane na różnych rynkach światowych.

Produkty strukturyzowane są **bardziej elastyczne** niż inwestycje w akcje lub obligacje, a także fundusze inwestycyjne, gdyż pozwalają zarobić zarówno na wzrostach, jak i na spadkach cen produktów bazowych (akcji, indeksów itp.), dzięki czemu produkt może być odporny na giełdową bessę [3, s. 828-844]. Atrakcyjny profil wypłaty może zapewnić zyski w sytuacjach, kiedy inni tracą. Produkty strukturyzowane dają szansę na osiąganie zysków w każdych warunkach rynkowych. Mogą się z nimi równać fundusze hedgingowe, którym w pełni wolno wykorzystywać mechanizmy pozwalające zarabiać na spadkach.

W odróżnieniu od tradycyjnych funduszy inwestycyjnych, w przypadku większości produktów strukturyzowanych inwestor nie jest uzależniony od zdolności i stylu osoby zarządzającej funduszem, ale od trafności własnego wyboru produktu przygotowanego przez ekspertów.

Produkty strukturyzowane oparte na indeksach zagranicznych czy też koszykach akcji notowanych na giełdach innych niż warszawska mają jeszcze jedną cechę, na którą warto zwrócić uwagę. Inwestując w strukturę opartą na aktywach zagranicznych, można uniknąć ryzyka walutowego.

Jak już wspomniano w punkcie drugim tego artykułu, na rynku polskim produkty strukturyzowane oferowane są inwestorom indywidualnym w różnych formach prawnych. Niektóre z nich zapewniają dodatkową korzyść inwestorom – **efektywność podatkową**. Do produktów, w przypadku których osiągnięte zyski zwolnione są z 19-procentowego podatku od zysków kapitałowych (tzw. podatku Belki)²², na-

²⁰ Produkt ma jednak gwarantowany zysk w wysokości 9,3% po pierwszym roku.

²¹ Przykładem produktów o niskim maksymalnym zysku mogą być: Lokata Strefa Spadku EUR 2 (maksymalne oprocentowanie – 7,40%) oraz Strefa Wzrostu EUR 2 (maksymalne oprocentowanie – 9,40%). Niemniej jednak ten sam mBank potrafił zaoferować 6-miesięczny produkt Gorączka Złota oparty na cenie złota; maksymalny zysk może wynieść 10,8%, co w skali roku da 21,6%. Zob. <http://www.mbank.pl/indywidualny/inwestycje/struktury/>.

²² Ustawa z 26 lipca 1991 r. o podatku dochodowym od osób fizycznych (DzU z 2000 r. nr 14, poz. 176; ost. zm. DzU z 2007 r. nr 35, poz. 219).

leżą polisa ubezpieczeniowa i fundusz luksemburski. Polisa ubezpieczeniowa najczęściej ma postać grupowego ubezpieczenia na życie i dożycie. Zysk wypłacony w ramach takiej polisy w momencie jej zakończenia jest świadczeniem ubezpieczeniowym i jest wolny od podatku Belki. Dodatkowo „opakowanie” w ubezpieczenie sprawia, że produkt zapewnia również korzyści wynikające z prawa spadkowego. W razie śmierci ubezpieczonego środki otrzymuje wskazany przez niego uposażony, a świadczenie nie wchodzi w skład masy spadkowej, a więc nie podlega opodatkowaniu podatkiem od spadków. Z kolei fundusz luksemburski to forma produktu strukturyzowanego stosowana w Polsce wyłącznie przez Fortis Bank²³. W tym przypadku zysk wypłacany jest jako dywidenda, która w Luksemburgu zwolniona jest z podatku. Dzięki umowie o unikaniu podwójnego opodatkowania tego podatku nie płacą również polscy inwestorzy. Takiej zalety nie mają pozostałe formy prawne produktów strukturyzowanych.

Produkty strukturyzowane zazwyczaj obarczone są znacznie **niższymi prowizjami niż fundusze inwestycyjne**. Wynika to z braku potrzeby aktywnego zarządzania nimi w okresie ich trwania. Produkty te tworzone są tylko raz i nie wymagają zarządzania tak jak fundusz inwestycyjny. Na rynku polskim prowizje w przypadku większości produktów strukturyzowanych są znacznie niższe niż w funduszach i kształtują się między 1 a 3% za każdy rok trwania produktu. Wiele produktów strukturyzowanych reklamowanych jest jako wolne od prowizji. W rzeczywistości prowizje wbudowane są w środek produktu.

4. Zagrożenia związane z inwestycją w produkt strukturyzowany

Produkty strukturyzowane (z wyjątkiem notowanych na GPW) są inwestycją o **małej płynności**. Większość struktur ma dość długi horyzont inwestycyjny (2-4 lata), a jak wiadomo, często trudno jest przewidzieć, czy zamrożony kapitał nie będzie potrzebny przed terminem zakończenia umowy. Inwestor, co prawda, może wycofać swoje środki z inwestycji w te produkty po aktualnej wartości rynkowej instrumentów finansowych składających się na dany produkt, jednak zerwanie takiej inwestycji przed dniem zapadalności wiąże się najczęściej z poniesieniem dodatkowych kosztów tzw. opłaty likwidacyjnej (im wcześniej inwestor zrezygnuje, tym wyższa będzie prowizja) [2, s. 1]. Czasami opłaty pobierane są tylko w pierwszym roku. Zdarzają się jednak propozycje obarczone opłatami likwidacyjnymi, które maleją z każdym kolejnym rokiem, aż do zakończenia umowy (np. opłata za przedwczesne wyjście z inwestycji w produkt Kapitał Bezpieczeństwa IV Getin Banku SA kształtuje się w przedziale od 0 do 21,60%). Pośród produktów oferowanych od stycznia 2009 r. pojawiły się opłaty likwidacyjne określone kwotowo (np. opłata likwidacyjna w przypadku produktów Noble Banku – Ósemka II i Szybki Kurs na

²³ W ramach zarejestrowanego w Luksemburgu funduszu Fortis L Fix uruchamiane są kolejne subfundusze oferowane polskim inwestorom. Aktualnie oferowanym produktem tego banku mającym formę funduszu luksemburskiego jest Fortis Byki i Niedźwiedzie 2.

Zysk – wynosi 200 zł). Na rynku znajdziemy również rozwiązania, które takich opłat nie posiadają (np. Lokata MultiIndex – Banku BPH, Polisa Paliwowa Zysk z Napędem – HSBC).

Inwestycja taka ma więc sens tylko wtedy, gdy inwestor zamierza zainwestować środki długoterminowo. Ostatnio na polskim rynku pojawiły się jednak produkty o znacznie krótszym okresie trwania, nawet kilkumiesięczne, jednak o mniejszej projekcji zysku²⁴.

W przypadku produktów strukturyzowanych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (obligacji i certyfikatów strukturyzowanych) jest możliwość wcześniejszego wycofania się z inwestycji przez sprzedaż instrumentu na rynku wtórnym lub sprzedaż emitentowi, ale wtedy również inwestor ponosi pewne koszty wcześniejszej rezygnacji.

Zawsze przy rezygnacji inwestor musi zapłacić podatek od zysków kapitałowych (nawet jeśli produkt miał formę ubezpieczenia).

Z inwestycją w produkty strukturyzowane wiąże się ryzyko **nieuzyskania żadnego przychodu** przy często długim okresie zamrożenia środków. Dowodem negatywnych skutków tego ryzyka mogą być stopy zwrotu osiągnięte z produktów strukturyzowanych, których okres trwania zakończył się w styczniu i lutym 2009 r. (tab. 3). Aż trzy produkty nie przyniosły swoim nabywcom żadnych zysków, a w przypadku wielu z nich zyski były znacznie niższe od tego, co można było zarobić na tradycyjnej lokacie bankowej. Inwestorzy, co prawda, mieli zagwarantowany zwrot całości zainwestowanego kapitału, ale po kilku latach pierwotna kwota kapitału miała realnie niższą wartość. Dodatkowo należy skalkulować niewykorzystane możliwości inwestowania w inne aktywa²⁵ oraz inflację. Produkty strukturyzowane **nie zapewniają ochrony przed inflacją**. Jeśli inwestor zdecyduje się na lokatę strukturyzowaną, a po trzech latach zamiast oczekiwanych wysokich zysków otrzyma zwrot kapitału z małą premią, np. 1%, to w rzeczywistości poniesie stratę rzędu kilkunastu procent. Z tego m.in. powodu produkty strukturyzowane powinny wybierać osoby o większych oszczędnościach. Wówczas inwestycja w ten produkt powinna stanowić względnie bezpieczną część oszczędności i w razie braku zysków nie uszczupliłaby zbytnio portfela inwestora.

Pewnym zagrożeniem dla nabywcy struktury jest **ryzyko kredytowe emitenta**, w wyniku którego w przypadku braku wypłacalności instytucji emitującej klient traci środki. Dlatego też w wyborze konkretnej oferty inwestor powinien uwzględnić wiarygodność emitenta²⁶.

²⁴ Produkty mBanku: Strefa Stabilizacji EUR 2, Strefa Spadku EUR 2, Strefa Wzrostu EUR 2.

²⁵ W przypadku nieosiągnięcia zysku na koniec trwania inwestycji inwestor poniesie znany w mikroekonomii koszt alternatywny, a więc koszt utraconych możliwości. Środki można było bowiem zdeponować na lokacie bankowej lub rachunku oszczędnościowym, osiągając zysk co najmniej 5% w skali roku.

²⁶ W przypadku struktur mających formę polisy ubezpieczeniowej gwarancja kapitału może nie zadziałać. Zdarza się to wtedy, gdy ubezpieczyciel zbankrutuje. Klient dostaje wówczas gwaranto-

Tabela 3. Stopy zwrotu produktów strukturyzowanych zakończonych w styczniu i lutym 2009 r.

Instytucja	Nazwa produktu	Czas trwania	Aktywo bazowe	Wynik (w %)	
				z inwestycji	roczny
Bank Millennium	Himalaya Max Driver (PLN)	3 lata	rynek chiński	27,58	9,19
Bank Pocztowy	Lokata Polskie Medale (PLN)	6 mies.	liczba medali Polaków na IO	3,00	6,00
Bank BPH	Lokata Azjatycka I (100% / PLN)	2 lata i 10 mies.	koszyk indeksów azjatyckich	15,65	5,53
Bank BPH	Lokata Azjatycka I (100% / USD)	2 lata i 10 mies.	koszyk indeksów azjatyckich	15,65	5,53
Bank Pocztowy	Lokata Polska Mistrzem! (PLN)	7 mies.	występ Polaków na Euro 2008	2,67	4,57
Bank BPH	Lokata Azjatycka I (103% / PLN)	2 lata i 10 mies.	koszyk indeksów azjatyckich	10,82	3,82
Citi Handlowy	Obligacja Strukturyzowana Maxima (EUR)	5 lat	indeks DJEuroStoxx50	15,00	3,00
ING Bank Śląski	Multiasset Best Portfolio 2 (USD)	2 lata	indeksy DJ Eurostoxx50 i DJ AIG Commodity	5,44	2,72
Bank Millennium	Himalaya Commodities (PLN)	3 lata	surowce	6,00	2,00
Bank Millennium	Himalaya 3xPortfel II (PLN)	3 lata	trzy koszyki (akcje, towary, WIBOR)	5,89	1,96
Bank Millennium	China Railway Construction Company (PLN)	9 mies.	China Railway Construction (spółka)	0,00	0,00
Bank Millennium	China Banks (PLN)	2 lata	trzy chińskie banki	0,00	0,00
Noble Bank	Dolar Kontra Reszta Świata II bis (PLN)	1 rok i 2 mies.	kursy walut wobec USD	0,00	0,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie [6].

Należy brać pod uwagę to, że rynek produktów strukturyzowanych jest dość młody i nie do końca uregulowany prawnie, dlatego mogą zdarzyć się sytuacje narażenia klientów na nieuczciwe praktyki emitentów.

wane 50% wiarytelności, do kwoty nie większej niż równowartość w złotych 30 tys. euro. Wpłaty są finansowane z Ubezpieczeniowego Funduszu Gwarancyjnego. Pozostała część oszczędności może przepaść. Na szczęście prawdopodobieństwo bankructwa ubezpieczyciela jest niewielkie.

Kolejnym ograniczeniem produktów strukturyzowanych jest ich **limitowana dostępność** [4, s. 20]. Nabywa się je w okresie tzw. subskrypcji, a więc zwykle w okresie 3-5 tygodni, po tym terminie warunki oferowane przez emitenta mogą być inne, niekoniecznie lepsze dla klienta. Pomiedzy emisjami może się zmienić nie tylko rodzaj oferowanej opcji – podstawą mogą być: inny instrument, inny współczynnik partycypacji, inne koszty emisji lub też inna minimalna kwota składki. Może się także zdarzyć, że w przypadku niedostatecznego zainteresowania ze strony klientów emisja w ogóle nie dojdzie do skutku²⁷. Może również być tak, iż emisja będzie się cieszyła tak dużym zainteresowaniem ze strony klientów, że niektórzy z nich nie będą mogli zakupić tych produktów. Po okresie subskrypcji możliwe do nabycia, dzięki funkcjonowaniu rynku wtórnego, są jedynie produkty notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Większość produktów strukturyzowanych **nie daje możliwości uzyskiwania dochodu bieżącego** (tak więc klient nie może korzystać z wypracowanych zysków w trakcie trwania inwestycji). Dlatego inwestorzy, którzy oczekują regularnych wpływów z inwestycji, nie powinni wybierać tego typu produktów.

Kolejnym zagrożeniem dla nabywców produktów strukturyzowanych są **skomplikowane formuły wypłaty**, od których zależy ostateczny wynik inwestycji. Mogą być one kalkulowane na wiele różnych sposobów. Bezpośrednio wpływa na to rodzaj zastosowanej w produkcie strukturyzowanym opcji, czyli instrumentu finansowego, który daje nabywcy prawo do kupna lub sprzedaży danego instrumentu bazowego po określonej cenie, w tym przypadku wskaźnika rynkowego, na którym oparty jest produkt strukturyzowany. Formuła wypłaty może mieć bardzo skomplikowaną postać oraz dla niewtajemniczonych egzotycznie brzmiącą nazwę²⁸.

Opcją najczęściej występującą w przypadku struktur jest opcja europejska, która może zostać zrealizowana tylko w ściśle określonym terminie, czyli w momencie zakończenia trwania inwestycji. Wśród produktów oferowanych na polskim rynku można spotkać także produkty z wbudowaną opcją azjatycką (np. Kapitał Bezpieczeństwa IV Getin Banku). W przypadku tej opcji końcowa wartość wypłaty zależy od średniej wartości instrumentu bazowego w określonym czasie. Ten typ opcji jest wykorzystywany przez emitentów struktur ze względu na niższą cenę takich opcji w porównaniu z opcjami europejskimi (przy takim samym wskaźniku partycypacji). Należy pamiętać, że z powodu efektu uśredniania zysk z produktu strukturyzowanego z opcją azjatycką, przy stabilnym wzroście instrumentu bazowego, będzie niższy niż w przypadku opcji europejskiej.

Pewnym zagrożeniem jest także sposób ustalania wskaźnika partycypacji, czyli procentowego udziału zysku inwestora we wzroście/spadku wartości instrumentu bazowego. Zazwyczaj wskaźnik partycypacji nie jest z góry określony, lecz podany

²⁷ W przypadku dwóch produktów tego banku (PL indeks Profit Minus 1/09 i PL indeks Profit Plus 1/09) nie udało się zamknąć subskrypcji i produkty ostatecznie nie zostały sprzedane (zob. [6]).

²⁸ Np. autocall, lookback, opcja barierowa in/out, swing, outperformance czy himalaya.

w jakimś przedziale. Emitent nigdy nie wie dokładnie, ile będzie kosztować opcja w momencie jej zakupu, a więc po zakończeniu subskrypcji trwającej kilka tygodni. Inwestor nie wie zatem, jakie parametry będzie miała jego inwestycja – ryzyko związane ze zmiennością cen opcji jest przerzucane na klienta. Jeśli natomiast partycypacja jest z góry ustalona na określonym poziomie, to zmiennym parametrem będzie wówczas poziom wynagrodzenia instytucji finansowej.

5. Podsumowanie

Jak wynika z przeprowadzonych badań, produkty strukturyzowane dzięki swojej konstrukcji oferują wiele zalet, które wyróżniają je na tle innych propozycji inwestycyjnych. Po pierwsze, oferują dużą elastyczność w kwestii wyboru przez inwestora poziomu ryzyka i związanego z nim spodziewanego poziomu zysku. Po drugie, zapewniają dostęp do wielu strategii inwestycyjnych oraz do klas aktywów do niedawna niedostępnych dla inwestorów indywidualnych, takich jak rynki towarów czy indeksy giełdowe. Zazwyczaj zapewniają też gwarancję kapitału w terminie wykupu, co nabiera znaczenia w czasie giełdowych spadków. W tego typu rozwiązaniach najczęściej najgorszym scenariuszem jest zwrot zainwestowanego kapitału po zakończeniu lokaty. Ich zaletą jest także możliwa efektywność podatkowa oraz niższe niż w funduszach inwestycyjnych opłaty.

Przed rozpoczęciem inwestowania należy jednak uzyskać niezbędną wiedzę na temat konstrukcji tych produktów. Po pierwsze, należy pamiętać, że nie wszystkie „struktury” zapewniają gwarancję zwrotu 100% zainwestowanych środków. Po drugie, należy dokładnie zbadać, jak szacowana jest wartość zysku. Na ostateczny wynik inwestycji wpływają m.in.: perspektywa zysku i poziom ryzyka na rynkach związanych ze „strukturą”, formuła wypłaty oraz współczynnik partycypacji. Po trzecie, osoby preferujące płynność powinny decydować się na produkty emitowane w formie prawnej umożliwiającej ich łatwe zbycie na rynku kapitałowym (obligacje i certyfikaty strukturyzowane) lub produkty, które nie mogą być przedmiotem obrotu giełdowego, ale pozbawione są opłat likwidacyjnych. Produkty strukturyzowane nie są również odpowiednią inwestycją dla osób oczekujących bieżących dochodów.

Literatura

- [1] Barclays Investor Solutions, *A Guide to Structured Products*, www.barclaysstructuredproducts.com (pobrano 2.09.2006).
- [2] Bednarek M., *Czy warto inwestować w produkty strukturyzowane?*, <http://www.comperia.pl/index/?id=327708dd10d68b1361ad3adbbaca01f2> (pobrano 2.01.2009).
- [3] Breuer W., Perst A., *Retail Banking and Behavioral Financial Engineering: The Case of Structured Products*, „Journal of Banking & Finance” 2007, Vol. 31, Issue 3.
- [4] Fornalik A., Krzykowski M., *Wady i zalety struktur*, „Miesięcznik Ubezpieczeniowy” luty 2008.

- [5] Kosowski M., *Rynek struktur może się podwoić w 2009 roku*, http://www.inwestycje.pl/produkty_strukturyzowane/rynek_struktur_moze_sie_podwoic_w_2009_roku;45517;0.html (pobrano 23.12.2008).
- [6] Krasoń M., *Przed wszystkim ochrona kapitału*, http://www.inwestycje.pl/produkty_strukturyzowane/produkty_strukturyzowane_przed_wszystkim_ochrona_kapitalu;52992;0.html (pobrano 17.03.2009).
- [7] *Rynek produktów strukturyzowanych w Polsce*, Raport Open Finance, http://of.open.pl/_gALLERY_of/21/44/21447.pdf. 2.06.2008.
- [8] Zaremba A., *Produkty strukturyzowane – inwestycje nowych czasów*, OnePress, Warszawa 2008.

ADVANTAGES AND THREATS RELATED TO INVESTMENTS IN STRUCTURED PRODUCTS

Summary

The unstable situation recently persistent at the world stock markets has resulted in seeking for alternative opportunities by investors for their investments in shares, investment funds and bank deposits. Structured products may represent such an alternative.

The objective of the hereby article is to obtain an answer to the question: what advantages may result for an investor from investing in a structured product offered at the Polish market, as well as what threats have to be considered by an investor who chooses such an alternative product? The research was conducted on the basis of the analysis of terms and conditions characteristic of offers of structured products subscribed by financial institutions in Poland in the period from January till 19th March 2009. Information presented on the Internet sites by issuers and on the portal about the structures – <http://www.structus.pl/> – at the Polish market became the source of information on the offered products.