

Alicja Janusz

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

IDENTYFIKACJA PARAMETRÓW PORÓWNAWCZYCH PRODUKTÓW STRUKTURYZOWANYCH OFEROWANYCH NA RYNKU POLSKIM

Streszczenie: Celem artykułu jest identyfikacja i prezentacja parametrów porównawczych produktów strukturyzowanych oferowanych na rynku polskim. Znajomość tych parametrów może ułatwić inwestorowi dokonywanie porównań i podejmowanie bardziej świadomych wyborów inwestycyjnych. Ważne jest, aby inwestor był świadomy, w co inwestuje i od czego zależy jego ewentualny zysk. W artykule dokonano identyfikacji parametrów wykorzystywanych do oceny produktów strukturyzowanych w podziale na cztery kryteria: bezpieczeństwo, dostępność, zyskowność i płynność. Badania przeprowadzono na podstawie analizy warunków ofert produktów strukturyzowanych subskrybowanych przez instytucje finansowe w Polsce w okresie od stycznia do marca 2009 r. Źródłem wiedzy o oferowanych produktach były informacje zawarte na stronach internetowych emitentów oraz na portalu dotyczącym polskiego rynku produktów strukturyzowanych – <http://www.structus.pl/>.

Słowa kluczowe: produkty depozytowe, produkty strukturyzowane

1. Wstęp

Kryzys finansowy i niepewna przyszłość inwestycji na rynku kapitałowym skłaniają wielu inwestorów indywidualnych do poszukiwania alternatywnych i bezpiecznych form inwestowania. Instytucje finansowe szybko odpowiedziały na potrzeby rynku, oferując dużą gamę lokat strukturyzowanych, spełniających kryteria bezpieczeństwa i potencjalnie wysokich stóp zwrotu¹. W 2008 r. Polacy zainwestowali w produkty strukturyzowane kwotę ponad 5 mld zł (we wszystkich poprzednich latach wpłacili ok. 10 mld zł) [2]. Nasz polski rynek znajduje się i tak w początkowej fazie rozwoju, co najlepiej widać, kiedy przegląda się dane dotyczące innych rynków europejskich².

¹ Od początku stycznia 2009 r. na polskim rynku nastąpiło ponad 90 subskrypcji tych instrumentów finansowych.

² Na koniec 2007 r. Niemcy ulokowali w ten sposób około 120 mld euro, podobnie jak Włosi. Natomiast Szwajcarzy, Hiszpanie, Francuzi i Belgowie po 100 mld euro. Zob. <http://www.StructuredRetailProducts.com/>.

Mnogość produktów obecnych na rynku oraz ich złożoność sprawiają, że inwestorzy mają poważny problem z wyborem produktu najlepiej spełniającego ich oczekiwania. Przed podjęciem ostatecznej decyzji co do zakupu produktu ustrukturyzowanego inwestor powinien zapoznać się dokładnie z parametrami danego produktu i porównać je z parametrami podobnych produktów dostępnych na rynku. Porównania mogą być jednak utrudnione, gdyż w Polsce nie ma jednolitych zasad prezentowania informacji o produktach i instytucje w różny sposób opisują swoje oferty. Bez dokładnej znajomości parametrów porównawczych trudno jest się poruszać inwestorowi w gąszczu ofert produktów strukturyzowanych.

Celem artykułu jest identyfikacja parametrów porównawczych produktów strukturyzowanych oferowanych na rynku polskim oraz prezentacja znaczenia tych parametrów w ocenie tych produktów przez ich nabywców. Znajomość wspomnianych parametrów może ułatwić inwestorowi dokonywanie porównań i podejmowanie bardziej świadomych wyborów inwestycyjnych. Ważne jest, aby inwestor był świadomy, w co inwestuje i od czego zależy jego ewentualny zysk. Wybór produktu strukturyzowanego musi uwzględniać preferencje inwestora w zakresie dostępności produktu, preferowanej płynności oraz skłonności do ponoszenia ryzyka. Szczególnie chodzi o wyważenie skłonności do poniesienia straty (procent gwarantowanego kapitału) i oczekiwanych zwrotów z bardziej ryzykownych instrumentów finansowych. W artykule dokonano identyfikacji parametrów wykorzystywanych do oceny produktów strukturyzowanych w podziale na cztery kryteria: bezpieczeństwo, dostępność, zyskowość i płynność. Badania przeprowadzono na podstawie analizy warunków ofert produktów strukturyzowanych subskrybowanych przez instytucje finansowe w Polsce w okresie od stycznia do marca 2009 r. Źródłem wiedzy o oferowanych produktach były informacje zawarte na stronach internetowych emitentów oraz na portalu dotyczącym polskiego rynku struktur – <http://www.structus.pl/>.

2. Istota, rodzaje i kryteria porównań produktów strukturyzowanych

Produkty strukturyzowane nie doczekały się jeszcze oficjalnej definicji na gruncie polskiego ustawodawstwa. Ani ustawa o obrocie instrumentami finansowymi [9], ani ustawa o działalności ubezpieczeniowej [8], ani ustawa Prawo bankowe [7] 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 [11, s. 19-25]: opcji i obligacji zerokuponowej lub lokaty.

Większa część wpłaconych przez klientów środków, np. 90%, inwestowana jest w bezpieczne instrumenty, np. obligacje zerokuponowe³ lub wysoko oprocentowane lokaty. Jest to część, która odpowiada za ochronę kapitału. Zysk z obligacji w okresie inwestycji ma za zadanie odbudowanie kapitału do 100% i tym samym zagwarantowanie klientom zwrotu z zainwestowanego kapitału po zakończeniu inwestycji.

Dodatkowe zyski z inwestycji wypracowywane są przez drugą, znacznie mniejszą, część wpłaconych przez klienta środków, np. 10%, która przeznaczona jest na zakup instrumentu pochodnego, najczęściej w formie opcji. Opcja jest rodzajem zakładu o to, jak w przyszłości zachowa się tzw. instrument bazowy. Może nim być indeks giełdowy lub kilka indeksów, akcje spółek, fundusze inwestycyjne, waluty czy surowce. W przeciwieństwie do klasycznych inwestycji, można zakładać się o to, że wartość instrumentu bazowego wzrośnie, ale również 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 przewidywanie zachowania się instrumentu bazowego, zostanie zrealizowana.

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 oraz fundusz luksemburski [6, s. 11].

Najbardziej popularną na polskim rynku formą produktów strukturyzowanych jest **polisa ubezpieczeniowa**. Zazwyczaj 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 od zysków kapitałowych (tzw. podatku Belki) [7; 11]. Zasady przedterminowego wyjścia z inwestycji zapisane są w ogólnych warunkach ubezpieczenia (OWU). Klient może mieć możliwość wycofania środków przed zakończeniem inwestycji według ich aktualnej rynkowej wyceny, ale nie zawsze jest to stosowane.

Produkty strukturyzowane w postaci **lokata bankowych lub certyfikatów depozytowych** oferowane są przez wiele banków, m.in. przez Noble Bank SA, Raiffeisen Bank SA, ING Bank Śląski SA, Bank BGŻ SA⁴, Pekao SA i BRE Bank SA oraz jego wydzielone części zajmujące się bankowością detaliczną: mBank i Multibank. Zysk w takim przypadku obciążony jest 19-procentowym podatkiem Belki. Parametry lokat bankowych opisane są w regulaminach. Certyfikat depozytowy jest

³ Rodzaj obligacji oferowanej po cenie niższej od nominału – z dyskontem – a wykup następuje po cenie nominalnej, zyskiem inwestora jest dyskonto.

⁴ Szczególnie aktywny na rynku lokat strukturyzowanych w 2008 r.

bankowym papierem wartościowym opisanym w ogólnych warunkach emisji. Lokata ustrukturyzowana, oprócz pełnego zwrotu kapitału na dzień zapadalności, posiada zazwyczaj zagwarantowaną minimalną rentowność oraz charakteryzuje się prostą formułą naliczania zysku. Instrumenty te mają zwykle niższą w porównaniu z obligacjami partycypację w zmianie wartości aktywa bazowego, co przekłada się na niższy potencjalny zysk, za to częściej oferują minimalne gwarantowane odsetki. Lokaty strukturyzowane nie mogą być przedmiotem obrotu giełdowego.

Produktami strukturyzowanymi, które mogą być notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych SA w Warszawie (GPW), są **obligacje strukturyzowane**⁵ i **certyfikaty strukturyzowane**⁶, dzięki czemu produkty te stają się bardziej płynne niż pozostałe formy. Zysk z obligacji i certyfikatu strukturyzowanego obciążony jest jednak podatkiem Belki.

Kolejną prawną formą, w jakiej występują produkty ustrukturyzowane, są **fundusze inwestycyjne zamknięte**, w przypadku których oprócz prowizji manipulacyjnej (dystrybucyjnej) klienci mogą dodatkowo płacić za zarządzanie środkami przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych (TFI). Zysk z funduszu obciążony jest podatkiem od zysków kapitałowych. Uruchomienie funduszu jest kosztowne i czasochłonne, ponieważ konieczna jest do tego zgoda Komisji Nadzoru Finansowego. Dlatego niewiele instytucji decyduje się na oferowanie produktów strukturyzowanych w tej formie (KBC TFI SA, BPH TFI SA, Pioneer Pekao TFI SA, CU TFI SA). Certyfikaty funduszu zamkniętego mogą być notowane na giełdzie, co zwiększa płynność inwestycji.

Fundusz luksemburski to forma produktu strukturyzowanego stosowana w Polsce wyłącznie przez Fortis Bank SA⁷. W ramach zarejestrowanego w Luksemburgu funduszu Fortis L Fix uruchamiane są kolejne subfundusze oferowane polskim inwestorom. 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. Podobnie jak w przypadku funduszu zamkniętego, uruchomienie takiego funduszu jest czasochłonne. W związku z tym pojawia się ryzyko, że produkt strukturyzowany nie trafi na rynek w odpowiednim momencie.

Mnogość form prawnych może wywoływać wśród inwestorów małe zamieszanie. Dodatkowym problemem może być także nazewnictwo – lokata strukturyzowa-

⁵ Wśród produktów subskrybowanych w badanym okresie tylko jeden produkt miał formę obligacji. Były to Obligacje BZ WBK Platinum, które emitent zamierzał wprowadzić do obrotu na GPW. W okresie wcześniejszym zostały wprowadzone do obrotu na polskiej giełdzie dwa rodzaje obligacji wyemitowanych przez Deutsche Bank London oraz siedem przez Barclays Capital.

⁶ W obrocie na GPW znajdują się certyfikaty wyemitowane przez BZ WBK SA, ERSTE Bank, Deutsche Bank AG London, Raiffeisen Centrobank AG, Uni Credit, a dokładniej przez należącą do tego banku Grupę Kapitałową HVB.

⁷ Aktualnie oferowanym produktem tego banku mającym formę funduszu luksemburskiego jest Fortis Byki i Niedźwiedzie 2, <http://www.fortisbank.com.pl/niedzwiedz-byczy/index.asp>.

na, polisa inwestycyjna, obligacja strukturyzowana, produkt strukturyzowany itd. Czasami pod tą samą nazwą mogą kryć się różne produkty, innym razem ten sam produkt pod różnymi nazwami. Obecnie w Polsce nie ma żadnych regulacji dotyczących prezentacji przez instytucje finansowe zasad działania inwestycji w takie produkty.

Inwestorzy zainteresowani nabyciem optymalnych produktów strukturyzowanych powinni dokonać analizy rynku tych produktów. Prawidłowa analiza wymaga umiejętności identyfikacji i interpretacji wszystkich parametrów istotnych dla dokonania porównań. W tabeli 1 zaprezentowana została klasyfikacja parametrów oceny produktów strukturyzowanych ze względu na cztery kryteria.

Tabela 1. Rodzaje parametrów porównawczych produktów strukturyzowanych

Kryterium porównań	Parametr porównawczy
Bezpieczeństwo	<ul style="list-style-type: none"> • poziom ochrony kapitału • gwarantowana stopa zwrotu
Dostępność	<ul style="list-style-type: none"> • sprzedaż w ramach subskrypcji • minimalna wartość inwestycji • konieczność posiadania rachunku oszczędnościowo-rozliczeniowego
Zyskowność	<ul style="list-style-type: none"> • rodzaj aktywa bazowego • współczynnik partycypacji • formuła wypłaty • maksymalna stopa zwrotu
Płynność	<ul style="list-style-type: none"> • okres zaangażowania środków • opłata likwidacyjna

Źródło: opracowanie własne.

Znaczenie parametrów zaprezentowanych w tab. 1 dla prawidłowej oceny produktów strukturyzowanych zostanie zaprezentowane w kolejnych punktach artykułu.

3. Identyfikacja parametrów porównawczych w ramach kryterium bezpieczeństwa

Inwestycje w akcje czy fundusze inwestycyjne niosą ze sobą ryzyko utraty kapitału. Nawet zakup obligacji i sprzedaż 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 na zabezpieczenie się przed dużą zmiennością cen na rynku.

Inwestor przed decyzją zakupu produktu strukturyzowanego powinien się upewnić, w jakiej części gwarantowany jest jego kapitał. Produkty strukturyzowane mogą

zapewnić pełną lub częściową ochronę kapitału, a niekiedy także gwarancję minimalnej stopy zwrotu. Gwarancja kapitału możliwa jest dzięki zastosowaniu obligacji zerokuponowych⁸ (lub wysoko oprocentowanych lokat), 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).

Ochrona 100-procentowa kapitału oznacza, że 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**, np. 90-procentowej (taką częściową ochronę oferują np. TUŃŻ EUROPA SA i Noble Bank SA⁹ dla produktów Super Światowa Lokata i Skarby Ziemi oraz Wealth Solutions SA dla produktu Speedway)¹⁰, inwestor może być pewien, że w dniu zapadalności instrumentu na każde ulokowane 100 zł zostanie mu zwrócone nie mniej niż 90 zł. Brak stabilności na rynkach giełdowych oraz walutowych¹¹ nie sprzyja atrakcyjnym cenom opcji i dlatego przygotowujący oferty stają przed dylematem: mogą zachować wysoki potencjał zysku i zmniejszyć gwarancję kapitału albo obniżyć zyski przy zachowaniu bezpieczeństwa¹².

Najbezpieczniejszymi produktami są te, które oprócz zwrotu kapitału **gwarantują** także **minimalną stopę 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, którego konstruktorem jest „Butik Inwestycyjny. Ubezpieczenia”¹⁵ pod patronatem Towarzystwa Ubezpieczeń na Życie Europa SA i Noble Banku SA zapewniające 8-procentową stopę zwrotu.

Wybierając produkt ustrukturyzowany, należy pamiętać, że ten produkt, który gwarantuje większą ochronę kapitału, będzie jednocześnie dawał mniejszą szansę na osiągnięcie dużych zysków, i na odwrót — stosunkowo mała ochrona kapitałów może zostać wynagrodzona większą możliwością zarobienia na takiej inwestycji.

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

⁹ Dokładniej produkt ten jest oferowany przez „Butik Inwestycyjny. Ubezpieczenia” będący unikalnym modelem biznesowym Grupy Ubezpieczeniowej EUROPA oraz Grupy Noble Bank (<http://www.butikinwestycyjny.pl/>).

¹⁰ http://www.wealth.pl/oferta/aktualne_subskrypcje/art38,super-skarby-ziemi.html?CMS=mxhqvqkm

¹¹ Zmienność kursu EUR/PLN wzrosła z ok. 7% latem 2008 r. do 20% w styczniu i lutym 2009 r.

¹² Tegoroczne produkty bez pełnej gwarancji kapitału można policzyć na palcach jednej ręki (na rynku oprócz produktów wymienionych w treści znajdują się jeszcze: Certyfikat Express db WIG20 VIII z Deutsche Banku PBC, Szybki Kurs na Zysk Noble Banku).

¹³ <http://www.noblebank.pl/877.htm>.

¹⁴ http://www.wealth.pl/oferta/aktualne_subskrypcje/art39.html.

¹⁵ <http://www.butikinwestycyjny.pl/>.

Inwestorzy nabywający omawiane produkty powinni mieć świadomość, że ochrona kapitału dotyczy tylko nominalnej wartości tego kapitału, nie uwzględnia utraty wartości tego kapitału z powodu inflacji. W sytuacji gdy prognozy twórców produktu w zakresie kształtowania się cen instrumentu bazowego okazałyby się nietrafione (opcja nie przyniesie zysku), inwestorowi po okresie trwania inwestycji zostanie zwrócony jedynie zainwestowany wcześniej kapitał, jednak wartość tego kapitału po uwzględnieniu wskaźnika inflacji będzie znacznie niższa niż wartość ulokowanych środków. Jest to szczególnie istotne w przypadku produktów strukturyzowanych trwających długi okres (np. 4 lub 5 lat).

Przy zakupie produktu strukturyzowanego trzeba pamiętać, że gwarancja kapitału występuje w sytuacji, gdy produkt ten utrzymany jest do momentu jego wygaśnięcia, a wcześniejsze wyjście z inwestycji może się wiązać z poniesieniem dodatkowych kosztów.

Inwestorzy powinni być także świadomi, że w przypadku struktur mających formę polisy ubezpieczeniowej gwarancja kapitału może nie zadziałać. Występuje to wtedy, gdy ubezpieczyciel zbankrutuje. Klient dostaje wówczas gwarantowane 50% wiarytelności, do kwoty nie większej niż równowartość w złotych 30 tys. euro. Wypłaty są finansowane z Ubezpieczeniowego Funduszu Gwarancyjnego. Pozostała część oszczędności może przepaść. Na szczęście prawdopodobieństwo bankructwa ubezpieczyciela jest niewielkie.

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

4. Identyfikacja parametrów porównawczych w ramach kryterium dostępności

Produkty strukturyzowane charakteryzują się limitowaną dostępnością. Nabywa się je w okresie tzw. subskrypcji, a więc zwykle w okresie 4-6 tygodni. Po zakończeniu subskrypcji nie można już nabyć produktu z danej emisji. Pomiędzy emisjami może się zmienić nie tylko rodzaj oferowanej opcji – podstawą może 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 skutku¹⁶. Może również być tak, że 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.

¹⁶ 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]).

O dostępności produktu strukturyzowanego decyduje minimalna wymagana wartość inwestycji. Oferta instytucji finansowych pod tym względem jest bardzo zróżnicowana. Na rynku tych produktów w Polsce znaleźć można produkty zarówno dla inwestorów dysponujących znacznymi nadwyżkami finansowymi, jak i dla drobnych ciułaczy. Wśród produktów subskrybowanych od stycznia do marca 2009 r. można było znaleźć takie, na które nie stać przeciętnego Kowalskiego, np. żeby nabyć produkty przygotowane przez Noble Bank¹⁷ (Kurs Na Zysk IV, Szybki Kurs Na Zysk II, Złote Lata w Portfelu, Strażnik Zysków) lub New World Alternative Investments¹⁸ (Elektryk) inwestor musiał dysponować kapitałem o wartości 100 tys. zł. Inwestorzy mniej zamożni mogli rozważyć inwestycje w produkty przygotowane przez mBank, który oferował produkty o minimalnej wartości 1 tys. zł¹⁹. Propozycję produktową o równie niskich wymaganiach kapitałowych miały także inne banki (np. BZ WBK²⁰, Getin Bank²¹ i TU Warta na Życie SA²²).

Pewnym ograniczeniem w dostępie do produktu strukturyzowanego może być wymóg posiadania rachunku oszczędnościowo-rozliczeniowego lub konta oszczędnościowego. Takie wymagania stawiane były przez ING Bank Śląski SA, którego produkty (np. Inwestycyjny Plan Ubezpieczeniowy – DILT 017, 018 i 019)²³ dostępne były dla osób, które jednocześnie były posiadaczami Konta z Lwem lub Otwartego Konta Oszczędnościowego. Ograniczenie to nie powodowało jednak ponoszenia przez klienta dodatkowych opłat, gdyż otwarcie i prowadzenie Otwartego Konta Oszczędnościowego jest w tym banku bezpłatne.

5. Identyfikacja parametrów porównawczych w ramach kryterium zyskowności

Kupując produkt strukturyzowany, inwestor powinien dokładnie wiedzieć, od jakich czynników będzie zależał jego zysk. Powinien zdawać sobie sprawę, w jakiej sytuacji zarobi pieniądze, a w jakiej poniesie stratę.

Na wielkość zysku uzyskiwanego z produktu strukturyzowanego wpływ ma pięć parametrów:

- wartości instrumentu bazowego,
- formuła wypłaty,

¹⁷ <http://www.noblebank.pl/939.htm>.

¹⁸ <http://www.nwai.pl/index.php?id=437&lng=pl>.

¹⁹ Lokaty strukturyzowane dostępne w ramach subskrypcji w marcu 2009 r. to Lokata Strukturyzowana Gorączka Złota, Strefa Wzrostu EUR 2, Strefa Spadku EUR 2, Strefa Stabilizacji EUR 2. Zob. <http://www.mbank.pl/indywidualny/inwestycje/struktury/>.

²⁰ Obligacje BZ WBK Platinum. Zob. <http://www.dmbzwbk.pl/60318>.

²¹ Kapitał Bezpieczeństwa IV, zob. http://www.depozyty.getinbank.pl/kapital_bezpieczenstwa.html.

²² Eko Energia, zob. <http://www.warta.pl/dynamic/common/Artykul.jsp?aid=15310>.

²³ <http://www3.ingbank.pl/u235/navi/55704>.

- prowizja, jaką pobiera instytucja finansowa,
- współczynnik partycypacji,
- maksymalna stopa zwrotu.

Zysk finansowy generowany przez produkt strukturyzowany jest zależny od kształtowania się **wartości instrumentu bazowego** (lub grupy instrumentów). Mogą nim być indeksy giełdowe (np. WIG 20 czy S&P 500), akcje wybranych spółek, ceny surowców, towarów rolnych, metali szlachetnych, walut obcych czy funduszy inwestycyjnych, a nawet pogoda. Bank, który tworzy produkt ustrukturyzowany, nabywa opcję na instrument bazowy. Instrument bazowy w większości przypadków musi być więc konstruowany i prezentowany w sposób obiektywny, by możliwa była wycena opcji (np. indeks notowany na giełdzie lub tworzony przez renomowaną instytucję finansową według określonych zasad). Banki wystawiające produkty strukturyzowane przeprowadzają analizy rynków, na których istnieje możliwość wzrostu wartości kapitału. Jeżeli prognozy wynikające z analiz się sprawdzają, zwrot z produktu strukturyzowanego może być nieograniczony. W przypadku gdy analitycy źle ocenili perspektywy danych rynków, straty inwestora są w mniejszym lub większym stopniu ograniczone (gwarancją kapitału zapewnioną przez obligację).

Instytucje finansowe prześcigają się obecnie w tworzeniu coraz bardziej wyrafinowanych produktów strukturyzowanych opartych nawet na kilkunastu aktywach bazowych, pochodzących z różnych rynków i regionów świata²⁴.

Konstrukcje produktów strukturyzowanych, które można znaleźć w Polsce, są bardzo nowoczesne i nie odbiegają znacząco od największych rynków na świecie – niemieckiego, włoskiego, hiszpańskiego czy belgijskiego [4, s. 1]. Wynika to z tego, że operują u nas te same zagraniczne banki inwestycyjne, które zajmują się tym segmentem rynku na całym świecie. Dla przykładu, hitem końca 2008 r. i pierwszych miesięcy 2009 r. były specjalne indeksy tworzone przez duże banki inwestycyjne na świecie dla rynku lokat strukturyzowanych. Nie są to indeksy konstruowane w sposób pasywny (tak jak np. WIG20), lecz oparte na określonych mechanizmach zmiany udziału poszczególnych aktywów (łącznie z możliwością zarabiania na spadkach). W efekcie powstaje coś, co można określić jako rodzaj funduszu *hedge* – tylko bez zarządzającego. Liderami w zakresie konstruowania takich indeksów są Deutsche Bank AG, BNP Paribas, Société Générale i JP Morgan. Tego typu indeksy zostały wykorzystane w produktach strukturyzowanych m.in. Deutsche Banku AG²⁵, ING Banku Śląskiego SA²⁶ czy Wealth Solutions²⁷ oraz w

²⁴ Produkt strukturalny może być oparty na instrumencie bazowym, do którego zwykły klient detaliczny może nie mieć dostępu (np. egzotyczna waluta, indeks giełdowy czy ropa) lub dostęp do tego aktywa jest ograniczony przez wysokie koszty transakcyjne. Dzięki temu inwestorzy mogą uzyskać element dywersyfikacji rynkowej i geograficznej.

²⁵ http://www.db.com/index_e.htm.

²⁶ <http://www3.ingbank.pl/u235/navi/55704>.

²⁷ <http://www.wealth.pl/>.

aktualnie subskrybowanych produktach TUnŻ Europa SA²⁸, Banku Zachodniego WBK SA²⁹ i Noble Banku SA³⁰.

Na uwagę zasługuje to, iż na rynku funkcjonuje obecnie wiele struktur skonstruowanych w oparciu o identyczne instrumenty bazowe. Można by sądzić, iż pozwala to na dokonanie porównań między nimi, jednak sprawa nie jest taka prosta. Należy bowiem pamiętać, że wspólna baza wcale nie musi oznaczać identycznych wyników. Tym, co w istotny sposób może różnić takie produkty między sobą, jest bowiem metoda obliczania zysku. **Formuła wypłaty**, od której zależy ostateczny wynik inwestycji, może być bowiem kalkulowana 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. Najczęściej występującą opcją jest opcja europejska, która może zostać zrealizowana tylko w ściśle określonym terminie, czyli w momencie zakończenia trwania inwestycji. W przypadku produktów oferowanych na polskim rynku można spotkać również opcję azjatycką (np. Kapitał Bezpieczeństwa IV Getin Banku)³¹. W przypadku tej opcji wartość końcowej wypłaty zależy od średniej wartości instrumentu bazowego w określonym czasie. Ten typ opcji można często spotkać w lokatach strukturyzowanych ze względu na niższą jej cenę niż w przypadku opcji europejskiej (przy takim samym wskaźniku partycypacji). Należy pamiętać, że z powodu efektu uśredniania zysk z lokaty strukturyzowanej, przy stabilnym wzroście instrumentu bazowego, będzie niższy niż w przypadku opcji europejskiej [3, s. 1].

Formuła wypłaty, od której zależy ostateczny wynik inwestycji, może być kalkulowana na wiele różnych sposobów mających dla niewtajemniczonych egzotycznie brzmiące nazwy (np. autocall³², lookback³³, opcja barierowa in/out³⁴,

²⁸ Produkt Efektywna Inwestycja IX oparty na indeksie JP Morgan Efficiente. Zob. <http://www.structus.pl/index.php?q=node/131>.

²⁹ Produkt Obligacje BZ WBK Platinum oparte na indeksie BNP Paribas Platinum Index PLN Excess Return. Zob. <http://www.dmbzwbk.pl/60318>.

³⁰ Produkty Global Market II i Ósemka II, oba oparte na indeksie BNP Paribas Millennium 10 Europe Serie 3 ER, zob. <http://www.noblebank.pl/938.htm>.

³¹ Zob. http://www.depozyty.getinbank.pl/kapital_bezpieczenstwa.html.

³² Funkcjonalność produktu strukturyzowanego pozwalająca zakończyć inwestycję przed terminem w przypadku zajścia określonych warunków. Załóżmy, że produkt jest oparty na notowaniach trzech indeksów giełdowych. Jeśli po roku wszystkie trzy indeksy będą powyżej poziomu początkowego, to inwestor otrzymuje wypłatę określonego zysku (np. 10%) i produkt jest zamykany. Jeśli któryś z indeksów jest poniżej poziomu początkowego produkt działa nadal.

³³ Produkt strukturyzowany oparty na tej opcji może zapewniać wypłatę stopy zwrotu równej różnicy między poziomem początkowym a maksymalnym poziomem osiągniętym przez dany instrument bazowy w trakcie trwania całej inwestycji.

³⁴ Opcja, której wykonanie zależy od tego, czy cena instrumentu bazowego osiągnie lub przekroczy dany poziom. Opcja „in” aktywuje się w momencie przekroczenia przez instrument bazowy określonego poziomu. Opcja „out” dezaktywuje się w momencie przekroczenia przez instrument bazowy określonego poziomu.

swing³⁵, outperformance³⁶ czy himalaya³⁷). Dokładne zrozumienie formuły wypłaty jest kluczowe przed podjęciem decyzji inwestycyjnej, chociaż nierzadko może kosztować немало wysiłku umysłowego.

Parametrem mającym wpływ na wielkość zysku osiągniętego przez inwestora jest także **prowizja** pobierana przez twórcę produktu strukturyzowanego. Najczęściej środki wpłacane przez inwestora nie są bezpośrednio pomniejszane o prowizję, a jest ona uwzględniona w konstrukcji produktu. W praktyce prowizja pobierana jest z dyskonta, które zostaje po zakupie obligacji zerokuponowych zapewniających zwrot kapitału na określonym poziomie. Załóżmy, że ze 100 zł zainwestowanych przez klienta 90 zł zostało przeznaczonych na zakup obligacji. 10 zł zostaje wówczas na zakup opcji. Z tej kwoty zostanie potrącona prowizja w wysokości np. 5 zł. W efekcie kwota wydana na opcję będzie niższa, a to z kolei oznacza mniejszy potencjał zysku.

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.

Inwestor powinien pamiętać, że kiedy porównuje dwa różne produkty strukturyzowane, nie powinien sugerować się przy wyborze najlepszego produktu tylko tym parametrem. Wyższa prowizja nie musi przecież wcale oznaczać, że w końcowym rozrachunku mniej zarobi. Może być ona jednak decydująca, jeśli dokonywałby wyboru spośród analogicznych produktów.

Odbiciem wysokości prowizji może być **wskaźnik partycypacji**. Będzie on tym wyższy, im niższe jest wynagrodzenie instytucji zaangażowanych w przygotowanie i dystrybucję produktu. Partycypacja (wskaźnik udziału w zysku, współczynnik udziału w zysku) to procentowy wskaźnik udziału inwestora w zmianie instrumentu bazowego (najczęściej w jego wzroście). Jeśli instrument bazowy wzrośnie w trakcie trwania inwestycji o 100%, to przy partycypacji 50% inwestor zarobi 50% (50%

³⁵ Jedną z koncepcji pozwalających tworzyć tzw. bezkierunkowe produkty strukturyzowane. W tym przypadku stopa zwrotu liczona jest jako wartość bezwzględna najmniejszego odchylenia spośród koszyka indeksów czy akcji spółek.

³⁶ Opcja na różnicę – stopa zwrotu w produkcie opartym na tej opcji obliczana jest na podstawie nadwyżki stopy zwrotu jednego aktywa nad innym. Rozwiązanie to zdobyło sporą popularność na polskim rynku.

³⁷ W produkcie opartym na tej opcji z koszyka aktywów będących podstawą produktu w określonych odstępach czasu eliminowane są te aktywa, która osiągnęły najwyższe stopy zwrotu. Jeśli więc mamy inwestycję opartą na notowaniach 10 spółek, to np. po roku koszyk zostanie pomniejszony o spółkę, która od początku notowań wzrosła najsilniej, po dwóch latach odpadnie kolejna ze spółek itd. Ostateczna stopa zwrotu będzie obliczona jako średnia stóp zwrotu wyeliminowanych wcześniej spółek.

$\times 100\%$), a przy partycypacji 150% zysk wyniesie 150% ($150\% \times 100\%$). W trakcie subskrypcji partycypacja najczęściej podawana jest w przedziale np. od 100 do 130%, a jej ostateczna wartość podawana jest do wiadomości inwestorów po zakończeniu zapisów. Wskaźnik partycypacji wykorzystywany jest do ustalenia stopy zwrotu na koniec trwania produktu, a nie w czasie trwania inwestycji.

Na polskim rynku w przypadku niektórych produktów, sprzedawanych w formie polis ubezpieczeniowych umożliwiających uniknięcie opodatkowania podatkiem od zysków kapitałowych, podaje się tzw. partycypację efektywną (brutto) uwzględniającą efekt niepłacenia podatku. Partycypacja efektywna (brutto) jest jednak zabiegiem marketingowym mającym na celu pokazanie lepszych wyników aniżeli rzeczywiste³⁸.

Nie zawsze wysoka partycypacja oznacza, iż mamy do czynienia z dobrym produktem. Partycypacja jest wartością względną. Jest to ważny parametr, ale trzeba go dobrze zrozumieć. Partycypacja bowiem to nic innego jak udział w zysku i czasem niższa partycypacja w potencjalnie dużej stopie zwrotu z inwestycji może się okazać lepszym rozwiązaniem niż duży udział w niewielkim zysku. Gdyby jednak produkty nie różniły się niczym poza partycypacją, możemy być pewni, że w tym pierwszym przypadku dystrybutor wydał na opcję mniej pieniędzy, a więc więcej wziął w formie prowizji.

Kolejnym istotnym z punktu widzenia zyskowości parametrem, na który powinien zwrócić uwagę inwestor, jest **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.

Jeśli mamy np. dwa trzyletnie produkty oparte na WIG20 i jeden daje partycypację 50-procentową, a drugi 80-procentową, wydaje się, że drugi jest lepszy. Ale może się okazać, że zysk z drugiego jest ograniczony do 40%, natomiast pierwszy zapewnia nieograniczony zysk.

6. Identyfikacja parametrów porównawczych w ramach kryterium płynności

Produkt strukturyzowany jest inwestycją o ograniczonym horyzoncie czasowym. W dacie zapadalności inwestor otrzymuje wypłatę kapitału plus zyski, jakie zostały

³⁸ Przykład: historyczna średnia stopa zwrotu z inwestycji w dany instrument bazowy wynosi 50% w badanym okresie. Załóżmy, że partycypacja we wzroście tego instrumentu wynosi 150%. Wynika z tego, że historyczny średni zysk z produktu sięga poziomu 75% ($50\% \times 1,5$). Aby „podkreślić” wynik, stosuje się partycypację efektywną (inaczej brutto). Wylicza się ją następująco: $150\% / (1 - 19\%) = 185,2\%$. Tak otrzymaną wartość partycypacji mnoży się przez stopę zwrotu z instrumentu bazowego: $1,852 \times 50\% = 92,6\%$. Informacja, jaka zostaje przekazana klientowi, to historyczna stopa zwrotu z produktu na poziomie 92,6%, choć w rzeczywistości wynosiła ona „tylko” 75%.

osiągnięte. Najczęściej są to inwestycje wymagające długoterminowego zaangażowania kapitału. Typowy okres trwania produktów strukturyzowanych to 4 lub 5 lat, ale zdarzają się również krótsze terminy. W badanym okresie na polskim rynku pojawiły się produkty o bardzo krótkim okresie trwania, 1- i 2-miesięczne, dla których instrumentem bazowym były waluty³⁹.

Jak już wspomniano w punkcie 2, jedynymi produktami strukturyzowanymi, które zapewniają pełną płynność, dzięki obrotowi na GPW w Warszawie, są obligacje i certyfikaty strukturyzowane.

Pozostałe formy produktów strukturyzowanych są inwestycją w miarę płynną, co oznacza, że inwestor może wycofać swoje środki po aktualnej wartości rynkowej instrumentów finansowych składających się na dany produkt. W większości przypadków istnieją jednak opłaty likwidacyjne, na które należy zwrócić uwagę przed podjęciem decyzji o rozpoczęciu inwestycji. Czasami opłaty pobierane są tylko w pierwszym roku. Zdarzają się jednak propozycje obciążone opłatami likwidacyjnymi, które maleją z każdym kolejnym rokiem, aż do zakończenia umowy (np. opłata za przedwczesne wyjście z inwestycji w produkt Kapitał Bezpieczeństwa IV⁴⁰ Getin Banku SA kształtuje się w przedziale od 0 do 21,60%). W badanym okresie na rynku polskim subskrybowane były produkty, dla których opłaty likwidacyjne określone były kwotowo (np. opłata likwidacyjna w przypadku produktów Noble Banku⁴¹ – Ósemka II i Szybki Kurs Na Zysk – wynosiła 200 zł). Na rynku znaleźć można było również rozwiązania, które takich opłat nie miały (np. Lokata MultiIndex Banku BPH, Polisa Paliwowa Zysk z napędem – HSBC)⁴².

7. Podsumowanie

Jak wynika z przeprowadzonych badań, produkty strukturyzowane oferowane na polskim rynku różnią się wieloma parametrami. Ocena tych parametrów powinna uwzględniać preferencje inwestora w zakresie dostępności produktu, preferowanej płynności oraz skłonności do ponoszenia ryzyka.

Dostępność jest wyznaczona wysokością minimalnego kapitału wymaganego od klienta w momencie dokonywania zakupu produktu. Rynek oferuje produkty zarówno dla osób dysponujących znacznymi nadwyżkami, jak i dla osób o niewielkich oszczędnościach.

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.

³⁹ Produkty mBanku: Strefa Stabilizacji EUR 2, Strefa Spadku EUR 2, Strefa Wzrostu EUR 2, zob. <http://www.mbank.pl/indywidualny/inwestycje/struktury/>.

⁴⁰ Zob. http://www.depozyty.getinbank.pl/kapital_bezpieczenstwa.html.

⁴¹ Zob. <http://www.noblebank.pl/877.htm>.

⁴² Zob. <http://www.structus.pl/>.

Inwestorzy, którzy nie są skłonni do podejmowania ryzyka, powinni wybierać produkty strukturyzowane z gwarancją stopy zwrotu lub gwarancją kapitału, ci zaś, którzy oczekują znacznych zwrotów, muszą zrezygnować z pełnych gwarancji.

Bardzo ważna jest także ocena przez inwestora możliwości kreowania potencjalnych zysków przez instrument bazowy oraz trafności wyboru przez twórcę produktu strukturyzowanego strategii opcyjnej. Zadanie to nie jest jednak łatwe dla przeciętnego inwestora, wymaga bowiem rozeznania sytuacji na wielu rynkach (tych, których dotyczą aktywa zawarte w instrumencie bazowym) oraz wiedzy w zakresie podstaw inżynierii finansowej.

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=327708dd10d68b1361ad3addbaca01f2> (pobrano 2.01.2009).
- [3] Dyja M., *Lokaty strukturyzowane – na co należy zwrócić uwagę*, <http://excluzive.pl/majatek/lokaty-strukturyzowane-%E2%80%93-na-co-nalezy-zwrocic-uwage/4864>.
- [4] Kossowski M., *Nowy, 2008 rok, rokiem lokat strukturyzowanych?*, http://aii.pl/a18072-2008_8211_rok_lokat_strukturyzowanych.html.
- [5] Kossowski 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] *Rynek produktów strukturyzowanych w Polsce*, Raport Open Finance, 2 czerwca 2008 r. http://of.open.pl/_gALLERY_of/21/44/21447.pdf.
- [7] 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.
- [8] Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe, DzU z 2003 r. nr 140, poz. 939, z późn. zm.
- [9] Ustawa z dnia 22 maja 2003 r. o działalności ubezpieczeniowej, DzU z 2003 r. nr 124, poz. 1151, z późn. zm.
- [10] Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, DzU z 2005 r. nr 183, poz. 1538, z późn. zm.
- [11] Zaremba A. *Produkty strukturyzowane – inwestycje nowych czasów*, OnePress, Warszawa 2008.

THE IDENTIFICATION OF STRUCTURED PRODUCTS' COMPARATIVE PARAMETERS OFFERED AT POLISH MARKET

Summary: The objective of the article is to identify and present structured products' comparative parameters offered at Polish market. Becoming familiar with such parameters may facilitate an investor in performing comparisons and taking up investment choices based on

better awareness of the problem. It is important for an investor to be fully aware what he/she invests in and what his/her potential profit depends on. The article identifies parameters applied in order to evaluate structured products and divided into four criteria: availability, safety, profitability, and liquidity. The research was performed on the basis of the analysis of conditions characteristic of structured products' offers subscribed by financial institutions in Poland in the period from January till March 2009. The emitters' Internet web sites became the source of information about the offered products, as well as the <http://www.structus.pl/> portal referring to the Polish market of structured products.