

Rafał Rębilas

Wyższa Szkoła Biznesu, Dąbrowa Górnicza

PRODUKTY STRUKTURYZOWANE JAKO INSTRUMENTY OGRANICZAJĄCE RYZYKO INWESTYCJI KAPITAŁOWYCH W OKRESIE KRYZYSU NA RYNKACH FINANSOWYCH

Wprowadzenie

W okresie względnej stabilności na rynkach finansowych wybór instrumentu inwestycji kapitałowej stanowi wybór pomiędzy rentownością a bezpieczeństwem. Zwiększając bezpieczeństwo inwestycji ogranicza się najczęściej szansę na osiągnięcie wysokiej rentowności zaangażowanych środków i odwrotnie, inwestując w instrumenty dające szansę na osiągnięcie ponadprzeciętnych zysków należy liczyć się z możliwością poniesienia strat, czyli nieodzyskania włożonego kapitału. Należy jednak zwrócić uwagę, że zasada ta niekoniecznie obowiązuje w okresie kryzysu na rynkach finansowych. Nawet lokując w depozyty bankowe czy skarbowe papiery dłużne nie można być pewnym zwrotu zaangażowanego kapitału. Z drugiej strony poziom oprocentowania tych tradycyjnych form lokowania oszczędności na rodzimym rynku bankowym jest dla inwestorów niesatysfakcjonujący. Pozwala bowiem w najlepszym przypadku na pokrycie utraty wartości kapitału na skutek inflacji.

Celem artykułu jest analiza produktów strukturyzowanych – instrumentów lokowania środków finansowych dających inwestorowi perspektywę osiągnięcia zysków kapitałowych przekraczających rynkowe stopy oprocentowania inwestycji bezpiecznych przy jednoczesnym ograniczonym poziomie ryzyka inwestycyjnego.

1. Inwestycje w okresie kryzysu na rynkach finansowych

W warunkach trwającego kryzysu globalnego posiadacze nadwyżek finansowych, zarówno przedsiębiorcy, jak i osoby nieprowadzące działalności gospodarczej, mają podstawowy dylemat: „w co zainwestować posiadane środki finansowe?”

Jeśli chodzi o podmioty gospodarcze, zdaniem wielu praktyków inwestowania, okres kryzysu gospodarczego jest najlepszym czasem na realizację przez przedsiębiorstwa inwestycji rzeczowych. W okresie kryzysu gospodarczego konieczne nakłady inwestycyjne są zwykle niższe niż w okresie dynamicznego wzrostu gospodarki. Zarówno technologie, surowce, materiały, jak i czynnik pracy można w tym okresie nabyć po cenie niższej niż w okresie, gdy wiele podmiotów gospodarczych o nie rywalizuje. Taniej można również nabyć przedsiębiorstwo (co stanowi podstawową alternatywę inwestycji rzeczowej), którego wycena na rynkach kapitałowych jest zdecydowanie niższa niż wartość nabywanej firmy (liczona metodą dochodową). Jednocześnie, w okresie kryzysu, podmiotów zainteresowanych takim przejęciem firmy jest zdecydowanie mniej, co ułatwia realizację inwestycji. Z drugiej strony w okresie kryzysu gospodarczego, w którym popyt na dobra konsumpcyjne maleje, a na rynku pozostają firmy o ukształtowanej marce, kondycji finansowej, a w szczególności posiadające akceptowalny przez rynek produkt/usługę, inwestycje rzeczowe stanowią podstawowy warunek tworzenia i ulepszania potencjału produkcyjnego/usługowego firmy dla tych produktów/usług. Pozwala to na spełnienie oczekiwań rynku, a jednocześnie daje istotną przewagę konkurencyjną w okresie powrotu gospodarki do trendu wzrostowego.

W praktyce jednak przedsiębiorstwa, obawiając się o swoją przyszłość, rezygnują z inwestycji rzeczowych. Trudności w znalezieniu zewnętrznych źródeł finansowania (które uzupełniają własne nadwyżki finansowe), pesymizm konsumentów, brak pewności terminu końca kryzysu skutecznie blokują decyzję o inwestowaniu. Jednocześnie wzrasta obawa o bezpieczeństwo zgromadzonych środków własnych. W okresie tym pojęcie inwestycji nabiera nowego znaczenia. Celem przedsiębiorców nie jest bowiem budowanie zdolności do generowania zysków w przyszłości, lecz ochrona zgromadzonych nadwyżek finansowych. Dlatego też inwestorzy kierują swoje zainteresowanie w stronę instrumentów rynku finansowego, które pozwalają na realizację założonego celu. Wybierają zatem inwestycje kapitałowe, dołączając do grona osób nieprowadzących działalności gospodarczej, a posiadających oszczędności pieniężne.

Pod pojęciem inwestycji kapitałowych (zwanych również inwestycjami finansowymi) należy rozumieć lokowanie środków pieniężnych w instrumenty fi-

nansowe rynku pieniężnego i kapitałowego, w celu osiągnięcia dochodu w postaci odsetek, dywidendy czy przyrostu wartości rynkowej kapitału. Do inwestycji kapitałowych należy zaliczyć inwestycje w papiery wartościowe (dłużne i właścicielskie), udziały, lokaty bankowe, fundusze inwestycyjne, wierzytelności¹. Istnieje również szeroka grupa złożonych instrumentów pochodnych, które mogą stanowić przedmiot inwestycji kapitałowych, przy czym najczęściej mają one charakter krótkoterminowych inwestycji spekulacyjnych.

Inwestowanie w papiery wartościowe wiąże się ze zróżnicowanym poziomem ryzyka inwestycyjnego. Generalnie wynika ono z rodzaju nabywanego przez inwestora papieru wartościowego (dłużne lub właścicielskie papiery wartościowe).

Dłużne papiery wartościowe stanowią pożyczkę udzieloną dla ich emitenta przez nabywcę obligacji, którą ten zobowiązuje się zwrócić (wykupić papier) w określonym czasie wraz z należnymi odsetkami. Wykup papieru nie jest zdeterminowany jakimikolwiek warunkami. Ryzyko inwestycji wiąże się zatem z wypłacalnością emitenta papieru. Jeśli emitentami tych instrumentów są Skarb Państwa (obligacje skarbowe) lub gmina (obligacje komunalne), bezpieczeństwo takiej inwestycji rośnie, jednak rentowność istotnie maleje. Zasada ta wydaje się jednak być dyskusyjna w okresie kryzysu finansów publicznych. Rentowność obligacji skarbowych państw o nadmiernym długu publicznym może być wysoka, ale ryzyko odzyskania środków również jest niemałe².

Alternatywą do inwestycji w papiery skarbowe lub komunalne może być inwestycja w dłużne papiery komercyjne (emitowane przez przedsiębiorstwa, w tym banki). Zazwyczaj dają one wyższą rentowność inwestycji, jednak wiążą się z większym ryzykiem wypłacalności emitenta. W tym przypadku nie bez znaczenia jest gwarancja wykupu papierów, jaką emitenci mogą uzyskać przez podmioty o standingu finansowym uznawanym za bezpieczny (np. banki). Zwiększa to bezpieczeństwo inwestycji, ale najczęściej zmniejsza ich rentowność.

¹ J. Różański: *Inwestycje rzeczowe oraz procesy fuzji i przejęć w przedsiębiorstwie*. W: *Inwestycje rzeczowe i kapitałowe*. Red. J. Różański. Difin, Warszawa 2006, s. 15.

² Przykładem może być tutaj Grecja. Inwestując w jej roczne obligacje z końcem 2011 r. rentowność do wykupu istotnie przekraczała 100%. Oznaczało to, że inwestor, który zdecydował się kupić te papiery w tym czasie, po okresie roku podwoiłby swój kapitał. Jednak chętnych na taki zakup brakowało. Inwestorzy nie wierzyli bowiem, że papiery będą wykupione na warunkach określonych w prospekcie emisyjnym. Powyższe znalazło odzwierciedlenie w rzeczywistości. Z początkiem 2012 r. nastąpiła redukcja zadłużenia Grecji, która spowodowała straty prywatnych inwestorów nawet rzędu 75% zainwestowanego kapitału. Mając na uwadze fakt, że Grecja jest krajem Unii Europejskiej oraz strefy euro, przykład ten potwierdza zasadniczą tezę, że nie ma inwestycji w pełni bezpiecznych.

Instrumenty właścicielskie (akcje i udziały) stanowią dla inwestora alternatywę do inwestycji w dłużne papiery wartościowe. Inwestycja w akcje / nabycie udziałów wiąże się jednak z pełnym ryzykiem utraty zainwestowanych środków. Stwarza natomiast szansę ponadprzeciętnych zysków, ale nie jest dobrze postrzegana w okresie kryzysu finansowego. Kursy akcji nie odzwierciedlają wówczas realnej wartości przedsiębiorstwa, a są wynikiem najczęściej gry spekulacyjnej. Dlatego ta forma inwestycji jest rzadko wybierana przez podmioty dysponujące środkami do ich długoterminowego zainwestowania.

Instrumentami, które z założenia powinny ograniczać ryzyko inwestycji, są jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych. Założenie to wynika z faktu, że inwestycje w ramach działalności funduszy inwestycyjnych są dokonywane przez specjalistów rynków finansowych. Ich wiedza oraz przyjęte zasady inwestowania powinny ograniczać ryzyko przy maksymalizacji wartości jednostek uczestnictwa. Na rynkach istnieje szereg funduszy inwestycyjnych lokujących środki w różne instrumenty finansowe (nie tylko papiery wartościowe). Wybierając fundusz inwestycyjny inwestor musi jednak pamiętać o podstawowych zasadach inwestycji, tzn.:

1. Celem funduszu inwestycyjnego jest osiągnięcie w określonym horyzoncie inwestycyjnym jak najwyższej stopy zwrotu przy zachowaniu ustalonego poziomu ryzyka.
2. Większe zyski = więcej akcji w portfelu.
3. Więcej akcji w portfelu = większe ryzyko.
4. Większe ryzyko = dłuższy horyzont inwestowania.

Najbardziej ryzykownymi dla inwestora instrumentami finansowymi są instrumenty pochodne. Instrumenty pochodne, zwane również derywatami, dają prawo do kupna lub sprzedaży określonego instrumentu bazowego w przyszłości po określonej cenie, lub też do określonego rozliczenia pieniężnego³. Mogą się one opierać na kursach/cenach/notowaniach: walut, surowców, towarów, akcji, obligacji, indeksów giełdowych oraz wielu innych wskaźników⁴. Ryzyko inwestycji w instrumenty pochodne wynika z dwóch zasadniczych przesłanek: nieprzewidywalności ukształtowania się kursu/ceny/notowania określonego waloru w przyszłości oraz wysokiej złożoności produktu, która czyni go niezrozumiałym dla większości inwestorów.

Natomiast najbardziej popularną, tradycyjną formą inwestowania środków na rynku finansowym jest lokata bankowa. Nie oznacza to jednak, że instrument

³ B. Frączek: *Inwestycje finansowe na rynkach polskim i zagranicznym*. UE, Katowice 2012, s. 57.

⁴ W zasadzie nie ma ograniczenia co do wskaźnika stanowiącego podstawę instrumentu pochodnego.

ten jest w każdym przypadku bezpieczny, prosty w swej budowie i dający z góry określony efekt finansowy. W przypadku klasycznego depozytu bankowego o stałym oprocentowaniu na ściśle oznaczony czas, sytuacja inwestującego środki jest prosta. Jeśli deponent nie zlikwiduje lokaty, uzyska jej zwrot wraz z wynegocjowanym oprocentowaniem⁵. Ta forma lokowania, oprócz istotnej zalety, jaką jest niskie ryzyko inwestycyjne, posiada jednak określone wady. Do najistotniejszych należy zaliczyć niskie oprocentowanie środków oraz utratę części lub całości odsetek w przypadku wcześniejszej likwidacji depozytu.

W okresie względnej stabilności na rynkach finansowych wybór instrumentu inwestycji kapitałowej stanowi wybór pomiędzy rentownością a bezpieczeństwem. Zwiększając bezpieczeństwo inwestycji, ogranicza się najczęściej szanse na osiągnięcie wysokiej rentowności zaangażowanych środków. I odwrotnie, inwestując w instrumenty dające szansę na osiągnięcie ponadprzeciętnych zysków należy liczyć się z możliwością poniesienia strat, czyli nieodzyskania włożonego kapitału.

Sytuacja diametralnie zmienia się w okresie kryzysu gospodarczego. Instrumenty tradycyjnie uznawane za bezpieczne (lokaty bankowe, papiery skarbowe) już tak pewnymi nie są. Banki mogą bankrutować (nie oddając w pełni środków pieniężnych ulokowanych przez depozytariuszy), państwa mogą być niewypłacalne (co może powodować zawieszenie lub zaprzestanie wykupu dłużnych papierów wartościowych i redukcję zadłużenia). Rynek akcji nie odzwierciedla potencjału notowanych na giełdach firm w zakresie możliwości generowania dochodów. Z drugiej strony poziom oprocentowania tradycyjnych depozytów na rodzimym rynku bankowym – uznawanym dość powszechnie za bezpieczny – jest dla inwestorów niesatysfakcjonujący. Pozwala bowiem w najlepszym przypadku na pokrycie utraty wartości kapitału na skutek inflacji. W tych warunkach szczególnie zasadne pozostaje pytanie „w co inwestować?”.

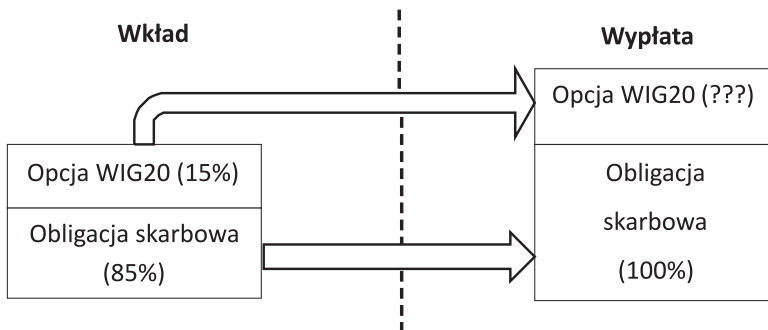
2. Istota instrumentów strukturyzowanych

Biorąc pod uwagę wymienione wcześniej uwarunkowania inwestycji kapitałowych, banki oferują szereg instrumentów quasidepozytowych, które najczęściej określa się mianem produktów strukturyzowanych. Często dają one inwestorowi możliwość uzyskania stopy zwrotu istotnie przewyższającej stopę oprocentowa-

⁵ Oczywiście pod warunkiem, że bank, w którym ulokowano środki, nie upadnie. W przypadku upadłości banku, środki ulokowane w bankach z siedzibą w Polsce podlegają systemowi gwarantowania przez Bankowy Fundusz Gwarancyjny. Kwota objęta gwarancją wynosi równowartość 100 000 euro dla jednego podmiotu w danym banku.

nia klasycznej lokaty bankowej. Muszą jednak zostać spełnione określone warunki. Odnoszą się one na przykład do określonego poziomu kursu waluty, indeksu giełdowego, ceny surowców na rynkach światowych, rentowności skarbowych papierów dłużnych, cen wybranego koszyka akcji czy wartości funduszy inwestycyjnych. Powyższe wynika z tego, że w produkty strukturyzowane wbudowany jest określony instrument pochodny. Inwestycja taka przybiera zatem postać swobodnego rodzaju zakładu. W przypadku gdy warunki określone w umowie zostaną spełnione, inwestor uzyska z góry oznaczone wynagrodzenie. Może ono być wyrażone jako ściśle określony poziom stopy procentowej bądź formułą pozwalającą na jej wyliczenie.

Produkt strukturyzowany – od czego pochodzi jego nazwa – jest inwestycją o określonej strukturze inwestowania środków. Część, zazwyczaj stanowiąca 70%-90% wartości ulokowanej przez inwestora kwoty, jest inwestowana dalej w instrumenty uznawane za najbardziej bezpieczne (np. obligacje skarbowe). Zadaniem tej inwestycji jest osiągnięcie zysku na poziomie, który pozwala zazwyczaj na zwrot inwestorowi zainwestowanej kwoty. Natomiast pozostała część lokaty jest inwestowana agresywnie – w instrumenty, których dotyczy wspomniany wcześniej zakład. Jeśli przyniosą one zyski – inwestor otrzyma część z nich, jeśli nie – inwestor zazwyczaj nie straci, ta część inwestycji, która była ulokowana bezpiecznie, pokryje bowiem straty kapitału zainwestowanego w instrumenty podwyższonego ryzyka. Dlatego szczególnie istotnym elementem jest tutaj okres inwestycji. Bezpieczne instrumenty finansowe (np. wspomniane wcześniej obligacje skarbowe) przyniosą zakładany zwrot tylko w przypadku braku wcześniejszej ich odsprzedaży. Potrzeba zatem czasu by uzyskać zakładaną rentowność. Funkcjonowanie mechanizmu produktu strukturyzowanego na wybranym przykładzie prezentuje rysunek 1.



Rys. 1. Mechanizm funkcjonowania przykładowego produktu strukturyzowanego

Źródło: Na podstawie: A. Zaremba: *Produkty strukturyzowane. Inwestycje nowych czasów*. One Press, Gliwice 2009, s. 57-59.

Inwestor wpłaca na 3-letnią lokatę strukturyzowaną kwotę 100 PLN. Po trzech latach ma gwarantowaną wypłatę sumy zainwestowanego kapitału. Bank przeznaczają 85% pozyskanego od klienta kapitału na zakup obligacji skarbowych na rynku pierwotnym lub wtórnym. Biorąc pod uwagę znaną rentowność obligacji, do dnia wykupu jest pewnym uzyskania rentowności na poziomie zapewniającym zwrot klientowi 100% kapitału⁶.

Pozostałą część depozytu klienta (15%) bank inwestuje w instrumenty pochodne (w tym przypadku w opcje kupna indeksu WIG20). W przypadku tej inwestycji nie jest wiadome, jaki będzie jej zwrot. Jeśli rentowność takiej inwestycji będzie ujemna, klient jedynie odzyska włożony kapitał. Jeśli wygenerowana zostanie dodatnia stopa zwrotu, bank i klient uzyskają profity z inwestycji. Pozostaje do rozstrzygnięcia: kto ile? Na to pytanie odpowiada współczynnik partycypacji, którego wysokość może być różna⁷. Powyższe rozstrzygają zapisy umowy produktu strukturyzowanego. Zwykle są one skomplikowane. Wyrażają się najczęściej w ściśle określonych wartościach, jakie otrzyma inwestor. W przypadku gdy WIG20 w oznaczonym terminie osiągnie wartości w ustalonych w umowie przedziałach, inwestor uzyska określone oprocentowanie. Dla inwestora jest ono najczęściej liczone od kwoty zainwestowanego kapitału (w przedstawionym powyżej hipotetycznym przypadku może to być, np. 10% od kwoty lokaty, gdy WIG20 wzrośnie powyżej 15%, 5% zaangażowanego kapitału, gdy WIG20 wzrośnie w granicach 7%-15% i brak odsetek, gdy WIG20 spadnie lub nieznacznie wzrośnie, np. do 7%).

Na rynku występuje wiele różnych rodzajów produktów strukturyzowanych (tabela 1), jednak można znaleźć wspólne ich charakterystyki:

- ściśle określony czas inwestycji (zwykle są to instrumenty średnio- i długoterminowe),
- zapisy umowne odnoszące się do poziomu ochrony kapitału (ochrona: całkowita, częściowa, brak ochrony),
- formuła określająca stopę zwrotu,
- wbudowany instrument pochodny⁸.

⁶ Powyższe w warunkach kryzysu finansowego nie jest jednak pewne. Mając na uwadze przypadek Grecji (brak w terminie wykupu papierów skarbowych i częściowa redukcja długów), bank może nie odzyskać kwoty zainwestowanego w papiery skarbowe kapitału. Zasadniczo jednak inwestycje w papiery dłużne skarbowe należy uznać za najbezpieczniejszą z możliwych inwestycji kapitałowych.

⁷ A. Zaremba: *Produkty strukturyzowane. Inwestycje nowych czasów*. One Press, Gliwice 2009, s. 59.

⁸ S. Olszewski: *Produkty strukturyzowane*. W: *Inwestycje finansowe*. Red. K. Gabryelczyk, U. Ziarko-Siwiek. CeDeWu, Warszawa 2008, s. 79.

Tabela 1

Rodzaje produktów strukturyzowanych

Kryterium	Rodzaje produktów strukturyzowanych
Ochrona kapitału	– pełna, – częściowa, – brak
Forma instrumentu bazowego	– lokata, – obligacja, – certyfikat depozytowy, – polisa, – fundusz inwestycyjny, – certyfikat inwestycyjny
Podstawa odniesienia dla instrumentu pochodnego	– poziom indeksu giełdowego, – ceny akcji, – poziom kursów walutowych, – ceny surowców, – notowania funduszy inwestycyjnych, – rentowność obligacji
Termin wykupu	– krótkoterminowe (do 1 roku), – średnioterminowe (1-3 lat), – długoterminowe (pow. 3 lat)
Charakter inwestycji	– produkty inwestycyjne, – produkty spekulacyjne
Zaangażowanie kapitałowe	– produkty z dźwignią finansową, – produkty bez dźwigni finansowej

Źródło: Na podstawie: B. Frączek: *Inwestycje finansowe na rynkach polskim i zagranicznym*. UE, Katowice 2012, s.73.

Jakkolwiek produkty strukturyzowane są zazwyczaj oferowane przez banki komercyjne, nie zawsze są one produktami bankowymi. Mogą bowiem występować również jako produkty ubezpieczeniowe (polisolokaty, polisy inwestycyjne itp.), papiery dłużne innych niż banki emitentów (najczęściej zależnych od banków) czy fundusze inwestycyjny⁹. W przypadku produktów bankowych sensu stricto, w zależności od zastosowanego instrumentu bazowego można wyróżnić:

- depozyt strukturyzowany (lokata strukturyzowana),
- strukturyzowany certyfikat depozytowy,
- strukturyzowany skrypt dłużny,
- obligację strukturyzowaną¹⁰.

⁹ S. Grenda: *Produkty strukturyzowane jako element oferty bankowości detalicznej*. W: *Bankowość detaliczna: idee – modele – procesy*. Red. A. Gospodarowicz. UE, Wrocław 2010, s. 39.

¹⁰ J. Cichorska: *Produkty substytucyjne w portfelu aktywów i pasywów banku komercyjnego*. UE, Katowice 2011, s. 122.

Depozyt strukturyzowany funkcjonuje na podstawie Prawa bankowego¹¹. Mając na uwadze powyższe, stanowi on z punktu widzenia prawa lokatę bankową. Różnica od tradycyjnej lokaty polega tutaj na specyficznym określeniu wysokości oprocentowania, które jest zależne od spełnienia określonych warunków. Depozyty strukturyzowane mają istotną zaletę. Podobnie jak inne lokaty bankowe podlegają ochronie przez Bankowy Fundusz Gwarancyjny. Pozostałe bankowe produkty strukturyzowane są oparte na emisjach dłużnych papierów wartościowych. Podstawowa różnica między nimi a depozytem strukturyzowanym wyraża się w tym, że można nimi obracać na rynku wtórnym¹².

Do najczęściej występujących na polskim rynku finansowym produktów strukturyzowanych należy zaliczyć polisy inwestycyjne, których forma prawna jest oparta na ustawie o działalności ubezpieczeniowej¹³, a istota wyraża się w ubezpieczeniu na życie i dożycie. Przyjęcie takiej konstrukcji pozwala na omińnięcie podatku od dochodów kapitałowych, co przy porównywalnym oprocentowaniu alternatywnego produktu czyni polisę zdecydowanie bardziej atrakcyjną¹⁴.

Stosunkowo często można również spotkać produkt strukturyzowany oparty na funduszu inwestycyjnym. Najczęściej występuje on w postaci funduszy inwestycyjnych z gwarancją zwrotu kapitału. Produkt ten stanowi strukturę inwestycyjną, w której zasadniczą część środków jest inwestowana przez towarzystwo funduszy inwestycyjnych w instrument bezpieczny (np. obligacje skarbowe), a pozostała część w inne ściśle określone w umowie walory.

W końcu w ofercie produktów strukturyzowanych można spotkać również instrumenty oparte na dłużnych papierach wartościowych, których emitentami nie są banki. W tym przypadku inwestor nabywa określony papier dłużny (np. obligację), którego wysokość kuponu jest określona ściśle wyrażoną formułą. Warto zwrócić uwagę, że bardzo często emitentami tych papierów są celowo do tego powołane podmioty zależne kapitałowo od banków. Ma to istotne znaczenie z punktu widzenia bezpieczeństwa inwestycji (a w zasadzie jego braku).

Inwestycja w produkty strukturyzowane, podobnie jak każda inwestycja kapitałowa, wiąże się z określonym ryzykiem. Ryzyko to może być wielowymiarowe.

Przed wszystkim inwestor powinien zwrócić uwagę, jaką wartość ma zagwarantowaną w przypadku pozostawienia środków na zadeklarowany okres.

¹¹ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe (Dz.U. z 1997 r., Nr 140 z późn. zm.).

¹² A. Zaremba: Op. cit., s. 93, 96.

¹³ Ustawa z dnia 22 maja 2003 r. o działalności ubezpieczeniowej (Dz.U. z 2003 r., Nr 1214, z późn. zm.).

¹⁴ Wyplata odszkodowania przez ubezpieczyciela nie jest bowiem w Polsce opodatkowana podatkiem od zysków kapitałowych (według stanu na 31.10.2012 r.).

Przyjmując, że jest to 100% (co obecnie jest normą)¹⁵, ryzyko ogranicza się do wysokości zysku, jaki osiągnie z inwestycji. Jest to ściśle określone w umowie lub regulaminie produktu.

W produktach strukturyzowanych szczególnie istotnym zagadnieniem jest to, ile inwestor odzyska w przypadku przedterminowej likwidacji takiego depozytu. W tym przypadku konsekwencje dla inwestora są zazwyczaj szczególnie dotkliwe, wartość wypłaty jest zależna bowiem niemalże zawsze od efektów inwestycji wypracowanej na dany moment przez bank. Dlatego w produkty te należy inwestować w sytuacji, w której inwestor jest pewien, że nie będzie musiał korzystać z zainwestowanych środków.

W końcu niezwykle istotnym elementem jest podstawa prawna produktu. Inna jest bowiem ochrona lokat bankowych gwarantowanych przez Bankowy Fundusz Gwarancyjny, inna produktów chronionych Ubezpieczeniowym Funduszem Gwarancyjnym, jeszcze inaczej prezentuje się sytuacja wierzyciela posiadającego produkt strukturyzowany oparty na papierach dłużnych, w przypadku upadłości ich emitenta.

Przedstawione powyżej elementy należy w pierwszej kolejności rozważyć przy podejmowaniu decyzji o inwestycji w produkty strukturyzowane.

3. Analiza wybranego produktu strukturyzowanego

Na polskim rynku finansowym funkcjonuje szereg produktów strukturyzowanych. Tylko w 2011 r. 27 instytucji przedstawiło 487 nowych ofert produktów strukturyzowanych. Natomiast łączna sprzedaż przekroczyła poziom 10 mld zł¹⁶. Duża liczba ofert, oferentów oraz wysoka wartość pozyskanych środków może świadczyć o wchodzeniu rynku produktów strukturyzowanych w fazę dojrzałości. Potwierdza to również różnorodność konstrukcji tych instrumentów, zarówno jeśli chodzi o podstawy prawne, jak i instrumenty bazowe oraz instrumenty pochodne w nie wbudowane.

¹⁵ Zwrot kwoty zainwestowanego kapitału nie jest jednak jedynym możliwym rozwiązaniem w przypadku braku spełnienia warunków określonych w umowie. Istnieją produkty, w których wypłacany jest określony poziom wkładu, poniżej 100% jego wartości początkowej. Czasem możliwe jest również określenie wartości wypłaty kapitału formułą zależną od ukształtowania się parametrów instrumentów bazowych.

¹⁶ Dane za: *Rynek produktów strukturyzowanych w Polsce w 2011 r.* Raport analityczny. Wydawnictwo Structus, 2012, www.structus.pl/analizy.

Celem przybliżenia istoty produktów inwestycyjnych zostanie dokonana analiza jednego z nich – Polisy Inwestycyjnej Euro Indeks, oferowanej przez Bank Zachodni WBK SA w okresie od 21 maja do 29 czerwca 2012 r.¹⁷. Produkt ten jest oferowany w formie umowy grupowego ubezpieczenia na życie i dożycie zawartego pomiędzy BZ WBK oraz AvivaTUnŻ SA. Okres ubezpieczenia rozpoczął się 16.07.2012, a kończy 16.01.2015. Ubezpieczycielem jest Aviva Towarzystwo Ubezpieczeń na Życie SA, ubezpieczającym – Bank Zachodni WBK SA, a ubezpieczonym – osoba fizyczna objęta ochroną ubezpieczeniową. Ochrona ubezpieczeniowa w produkcie polega na zobowiązaniu towarzystwa ubezpieczeniowego (AvivaTUnŻ) do zapłaty, określonych w Warunkach Ubezpieczenia, świadczeń ubezpieczeniowych z tytułu jednego z poniższych zdarzeń:

- dożycia przez Ubezpieczonego końca ostatniego dnia okresu ubezpieczenia,
- śmierci Ubezpieczonego w trakcie trwania okresu ubezpieczenia.

W przypadku śmierci ubezpieczonego osobie uposażonej wypłacone zostanie świadczenie w wysokości 101% opłaconej składki (niezależnie od jakichkolwiek innych czynników). Do tego momentu przedstawiony produkt ma charakter zwykłej polisy ubezpieczeniowej. Strukturą czyni go wbudowany instrument pochodny oparty na indeksie Euro Stoxx 50, na podstawie którego naliczone będą odsetki od inwestycji¹⁸. Stopa zwrotu zostanie wypłacona inwestorowi na zakończenie okresu inwestycji (co jest w tym produkcie równoznaczne z okresem ubezpieczenia), przy czym będzie ona stanowiła sumę dwóch kuponów:

- obliczonego w pierwszym Dniu Obserwacji (po upływie 1,5 roku od rozpoczęcia okresu ubezpieczeniowego) do maksymalnej wysokości 7,90%,
- obliczonego w drugim Dniu Obserwacji (po upływie 2,5 roku od rozpoczęcia okresu ubezpieczeniowego) do maksymalnej wysokości 7,90%,

Kupon w poszczególnych Dniach Obserwacji może przyjąć następującą wartość:

- 7,9% – jeżeli Euro Stoxx 50 znajdzie się na poziomie co najmniej 115% wartości z dnia rozpoczęcia inwestycji albo
- 3,5% – jeżeli Euro Stoxx 50 znajdzie się na poziomie co najmniej 100% i poniżej 115% wartości z dnia rozpoczęcia inwestycji albo

¹⁷ W analizie wykorzystano materiały źródłowe udostępnione przez Bank Zachodni WBK SA.

¹⁸ Indeks Euro Stoxx 50 został ustanowiony 28 lutego 1998 r., z wartością bazową 1000 na datę 31 grudnia 1991 r., kończąc rok, w którym 11 krajów Unii Gospodarczej i Walutowej traktatem w Maastricht zdecydowało się na wdrożenie wspólnej waluty, tworząc tym samym podłoże dla strefy euro. Indeks skupia akcje 50 największych spółek z krajów strefy euro. Na koniec marca 2012 r. w indeksie znajdowały się spółki z 9 krajów (bez udziału Grecji, Portugalii i Austrii), z dominującym udziałem spółek z Francji i Niemiec (łącznie ponad 69%).

- 2,0% – jeżeli Euro Stoxx 50 znajdzie się na poziomie co najmniej 90% i poniżej 100% wartości z dnia rozpoczęcia inwestycji albo
- 0,0% – jeżeli Euro Stoxx znajdzie się na poziomie poniżej 90% wartości z dnia rozpoczęcia inwestycji.

Kupony naliczane są niezależnie.

Inwestycja daje zatem szansę na uzyskanie atrakcyjnej stopy zwrotu w przypadku wzrostu notowań indeksu Euro Stoxx 50, jak również jego stabilizacji na poziomach zbliżonych do poziomów z dnia rozpoczęcia okresu ubezpieczeniowego, przy jednoczesnej 100% ochronie zainwestowanego kapitału w terminie zakończenia okresu ubezpieczenia.

Kolejną zaletą inwestycji jest jej dywersyfikacja. Dodatnia stopa zwrotu jest bowiem zależna od kształtowania się wartości akcji spółek na różnych rynkach i w różnych sektorach gospodarczych. Jeśli zatem nastąpi załamanie w jednym z nich, niekoniecznie pociągnie to za sobą pozostałe.

Minimalny kapitał, jaki został określony dla tego produktu wynosi 3000 zł, co powoduje, że lokata dostępna jest dla szerokiego grona potencjalnych inwestorów (czy też oszczędzających).

W końcu dzięki opakowaniu produktu w ubezpieczenie inwestor nie będzie płacił podatku od zysków kapitałowych.

Czynnikami ryzyka w omawianej inwestycji są:

- stosunkowo długi okres inwestycji (2,5 roku),
- konsekwencje związane z wcześniejszym wycofaniem środków, wówczas wartość wykupu będzie obliczona według wzoru: $97\% \times \text{Składka} \times \text{Wskaźnik techniczny}$ (przy czym nigdzie nie jest określona wysokość wskaźnika technicznego, co wiąże się z ponadprzeciętnym ryzykiem),
- ryzyko kredytowe związane z Aviva Towarzystwem Ubezpieczeń na Życie SA,
- ryzyko związane z kształtowaniem się indeksu Stoxx 50.

Mając jednak na uwadze z jednej strony kształtowanie się wysokości oprocentowania tradycyjnych, bezpiecznych instrumentów depozytowych, z drugiej natomiast ryzyko, jakie towarzyszy inwestycjom na rynku akcyjnym i instrumentów pochodnych, omawiany instrument stanowi interesującą alternatywę dla inwestora. Zapewnia on w okresie inwestycji ochronę kapitału a daje szansę ponadprzeciętnych zysków.

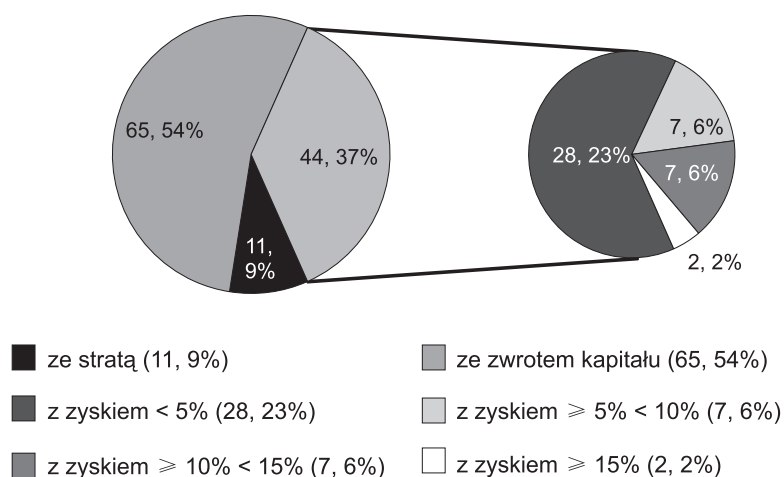
Podsumowanie

Inwestycje w produkty strukturyzowane nie są w pełni pozbawione ryzyka inwestycyjnego. Wynika ono najczęściej z konstrukcji danego instrumentu. Jednak biorąc pod uwagę sytuację na rynkach finansowych w okresie kryzysu finansowego, produkty te mają swoje istotne zalety. Do podstawowych należy zaliczyć ochronę kapitału przy utrzymywaniu inwestycji w zakładanym okresie bazowym oraz możliwość osiągnięcia ponadprzeciętnego zwrotu z zainwestowanego kapitału (tj. zwrotu na poziomie przewyższającym oprocentowanie tradycyjnych lokat bankowych oraz dochodu z obligacji skarbowych).

Patrząc na dane dotyczące efektywności inwestycji w produkty strukturyzowane zakończone w I kwartale 2012 roku (wykres 1) można wyciągnąć określone wnioski.

Wykres 1

Wyniki produktów strukturyzowanych zakończonych w I kwartale 2012 r.



Źródło: Na podstawie: Analiza wyników produktów strukturyzowanych zakończonych w I kw. 2012 r., www.finance.eGospodarka.pl.

Na 120 struktur zakończonych w I kwartale 2012 r. stratę przyniosło zaledwie 11 produktów. Jednak aż 65 produktów pozwoliło jedynie na zwrot zainwestowanego kapitału, natomiast 44 produkty pozwoliły na osiągnięcie dodatniej stopy zwrotu.

Niestety aż 28 z nich przyniosły znikomą zysk nieprzekraczającą 5% w skali roku, natomiast 9 produktów strukturyzowanych dało zysk na poziomie prze-

kraczącym 10% (w tym 2 pozwoliły osiągnąć zysk powyżej 15%). Średnia stopa zwrotu wyniosła rocznie 1,52%, a zatem mniej niż tradycyjna lokata bankowa. Z drugiej strony inwestując na rynku akcji czy funduszy inwestycyjnych ryzyko transakcji było zdecydowanie wyższe. Dlatego też pomimo niskiej średniej stopy zwrotu z produktów strukturyzowanych można zaryzykować stwierdzenie, że jest to odpowiedni produkt dla inwestorów akceptujących umiarkowane ryzyko, którego materializacja powoduje brak zysku, ale pozwala na ochronę wartości zainwestowanego kapitału. Podstawowym warunkiem realizacji takiej inwestycji jest pełne zrozumienie konstrukcji instrumentu. W szczególności odróżnienie jej od klasycznej lokaty bankowej. Tylko wówczas możliwy jest racjonalny wybór pomiędzy ryzykiem a rentownością, co w warunkach kryzysu na rynkach finansowych stanowi główny dylemat inwestora.

STRUCTURED PRODUCTS AS THE INSTRUMENTS WHICH LIMIT EQUITY INVESTMENTS DURING THE CRISIS IN THE FINANCIAL MARKETS

Summary

Waves stock market declines, the volatility of exchange rates, bankruptcies and problems with liquidity of financial institutions which have been taking places around the world since 2008, triggered a crisis of confidence in financial markets. The situation was deteriorated by the crisis of public finances in some countries, resulting in public debt arising to meaningful rate. This public debt is dangerous from the viewpoint of time aspect and, consequently, from the perspective of preserving the solvency of the country. Possibilities of GDP growth and more specifically placed forecasts of economic slowdown, of the decline in exports and decrease in the level of domestic demand for consumer goods are not conducive to make the kind of investment decision, as well.

On the other hand, the interest rate on domestic deposits of traditional banking market – frequently recognized as secure – it considered to be unsatisfactory for investors. This allows, thus, in the best situation, to cover the loss of capital value because of inflation. Under such circumstances the question: “What to invest in?” becomes crucial.

The purpose of this article is to present the instruments offering the possibilities of locating the funds of invest surplus giving investors the prospects for achieving capital gains in excess of market rates of interest on deposits with a limited level of investment risk. This refers to the structured products which offer, more frequently, appears in the national financial market.