

## Instrumenty strukturyzowane w strategii finansowania przedsiębiorstwa

Joanna Błach

*Pozyskiwanie źródeł finansowania jest jednym z głównych obszarów strategii finansowej przedsiębiorstwa. Współczesne przedsiębiorstwa, zamierzające zgromadzić kapitał na rynku finansowym, muszą konkurować ze sobą, oferując inwestorom instrumenty finansowe o profilu zysku do ryzyka dostosowanym do ich wymagań. Inżynieria finansowa pozwalająca na tworzenie różnorodnych innowacji finansowych dostarcza przedsiębiorstwom szerokiej gamy instrumentów pozyskiwania źródeł finansowania. Jednym z najnowszych rozwiązań są instrumenty strukturyzowane, zwykle analizowane jednak pod kątem możliwości inwestycyjnych.*

*Niniejszych artykuł zakłada zmianę sposobu postrzegania instrumentów strukturyzowanych – z perspektywy inwestora na perspektywę emitenta. Głównym celem artykułu jest przedstawienie możliwości zastosowania instrumentów strukturyzowanych w strategii finansowania przedsiębiorstwa niefinansowego. Na podstawie przeprowadzonych studiów teoretycznych scharakteryzowano potencjalne możliwości oraz konsekwencje wykorzystania instrumentów strukturyzowanych w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa. Z zastosowaniem instrumentów strukturyzowanych związane są liczne szanse, m.in. elastyczne kształtowanie struktury kapitału, obniżenie kosztu kapitału, dopasowanie przepływów pieniężnych związanych z obsługą kapitału do przepływów generowanych przez przedsiębiorstwo czy możliwość połączenia pozyskiwania kapitału z zarządzania ryzykiem. Jednak decydując się na emisję instrumentów strukturyzowanych, przedsiębiorstwo musi uwzględnić również potencjalne zagrożenia, wynikające m.in. z wbudowanych instrumentów pochodnych czy ryzyka nieobjęcia oferowanych walorów przez inwestorów. Efektywne wykorzystanie instrumentów strukturyzowanych w strategii finansowania przedsiębiorstwa wymaga rozpoznania mechanizmów ich funkcjonowania oraz przygotowania oferty dla inwestorów odpowiadającej ich oczekiwaniom.*

### 1. Wstęp

Wybór źródeł i instrumentów finansowania działalności jest jednym z podstawowych obszarów decyzyjnych współczesnego przedsiębiorstwa. Dynamiczny rozwój rynku finansowego, zarówno pod względem ilościowym, jak i jakościowym, umożliwia przedsiębiorstwom stosowanie szerokiej gamy

nowoczesnych instrumentów finansowych dopasowanych do ich potrzeb kapitałowych, ryzyka specyficznego oraz zmieniających się warunków otoczenia.

Jednym z nowatorskich rozwiązań finansowych są instrumenty strukturyzowane, stanowiące grupę różnorodnych innowacji finansowych, których wspólną cechą jest konstrukcja będąca połączeniem tradycyjnych instrumentów (obligacji, akcji, certyfikatów inwestycyjnych, polis ubezpieczeniowych) z instrumentami pochodnymi (głównie różnymi rodzajami opcji). W dotychczasowych rozważaniach instrumenty strukturyzowane analizowane są zwykle z perspektywy inwestora, który może zdecydować się na wybór takiego rodzaju inwestycji, biorąc pod uwagę specyficzne cechy tej grupy instrumentów – przede wszystkim bezpieczeństwo wynikające z ochrony zainwestowanego kapitału oraz szansę osiągnięcia wyższych stóp zwrotu związanych z realizacją inwestycji na rynku finansowym.

Niniejszy artykuł zakłada zmianę sposobu postrzegania instrumentów strukturyzowanych z perspektywy inwestora na perspektywę emitenta oraz rozszerzenie zakresu ich zastosowania na działalność przedsiębiorstw niefinansowych. Głównym celem artykułu jest prezentacja możliwości zastosowania wybranych instrumentów strukturyzowanych w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa niefinansowego z uwzględnieniem konsekwencji ich wykorzystania dla jego sytuacji finansowej.

## **2. Innowacyjna strategia finansowania działalności przedsiębiorstwa**

Głównym celem działania współczesnego przedsiębiorstwa jest maksymalizacja jego wartości prowadząca do maksymalizacji korzyści dla jego właścicieli (Damodaran 2001: 11–15; Ehrhardt i Brigham 2009: 9). Osiągnięcie tego celu wymaga podjęcia określonych działań oraz zastosowania odpowiednich narzędzi dostosowanych do warunków funkcjonowania przedsiębiorstwa (zewnętrznych i wewnętrznych) i jego specyficznych potrzeb. Wymienione elementy składają się na strategię globalną przedsiębiorstwa, w ramach której istotną rolę pełni strategia finansowa, dotycząca finansowych aspektów jego rozwoju. W klasycznym ujęciu strategia finansowa przedsiębiorstwa obejmuje strategię inwestycyjną (kształtującą strukturę aktywów) oraz strategię finansowania (kształtującą strukturę kapitału)<sup>1</sup>.

Obie wyróżnione substrategie mogą wykorzystywać tradycyjne instrumenty inwestowania czy finansowania, jednak wraz z rozwojem rynku finansowego pojawiają się nowe rozwiązania, które mogą znaleźć zastosowanie w działalności przedsiębiorstwa, podnosząc jego efektywność i sprzyjając wzrostowi jego wartości. W związku z czym w ramach strategii finansowania zmierzającej do osiągnięcia optymalnej struktury kapitału (minimalizującej średni ważony koszt kapitału przedsiębiorstwa) można wyróżnić dwie kategorie: tradycyjną strategię finansowania wykorzystującą klasyczne, pod-

stawowe instrumenty finansowe oraz innowacyjną strategię finansowania opartą na innowacjach finansowych<sup>2</sup> (rysunek 1).



Rys. 1. Innowacyjna strategia finansowania działalności przedsiębiorstwa na tle strategii globalnej. Źródło: opracowanie własne.

*Tradycyjna strategia finansowania* wykorzystuje podstawowe instrumenty pozyskiwania kapitału, takie jak: akcje zwykłe, klasyczne kredyty bankowe, długo- i krótkoterminowe instrumenty dłużne o stałym oprocentowaniu. Podstawową zaletą takiej strategii jest dobra znajomość stosowanych instrumentów finansowych oraz przewidywalność ich skutków dla sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. Jednocześnie ograniczony katalog dostępnych rozwiązań finansowych zmniejsza elastyczność prowadzonej strategii oraz eliminuje potencjalne korzyści wynikające z zastosowania bardziej złożonych instrumentów finansowych.

Z kolei *strategia finansowania oparta na innowacjach finansowych* (np. instrumentach hybrydowych, instrumentach zamiennych czy instrumentach strukturyzowanych) pozwala na bardziej elastyczne kształtowanie struktury kapitału, dostosowane w większym stopniu do potrzeb przedsiębiorstwa i warunków otoczenia, w jakim funkcjonuje. Zakłada się, że zastosowanie innowacji finansowych w strategii finansowania pozwala ograniczyć koszt kapitału oraz lepiej dopasować przepływy pieniężne generowane przez przedsiębiorstwo do przepływów pieniężnych wymaganych do obsługi pozyskanego kapitału.

Istotne jest także podkreślenie związku występującego pomiędzy innowacjami finansowymi a innowacjami technologicznymi w szerokim znaczeniu (obejmującymi innowacje produktowe, marketingowe, organizacyjne i procesowe)<sup>3</sup>. Często wprowadzenie innowacji technologicznych, mających

na celu zwiększenie przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstwa, wymaga zastosowania innowacyjnych źródeł i instrumentów finansowania działalności, wtedy gdy tradycyjne formy finansowania są niedostępne ze względu na wysokie ryzyko inwestycyjne lub wysoki koszt kapitału. Innowacje finansowe stwarzają więc szansę na implementację innowacji technologicznych. Z kolei kreowane innowacje technologiczne są źródłem popytu na nowe rozwiązania finansowe.

Niewątpliwą wadą strategii finansowania opartej na innowacjach finansowych jest potencjalnie wyższe ryzyko wynikające ze złożonej konstrukcji tych instrumentów oraz słabej znajomości mechanizmów ich funkcjonowania wśród inwestorów, co może ograniczać liczbę potencjalnych kapitałodawców.

### 3. Charakterystyka instrumentów strukturyzowanych

Innowacje finansowe są grupą różnorodnych instrumentów finansowych, których liczba systematycznie rośnie w związku z dynamicznym rozwojem inżynierii finansowej, odpowiadającej na potrzeby zarówno inwestorów, jak i emitentów tych instrumentów.

Jedną z kategorii innowacji finansowych są instrumenty strukturyzowane, które w najprostszy sposób definiowane są jako złożone instrumenty finansowe, tworzone jako kombinacje kilku prostych instrumentów, w taki sposób zestawionych ze sobą, że ich pierwotny profil zysku do ryzyka został zmieniony. Konstrukcja instrumentów strukturyzowanych łącząca instrumenty tradycyjne z derywatami sprawia, że wysokość zysku dla inwestora zależy od wartości określonego parametru rynkowego, np. indeksu cen akcji, stopy procentowej, kursu walutowego, cen towarów.

Poprzez zastosowanie kombinacji kilku, nawet dobrze znanych instrumentów można osiągnąć nową jakość, dzięki czemu charakterystyka instrumentu może być lepiej dopasowana zarówno do potrzeb emitenta pozyskującego kapitał, jak i do oczekiwań potencjalnych inwestorów lokujących wolne środki pieniężne. Głównym zadaniem instrumentów strukturyzowanych jest więc kreacja i zaspokojenie nowych potrzeb inwestorów, a jednocześnie zwiększenie dostępu emitentów tych instrumentów do źródeł finansowania, który jest utrudniony w warunkach silnej konkurencji o kapitał<sup>4</sup>.

Instrumenty strukturyzowane stanowią szeroką grupę innowacji finansowych, zróżnicowanych ze względu na ich specyficzne cechy, obejmujące: formę instrumentu podstawowego, rodzaj wbudowanego instrumentu pochodnego i sposób jego konstrukcji, wysokość gwarancji zainwestowanego kapitału, wartość współczynnika partycypacji, sposób obliczania bazowej stopy zwrotu, okres inwestycji oraz minimalną kwotę inwestycji (Lau-dańska-Trynka 2008: 215; Zaremba 2009: 13–20).

Ze względu na formę prawną instrumentu bazowego na rynku polskim wyróżnia się instrumenty strukturyzowane oferowane przez banki i instytucje finansowe w postaci<sup>5</sup>:

- strukturyzowanych lokat bankowych,
- strukturyzowanych certyfikatów depozytowych,
- obligacji strukturyzowanych,
- strukturyzowanych certyfikatów inwestycyjnych,
- polis inwestycyjnych.

Lokaty strukturyzowane w Polsce funkcjonują zgodnie z ustawą Prawo Bankowe i podlegają ochronie Bankowego Funduszu Gwarancyjnego. Ich konstrukcja zakłada połączenie depozytu bankowego z instrumentem pochodnym. Środki wpłacone przez inwestora lokowane są w obligacjach (zwykle skarbowych) oraz w opcjach. Terminy wykupu obligacji dostosowane są do terminów zapadalności depozytu. Takie lokaty gwarantujące zwrot wniesionych środków oraz stosunkowo wyższą stopę zwrotu niż tradycyjne depozyty bankowe charakteryzują się jednak niższą płynnością – zerwanie lokaty przed terminem zapadalności zwykle skutkuje potrąceniem części kwoty ulokowanych środków oraz niewypłaceniem odsetek.

Certyfikaty depozytowe strukturyzowane emitowane są również przez banki na podstawie ustawy Prawo bankowe i, podobnie jak w przypadku lokat, podlegają ochronie Bankowego Funduszu Gwarancyjnego. Certyfikaty depozytowe, ze względu na fakt, iż są papierami wartościowymi na okaziciela i po uzyskaniu zgody KNF mogą być wprowadzone do obrotu giełdowego, charakteryzują się wyższą płynnością w porównaniu z lokatami strukturyzowanymi. Na polskim rynku przedmiotem obrotu są certyfikaty strukturyzowane z gwarancją kapitału, jednak pod warunkiem utrzymania certyfikatu do dnia jego zapadalności.

Obligacje strukturyzowane emitowane są na podstawie Ustawy o obligacjach i mogą być przedmiotem obrotu giełdowego po akceptacji KNF i Rady GPW. Dochód dla nabywcy obligacji uzależniony jest od zmiany ustalonego parametru rynkowego. Ze względu na swoją formę prawną emitentami obligacji strukturyzowanych mogą być różne podmioty, również spoza sektora finansowego.

Certyfikaty inwestycyjne strukturyzowane emitowane są przez zamknięte fundusze inwestycyjne, a dochód dla inwestora w ich przypadku uzależniony jest od zmiany określonego instrumentu bazowego lub wskaźnika. Zwykle certyfikaty mogą naśladować wybrany indeks (Tacker), inne pozwalają zarabiać na spadku wartości instrumentu bazowego (Short), dają możliwość emitentowi wcześniejszego odkupu (ekspresowe) czy też oferują zakup instrumentu strukturyzowanego z upustem (dyskontowe). Certyfikaty inwestycyjne emitowane są zgodnie z przepisami ustawy o funduszach inwestycyjnych i mogą być przedmiotem obrotu na rynku publicznym (giełdowym i pozagiełdowym).

Polisy inwestycyjne stanowią połączenie ubezpieczenia na życie i dożycie z możliwością zainwestowania środków na rynku kapitałowym. Wypłata z polisy traktowana jest jak odszkodowanie, dochód klient nie podlega więc podatkowi od zysków kapitałowych. Niekorzystna jest niska płynność instru-

mentu – rezygnacja z umowy skutkuje brakiem wypłaty odsetek oraz ubytkiem kapitału. Dodatkową wadą są wyższe prowizje, które są pobierane i przez bank będący dystrybutorem instrumentów, i przez towarzystwo ubezpieczeniowe. Specyficzną cechą polskiego rynku jest fakt, iż polisy strukturyzowane są najbardziej popularną formą inwestycji<sup>6</sup>.

Forma prawna tworzonych instrumentów strukturyzowanych wyznacza zakres podmiotów mogących je emitować. Banki oferują więc instrumenty strukturyzowane w formie lokat, certyfikatów depozytowych i obligacji. Fundusze inwestycyjne oferują swoim klientom strukturyzowane certyfikaty inwestycyjne, a towarzystwa ubezpieczeniowe – polisy inwestycyjne. Jedyną formą prawną możliwą do wykorzystania przez przedsiębiorstwa niefinansowe to obligacje strukturyzowane.

Wspólną cechą instrumentów strukturyzowanych jest wbudowany instrument pochodny, zwykle jeden, ale istnieją konstrukcje zawierające całe koszyki, zwykle opcji lub kontaktów terminowych. Derywaty wchodzące w skład instrumentów strukturyzowanych mogą opiewać na różne aktywa bazowe, m.in.: indeksy akcji giełd krajowych i zagranicznych, kursy walut lub całe koszyki walut, kursy akcji i obligacji wybranych spółek lub sektorów, ceny surowców naturalnych, stopy procentowe. Instrumenty te mogą być stosowane pojedynczo lub łącznie w różnych kombinacjach, dając podstawę do tworzenia produktów hybrydowych, opartych jednocześnie na kilku klasach aktywów.

Ochrona kapitału jest dodatkową cechą instrumentów strukturyzowanych i oznacza dopuszczalną, akceptowaną przez inwestora maksymalną wartość utraty zainwestowanego kapitału. Poszczególne instrumenty mogą różnić się poziomem ochrony – od 100% gwarancji wartości inwestycji po częściową ochronę lub nawet jej całkowity brak. Niektóre instrumenty strukturyzowane oferują gwarancję minimalnej stopy zwrotu. Należy jednak pamiętać, że wyższa gwarancja przekłada się na niższą stopę zwrotu z inwestycji.

Poza wyborem instrumentu bazowego, o efektywności danego instrumentu strukturyzowanego decyduje sposób obliczania ostatecznej wypłaty dla inwestora na podstawie osiągniętych stóp zwrotu. Stosowane są różne rozwiązania w tym zakresie – od stosunkowo prostych i łatwych do interpretacji, po skomplikowane formuły uwzględniające wiele zmiennych. Do najczęściej wykorzystywanych formuł wypłat zalicza się m.in.<sup>7</sup>:

- opcje europejskie (wynik zależy od wartości instrumentu bazowego w dniu zapadalności instrumentu strukturyzowanego),
- opcje azjatyckie (wynik zależy od średniej wartości instrumentu bazowego w okresie ważności instrumentu strukturyzowanego),
- opcje lookback (wynik zależy od różnicy pomiędzy wartością maksymalną instrumentu bazowego a jego wartością początkową),
- opcje na różnicę (*out performance* – wynik zależy od różnicy pomiędzy stopą zwrotu z jednego instrumentu bazowego a stopą zwrotu z drugiego instrumentu bazowego).

Następna cecha instrumentów strukturyzowanych decydująca o wysokości stopy zwrotu osiągniętej przez inwestora to *współczynnik partycypacji*, określający udział inwestora w bazowej stopie zwrotu. Jeśli współczynnik partycypacji jest równy 1, to ryzyko inwestora wynikające ze zmiany instrumentu bazowego jest równe 100%, czyli takie samo jak ryzyko bezpośrednich inwestycji na rynku instrumentów bazowych. Jeśli współczynnik partycypacji jest mniejszy od 1, to inwestor ponosi odpowiednio niższe ryzyko. W przypadku współczynnika partycypacji wyższego od 1 ryzyko wynikające z instrumentu strukturyzowanego będzie odpowiednio wyższe w porównaniu z ryzykiem rynkowego instrumentów bazowych. Wysokość współczynnika partycypacji zależy od: kwoty pozyskanych środków, okresu trwania inwestycji, wysokości gwarancji zainwestowanego kapitału i ewentualnej gwarancji odsetek, warunków cenowych zakupu opcji oraz polityki inwestycyjnej emitenta instrumentów strukturyzowanych. Im wyższą kwotę pozyska emitent, im niższy poziom ochrony zainwestowanych środków oraz im dłuższy termin inwestycji, tym współczynniki partycypacji mogą być wyższe<sup>8</sup>.

Kolejną cechą różnicującą instrumenty strukturyzowane jest okres inwestycji, który może wynosić od kilku miesięcy do kilkunastu lat. Istnieją także konstrukcje, w których możliwe jest zakończenie inwestycji przed pierwotnym terminem, jeśli zostanie osiągnięta określona stopa zwrotu lub zajdą inne okoliczności wymienione w warunkach umowy.

Podobne zróżnicowanie dotyczy wysokości minimalnej wymaganej kwoty inwestycji. Dostępne są zarówno instrumenty opiewające na niskie kwoty nominalne, skierowane do szerokiego grona inwestorów indywidualnych, jak również instrumenty o wysokich kwotach, przeznaczone dla zamożnych inwestorów oraz przedsiębiorstw.

Instrumenty strukturyzowane mogą być także klasyfikowane ze względu na możliwość generowania przepływów pieniężnych dla inwestorów. Takie instrumenty, które oferują regularne wpływy w całym okresie inwestycji, określane są jako instrumenty dochodowe (*income*), a te, które pozwalają otrzymać wpływy dopiero w terminie zakończenia inwestycji – jako instrumenty wzrostowe (*growth*) (Mitka i Pełka 2009: 159).

Wymienione cechy instrumentów strukturyzowanych wskazują, że innowacje finansowe tego typu mogą stanowić interesującą formę realizacji inwestycji na rynku kapitałowym, dopasowaną do potrzeb inwestora i jednocześnie pozwalającą, ze względu na wbudowane instrumenty pochodne, na osiągnięcie zysków nawet w okresie dekonunktury. Dodatkowym atutem może być ochrona zainwestowanych środków oraz możliwość realizacji inwestycji na tych rynkach i instrumentach, do których bezpośredni dostęp jest utrudniony z różnych powodów. Co więcej, konstrukcja instrumentów strukturyzowanych zakładająca połączenie kilku instrumentów w jednym pozwala ograniczyć koszty transakcyjne ponoszone przez inwestora. O atrakcyjności instrumentów strukturyzowanych świadczą dane charakteryzujące rozwój polskiego rynku (tabela 1).

Pozycja	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Wartość inwestycji zrealizowanych w instrumenty strukturyzowane (w mld zł)	2,6	6,6	9,0	12,9	14,5	15,2*
Liczba instrumentów strukturyzowanych	62	113	123	337	458	462

\* Wartość na koniec I półrocza 2010 r.

Tab. 1. Wartość i liczba instrumentów strukturyzowanych w Polsce w latach 2005–2010. Źródło: opracowanie własne na podstawie danych M. Krasoń i M. Szelski 2011. Rynek produktów strukturyzowanych w Polsce w roku 2010, [www.structus.pl](http://www.structus.pl), odczyt: 15.06.2011; M. Mokrogulski, P. Sepielak 2010. Produkty strukturyzowane w Polsce w latach 2000–2010, Warszawa: KNF, s. 18.

Rosnące zainteresowanie inwestorów instrumentami strukturyzowanymi powinno skłonić przedsiębiorstwa niefinansowe do zastanowienia się nad możliwością wykorzystania tej grupy innowacji finansowych w pozyskiwaniu źródeł finansowania działalności.

#### 4. Korporacyjne instrumenty strukturyzowane

Głównym emitentem instrumentów strukturyzowanych są banki oraz instytucje finansowe. Jednak instrumenty strukturyzowane mogą być także emitowane przez przedsiębiorstwa niefinansowe w celu pozyskiwania dodatkowych źródeł finansowania. Instrumenty strukturyzowane emitowane przez przedsiębiorstwa mogą być zdefiniowane jako złożone instrumenty finansowe, w których emitent zobowiązuje się do wypłacenia inwestorowi, w terminie zapadalności tego instrumentu, kwoty rozliczeniowej zależnej od poziomu wybranego parametru, ustalonej na podstawie z góry ustalonej formuły wypłat.

Korporacyjne instrumenty strukturyzowane charakteryzują się tym, iż (podobnie jak w przypadku tradycyjnych instrumentów finansowych) stanowią i pozostają częścią struktury kapitałowej emitenta, zwykle w części zobowiązań. Natomiast podstawowa cecha odróżniająca je od instrumentów tradycyjnych wynika ze sposobu kształtowania przepływów pieniężnych związanych z tymi instrumentami – przepływy pieniężne są tak modyfikowane, aby dostosować je z jednej strony do potrzeb przedsiębiorstwa emitenta w zakresie finansowania i transferu ryzyka oraz z drugiej strony – do potrzeb inwestora w zakresie oczekiwanego, akceptowanego profilu zysk–ryzyko (Culp 2006: 295).

W szerokim ujęciu korporacyjne instrumenty strukturyzowane (sensu largo) obejmują dwie grupy nowoczesnych rozwiązań (Culp 2006: 295–302):

- instrumenty hybrydowe,
- instrumenty dłużne strukturyzowane (noty, bony, obligacje strukturyzowane).

*Instrumenty hybrydowe* są w taki sposób skonstruowane, aby jednocześnie posiadać cechy instrumentów udziałowych i dłużnych. Szczególną



odmianą hybryd są instrumenty zamienne, które posiadają opcję zamiany długu na kapitał własny zwykły lub uprzywilejowany. Instrument hybrydowy łączy w swojej konstrukcji kilka składników struktury kapitałowej jednego przedsiębiorstwa emitenta, tworząc jeden tytuł roszczeniowy. Niektóre instrumenty hybrydowe mogą w swojej konstrukcji zawierać także instrumenty pochodne, jednak będą one opiewać na inne instrumenty finansowe emitowane przez to przedsiębiorstwo. Oznacza to, że wszystkie elementy hybryd związane są ze strukturą kapitałową jednego podmiotu. Wspólną cechą instrumentów hybrydowych (w tym zamiennych) jest fakt, iż stopa zwrotu osiągnięta przez inwestora zależy tylko i wyłącznie od ryzyka charakteryzującego emitenta tych instrumentów.

Z kolei dłużne *instrumenty strukturyzowane* (instrumenty strukturyzowane sensu stricto) to instrumenty złożone stanowiące kombinację tradycyjnych instrumentów dłużnych (obligacji, bonów) oraz podstawowych kategorii instrumentów pochodnych (opcji lub kontraktów terminowych) opiewających na różne aktywa bazowe. Stopa zwrotu dla inwestora w przypadku tego typu instrumentów zależy od zmiany wartości instrumentu tradycyjnego oraz od co najmniej jednej zmiennej, która znajduje się poza kontrolą emitenta tych instrumentów, np. zmiany kursu walutowego lub zmiany cen towarów. Ze względu na przedmiot opracowania dalsze rozważania będą dotyczyły instrumentów strukturyzowanych w wąskim znaczeniu (instrumenty strukturyzowane sensu stricto).

Korporacyjne instrumenty strukturyzowane można klasyfikować na podstawie różnych kryteriów, analogicznych do tych stosowanych w przypadku instrumentów strukturyzowanych emitowanych przez instytucje finansowe (tabela 2).

Kryterium klasyfikacyjne	Rodzaje instrumentów strukturyzowanych
Instrument bazowy	<ul style="list-style-type: none"> <li>- związane z instrumentami udziałowymi</li> <li>- związane ze stopą procentową</li> <li>- związane z kursem walutowym</li> <li>- związane z cenami towarów</li> <li>- związane z innymi aktywami bazowymi</li> </ul>
Współczynnik partycypacji	<ul style="list-style-type: none"> <li>- z współczynnikiem partycypacji &gt; 1</li> <li>- z współczynnikiem partycypacji = 1</li> <li>- z współczynnikiem partycypacji &lt; 1</li> </ul>
Ochrona kapitału	<ul style="list-style-type: none"> <li>- z gwarancją stopy zwrotu</li> <li>- z pełną ochroną kapitału</li> <li>- z częściową ochroną kapitału</li> <li>- bez ochrony kapitału</li> </ul>
Termin zapadalności	<ul style="list-style-type: none"> <li>- krótkoterminowe</li> <li>- średnioterminowe</li> <li>- długoterminowe</li> </ul>
Zdolność generowania przepływów pieniężnych	<ul style="list-style-type: none"> <li>- dochodowe</li> <li>- wzrostowe</li> </ul>

Tab. 2. Wybrane kryteria klasyfikacji korporacyjnych instrumentów strukturyzowanych. Źródło: opracowanie własne.

Ze względu na regulacje prawne przedsiębiorstwa niefinansowe mogą budować swoje instrumenty strukturyzowane, wykorzystując jako podstawę instrumenty dłużne: obligacje (dla finansowania długoterminowego) lub bony (krótkoterminowe papiery dłużne – dla finansowania krótko- i średnioterminowego).

Korporacyjne instrumenty strukturyzowane teoretycznie mogą opiewać na różnorodne aktywa bazowe. Jednak w praktyce największe znaczenie mają cztery podstawowe grupy tych instrumentów (Culp 2006):

- związane z instrumentami udziałowymi (*equity-linked notes*),
- związane ze stopą procentową (*interest rate-linked notes*),
- związane z kursem walutowym (*currency-linked notes*),
- związane z cenami towarów (*commodity-linked notes*).

Wynika to z możliwości połączenia procesu pozyskiwania kapitału z procesem zarządzania ryzykiem przedsiębiorstwa, a zwłaszcza ryzykiem struktury kapitału, ryzykiem stopy procentowej, ryzykiem kursu walutowego oraz ryzykiem cen towarów.

Przykładem instrumentów strukturyzowanych opiewających na instrumenty udziałowe są obligacje wymienne, które uprawniają inwestora do zamiany obligacji na akcje innego podmiotu niż przedsiębiorstwo emitujące obligacje. Instrument taki składa się więc z klasycznych obligacji połączonych z opcją zakupu akcji innego przedsiębiorstwa. Przy czym sposób rozliczenia opcji może mieć formę zarówno fizycznej dostawy akcji, jak i rozliczenia pieniężnego. W zależności od konstrukcji poszczególnych obligacji wymiennych, zawarta w nich opcja na akcje może uprawniać do zakupu całego koszyka różnych akcji lub nawet do zamiany na akcje emitenta, pod warunkiem osiągnięcia tej samej wartości, jak pozostałe akcje<sup>9</sup>.

Inny rodzaj instrumentów strukturyzowanych opartych na wynikach rynku akcji stanowią bony strukturyzowane przynoszące wyższy dochód inwestorom wraz ze wzrostem cen akcji – instrumenty typu *equity bull notes*. Są to średnioterminowe instrumenty dłużne, w których zarówno kupon, jak i wartość nominalna długu indeksowane są do indeksów rynku akcji lub do cen akcji poprzez zastosowanie rozwiązań opartych na opcji zakupu. W tej grupie instrumentów wyróżnia się bony: niezabezpieczone, z limitem górnym i zabezpieczone.

W przypadku bonów niezabezpieczonych (*unprotected bull notes*), ich wartość rośnie, gdy rosą ceny akcji lub indeksy akcji, a spadają stopy procentowe. W terminie zapadalności inwestor może otrzymać wyższą wartość niż wartość nominalna bonów, w zależności od zmiany parametru będącego punktem odniesienia oraz poziomu współczynnika partycypacji. Zakup takiego instrumentu odpowiada obligacji zerokuponowej połączonej z kontraktem forward na akcje. W warunkach kontraktu może być ustalona wielkość bazowa dla stopy zwrotu z indeksu akcji, po przekroczeniu której inwestor zacznie osiągać zyski<sup>10</sup>. Z kolei w przypadku bonów z limitem górnym (*capped bull notes*) zysk inwestora może być ograniczony do pewnego

maksymalnego poziomu stopy zwrotu z indeksu bazowego. Konstrukcja takie instrumentu strukturyzowanego składa się z zakupu kontraktu forward na bazowy indeks akcji i jednocześnie sprzedaży opcji zakupu. Z punktu widzenia inwestora najbardziej bezpieczne są bony zabezpieczone (*protected bull notes*), gwarantujące minimalny poziom zysku w terminie zapadalności, niezależnie od zmienności indeksu bazowego. Instrument ten odpowiada obligacji zerokuponowej połączonej z kupnem opcji zakupu indeksu akcji.

Obok różnego rodzaju średnio- i krótkoterminowych bonów, przedsiębiorstwa mogą emitować obligacje, w przypadku których dochód dla inwestora zależy od względnych wyników jednej akcji (jednego koszyka akcji, jednego indeksu akcji) na tle innych instrumentów stanowiących punkt odniesienia. Do tej grupy instrumentów należą obligacje rozpiętościowe (*spread bonds* – inwestor otrzymuje wypłatę, gdy różnica stóp zwrotu z dwóch instrumentów bazowych przekroczy określoną, z góry ustaloną wartość) oraz obligacje tęczowe (*rainbow bonds* – inwestor otrzymuje wypłatę, gdy stopy zwrotu z kilku instrumentów bazowych osiągną zbliżoną, z góry założoną wartość) (Culp 2006: 307–308).

Drugą grupę korporacyjnych instrumentów strukturyzowanych stanowią konstrukcje powiązane ze stopą procentową. W ich przypadku wartość nominalna i odsetki zależą od zmienności stopy procentowej uznanej za bazową.

Wśród różnorodnych konstrukcji instrumentów strukturyzowanych opartych na stopie procentowej wyróżnia się m.in. bony zmiennej stopy procentowej (*floating rate notes* – FRN), w przypadku których płatności odsetkowe są indeksowane lub połączone ze zmienną stopą procentową referencyjną lub indeksem stóp procentowych, a kupony są płatne w półrocznych okresach. Przepływ pieniężny wynikający z FRN odpowiada obligacji o stałym oprocentowaniu połączonej ze swapem stopy procentowej. Z punktu widzenia emitenta użycie kombinacji dwóch instrumentów (obligacji i swapu) może okazać się mniej kosztowne niż zastosowanie obligacji o zmiennym oprocentowaniu. Poprzez emisję FRN przedsiębiorstwo może przygotować ofertę dostosowaną do potrzeb inwestorów (będą otrzymywać stały kupon odsetkowy), a następnie – korzystając ze swapu stopy procentowej (w wyniku którego płaci odsetki według zmiennej stopy procentowej, a dostaje płatności na podstawie stałej stopy procentowej) – może uzyskać formę finansowania, która najlepiej odpowiada jego sytuacji. Podobny rezultat osiągnie przedsiębiorstwo, emitując odwrotne bony zmiennej stopy procentowej, w przypadku których płatności odsetkowe dla inwestora rosną w miarę spadku stopy referencyjnej (*inverse floater, bull floater*). Z kolei bony odsetkowe dwóch zmiennych stóp procentowych (*dual index FRN*) opierają się na różnicy w poziomach dwóch stóp referencyjnych (Culp 2006: 308–312).

Specyficzną odmianą bonów zmiennoodsetkowych jest kategoria instrumentów lewarowanych (zwykłych – *levered floaters* lub odwrotnych – *levered inverse floaters*). W przypadku tych instrumentów strukturyzowanych płatności odsetkowe dla inwestora zmieniają się w większym stopniu, niż

następuje zmiana bazowej stopy procentowej. O skali zmian płatności odsetkowych decyduje ustalony z góry współczynnik dźwigni, zmieniający pierwotne ryzyko wynikające ze zmiany stopy referencyjnej.

Innym ciekawym rozwiązaniem są bony typu *range notes/corridor notes*, które dają prawo inwestorom do otrzymywania płatności odsetkowych wyższych od stóp rynkowych pod warunkiem, że stopa referencyjna spadnie poniżej określonego poziomu i utrzyma się w pewnym przedziale przez określoną liczbę dni w terminie ważności instrumentu strukturyzowanego. W ich konstrukcji zastosowanie mają dwie różne stopy procentowe – stopa bazowa, według której obliczane są płatności odsetkowe, oraz stopa referencyjna umożliwiająca ustalenie prawa inwestora do wypłaty odsetek.

Kolejną grupą instrumentów strukturyzowanych opartych na stopie procentowej są indeksowane obligacje amortyzowane (*index amortizing note* – IAN), w których wartość nominalna jest indeksowana do stopy procentowej w ten sposób, że wzrost stopy procentowej prowadzi od wydłużenia terminu zapadalności obligacji i odwrotnie<sup>11</sup>.

Przedsiębiorstwa, w których działalność istotna jest zmienność kursów walutowych, mogą w emitowanych przez siebie instrumentach strukturyzowanych uwzględnić także ten czynnik. Możliwość konstrukcji instrumentów strukturyzowanych opartych na kursach walutowych będzie szczególnie ważna w sytuacji pozyskiwania kapitału na rynkach zagranicznych czy na rynku globalnym w walucie innej niż waluta emitenta.

Jednym z przykładów instrumentów strukturyzowanych związanych ze zmianą kursów walutowych są obligacje dwuwalutowe, które oferują inwestorom wypłatę odsetek w jednej walucie, a wykup obligacji w terminie zapadalności w drugiej walucie. Przy czym odsetki płatne są zwykle w walucie inwestora, a wartość nominalna w walucie emitenta. Konstrukcja tego typu instrumentów z punktu widzenia emitenta składa się z: obligacji o stałym oprocentowaniu w walucie emitenta oraz portfela kontraktów forward na sprzedaż waluty inwestora w zamian za walutę emitenta z terminami zapadalności odpowiadającymi terminom płatności odsetkowych i wartości nominalnej odpowiadającej płatnościom wyrażonym w walucie inwestora. Obligacje dwuwalutowe emitowane są w celu pozyskania kapitału na rynku zagranicznym po koszcie niższym, niż byłoby to możliwe na rynku krajowym. Instrumenty tego typu dają przedsiębiorstwu możliwość wykorzystania przewagi komparatywnej, a następnie dostosowania otrzymanych środków do preferowanej przez siebie waluty.

Innym rodzajem korporacyjnych instrumentów strukturyzowanych są obligacje, których wartość nominalna jest indeksowana do wartości wybranej waluty zagranicznej (proste – *principal exchange rate linked securities*, czyli PERLS, i odwrotne – *reverse PERLS*). Konstrukcja PERLS zakłada, że odsetki i wartość nominalna płatne są w jednej walucie, zwykle emitenta obligacji, ale ich wartość nominalna jest indeksowana do wartości waluty zagranicznej w terminie zapadalności obligacji. Jeśli waluta zagraniczna zyska

na wartości w stosunku do wartości waluty emitenta, w której wypłacane są odsetki, i wartość zadłużenia jest spłacana, wtedy inwestor otrzyma więcej niż wynosiła wartość nominalna obligacji. Instrument tego typu odpowiada kombinacji obligacji o stałym oprocentowaniu i kontraktu forward na zakup waluty zagranicznej. Z kolei instrumenty *reverse PERLS* dają prawo do otrzymania wyższej wartości nominalnej w terminie wykupu obligacji, jeśli waluta zagraniczna straci na wartości w porównaniu do waluty, w której następują płatności. W obu konstrukcjach wprowadzone są jednak warunki zabezpieczające wartość nominalną obligacji, która nie może spaść poniżej zera lub innej ustalonej wysokości<sup>12</sup>.

Ostatnią z wymienionych grup korporacyjnych instrumentów strukturyzowanych stanowią obligacje powiązane z cenami towarów, głównie surowców, istotnych dla działalności przedsiębiorstwa. W przypadku tej grupy innowacji finansowych indeksowane mogą być płatności odsetkowe lub wartość nominalna długu, przy czym występują również obligacje odwrotnie indeksowane, czyli wzrost cen wybranego surowca może obniżać oprocentowanie długu. Instrumenty pochodne (zwykle opcje lub warranty opcyjne) mogą być samodzielnym instrumentem finansowym, a ich rozliczenie ma charakter pieniężny. Połączenie instrumentów dłużnych i derywatów na surowce jest traktowane jako zabezpieczenie bilansowe, bo ryzyko zmiany cen surowców wbudowane w zobowiązania jest wyrównywane przez naturalną ekspozycję na ryzyko cen surowców występujące w związku z aktywami przedsiębiorstwa. Dzięki takiej konstrukcji obsługa długu jest powiązana ze strumieniami pieniężnymi generowanymi przez działalność operacyjną przedsiębiorstwa – dług rośnie wtedy, gdy wartość aktywów lub przychodów wzrasta. Wykorzystanie tego typu instrumentów strukturyzowanych pozwala na ograniczenie ryzyka dla inwestora i zmniejszenie kosztu kapitału dla przedsiębiorstwa.

Jako przykładowe struktury oparte na cenach surowców można podać obligacje z warrantami na złoto, będące kombinacją obligacji o stałym oprocentowaniu oraz portfela samodzielnymi warrantów na złoto. Warranty te charakteryzowane są jako długoterminowe opcje zakupu złota, możliwe do zrealizowania w terminie zapadalności obligacji, z rozliczeniem pieniężnym. Dołączenie warrantów do obligacji pozwala przedsiębiorstwu na obniżenie oprocentowanie długu, a inwestorzy mają szansę skorzystać na wzroście cen złota. Jednocześnie wzrost cen złota przekłada się na wzrost przychodów emitenta, co pozwala pokryć rosnące zobowiązanie wobec posiadaczy warrantów. Dodatkową zaletą dla inwestorów jest fakt, iż warranty mogą być odłączone od obligacji i stać się samodzielnym przedmiotem obrotu na rynku wtórnym, oferując potencjalnie wyższą stopę zwrotu<sup>13</sup>.

Przedstawione przykłady pokazują, jak różnorodne konstrukcje mogą być tworzone przez przedsiębiorstwa wykorzystujące instrumenty strukturyzowane w swojej strategii finansowania. Prezentowana lista instrumentów oczywiście nie wyczerpuje wszystkich możliwości. Inżynieria finansowa

pozwała na tworzenie coraz bardziej złożonych rozwiązań, które w coraz lepszy sposób dostosowują ofertę emitowanych instrumentów finansowych do potrzeb inwestorów, umożliwiając ich emitentom zgromadzenie odpowiedniego kapitału.

## 5. Konsekwencje zastosowania instrumentów strukturyzowanych

Niezależnie od rodzaju aktywów bazowych, na których oparta jest konstrukcja instrumentów strukturyzowanych, efekt ich emisji może być analizowany jako rezultat dwóch transakcji: emisji klasycznych instrumentów dłużnych oraz zawarcia kontraktu na rynku instrumentów pochodnych. Najważniejsze szanse i zagrożenia dla sytuacji finansowej przedsiębiorstwa związane z wykorzystaniem instrumentów strukturyzowanych w pozyskiwaniu kapitału przedstawiono w tabeli 3.

Szanse	Zagrożenia
Dostęp do nowej grupy inwestorów	Skomplikowanych mechanizm tworzenia i funkcjonowania tych instrumentów
Elastyczne kształtowanie struktury kapitału	Konieczność skorzystania z pomocy doradców finansowych i podmiotów dystrybuujących instrumenty
Dopasowanie przepływów pieniężnych związanych z obsługą kapitału do generowanych przepływów z działalności przedsiębiorstwa	Konkurencja o inwestorów ze strony instytucji finansowych doświadczonych w oferowaniu instrumentów strukturyzowanych
Połączenie pozyskiwania kapitału z zarządzaniem ryzykiem	Brak jednolitych standardów regulacyjnych
Obniżenie kosztów odsetkowych poprzez wbudowanie opcji	Ryzyko nieskutecznej emisji
Efekt synergii pozwalający na obniżenie kosztów transakcyjnych	Ryzyko płynności

Tab. 3. Szanse i zagrożenia dla przedsiębiorstwa związane z emisją instrumentów strukturyzowanych. Źródło: opracowanie własne.

Poprzez proces strukturyzacji przedsiębiorstwo może pogodzić własne cele związane z transferem ryzyka specyficznego (niebędącego przedmiotem ubezpieczenia ani zabezpieczenia) z potrzebami inwestorów. Dobór odpowiednich instrumentów bazowych oraz formuł wypłat, dopasowanych do potrzeb przedsiębiorstwa emitenta, pozwala na połączenie procesu pozyskiwania kapitału z procesem zarządzania ryzykiem, co również prowadzi do obniżenia kosztów transferu ryzyka.

Wykorzystanie instrumentów strukturyzowanych w strategii finansowania przedsiębiorstwa pozwala mu na zwiększenie możliwości pozyskania

kapitału poprzez dotarcie do inwestorów niezainteresowanych zakupem tradycyjnych instrumentów finansowych. Połączenie tradycyjnego instrumentu dłużnego z derywatem pozwala na zmniejszenie kosztów odsetkowych związanych z obsługą zaciąganego długu, co prowadzi do obniżenia poziomu średnioważonego kosztu kapitału. Jednocześnie szansa osiągnięcia wyższej stopy zwrotu w związku z przewidywaną zmianą sytuacji na rynku finansowym stanowi zachętę dla inwestorów do zakupu oferowanych papierów wartościowych i umożliwia przedsiębiorstwu zgromadzenie kapitału odpowiadającego jego potrzebom finansowym.

Połączenie kilku instrumentów w jednym, poprzez efekt synergii ogranicza także koszty transakcyjne związane z emisją tych walorów oraz pozwala uniknąć kosztów wynikających z zarządzania instrumentami pochodnymi. Możliwa jest także redukcja ryzyka kredytowego, ryzyka operacyjnego i finansowego związanego z kontraktami pochodnymi.

Pewnym ograniczeniem dla rozwoju tej formy finansowania może być złożona konstrukcja instrumentów strukturyzowanych, która w połączeniu z niską świadomością finansową społeczeństwa może zniechęcać inwestorów do ich zakupu i w efekcie prowadzić do wzrostu ryzyka nieskutecznej emisji tych walorów. Skomplikowany mechanizm instrumentów strukturyzowanych wymaga pomocy ze strony instytucji finansowych zarówno w zakresie doradztwa finansowego, jak i dystrybucji produktów, co prowadzi do powstawania dodatkowych kosztów związanych z organizacją emisji. Dodatkowym zagrożeniem może być konieczność sprostania konkurencji ze strony innych przedsiębiorstw, a szczególnie instytucji finansowych oferujących instrumenty strukturyzowane. W związku z tym przedsiębiorstwa zamierzające pozyskać kapitał w drodze emisji instrumentów strukturyzowanych powinny przygotować warunki oferty w taki sposób, aby były one zrozumiałe i atrakcyjne dla szerokiego grona inwestorów. Szczególnie istotne jest opracowanie przejrzystych zasad wypłat dla inwestorów (formuła wypłat, stopa bazowa, współczynnik partycypacji), wybór transparentnych aktywów bazowych czy też ustalenie niskiej wartości nominalnej oferowanych instrumentów dłużnych.

Po emisji zakończonej sukcesem przedsiębiorstwo, w przypadku niektórych instrumentów, może być narażone na ryzyko płynności, jeśli inwestorzy zdecydują się na wycofanie środków przed pierwotnym terminem zapadalności. Dodatkowe ryzyko może wynikać z wbudowanych instrumentów pochodnych, jeśli zmiany parametru bazowego okażą się odmienne od przewidywanych.

Instrumenty strukturyzowane oferują więc przedsiębiorstwom liczne korzyści wynikające przede wszystkim z możliwości elastycznego kształtowania struktury kapitału oraz przepływów pieniężnych z nią związanych. Jednak ich prawidłowe zastosowanie w strategii finansowania działalności przedsiębiorstwa wymaga również rozważenia potencjalnych zagrożeń z nimi związanych.

## 6. Podsumowanie

Współczesne przedsiębiorstwa zamierzające pozyskać kapitał na rynku finansowym, w wyniku rosnącej konkurencji ze strony podmiotów deficytowych, zmuszone są do wykorzystywania nowoczesnych instrumentów finansowych przyciągających uwagę inwestorów i zachęcających do ich zakupu. Szczególnego rodzaju innowacjami finansowymi są instrumenty strukturyzowane, których specyficzna konstrukcja pozwala na dopasowanie profilu zysk–ryzyko do potrzeb inwestorów i jednocześnie dostosowanie strumieni pieniężnych do potrzeb emitenta i jego specyficznego ryzyka. Instrumenty strukturyzowane niosą więc określone korzyści zarówno inwestorom, jak i emitentom. Obecnie dominującą rolę na rynku instrumentów strukturyzowanych odgrywają banki i pozostałe instytucje finansowe, jednak znane są przykłady przedsiębiorstw niefinansowych pozyskujących kapitał poprzez emisję tego typu walorów.

Celem niniejszego opracowania było przedstawienie możliwości zastosowania instrumentów strukturyzowanych w strategii finansowania przedsiębiorstwa opartej na innowacjach finansowych. Z przeprowadzonej analizy wynika, że polskie przedsiębiorstwa również mogłyby wykorzystywać instrumenty strukturyzowane w swojej strategii finansowania, osiągając określone korzyści. Szanse na rozwój tej formy finansowania wydają się znaczne, ze względu na fakt, iż obecny stan rynku instrumentów strukturyzowanych w Polsce wskazuje na duże i stale rosnące zainteresowanie zarówno inwestorów tego typu inwestycjami, jak i instytucji finansowych – dystrybucją tego typu walorów. Instrumenty strukturyzowane postrzegane są przez inwestorów jako bezpieczna forma dywersyfikacji portfela inwestycyjnego, korzystna nawet w okresie pogorszenia koniunktury na rynku finansowym. Oznacza to, że instrumenty strukturyzowane mogą być alternatywą dla emisji akcji jako źródła finansowania działalności przedsiębiorstwa w okresie niekorzystnej sytuacji na rynku kapitałowym. Jednak efektywne wykorzystanie instrumentów strukturyzowanych w strategii finansowania przedsiębiorstwa wymaga przygotowania warunków emisji w taki sposób, aby były one czytelne i atrakcyjne dla szerokiego grona inwestorów, w tym drobnych inwestorów indywidualnych.

### Informacje o autorce

**Dr Joanna Błach** – Katedra Finansów, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach.  
E-mail: jblach@ue.katowice.pl.

### Przypisy

- <sup>1</sup> Niektórzy autorzy wyodrębniają trzy substrategie, wyróżniając poza strategią inwestycyjną i finansowania także strategię redystrybucji zysku. W podziale tradycyjnym – na dwie substrategie, strategia podziału zysku i wypłaty dywidendy traktowana jest jako element strategii finansowania, w związku z możliwością zatrzymania zysku jako



wewnętrznego źródła finansowania działalności (Wilimowska i Wilimowski 2001: 712; Łukasik 2004: 26; Duliniec 2011: 136).

- 2 Innowacje finansowe są w różny sposób definiowane w teorii finansów. Szerokie ujęcie innowacji finansowych definiuje je jako nowe rozwiązania występujące we wszystkich elementach systemu finansowego, prowadzące do wzrostu efektywności jego działania, usprawniające realizację funkcji pełnionych przez ten system we współczesnej gospodarce. Zgodnie z tym ujęciem innowacje finansowe (innowacje finansowe sensu largo) można podzielić na 4 grupy: nowe instytucje finansowe, nowe rynki finansowe, nowe instrumenty finansowe, nowe regulacje dotyczące funkcjonowania instytucji, rynków i instrumentów finansowych. Wyróżnione kategorie innowacji finansowych są powiązane ze sobą silnym sprzężeniem zwrotnym określanym terminem „spirali innowacji finansowych”, oznaczającym związek, w którym rozwój jednej grupy innowacji finansowych prowadzi do powstawania i rozwoju kolejnych kategorii, np. nowe instrumenty kreują potrzebę utworzenia nowych rynków czy instytucji finansowych, co wkrótce prowadzi do konieczności usankcjonowania ich działalnością poprzez nowe regulacje. Ze względu na temat artykułu w prezentowanych rozważaniach przyjęto wąską definicję innowacji finansowych, ograniczającą je do nowych instrumentów finansowych (innowacje finansowe sensu stricto). Do grupy innowacji finansowych w tym ujęciu zaliczane będą wszelkie nowoczesne instrumenty finansowe (przyjmując za tradycyjne instrumenty wyłącznie te historycznie najstarsze i o najprostszej konstrukcji, czyli akcje zwykłe oraz obligacje o stałym oprocentowaniu), przy czym aspekt nowości jest oceniany z perspektywy podmiotu wykorzystującego te innowacje, a nie z perspektywy całego systemu finansowego. Szerzej na temat innowacji finansowych w: Stradomski 2006; Anderloni, Llewellyn i Schmidt 2009.
- 3 Zgodnie z definicją OECD, innowacja to wdrożenie nowego lub znacznie ulepszanego produktu (towaru, usługi), nowej metody marketingowej, nowej metody organizacji procesów biznesowych, stanowiska pracy czy relacji zewnętrznych, które są nowe dla wdrażającego podmiotu (OECD 2005: 46 i nast.).
- 4 Charakteryzując instrumenty strukturyzowane należy zwrócić uwagę na różnicę w rozumieniu tego terminu w warunkach polskich i w terminologii anglosaskiej. W Polsce instrumenty strukturyzowane są zwykle omawiane jako bezpieczne formy inwestowania wolnych środków pieniężnych oferowane przez banki lub inne instytucje finansowe swoim klientom w celu pozyskania od nich środków. Podstawowe zalety dla inwestora wynikają z możliwości realizowania inwestycji na rynku kapitałowym z jednoczesnym ograniczeniem lub całkowitym wyeliminowaniem ryzyka straty zainwestowanych środków pieniężnych. Instrumenty strukturyzowane ze względu na swoją specyficzną konstrukcję pozwalają zarabiać nawet przy spadkach cen na rynku kapitałowym, dają więc szansę na zdwersyfikowanie portfela inwestycyjnego. W terminologii anglosaskiej ochrona zainwestowanego kapitału nie jest podstawową cechą instrumentów strukturyzowanych. Przykładowe definicje instrumentów strukturyzowanych można znaleźć w: Zaremba 2009: 13–18; Blumke 2011: 31–34; Mikita i Pełka 2009: 153.
- 5 Szerzej na ten temat w: Mikita i Pełka 2009: 156–157; Laudańska-Trynka 2008: 214; Mokrogulski i Sepielak 2010; Szopa 2009: 106–107; Zaremba 2009: 92–100.
- 6 W 2010 r. blisko 40% oferowanych instrumentów strukturyzowanych miało formę polisy na życie i dożycie (Krasoń i Szeliski 2011).
- 7 Inne stosowane opcje to m.in.: opcje himalaya (co roku z koszyka aktywów bazowych eliminowane są te o najwyższej stopie zwrotu, a wynik końcowy obliczany jest jako średnia arytmetyczna stóp zwrotu z wyeliminowanych wcześniej instrumentów), formuły autocall (zakładające zakończenie inwestycji przed terminem zapadalności

w przypadku wystąpienia określonych warunków), opcje binarne (dające pełną lub zerową wypłatę w zależności od sytuacji w terminie zapadalności instrumentu strukturyzowanego). Szerzej na temat różnych rodzajów stosowanych opcji w: Mokrogulski i Sepielak 2010: 58–60; Blumke 2011: 170–197; Zaremba 2009: 69–86.

- <sup>8</sup> W Polsce współczynniki partycypacji kształtują się w przedziale 0,6–1,2 (Laudańska-Trynka 2008: 218).
- <sup>9</sup> Obligacje wymienne mogą być wykorzystywane przez przedsiębiorstwa z problemem negatywnej selekcji, z wysokim ryzykiem nieskutecznej emisji obligacji. Jeśli inwestorzy zarzucają przedsiębiorstwu, że nie jest tak efektywne jak podmioty konkurencyjne, co może zagrażać procesowi emisji obligacji, przedsiębiorstwo emitent może włączyć do oferowanych przez siebie obligacji opcję zakupu akcji swoich konkurentów, dając inwestorom możliwość skorzystania z ich lepszych wyników. W takim przypadku pojawia się jednak konieczność zakupu akcji przedsiębiorstwa konkurencyjnego w celu realizacji opcji na żądanie inwestora. Istotne jest również zagrożenie utraty szansy podwyższenia kapitału własnego na rzecz konkurencji. Obligacje wymienne mogą być także wykorzystywane w przedsiębiorstwach funkcjonujących w formie grup kapitałowych. Jeśli spółka-córka nie ma szans na pozyskanie kapitału akcyjnego na rynku finansowym, spółka-matka może wyemitować obligacje wymienne na akcje spółki-córki umożliwiając zgromadzenie wymaganego kapitału.
- <sup>10</sup> Wartość nominalna zobowiązania podlega więc wahaniom, narażając inwestora na znaczne ryzyko, co może ograniczać liczbę inwestorów zainteresowanych ich kupnem. Ponieważ wyższa wartość bazowa i wyższy współczynnik partycypacji oznaczają wyższe ryzyko dla inwestora. Szerzej na ten temat w: Culp 2006: 305.
- <sup>11</sup> Więcej przykładów instrumentów strukturyzowanych opartych na stopie procentowej można znaleźć w: Blumke 2011: 242–260; Galitz 1995: 471–475.
- <sup>12</sup> Więcej przykładów instrumentów strukturyzowanych opartych na walutach można znaleźć w: Blumke 2011: 213–235; Galitz 1995: 475–477; Culp 2006: 316–317.
- <sup>13</sup> Więcej na temat instrumentów strukturyzowanych opartych na towarach można znaleźć w: Blumke 2011: 260–282; Galitz 1995: 461; Culp 2006: 317–319.

### Bibliografia

- Anderloni, L., Llewellyn, D.T. i R.H. Schmidt 2009. *Financial Innovation in Retail and Corporate Banking*, Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
- Blumke, A. 2011. *Jak inwestować w produkty strukturyzowane*, Warszawa: Wolters Kluwer Polska.
- Culp, C.L. 2006. *Structured Finance and Insurance. The ART. Of Managing Capital and Risk*, Hoboken: John Wiley and Sons.
- Damodaran, A. 2001. *Corporate Finance*, Hoboken: John Wiley and Sons.
- Duliniec, A. 2011. *Finansowanie przedsiębiorstwa. Strategie i instrumenty*, Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Ehrhardt, M.C. i E.F. Brigham 2009. *Corporate Finance*, Mason: South-Western.
- Galitz, L. 1995. *Financial Engineering. Tools and Techniques to Manage Financial Risk*, London: Pitman Publishing.
- Krasoń, M. i M. Szelski 2011. *Rynek produktów strukturyzowanych w Polsce w roku 2010*, www.structus.pl, odczyt: 15.06.2011.
- Laudańska-Trynka, J. 2008. Produkty strukturyzowane jako innowacyjne produkty depozytowe w bankowości detalicznej w Polsce, w: S. Antkiewicz i M. Kalinowski (red.) *Innowacje finansowe*, Warszawa: CeDeWu.

- Łukasik, G. (red.) 2004. *Strategie finansowe przedsiębiorstw w sytuacjach ryzykownych*, Katowice: Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej w Katowicach.
- Mikita, M. i W. Pełka 2009. *Rynki inwestycji alternatywnych*, Warszawa: Poltext.
- Mokrogulski, M. i P. Sepielak 2010. *Produkty strukturyzowane w Polsce w latach 2000–2010*, Warszawa: KNF.
- OECD 2005. *Oslo Manual 2005, Guidelines for Collecting and Interpreting Innovation Data*, wydanie 3. Eurostat.
- Stradomski, M. 2006. *Innowacje finansowe w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Poznań: AE w Poznaniu, Grafika.
- Szopa, A. 2009. Rynek instrumentów ustrukturyzowanych w Polsce, w: B. Filipiak i B. Mikołajczyk (red.) *Rynki finansowe w rozwoju podmiotów gospodarczych*, Warszawa: Difin.
- Wilimowska, Z. i M. Wilimowski 2001. *Sztuka zarządzania finansami*, Bydgoszcz: OPO.
- Zaremba, A. 2009. *Produkty strukturyzowane. Inwestycje nowych czasów*, Gliwice: Helion.