

**Sylwia Grenda**

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

---

**PRODUKTY STRUKTURYZOWANE JAKO ELEMENT  
OFERTY BANKOWOŚCI DETALICZNEJ**

---

**Streszczenie:** Głównym celem artykułu jest przybliżenie produktów strukturyzowanych jako oferty bankowości detalicznej oraz analiza polskiego rynku produktów strukturyzowanych. W pierwszej części opisana została idea produktów strukturyzowanych. Druga część przedstawia dostępne na polskim rynku rodzaje produktów strukturyzowanych oraz opisuje najpopularniejsze z nich. W trzeciej części przedstawiona została konstrukcja podstawowych produktów strukturyzowanych z uwzględnieniem w ich budowie najprostszych opcji. Opisana została również specyfika, dzięki której możliwe jest obniżenie ryzyka inwestycyjnego tych produktów. Ostatnia część artykułu przedstawia rynek produktów strukturyzowanych w Polsce oraz opisuje główne cechy tych produktów przemawiające za uznaniem ich za element oferty bankowości detalicznej.

**Słowa kluczowe:** produkty strukturyzowane, lokaty strukturyzowane, bankowość detaliczna, opcje.

## 1. Wstęp

Kryzys, który dotknął polski rynek inwestycyjny, zniechęcił i przestraszył wiele podmiotów. Niekorzystne wyniki, jakie w tamtym czasie osiągnęły fundusze inwestycyjne, a także wieści o spadkach na giełdzie uświadomiły podmiotom nieprzewidywalność rynku. Doprowadziło to do zmniejszenia zainteresowania inwestycjami obciążonymi wyższym ryzykiem na rzecz form, w których ryzyko to jest minimalne – inwestorzy powrócili m.in. do tradycyjnych lokat. Od 2007 r. oprocentowanie lokat wzrastało równoległe z coraz lepszymi wynikami finansowymi osiąganymi na polskiej giełdzie. Podwyższenie oprocentowania miało umożliwić pozyskanie dodatkowych środków pieniężnych na wzmoczoną akcję kredytową. Hossa widoczna do połowy 2007 r. niosła ze sobą perspektywę prostego i szybkiego zarobku na giełdzie lub poprzez fundusze inwestycyjne – doprowadzając do zmniejszenia zainteresowania lokatami bankowymi, które wydawały się znacznie mniej atrakcyjne.

Obecnie, po kryzysie, który zweryfikował oczekiwania i obnażył pojawiające się ryzyko, lokaty bankowe jako forma lokowania środków pieniężnych zyskały na

znaczeniu<sup>1</sup>. Rosnący popyt na bezpieczne produkty inwestycyjne oraz niewielki wybór alternatywnych i płynnych form lokowania środków stały się pretekstem dla banków do obniżenia oprocentowania lokat bankowych. Spowodowało to poszukiwanie przez klientów bardziej zyskownych inwestycji.

Podmiot racjonalny finansowo wykorzystuje dostępne formy inwestowania, by maksymalnie powiększyć posiadany majątek. W ostatnim czasie inwestorzy skłaniają się ku formom inwestycyjnym, które obarczone są niewielkim ryzykiem. Taką formą – bezpieczną, choć mało zyskowną, są lokaty bankowe. Jednak w obecnej sytuacji zwykle lokaty nie pozwalają na osiągnięcie satysfakcjonującego inwestora zwrotu z powierzonych bankowi środków. Powodem tego jest niewielkie oprocentowanie oferowane przez banki<sup>2</sup>. Doprowadziło to m.in. do poszukiwania bezpiecznych, alternatywnych form inwestowania, a w konsekwencji zwiększyło zainteresowanie lokatami strukturyzowanymi, gwarantującymi w większości przypadków uzyskanie zwrotu kapitału, a przy realizacji określonego scenariusza umożliwiającymi uzyskanie stopy zwrotu wyższej od tradycyjnej lokaty.

Tradycyjne lokaty klasyfikowane są jako element bankowości detalicznej. Obecnie również produkty strukturyzowane, których oferta skierowana jest do ludności oraz małych i średnich przedsiębiorstw, można zaliczyć do oferty bankowości detalicznej. W wielu publikacjach produkty strukturyzowane uznawane są za elementy bankowości inwestycyjnej, jednak czas, w którym produkty te służyły tylko zamożnym inwestorom, już minął, a zwiększenie oferty skierowanej bezpośrednio do podmiotów indywidualnych spowodowało, że weszły one na stałe do oferty bankowości detalicznej i mogą zostać uznane za jej składową.

Celem niniejszego artykułu będzie przybliżenie produktów strukturyzowanych oraz wskazanie cech przemawiających za uznaniem ich za produkty stanowiące ofertę bankowości detalicznej. W artykule omówione zostaną idea, konstrukcja oraz formy, jakie mogą przybrać produkty strukturyzowane. Analizie poddany zostanie również rynek tych produktów w Polsce.

## 2. Idea produktów strukturyzowanych

Rosnące wymagania klientów oraz poszukiwanie nowych form alternatywnego inwestowania skłoniły banki i inne instytucje do stworzenia produktu, który będzie odpowiadał bieżącym potrzebom klientów – będzie umożliwiał osiągnięcie wysokich stóp zwrotu, gwarantując przy tym zwrot całego zainwestowanego kapitału. Takim wytycznym w pełni odpowiadają produkty strukturyzowane – kojarzone w

---

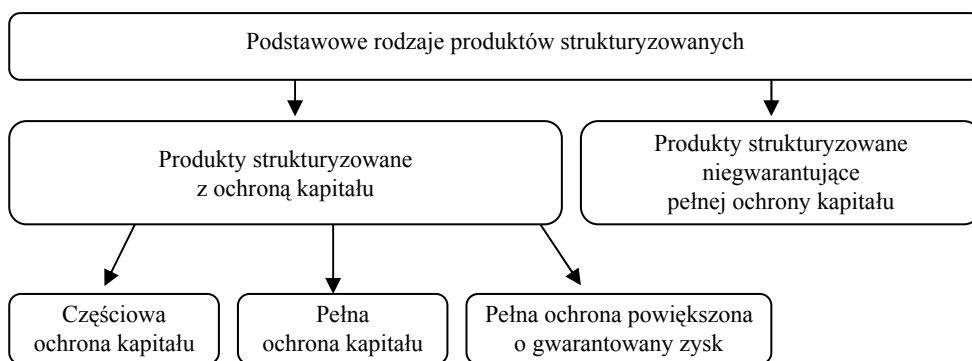
<sup>1</sup> Wartość depozytów gospodarstw domowych wzrosła w marcu 2010 r. w stosunku do grudnia 2007 r. o prawie 49%, [www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl).

<sup>2</sup> Średnie oprocentowanie nowych umów złotych ogółem wyniosło w I kwartale 2010 r. zaledwie 3,87%. Zgodnie z raportem *Statystyka stóp procentowych (dane od I'2005 r. do V'2010 r.)*, [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl).

ostatnim czasie głównie z instrumentami gwarantującymi pełną ochronę zainwestowanego kapitału.

Wśród oferty produktów strukturyzowanych skierowanej do klientów banków znajdują się różne rodzaje produktów, przedstawione m.in. na rys. 1. We wskazanym podziale kryterium zwrotu kapitału przez banku może przyjąć takie postacie, jak<sup>3</sup>:

- pełna ochrona kapitału/pełne zabezpieczenie – w tym przypadku inwestor ma zagwarantowany zwrot całego zainwestowanego kapitału, choć jest to oczywiście zwrot tylko wartości nominalnej, która nie uwzględnia kształtującej się w danym okresie stopy inflacji,
- częściowa ochrona kapitału/częściowe zabezpieczenie – w przypadku zabezpieczenia częściowego inwestor ma zagwarantowany zwrot pewnej, wyrażonej procentowo, części zainwestowanego kapitału,
- warunkowe zabezpieczenie – w tym przypadku zabezpieczenie zależne jest od zaistnienia określonego warunku, zazwyczaj powiązanego z kształtowaniem się określonego indeksu podstawowego (np. określenie dolnej granicy spadku itp.),
- brak zabezpieczenia – w przypadku braku zabezpieczenia klient nie ma żadnej gwarancji zwrotu kapitału. Taka forma inwestycji umożliwia osiągnięcie wyższej końcowej stopy zwrotu z danego instrumentu, lecz wiąże się również z potencjalnym ryzykiem.



**Rys. 1.** Podział produktów strukturyzowanych według poziomu bezpieczeństwa

Źródło: A. Zaremba, *Produkty strukturyzowane: inwestycje nowych czasów*, Helion, Gliwice 2009, s. 61, oraz [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl).

Polski rynek zdominowały produkty strukturyzowane z pełną lub częściową ochroną kapitału, których udział w ogólnej ofercie produktów strukturyzowanych wyniósł ponad 73%. Jednak gwarancja ochrony kapitału była tylko jednym z wielu czynników wpływających na wybór tej formy inwestycji. Zwiększenie dostępności

<sup>3</sup> K. Jajuga, *Wprowadzenie do inwestycji finansowych. Depozyty i instrumenty rynku pieniężnego*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2009, s. 37.

oferty produktów strukturyzowanych doprowadziło do większych wymagań stawianych przez duże grono klientów. Wśród elementów, na które zwracali oni szczególną uwagę, były m.in.<sup>4</sup>:

- instrument bazowy, w oparciu o który rozliczana jest inwestycja (kurs walutowy, stopy procentowe, ceny surowca itd.),
- czas trwania (najczęściej 2-3 lata)<sup>5</sup>,
- współczynnik partycypacji, odzwierciedlający udział klienta w zysku wypracowanym przez instrument podstawowy,
- poziom opłat związany z produktem, nazywany marżą lub prowizją,
- rodzaj aktywa użytego w konstrukcji,
- minimalna wpłata,
- waluta, w której wyrażony jest produkt.

Analizując specyfikę produktów strukturyzowanych, wspomnieć należy o ich podstawowych cechach, do których należą w większości przypadków: zapewniona ochrona kapitału, ustalony w umowie czas trwania inwestycji i stopa zwrotu oparta na ściśle określonej formule, uwzględniającej zazwyczaj realizację różnych scenariuszy, a ponadto wykorzystanie i zastosowanie na etapie konstrukcji produktu – instrumentów pochodnych umożliwiających osiągnięcie ponadprzeciętnych stóp zwrotu<sup>6</sup>.

**Tabela 1.** Główne wyznaczniki oraz formy produktów strukturyzowanych

Wyszczególnienie	Obciążenie podatkiem od zysków kapitałowych	Konieczność płacenia prowizji przy otwarciu inwestycji	Notowanie na rynku publicznym
Lokata	Tak	Nie	Nie
Polisa	Nie	Zwykle tak	Nie
Obligacja	Tak	Tak	Możliwe
Certyfikat depozytowy	Tak	Tak	Tak
Certyfikat inwestycyjny	Tak	Tak	Tak
Fundusz inwestycyjny	Tak	Tak	Nie

Źródło: A. Zaremba, *op. cit.*, s. 99.

Wśród wskazanych cech można dostrzec elementy wspólne z tradycyjną lokatą. Określenie formuły obliczeniowej oraz wykorzystanie w konstrukcji instrumentów pochodnych różnicują oba produkty i umożliwiają osiągnięcie wyższego zarobku poprzez zainwestowanie w produkt strukturyzowany.

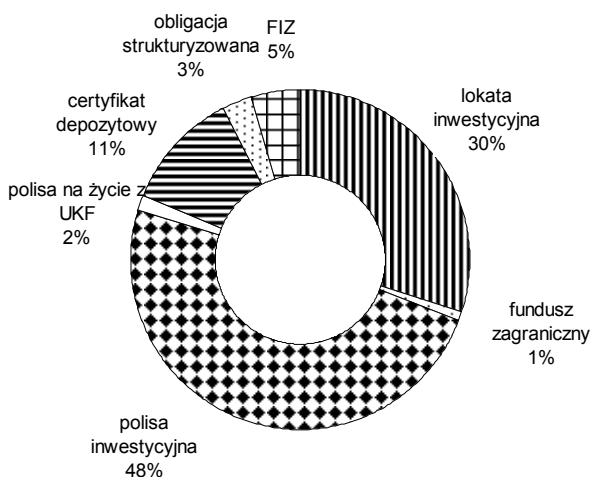
<sup>4</sup> P. Biernacki, P. Szulec, *Pierwsze kroki na rynku kapitałowym. Poradnik inwestora*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2009, s. 48.

<sup>5</sup> Zgodnie z Portalem Analizy Online, w okresie 6.2009-5.2010 z terminem zapadalności do 1 roku oferowanych było 26,72% ogółu produktów strukturyzowanych, od 1 roku do 2 lat – 24,25%, od 2 do 3 lat – 28,34%, powyżej 3 lat – 20,69%.

<sup>6</sup> S. Olszewski, *Produkty strukturyzowane*, (w:) K. Gabryelczyk, U. Ziarko-Siwiek (red.), *Inwestycje finansowe*, CeDeWu, Poznań 2008, s. 79.

### 3. Formy prawne produktów strukturyzowanych

Ważnym elementem produktów strukturyzowanych jest forma sprzedaży, którą przybierają i pod którą są dostępne. Bardzo często określenie „forma” bywa zastępowane określeniem „opakowanie”. Jednak, choć produkty strukturyzowane różnią się nazwami, ich główny zamysł pozostaje zbliżony, a podstawowa konstrukcja zawiera bardzo często analogiczny schemat. W Polsce produkty strukturyzowane przybierają kilka różnych form, wskazanych w tab. 1 oraz na rys. 2.



**Rys. 2.** Podział produktów strukturyzowanych według konstrukcji w okresie czerwiec 2009-maj 2010 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Portalu Analizy Online, [www.analizy.pl](http://www.analizy.pl) (dostęp 11.06.2010).

Wśród najbardziej popularnych „opakowań” produktów strukturyzowanych dostępnych na polskim rynku są polisy inwestycyjne, zwane również polisami strukturyzowanymi oraz lokaty inwestycyjne. Obie te formy zdominowały rynek i stanowią prawie 78% ogółu produktów strukturyzowanych oferowanych w Polsce. Na dalszych miejscach klasyfikują się odpowiednio certyfikaty depozytowe oraz certyfikaty inwestycyjne, których udział stanowi odpowiednio 11 oraz 5%.

Cztery wskazane formy stanowią łącznie 94% ogółu ofert dostępnych na rynku. W dalszej części opisane zostaną dwie najczęściej wybierane w Polsce formy produktów strukturyzowanych<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> Zgodnie z Portalem Analizy Online, [www.analizy.pl](http://www.analizy.pl), z dnia 10.06.2010 r.

### 3.1. Lokaty strukturyzowane

Lokaty strukturyzowane wykorzystują w swej budowie tradycyjne lokaty, w związku z czym ich konstrukcja oparta jest na regulacjach wynikających z ustawy *Prawo bankowe*<sup>8</sup>. Produkty te posiadają zazwyczaj stosunkowo prostą formułę obliczania zysku. Kilka lat temu w ofercie można było spotkać lokaty gwarantujące, oprócz zwrotu całości wniesionego kapitału, również określoną minimalną rentowność produktu. Obecnie odchodzi się od tej formy, na rzecz produktów z częściową gwarancją zwrotu kapitału, oferujących tym samym możliwość uzyskania na zakończenie inwestycji wyższej stopy zwrotu.

Przy wyborze produktu strukturyzowanego należy pamiętać, że musi być on także opłacalny dla instytucji go oferujących, stąd bardzo często w umowie wskazany jest niższy współczynnik partycypacji. Przez współczynnik partycypacji należy rozumieć udział w zysku wypracowanym przed dany instrument wykorzystany w budowie produktu strukturyzowanego. Przykładem może być lokata strukturyzowana, w której część wpłaconej kwoty będzie podzielona między lokatę i zakupioną opcję na indeks WIG20. Jeśli okaże się, że podczas trwania lokaty indeks ten wzrośnie o 20%, przy współczynniku partycypacji 100%, klient otrzymałby w całości zysk wypracowany w danym czasie przez indeks, czyli 20%. Niższy współczynnik partycypacji będzie oznaczał, że klient otrzyma jedynie określoną procentowo część wypracowanego zysku.

### 3.2. Polisy strukturyzowane (polisy inwestycyjne)

W ostatnim czasie najpopularniejszą formą produktów strukturyzowanych wykorzystywanych na polskim rynku kapitałowym stały się polisy strukturyzowane, zwane również polisami inwestycyjnymi. Ich budowa oparta została na podstawie ustawy o działalności ubezpieczeniowej<sup>9</sup>. W swej konstrukcji wykorzystują one głównie ubezpieczenia na życie i dożycie<sup>10</sup>, co umożliwia uniknięcie konieczności zapłaty podatku od zysków kapitałowych. Głównie ze względu na korzyść podatkową stale rośnie zainteresowanie tym rodzajem produktów.

Tego produktu nie należy jednak utożsamiać z formą ubezpieczenia, gdyż taka konstrukcja ma jedynie zapobiec konieczności uiszczenia podatku i w większości przypadków nie gwarantuje żadnego ubezpieczenia.

---

<sup>8</sup> Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. *Prawo bankowe*, DzU z 2002 r. Nr 72, poz. 665, z późn. zm.

<sup>9</sup> Ustawa z dnia 22 maja 2003 r. *o działalności ubezpieczeniowej*, DzU z 2003r. Nr 1214, poz. 1151, z późn. zm.

<sup>10</sup> P. Biernacki, P. Szulec, *op. cit.*, s. 48.

#### 4. Konstrukcja produktu strukturyzowanego

Konstrukcja produktu strukturyzowanego stanowi połączenie instrumentu dłużnego oraz instrumentu pochodnego. W zależności od formy, jaką przybiera instrument dłużny, inwestor może się spotkać z różnymi określeniami produktu strukturyzowanego<sup>11</sup>. Przykładowe nazwy produktów strukturyzowanych wskazane zostały w tab. 1. Pomimo występowania różnych określeń, idea stworzonych produktów jest bardzo zbliżona, a sposób funkcjonowania bardzo podobny.

Połączenie produktów bezpiecznych z instrumentami pochodnymi, głównie opcjami, umożliwiło inwestorom lokowanie środków w sposób w pełni bezpieczny, jednocześnie dając sposobność osiągnięcia ponadprzeciętnych zysków.

Posiadaczowi opcji przysługuje prawo do realizacji warunków kontraktu, przy czym wystawca opcji może być, w zależności od decyzji nabywcy, zobowiązany do spełnienia warunków wynikających z opcji<sup>12</sup>. Daje to posiadaczowi prawo do uzyskania określonego dochodu, będącego różnicą między wartością rynkową wskazanego w umowie lub innym dokumencie indeksu a wartością ustaloną w kontrakcie<sup>13</sup>. Za prawo to nabywca opcji musi zazwyczaj w momencie zawarcia transakcji zapłacić określoną prowizję<sup>14</sup>. W produkcie strukturyzowanym prowizja ta jest zwykle wkalkulowana w kwotę, która zostaje przeznaczona na zakup opcji. Wyższa prowizja obniża kwotę inwestycji w opcję i powoduje zmniejszenie prawdopodobieństwa osiągnięcia wyższej końcowej stopy zwrotu.

Opcje niosą za sobą ryzyko inwestycyjne, które zostało ograniczone w budowie produktu strukturyzowanego poprzez wprowadzenie instrumentu dłużnego, gwarantującego zwrot całości zainwestowanych środków przy zaistnieniu negatywnego scenariusza. Realizacja pozytywnego scenariusza umożliwi natomiast inwestorowi osiągnięcie wyższej, niż przy tradycyjnej lokacie, stopy zwrotu. Z racji dowolności przy wyborze opcji używanych do konstrukcji produktów strukturyzowanych możliwe jest zarabianie zarówno na wzrostach (np. opcja *call*), jak i na spadkach (np. opcja *put*), co stanowi niewątpliwą zaletę opcji.

Każdy produkt strukturyzowany przynosi dochód składający się z dwóch części<sup>15</sup>:

- części stałej – określonej jako stałe oprocentowanie depozytu, gwarantującej uzyskanie zwrotu zainwestowanego kapitału,
- części zmiennej – dodatkowego dochodu zależnego od kształtowania się pewnego indeksu.

---

<sup>11</sup> *Ibidem*, s. 47; K. Jajuga, *op. cit.*, s. 35.

<sup>12</sup> Rozliczenie opcji może się odbywać poprzez dostarczenie instrumentu podstawowego lub poprzez rozliczenie różnicy między ceną instrumentu podstawowego a ceną wykonania.

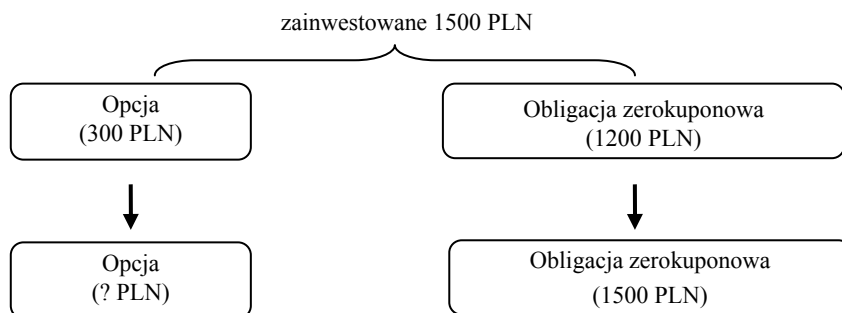
<sup>13</sup> K. Jajuga, *op. cit.*, s. 35.

<sup>14</sup> A. Łaganowski, *Instrumenty pochodne*, Gięda Papierów Wartościowych, Warszawa 2005, s. 23.

<sup>15</sup> K. Jajuga, *op. cit.*, s. 35.

W stosunku do części zmiennej bank lub inna instytucja wskazują formułę obliczania końcowej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału. Wskazane zostają w niej warunki, jakie muszą zaistnieć, by klient mógł uzyskać określoną stopę zwrotu. W swej konstrukcji formuła przedstawia i opisuje również warunki, w których wartość instrumentu bazowego nie osiągnie ustalonego poziomu gwarantującego uzyskanie jakiegokolwiek stopy zwrotu. Spowoduje to uzyskanie przez inwestora tylko zwrotu w wysokości wskazanej w formule.

W jaki sposób możliwe jest skonstruowanie produktu strukturyzowanego? Przykładowa budowa produktu strukturyzowanego wskazana została na rys. 3. Zakładając, że klient dokonuje wpłaty w wysokości 1500 PLN na lokatę strukturyzowaną ze 100% gwarancją kapitału, której okres trwania ustalony został na 2 lata, można dokonać następujących obliczeń:



Rys. 3. Przykładowa konstrukcja produktu strukturyzowanego

Źródło: opracowanie własne.

Składową produktu strukturyzowanego zapewniającą gwarancję kapitału może być obligacja zerokuponowa, która po okresie wykupu (zapadalności) będzie mogła zagwarantować zwrot kapitału w wysokości wpłaty, której dokonał klient. Wśród instrumentów wykorzystywanych przez banki do zabezpieczenia zwrotu kapitału, oprócz obligacji zerokuponowych, mogą być również wykorzystane obligacje o zmiennym i stałym oprocentowaniu.

Należy zaznaczyć jednak, że dwa ostatnie rodzaje obligacji niosą ze sobą pewne ryzyko i nie gwarantują uzyskania określonej kwoty, która w pełni zabezpieczyłaby zwrot całości środków wpłaconych przez klienta. W przypadku obligacji o zmiennym oprocentowaniu nie jest konieczne szczegółowe opisanie ryzyka nieosiągnięcia określonej stopy zwrotu gwarantującej odzyskanie przez klienta zainwestowanego kapitału, konieczne jest to natomiast w przypadku obligacji o stałym oprocentowaniu. Ryzyko nieosiągnięcia konkretnej stopy zwrotu może wynikać z powodu określonego czasu trwania produktu strukturyzowanego. Jeżeli okres zapadalności obligacji nie będzie pokrywał się z okresem zapadalności produktu



strukturyzowanego, bank lub inna instytucja nie będzie mieć pewności, że kolejna zakupiona obligacja będzie gwarantować stopę zwrotu konieczną do uzyskania odsetek gwarantujących 100% zwrot kapitału.

W takiej sytuacji – w przypadku braku dostępu do obligacji o określonym terminie wykupu, który pokrywałby się z terminem wykupu projektowanego produktu strukturyzowanego, bank może kupić obligację na rynku międzynarodowym. Może się to wiązać z ryzykiem kursowym, przed którym może się on jednak zabezpieczyć odpowiednim kontraktem terminowym<sup>16</sup>.

Przy konstrukcji produktu strukturyzowanego klient nie zna wartości końcowej, którą wypracuje opcja, gdyż jest ona zależna od warunków rynkowych oraz realizacji określonego scenariusza. Budowa produktu strukturyzowanego może być bardzo złożona, a wykorzystana opcja bardzo urozmaicona, pod względem zarówno rodzaju, jak i wykorzystywanego indeksu podstawowego. Konstruktorzy opcji mogą wykorzystać teoretycznie nieskończenie wiele różnych indeksów podstawowych. Najczęściej są to jednak następujące typy indeksów<sup>17</sup>: stopa procentowa, kurs walutowy, cena akcji, indeks giełdowy, indeks cen nieruchomości, cena surowca itp.

W konstrukcji produktów strukturyzowanych wykorzystywane są różnego rodzaju opcje, w tym opcje waniliowe (tradycyjne *call* oraz *put*) oraz opcje egzotyczne należące do znacznie bardziej złożonych instrumentów<sup>18</sup>. Możliwość stworzenia dowolnego rodzaju opcji umożliwia budowę w zasadzie dowolnego produktu strukturyzowanego. W niniejszym artykule nie jest możliwe szczegółowe opisanie wszystkich kombinacji złożonych produktów strukturyzowanych, zwłaszcza że ewoluują one bardzo dynamicznie. W dalszej części pracy opisane zostaną opcje najczęściej wykorzystywane do konstrukcji produktów strukturyzowanych.

Do tradycyjnych opcji można zaliczyć opcję sprzedaży (ang. *put*) dającą nabywcy opcji prawo do sprzedaży wystawcy opcji danego instrumentu w określonym czasie i po określonej cenie. Bank kupujący taką opcję nabywa prawo sprzedaży danego instrumentu, a druga strona transakcji – wystawca opcji, jest zobowiązana do zakupu instrumentu na ustalonych warunkach.

Opcja kupna (ang. *call*) stanowi natomiast prawo kupna danego instrumentu. Bank, który kupi taką opcję, posiada prawo do kupna danego instrumentu podstawowego od wystawcy opcji. W każdym przypadku cena kupna/sprzedaży in-

---

<sup>16</sup> M. Krzywda, *Produkty strukturyzowane w praktyce*, Wydawnictwo Złote Myśli, Gliwice 2009, s. 18.

<sup>17</sup> K. Jajuga, *op. cit.*, s. 38.

<sup>18</sup> Opcje egzotyczne definiowane są jako kontrakty opcyjnie gwarantujące odmienną strukturę dochodu niż standardowe opcje kupna/sprzedaży, M. Kuźmierkiewicz, *Ewolucja rynku opcji ku pozagiełdowym opcjom egzotycznym i ich klasyfikacja*, „Bank i Kredyt” 1999, nr 3, s. 18. Opcje waniliowe typu *plan vanilla* stanowią grupę opcji o najprostszej konstrukcji, M. Chojnacki, *Zabezpieczenie na miarę ryzyka*, „CFO Magazyn Finansistów” 2006, nr 4, s. 14.

strumentu jest określona z góry i nie może zostać zmieniona, bez względu na aktualną cenę instrumentu na rynku<sup>19</sup>.

Ze względu na brak rozwiniętego rynku instrumentów pochodnych, polscy przedsiębiorcy są na ogół zdani na usługi banków, które zazwyczaj decydują o wycenie opcji bez udziału rynku giełdowego<sup>20</sup>.

Omawiając konstrukcję opcji, należy wspomnieć jeszcze o wskazywanym wcześniej współczynniku partycypacji odzwierciedlającym udział klienta w zysku wypracowanym przez instrument bazowy. Jest on o tyle ważnym elementem, że determinuje zyskowność całego produktu strukturyzowanego. Jeśli zawarta zostanie lokata strukturyzowana, posiadająca w swej konstrukcji opcję na WIG20, zysk klienta będzie wynikał z kształtowania się zmian indeksu WIG20. Przyjmując, że opcja będzie nastawiona na wzrost indeksu WIG20, od wzrostu będzie uzależniony zysk – współczynnik partycypacji wskaże, jaką maksymalnie zyskowność z produktu możemy otrzymać. Z punktu widzenia nieuważnego klienta, który nie doczyta warunków umowy, wielkim rozczarowaniem może okazać się ujęcie zapisu dotyczącego niższego współczynnika partycypacji. Niewielki udział w zyskach wypracowanych przez instrument podstawowy może spowodować, że bardziej zyskowna okaże się tradycyjna lokata zawarta na analogiczny okres.

Produkt strukturyzowany posiada określony czas trwania, co powoduje, że inwestor nie może zrealizować zysków przed zakończeniem wskazanego czasu trwania inwestycji<sup>21</sup>. Ponadto w momencie wcześniejszej likwidacji produktu, dokonanej przed terminem zapadalności, klient może ponieść stratę<sup>22</sup> stanowiącą określony procent inwestycji i naliczaną proporcjonalnie do liczby dni pozostających do zapadalności produktu.

## 5. Rynek produktów strukturyzowanych w Polsce

Kryzys wpłynął na rozwój rynku produktów strukturyzowanych<sup>23</sup>. Inwestorzy uznali je za mniej ryzykowne niż akcje. Pozostali inwestorzy nabywali te produkty z powodu wysokiej dźwigni finansowej oraz jako zabezpieczenie się przed zmiennością indeksów i kursów walut<sup>24</sup>. Wcześniej produkty strukturyzowane skierowane były do klientów zamożnych i oferowane w ramach usług *private banking*.

---

<sup>19</sup> J. Mazurek, *Toksyczne opcje*, „CFO Magazyn Finansistów” 2009, nr 2, s. 10.

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

<sup>21</sup> A. Zaremba, *op. cit.*, s. 56.

<sup>22</sup> K. Jajuga, *op. cit.*, s. 37.

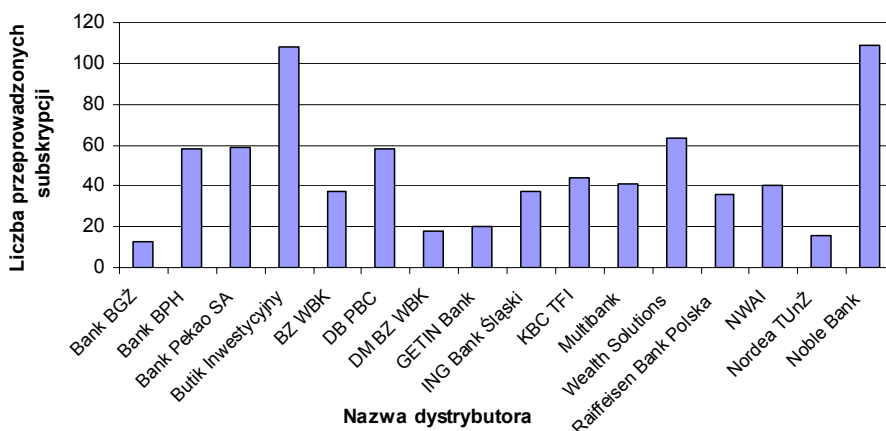
<sup>23</sup> Zgodnie z danymi GUS produkty strukturyzowane na polskim rynku giełdowym są obecne od 2006 r., jednak ich rozwój nastąpił dopiero w 2008 r.; na rynku giełdowym zadebiutowały 34 nowe produkty strukturyzowane (w 2007 r. zaledwie 12), w tym 27 certyfikatów i 7 obligacji.

<sup>24</sup> P. Wojciechowski, *Indeks, waluta i kukurydza*, „Rynek Kapitałowy” 2008, 11(213).

W czasie kryzysu produkty te nabywali również klienci średnio zamożni<sup>25</sup>. Niższe kwoty wymagane do rozpoczęcia inwestycji spowodowały powiększenie grona klientów. Do wyselekcjonowanej grupy zamożnych klientów dołączyli również liczni inwestorzy indywidualni.

W Polsce produkty strukturyzowane zostały wprowadzone w 2000 r. przez Citibank, do obrotu giełdowego zaś trafiły po raz pierwszy 25 sierpnia 2006 r., gdy wprowadzone zostały obligacje strukturyzowane Deutsche Banku z Londynu.

W okresie od czerwca 2001 r. do końca maja 2010 r. na polskim rynku subskrypcję miało 905 produktów strukturyzowanych. Ich podział według liczby subskrypcji przeprowadzonych przez poszczególne podmioty wskazany został na rys. 4. Prym wśród wiodli: Butik Inwestycyjny i Nobel Bank. Na dalszych pozycjach uplasowali się Bank BPH, Bank Peako SA, DB PBC oraz Wealth Solution.



**Rys. 4.** Liczba subskrypcji produktów strukturyzowanych przeprowadzona przez poszczególne instytucje w okresie styczeń 2001-maj 2010 r.

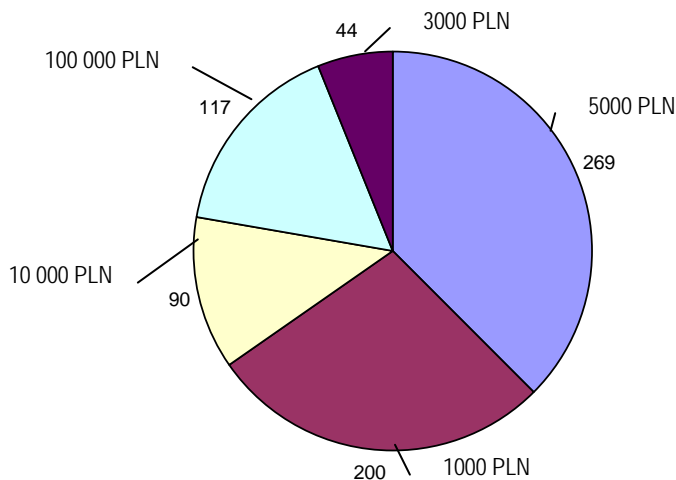
Źródło: opracowanie własne na podstawie Portalu Analizy Online, [www.analizy.pl](http://www.analizy.pl) (10.06.2010).

Dokonując analizy rynku produktów strukturyzowanych, należy zweryfikować główne cechy go opisujące, w tym m.in.: czas trwania poszczególnych produktów, wysokość gwarantowanego zabezpieczenia, najczęstszą formę wybieraną do stworzenia produktu, wymaganą minimalną wpłatę, walutę produktu oraz konieczność zapłaty podatku.

Rozpoczynając analizę od wartości minimalnej wpłaty wymaganej do zakupu produktu, zauważyć należy, że dominują wpłaty w przedziale 1000-5000 PLN (rys. 5). Wynika to z faktu istnienia stosunkowo młodego rynku produktów struk-

<sup>25</sup> Raport *Monitoring banków 2005-2008*, Główny Urząd Statystyczny, Warszawa 2009, s. 66.

turyzowanych, który oferując produkty o niższej kwocie „wejściowej”, umożliwia dostęp do nich większej grupie klientów.



**Rys. 5.** Minimalna wpłata najczęściej wymagana przy zakupie produktu strukturyzowanego w okresie styczeń 2001-maj 2010 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Portalu Analizy Online, [www.analizy.pl](http://www.analizy.pl) (10.06.2010).

Wielka popularność produktów strukturyzowanych w zachodnich państwach Europy sugeruje, że podobna tendencja polegająca na przenoszeniu oszczędności z tradycyjnych lokat do produktów strukturyzowanych będzie następować również w Polsce. Rosnący udział produktów strukturyzowanych, w których minimalna wpłata nie przekracza 10 000 PLN powoduje, że produkty trafiają do coraz większej grupy klientów i nie wiążą się już ze skomplikowanym mechanizmem inwestycyjnym. W związku z tym można je uznać za składnik bankowości detalicznej. Niższe kwoty zwiększają bowiem dostępność do produktów, a tym samym potęgują zainteresowanie klientów indywidualnych tym typem inwestycji.

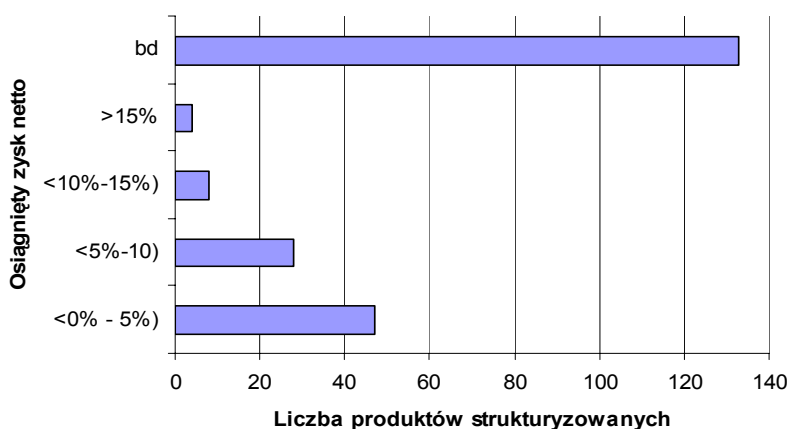
Wśród elementów, na które klienci zwracają uwagę podczas wyboru i analizy danego produktu strukturyzowanego, jest gwarancja zainwestowanego kapitału. Po kryzysie ponownie zainteresowaniem cieszyły się tradycyjne lokaty, które przy niższym oprocentowaniu gwarantowały odzyskanie zainwestowanych środków. Pozyskanie klientów i przekonanie ich do zakupu produktów strukturyzowanych wymagało stworzenia bardzo atrakcyjnych produktów. Skuteczność i atrakcyjność zapewniła klauzula o gwarancji całości zainwestowanego przez klienta kapitału.

Produkty gwarantujące 100% ochrony kapitału stanowią obecnie blisko 74% ogółu subskrypcji przeprowadzonych w okresie od stycznia 2001 do maja 2010 r.

Na dalszych miejscach pojawiły się produkty gwarantujące 90% stanowiące 4,31% udziału we wszystkich instrumentach, 80% – 4,31% oraz 0% – 2,98%.

Zastanawiający jest udział produktów z brakiem gwarancji kapitału, które stanowią prawie 3% ogółu analizowanych produktów strukturyzowanych. Świadczy to o wzroście zainteresowania produktami umożliwiającymi uzyskanie ponadprzeciętnej stopy zwrotu. Brak gwarancji kapitału umożliwia bankowi lub innej instytucji zainwestowanie większej puli środków, np. w zakup opcji na określony indeks giełdowy. Zwiększa to prawdopodobieństwo uzyskania znacznie większego zysku w momencie spełnienia się pozytywnego scenariusza.

Na rysunku 6 przedstawiona została analiza wyników osiągniętych przez produkty strukturyzowane, zauważyć należy, że dominują produkty, których osiągnięty zysk netto znajdował się w przedziale <0-5%). Wraz z osiąganiem większego zysku netto maleje liczba produktów, którym udało się go zrealizować. Niski procent osiągnięty przez większą część oferowanych produktów nie koresponduje z ponadprzeciętnymi zyskami, z jakimi kojarzone są produkty strukturyzowane.

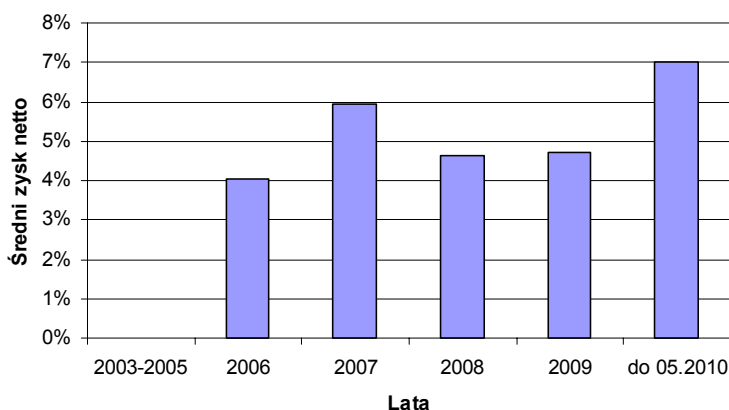


**Rys. 6.** Liczba produktów strukturyzowanych osiągających określony zysk netto w okresie styczeń 2001-maj 2010 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Portalu Analizy Online, [www.analizy.pl](http://www.analizy.pl) (8.06.2010).

Na rysunku 7 przedstawiona została analiza średniego zysku netto. Spoglądając na najlepszy dla produktów strukturyzowanych okres, tj. rok 2010, zauważyć można, że inwestycje zakończone w tym roku znacznie przewyższają osiągniętym zyskiem netto lata wcześniejsze. Może być to dobrym sygnałem dla klientów, szczególnie gdy w 2010 r. oprocentowanie tradycyjnych lokat znajduje się na dość niskim poziomie<sup>26</sup>.

<sup>26</sup> Za pierwszy kwartał 2010 r. średnie oprocentowanie nowych umów złotych ogółem wyniosło – 3,87%. Zgodnie z raportem *Statystyka stóp procentowych...*



Rys. 7. Średni zysk netto osiągnięty na zakończenie inwestycji w okresie styczeń 2001-maj 2010 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Portalu Analizy Online, [www.analizy.pl](http://www.analizy.pl) (8.06.2010).

Dokonując analizy z punktu widzenia czasu trwania, najwyższy średni zysk netto w okresie styczeń 2001-maj 2010 r. osiągnęły produkty 6- i 12-miesięczne, odpowiednio 5,93 i 7,38%. Oznacza to, że są one najbardziej rentowne wśród produktów strukturyzowanych i jednocześnie nie wymagają od klienta zamrożenia kapitału na bardzo długi okres, co dodatkowo zwiększa ich atrakcyjność<sup>27</sup>.

## 6. Podsumowanie

Popularność produktów strukturyzowanych widoczna w ostatnim czasie przemawia za uznaniem ich za produkt bankowości detalicznej, czyli bankowości oferującej usługi i produkty skierowane do małych i średnich przedsiębiorstw oraz do klientów indywidualnych. Niższe kwoty wymagane do zakupu produktu i rozpoczęcia inwestycji oraz swobodny do nich dostęp wskazują na potencjalny wzrost znaczenia produktów tego typu. W ostatnich latach rynek ten dynamicznie się rozwija, zwiększając liczbę oraz formy dostępnych produktów.

Brak w analizowanym okresie ponadprzeciętnych wyników osiągniętych przez produkty strukturyzowane stale jednak zniechęca potencjalnych klientów. Zdają sobie bowiem oni sprawę z tego, że podobny wynik mogą osiągnąć poprzez założenie tradycyjnej lokaty, która nie będzie obciążona ryzykiem niezrealizowania się pozytywnego scenariusza. Fakt ten mógłby sugerować niebezpieczeństwo regresu rynku

<sup>27</sup> W okresie 2007-2009 średnie miesięczne oprocentowanie wszystkich nowych umów złotych wynosiło 4,6%. Przy tym średnie oprocentowanie umów zawartych na okres powyżej 3 miesięcy – 6 miesięcy włącznie wyniosło w tym okresie 4,9%, a dla umów zawartych powyżej 6 miesięcy do 1 roku włącznie 4,6%. Zgodnie z raportem *Statystyka stóp procentowych...*

produktów strukturyzowanych. Jednak porównanie z rozwiniętymi, zachodnimi rynkami wskazuje na duży potencjał polskiego rynku produktów strukturyzowanych, który w najbliższych latach może przejąć kolejną część rynku lokat tradycyjnych.

## Literatura

- Biernacki P., Szulec P., *Pierwsze kroki na rynku kapitałowym. Poradnik inwestora*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2009.
- Chojnacki M., *Zabezpieczenie na miarę ryzyka*, „CFO Magazyn Finansistów” 2006, nr 4.
- Jajuga K., *Wprowadzenie do inwestycji finansowych. Depozyty i instrumenty rynku pieniężnego*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2009.
- Krzywda M., *Produkty strukturyzowane w praktyce*, Wydawnictwo Złote Myśli, Gliwice 2009.
- Kuźmierkiewicz M., *Ewolucja rynku opcji ku pozagieldowym opcjom egzotycznym i ich klasyfikacja*, „Bank i Kredyt” 1999, nr 3.
- Łaganowski A., *Instrumenty pochodne*, Giełda Papierów Wartościowych, Warszawa 2005.
- Mazurek J., *Toksyczne opcje*, „CFO Magazyn Finansistów” 2009, nr 2.
- Monitoring banków 2005-2008*, Główny Urząd Statystyczny, Warszawa 2009.
- Olszewski S., *Produkty strukturyzowane*, (w:) K. Gabryelczyk, U. Ziarko-Siwek (red.), *Inwestycje finansowe*, CeDeWu, Poznań 2008.
- Statystyka stóp procentowych (dane od I’2005 r. do V’2010 r.)*, www.nbp.pl.
- Ustawa z dnia 22 maja 2003 r. o działalności ubezpieczeniowej*, DzU z 2003 r. Nr 1214, poz. 1151, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe*, DzU z 2002 r. Nr 72, poz. 665, z późn. zm.
- Wojciechowski P., *Indeks, waluta i kukurydza*, „Rynek Kapitałowy” 2008, 11(213).
- Zaremba A., *Produkty strukturyzowane: inwestycje nowych czasów*, Helion, Gliwice 2009.

## Źródła internetowe

- www.gpw.pl.  
www.analizy.pl.

## STRUCTURED PRODUCTS AS A PART OF RETAIL BANKING OFFER

**Summary:** The main aim of this article is the introduction of structured products as an offer of retail banking. The author tries to approach these specific products, especially because they are comparatively new market in Poland. The first part describes the idea of structured products and demonstrates the fact that there is no single definition of a structured product. The second part indicates the available variety of structured products and describes the most popular ones. The third part shows structured products construction based on derivatives. The last part focuses on the market in Poland and covers main features of some structure products, mainly guarantee function which offers protection of principal if held to maturity. The article describes also structured products as an alternative to a direct investment and as part of the reduction risk exposure.