

OD GAZU PO CZARNĄ AFRYKĘ

MIECZYŚLAW T. STARKOWSKI

Strukturyzowane produkty inwestycyjne zwane są potocznie strukturami. Nazwa wzięła się od idei konstruowania nowych instrumentów z już istniejących. Nie przypadkiem komponowanie struktur utożsamiane jest z pojęciem inżynierii finansowej. Nowe produkty tworzy się bowiem niczym budowle z klocków Lego.

Rynek produktów strukturyzowanych zaczął się w naszym kraju rozwijać bardzo niedawno. Jego początki sięgają schyłkowej fazy ostatniej hossy. Ale i na świecie nie ma ona zbyt długiej historii. – Produkty strukturyzowane to szansa na zysk przewyższający ten z lokat bankowych oraz gwarancją początkowego kapitału – mówi Paweł Majtkowski, główny analityk firmy doradztwa finansowego Finamo. – Stają się one coraz bardziej popularne, szczególnie po dotkliwych stratach, jakie inwestorzy ponieśli w czasie kryzysu.

Do najważniejszych korzyści można też zaliczyć minimalny kapitał, jaki trzeba zainvestować. Często wystarczy już tysiąc zł. Niezwykle ważna jest również efektywność podatkowa. Struktury w formie ubezpieczenia są zwolnione z podatku Belki.

Szyta na miarę

– Struktury zapełniły lukę między ryzykownymi funduszami inwestycyjnymi a bezpiecznymi lokatami bankowymi – dodaje Michał Poła, analityk New Word Alternative Investments, firmy doradztwa inwestycyjnego. – Ich podstawową cechą jest to, że struktura może zostać uszyta na miarę dla inwestora.

Oznacza to, że inwestor może z góry ułożyć zależność potencjalnego zysku względem ryzyka poniesienia strat. Oczywiście nie zawsze może zgłosić się do doradcy (dostawcy struktury) i wskazać, na czym ma się ona opierać i jakie mieć parametry. Stworzenie struktury kosztuje, a ze względu na racjonalizację kosztów organizuje się subskrypcje tych produktów, na które inwestorzy mogą się skusić. Natomiast, jak to bywa w bankowości prywatnej, majątyny klient rzeczywiście może zażądać struktury szytej faktycznie na własną miarę. Ale w tym przypadku trzeba dysponować milionami złotych.

– Kryzys finansowy i związany z nim wzrost ryzyka inwestowania powinien sprzyjać rozwojowi rynku tych produktów – uważa Roman Przasnyski, główny anali-

tyk Gold Finance. – Mają one jedną podstawową zaletę. Łączą to, co zawsze było bardzo trudne: ograniczenie do minimum ryzyka przy jednoczesnym zachowaniu szans na wysoki zysk.

W zasadzie metody osiągnięcia tego celu były znane, stosowane i doskonalone od wielu lat. Można powiedzieć, że zmiany dotyczą głównie marketingu. Ostatnio oferowane produkty są po prostu bardziej poręcznie opakowane.

Gdzie wzrok nie sięga

– Zaletą produktów strukturyzowanych jest też to, że dzięki nim można uzyskać dostęp do rynków, do których trudno się dostać przeciętnemu inwestorowi – podkreśla Łukasz Bugaj, analityk w firmie doradztwa finansowego Xelion. – Nabywając takie

Podział produktów strukturyzowanych pod względem formy prawnej:

- lokaty strukturyzowane
- obligacje strukturyzowane
- strukturyzowane certyfikaty depozytowe
- polisy ubezpieczeniowe na życie i dożycie
- polisy z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym
- strukturyzowane fundusze inwestycyjne

Źródło: Open Finance.

produkty, możemy uczestniczyć w rynku rzadkich surowców, kamieni szlachetnych, egzotycznych krajów.

Można również zarabiać na bardzo skomplikowanych strategiach, które stonkowo często okazują się lukratywne. Ale obce nie znaczy automatycznie lepsze. Dalekie zagraniczne rynki nie muszą rozwijać się lepiej niż polski czy sąsiednie. Poza tym trudniej jest znajdować informacje na ich temat.

– Struktury sprzedawane są w tak zwanych subskrypcjach – przypomina Marcin Krasoń, analityk w firmie doradztwa finansowego Open Finance. – Zapisy na dany produkt trwają na przykład od dwóch do czterech tygodni i tylko wtedy można je nabyć.

Są to inwestycje o określonym z góry czasie trwania, choć w niektórych przypadkach możliwe jest bezprowilijne szybsze wyjście z inwestycji poprzez giełdę. – Nie należą one do najprostszych, co nie oznacza, że inwestycje tego typu są zbliżone do idei jakiegoś czarnego pudełka, które w magiczny sposób próbuje pomnażać nam pieniądze i tak naprawdę do końca nie wiemy, co się dzieje z naszymi pieniędzmi – zwraca uwagę Michał Poła. – Jest wręcz przeciwnie. Przy niewielkim wysiłku można doskonale poznać, jak struktura jest zbudowana i jak działa.

W gruncie rzeczy produkt strukturyzowany można skonstruować samemu, o ile posiada się kilkanaście tysięcy złotych oraz odrobinę motywacji. Naturalnie potrzebna jest też spora wiedza o rynkach finansowych. – Konstrukcja produktu strukturyzowanego jest na ogół jednolita – mówi Łukasz Bugaj. – Struktura składa się z obligacji i tak zwanego kontraktu opcyjnego. Ale proporcje mogą być różne.

Choć występuje wiele wariantów (w zasadzie prawnych, bo może mieć ona postać obligacji, certyfikatu depozytowego, a nawet certyfikatu ubezpieczeniowego). Obligacja ta ma najczęściej charakter zero kuponowy. Oznacza to, że emitowana jest z tak zwanym dyskontem i nie są wypłacane odsetki. Zyski z obligacji na koniec okresu oszczędzania powinny pokryć koszty zakupu opcji, stąd gwarancja kapitału. Jeśli przewidywania okażą się trafione, opcja przynosi dodatkowy, ponadprzeciętny zysk.



Dzięki produktom strukturyzowanym możemy mieć udział w zyskach z egzotycznych rynków. Na zdjęciu: kobieta z ziarnami sorgo (Tanzania).

Fot. AKP

Baza i dźwignia

– Kontrakt opcyjny jest rdzeniem produktu strukturyzowanego, który pozwala zarobić przy sprzyjających warunkach rynkowych – wyjaśnia Michał Poła. – W zasadzie wokół obligacji można zbudować różnego rodzaju rdzenie.

Wartość opcji kształtuje się w zależności od tego, jakie jest prawdopodobieństwo, że dzięki niej inwestor uzyska dany dochód. Wartość ta jest pochodną ceny pewnego instrumentu bazowego (może to być akcja, zbiór akcji, surowiec naturalny lub indeks giełdowy), dlatego ogólna nazwa to instrument pochodny. Dzięki instrumentom pochodnym dysponuje się tak zwaną dźwignią finansową, która – przy użyciu małych kwot – pozwala w większym zakresie partycypować w zyskach i stratach.

Kontrakt opcyjny jest o tyle ciekawy, że nabywając go, znamy z góry maksymalną wielkość potencjalnej straty (jest nią cena nabycia opcji). A w zdecydowanej większości opcji potencjalny zysk jest nieograniczony. W ten sposób opcje spełniają swoją rolę w ramach produktu strukturyzowanego. Dzięki dźwigni finansowej ich wartość mieści się w różnicy między zdyskontowaną ceną obligacji a jej ceną nominalną i nie ma zagrożenia niekontrolowanych strat, które zjadałyby wartość obligacji (gwarantującej na końcu kapitał), bo znamy maksymalną stratę.

W przestrzeni między ceną emisji obligacji a jej wartością nominalną (czyli dyskonto) można wrzucić cokolwiek, co może zarabiać, ale opcje są najrozsądniejszym rozwiązaniem. Same opcje mogą jednak przybierać przeróżne formy, a wybór konkretnej zależy od tego, czego oczekują klienci. Często spotyka się struktury (a raczej wbudowane w nie opcje), które nie generują zysków idących potencjalnie w nieskończoność, a wypłacają tak zwany kupon (na przykład 10 proc. wartości zainwestowanej w strukturę) po odnotowaniu określonego wzrostu bądź spadku danych aktywów bazowych. Spadku również, bo nic nie stoi na przeszkodzie, by to spadki cen (na przykład indeksu akcyjnego) generowały zyski dla inwestora.

Ryzyko i zysk

– Najistotniejsze jest to, w jaki sposób dokonano tego połączenia ognia z wodą, czyli niskiego ryzyka i zachowania szans na osiągnięcie wysokiego zysku – twierdzi Roman Przasnyski. – Ogólna metoda jest dość prosta. Diabeł tkwi oczywiście w szczegółach.

Institucja finansowa oferująca strukturę, czy też zarządzająca jej funkcjonowaniem, dzieli pieniądze wpłacone przez każdego z klientów na dwie bardzo nieproporcjonalne części. Jedną – zdecydo-



Sorgo jest najczęściej uprawianą rośliną jadalną w Afryce.

Fot. AKP

wanie większą – lokuje w papierach bezpiecznych, o dającym się ściśle określić dochodzie. Najczęściej są to obligacje lub inne papiery skarbowe. Ta część zapewnia bezpieczeństwo całej inwestycji.

– To bezpieczeństwo należy rozumieć jako gwarancję zwrotu kapitału wpłaconego przez klienta, a mówiąc jeszcze bardziej precyzyjnie – gwarancję zwrotu wartości nominalnej tego kapitału – wyjaśnia Roman Przasnyski.

Zakładając, że klient wpłacił 11 tys. zł na dwuletnią lokatę strukturyzowaną z pełną gwarancją kapitału, ma on pewność, że po dwóch latach otrzyma z powrotem co najmniej 11 tys. zł. Czy ponosi w związku z tym jakieś ryzyko? Owszem, ryzyko utraty wartości kapitału wskutek działania inflacji oraz utraty alternatywnych możliwości osiągnięcia zysku, gdyby zainwestował kapitał w inny sposób. Ale czy w tych czasach tego typu ryzyko możemy uznać za zbyt wysokie? Na pewno nie, jeśli porównać je choćby z inwestowaniem na rynku akcji, walut czy surowców.

Jak wygląda inwestowanie bezpiecznej części struktury? Załóżmy, że mamy do czynienia z dwuletnią lokatą strukturyzowaną, na którą trzeba wpłacić 11 tys. zł. Zarządzający lokatą za 10 tys. zł kupuje obligację, która po dwóch latach da 1000 zł odsetek. W ten sposób zapewnia sobie, że będzie mógł klientowi zwrócić wartość nominalną wpłaconego przez niego kapitału. Za pozostałe 1000 zł kupuje najczęściej opcje, które – przynajmniej teoretycznie – dają szansę na nieograniczenie wysoki

zysk. Ryzyko jest więc ograniczone do utraty 1000 zł. Gdyby opcja nie dała żadnego zysku, obie strony (i inwestor, i organizator strukturyzowanego przedsięwzięcia) wyszłyby na zero. – Nie należy się przy tym zrażać faktem, że struktury wiążą się z nie najlepiej ostatnio kojarzonymi opcjami – podkreśla Roman Przasnyski. – W swej istocie bowiem, wbrew pozorom, opcje należą do bardzo bezpiecznych instrumentów. Pod warunkiem, że się ich rozsądnie używa.

Oczywiście jest ryzyko z nimi związane, ale ma ono jedną bardzo ważną cechę. Wysokość straty jest ściśle określona. Wynosi dokładnie tyle, ile cena zapłacona za opcję, czyli w naszym przypadku – 1000 zł. Skoro zatem najważniejsze parametry związane z wysokością straty i zabezpieczeniem wartości kapitału przed spadkiem są znane i opanowane, trudno w zasadzie mówić o ryzyku. Można myśleć o zysku. Nie wdając się w analizę mechanizmów zarabiania na opcjach, warto popatrzeć, od czego zależy zysk.

– Ogromną zaletą produktów strukturyzowanych jest szansa korzystania z możliwości, jakie dają rynki i strategię niedostępne dla przeciętnego inwestora – wyjaśnia Roman Przasnyski. – Może on dysponować nawet sporym kapitałem, ale nie ma wystarczająco dużo czasu albo dostatecznej wiedzy na ten temat.

Oczywiście wyboru rodzaju produktu strukturyzowanego, w który chcemy zainwestować, nie można dokonywać bez namysłu, planu, a tym bardziej – kierując się modą. Trzeba sobie zdawać sprawę, że

z punktu widzenia oferującego struktura jest po prostu produktem handlowym. I bardzo dobrze, że jest oferowana w szerokim asortymencie.

O to właśnie chodzi, by inwestorzy mieli jak największą możliwość wyboru. Jeśli ktoś jest zwolennikiem ekologii, może zastanawiać się nad zainwestowaniem w produkt strukturyzowany, który jest związany z produkcją czystej energii. Jeśli ktoś inny pokłada nadzieje w dynamicznym rozwoju gospodarczym krajów afrykańskich, też znajdzie dla siebie odpowiednie struktury. Oferujący je są gotowi spełnić niemal każdą zachciankę klientów. Warto jednak odłożyć na bok mody oraz sentymenty i kierować się chłodną kalkulacją, nawet na dość ogólnym poziomie. Natomiast szczegółami zajmą się fachowcy od struktur.

Opcje egzotyczne

Jedynie ludzka wyobraźnia stanowi granicę przy komponowaniu różnego rodzaju kontraktów opcyjnych, o których często mówi się jako o opcjach egzotycznych. W finansach istnieje przy tym złota zasada: potencjalny zysk zależy od ponoszonego ryzyka. Czyli akceptując potencjalnie większe straty, możemy oczekiwać adekwatnego wynagrodzenia. W przypadku produktów ustrukturyzowanych możemy bardzo często wybrać sobie, jakie ryzyko chcemy ponieść.

Wybierając 100 proc. gwarancji powierzonego kapitału, możemy być pewni, że jak na rynku coś pójdzie nie po naszej myśli, to dostaniemy to, co włożyliśmy. Jednak musimy być pogodzeni z tym, że optymistyczny dla nas ruch na rynku instrumentu bazowego (ropa, akcje itp.) w przypadku gwarancji 100-proc. musi być bardzo wyraźny, by opcja dla nas zarobiła. Przy 100-proc. gwarancji kapitału dyskonto, które wyznacza wolne pole dla opcji, jest niewielkie. Zatem opcja musi być stosunkowo tania.

Tymczasem tania opcja to relatywnie niższe prawdopodobieństwo tego, że dużo dla nas zarobi. Chcąc mieć większą pewność, swą uwagę należy skierować na opcje, które dają większe prawdopodobieństwo tego, że zarobią dużo. Jednak muszą być wówczas droższe. Ponadto, aby zmieścić

Spory wybór

Obecnie inwestorzy mogą wybierać z całego wachlarza ofert produktów strukturyzowanych. Mogą być to struktury proste, bazujące tylko na jednym instrumencie, na przykład na indeksie giełdowym czy złocie. Są też dostępne struktury mieszane, których wynik zależy od wielu czynników jednocześnie, na przykład zmian kursu walutowego, cen ropy i stopy procentowej.

Oto najpopularniejsze typy struktur:

Walutowe: zyski w tego typu strukturach zależne są od relacji wybranych walut. Na przykład struktura Noble Banku Dolar Kontra Reszta Świata składa się z koszyka 5 walut rynków wschodzących, w tym złotych. Odsetki z tej lokaty uzależnione są od średniej wartości umocnienia się całego koszyka walut względem dolara. Podobnie działa Nordea Gwarant-Euroszansa, z tym że dodatkowo jest to polisa ubezpieczeniowa gwarantująca brak opodatkowania.

Akcyjne: w skład ich koszyka dobierane są akcje spółek notowanych na różnych giełdach. Na przykład w przypadku CalEga+II są to BMW, Siemens AG, Samsung Electronics Co Ltd., Vodafone Group Plc oraz Goldman Sachs Group Inc. Zysk tego produktu jest uzależniony od wzrostu każdej spółki w zakresie od 15 do 35 proc. w ciągu całego okresu życia struktury. Indeksowe: są oparte na wynikach indeksów giełdowych. Lokata WIGtoria BPH zależna jest od indeksu WIG 20. Zysk z tej lokaty wypłacany jest w dwóch wariantach – zależnie od tego, czy indeks przekroczy 150 proc. wartości początkowej, czy nie. Jeśli zaś na koniec inwestycji indeks będzie poniżej wartości początkowej, inwestor otrzyma tylko zwrot zainwestowanego kapitału.

Surowcowe: powodzenie tych lokat uzależnione jest od zachowań cen surowców, na przykład ropy, miedzi, srebra czy innych kruszców. Lokata BRE Banku Czas Złota opiera się na cenie złota. Warunkiem wypłaty zysku jest końcowy poziom indeksu złota co najmniej o 20 proc. wyższy niż w chwili rozpoczęcia inwestycji.

Hybrydowe: struktury hybrydowe są mieszanką powyższych produktów. Przykładem może być db Gwarancja-Multistrategia Deutsche Banku. Koszyk tego produktu bazuje na rynku stóp procentowych (udział 40-proc.), na rynku akcji (30 proc.), rynku surowców (20 proc.) oraz rynku walutowym (10 proc.). Tego typu konstrukcje są bardziej odporne na wahania, na przykład ze względu na ujemną korelację między składnikami koszyka. Drugą stroną medalu jest jednak o wiele trudniejsze oszacowanie efektów, jakie może osiągnąć taki produkt.

Źródło: Finamo.

w lokatach dopalaczy w postaci jednostek uczestnictwa funduszy akcyjnych.

Wysoka płynność

Myśląc o produktach strukturyzowanych, należy pamiętać o podstawowych zasadach. Chodzi o transakcję, która daje możliwość zarobienia w pewnym okresie. Spełniają swoje funkcje, gdy są trzymane do dnia wykupu (analogicznie do wykupu obligacji). Jeśli sytuacja na rynku nie będzie dobra, to w dniu wygaśnięcia produktu zadziała ustalony na początku poziom gwarancji. Dokonywanie wcześniejszych transakcji, w cyklu życia tegoż produktu (podobnie jak to jest w przypadku obligacji), wiąże się z dodatkowym ryzykiem. Jeżeli zainwestujemy w strukturę, a rynek, na którym się ona opiera, spada, nie dostaniemy na żądanie gwarancji zwrotu powierzonych środków. Można na to liczyć dopiero w dniu wygaśnięcia produktu.

Nie ma jednak większych przeszkód w zbywaniu produktu w trakcie jego życia. Gdy konieczne jest wyjście z inwestycji (bo na przykład potrzebujemy gotówki), nie ma z tym problemów. Oznacza to jednak, że decydujemy się zrezygnować z warunków transakcji. Jeśli rynek spadł do tego czasu, przeważnie tracimy (może nie być ustalonej gwarancji). Chociaż nie jest też wykluczone, że odnotujemy zysk. Ale dokonując zbycia przed wygaśnięciem produktu, wychodzimy z bunkra, jaki oferuje nam obligacja zero kuponowa i nasza inwestycja podlega codziennym rynkowym fluktuacjom cenowym, czyli dodatkowemu czynnikowi ryzyka. – W przypadku produktów strukturyzowanych, jak w każdym innym, warto iść za myślą klasyków – przypomina Roman Przasnyski. – Jednym z nich jest Warren Buffett. Przez wiele dziesięcioleci osiągał on ogromne sukcesy inwestycyjne, kierując się dość prostymi zasadami. Jedną z nich brzmi: inwestuj w rynki, które rozumiesz. Jeśli jesteś przekonany, że globalna gospodarka wkrótce ruszy z kopyta i z tego powodu cena ropy naftowej w ciągu dwóch lat skoczy do 200 dolarów, kupuj strukturę, która oferuje zarobek na wzroście cen ropy. Prawdopodobnie i tak nikt cię od tego pomysłu nie odwiedzie. Lepiej mieć jednak dla takiego scenariusza przekonujące argumenty. ■

ciły się w dyskoncie, jakie oferuje obligacja zero kuponowa, konieczne jest obniżenie gwarancji kapitału. Dla inwestora wybór jest oczywisty. Chcąc więcej zarobić, musi zgodzić się na większe ryzyko, czyli możliwość poniesienia strat (ich limit w przypadku struktury ustala on sam). Jeśli wybierze strukturę z gwarancją powierzonych środków na poziomie 80 proc., to może zarobić więcej niż na strukturze z gwarancją 100-proc.

Poziom gwarancji można przesuwając w dół, uzyskując coraz większy potencjał dla zysków. Teoretycznie można ją sprowadzić nawet do 0 proc. Jednak wówczas taka struktura staje się zwykłym instrumentem, do którego można przecież dobrać niekoniecznie przez opcję. Bo jaki jest sens budowania struktur na akcje PKN

Orlen z gwarancją 0 proc., skoro można je po prostu kupić.

Można również iść w drugą stronę i zaoferować nawet określony z góry zysk na przykład na poziomie 120 proc., z możliwością jego powiększenia, gdy na rynku będzie się układało po naszej myśli. Ale trzeba mieć świadomość, że gwarancja 120-proc. w obecnych warunkach rynkowych w zasadzie nie ma prawa bytu. Na lokatach, które są najbezpieczniejsze, dostajemy przecież najwyżej 7 proc. w skali roku. – Jeżeli ktoś zaoferuje pewny zysk na takim poziomie w ciągu roku i jeszcze dołoży tak zwany dopalacz, po prostu oszukuje – przestrzega Michał Poła. – Dopalacz w zwykłej lokacie to na przykład dodatkowy kontrakt opcyjny, który teoretycznie może dać zarobić. Kiedyś bardzo popularne było montowanie