

*Teresa Kondrakiewicz*<sup>\*</sup>

## **ROZWÓJ RYNKU PRODUKTÓW STRUKTURYZOWANYCH NA GIEŁDZIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE**

### **1. WSTĘP**

Rynek instrumentów finansowych ulegał w ostatnich latach dynamicznemu rozwojowi, pozwalając na wykształcenie się licznych alternatywnych możliwości inwestowania. Rosnąca konkurencja zmusiła banki i inne instytucje finansowe do poszerzenia oferowanego asortymentu o nowe instrumenty, które są bardziej skomplikowane od depozytów bankowych, a jednocześnie dają możliwość osiągnięcia potencjalnie większego dochodu. Takimi instrumentami są m. in. produkty strukturyzowane. Stanowią one zróżnicowaną grupę instrumentów, ich wspólną cechą jest istnienie określonego terminu zapadalności oraz gwarancji ochrony kapitału (nie zawsze pełnej) przy jednoczesnej możliwości osiągnięcia dodatkowych wysokich zysków, które nie są znane w momencie podejmowania decyzji o inwestycji. Zasadniczo produkty strukturyzowane są tworzone jako połączenie dwóch różnych instrumentów finansowych: obligacji oraz opcji ale mogą być konstruowane na podstawie różnych instrumentów bazowych i mieć różną formę.

Polski rynek produktów strukturyzowanych ma postać międzysektorową, obok produktów oferowanych inwestorom bezpośrednio przez różne instytucje (banki, fundusze inwestycyjne i towarzystwa ubezpieczeniowe) istnieją instrumenty będące przedmiotem obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Giełdowy rynek produktów strukturyzowanych powstał w 2006 r. i od tamtej pory można zauważyć jego dynamiczny rozwój, przejawiający się nie tylko wzrostem obrotów ale również pojawianiem nowych instrumentów.

Celem artykułu jest prezentacja produktów strukturyzowanych jako innowacyjnych instrumentów finansowych i dotychczasowego stanu tego segmentu na GPW, a także wskazanie ważniejszych tendencji jego rozwoju. Analiza dynamiki i struktury wolumenu oraz wartości obrotów stanowić będzie punkt wyj-

---

<sup>\*</sup> Dr, Zakład Rynków Finansowych, Instytut Ekonomii i Finansów, UMCS w Lublinie.

ścia do oceny stanu rynku giełdowego oraz określenia jego perspektyw rozwojowych z uwzględnieniem szans i zagrożeń. Postawiono hipotezę, że pomimo szybkiego wzrostu liczby notowanych na GPW produktów strukturyzowanych, rynek wciąż znajduje się w początkowej fazie rozwoju. Zakres czasowy analizy obejmuje cały okres notowań na rynku giełdowym, tj. od sierpnia 2006 r. do końca pierwszej połowy 2013 r. Jako materiały źródłowe wykorzystano dane publikowane przez GPW i portal *StructuredRetailProducts.com*.

## 2. GENEZA PRODUKTÓW STRUKTURYZOWANYCH

Produkty strukturyzowane to instrumenty finansowe o stosunkowo krótkiej historii. Po raz pierwszy pojawiły się na rynkach światowych dopiero w latach 80. XX w., ich rozwój przypada na początek lat 90. kiedy to wykształciły się jako odrębna grupa instrumentów. Zaczęły się one pojawiać jednocześnie na różnych rynkach, tj. w Stanach Zjednoczonych, Europie i Japonii. Pierwsze produkty strukturyzowane posiadały dość prostą konstrukcję, były to gwarantowane obligacje oparte na rynku akcji (*guaranteed equity bonds*) [Olszewski 2009: 94–95].

Istotne zmiany w konstrukcji produktów strukturyzowanych zaszły wraz ze zmiennością sytuacji na światowych rynkach finansowych. W efekcie spadku stóp procentowych w latach 1997/1998 i związanych z nimi zwwyżek na giełdach, wzrostem zainteresowania inwestorów rynkiem equity i wzrostem zmienności wartości akcji – co z kolei spowodowało wyższe ceny opcji – emitenci produktów strukturyzowanych sięgnęli do bardziej złożonych strategii opcyjnych, co wiązało się bezpośrednio ze zmianą struktury wypłaty kuponu przy poszczególnych instrumentach. W konsekwencji zaczęły powstawać instrumenty hybrydowe, coraz bardziej zróżnicowane i skomplikowane. Następne zmiany były związane z pęknięciem bańki internetowej i *bessy* na giełdach światowych trwającej do 2003 r. W ich efekcie wzrosła awersja inwestorów do ryzyka i rozpoczęło się poszukiwanie bardziej bezpiecznych alternatyw inwestycyjnych. W rezultacie powstały instrumenty gwarantujące pełny zwrot kapitału a z drugiej strony oferujące większą partycypację w ruchu indeksu i (lub) minimalny zwrot z inwestycji. Coraz częściej wykorzystywano przy tym nowe aktywa bazowe, w tym nieruchomości, surowce, mniej popularne indeksy giełdowe, lub nawet fundusze *hedgingowe*. Powstawanie nowych produktów przyniosło dynamiczny rozwój światowego rynku, szczególnie duże wzrosty sprzedaży miały miejsce do połowy pierwszej dekady XXI w. w krajach Europy Zachodniej a następnie w 2010 r., w którym państwem o największej wartości sprzedanych produktów były Stany Zjednoczone [szerzej: Olszewski 2009: 96; Burris: 8].

W Polsce produkty strukturyzowane pojawiły się po raz pierwszy na początku 2000 r. w formie lokat inwestycyjnych a następnie jako tytuły uczestnic-

stwa zamkniętego funduszu inwestycyjnego. Na rynek giełdowy zostały wprowadzone 25 sierpnia 2006 r. jako obligacje strukturyzowane, obecnie funkcjonują również inne ich rodzaje.

### 3. KONSTRUKCJA I RODZAJE PRODUKTÓW STRUKTURYZOWANYCH

Produkty strukturyzowane to stosunkowo nowe instrumenty finansowe, które trudno jest jednoznacznie zdefiniować ze względu na ich złożoność i dużą różnorodność. W najprostszym ujęciu ich konstrukcja składa się z dwóch części: stałej – będącej oprocentowaniem depozytu oraz zmiennej – określonej jako dodatkowy dochód, który jest zależny od kształtowania się pewnego indeksu bądź cen instrumentu bazowego [Jajuga 2009: 35].

W sensie technicznym wszystkie produkty strukturyzowane powstają w ramach inżynierii finansowej, z połączenia dwóch instrumentów: obligacji oraz opcji. Obligacja zapewnia zwrot części lub całości zainwestowanego kapitału w momencie wyjścia z inwestycji, w sytuacji gdy nie sprawdzi się przewidywany optymistyczny scenariusz. Z kolei opcja to dodatkowa część, określana czasami jako „dopalacz”, który dzięki mechanizmowi lewarowania pozwala osiągać ponadprzeciętne zyski wówczas gdy w przyszłości dojdzie do realizacji określonego, zakładanego scenariusza, który może dotyczyć wzrostów, jak i spadków danych wskaźników.

Istota produktów strukturyzowanych sprowadza się więc do tego, że pozwalają one emitentowi na zastosowanie strategii zabezpieczania portfela, która umożliwi jednoczesną ochronę aktywów przed spadkiem ich wartości poniżej zakładanego poziomu jak i osiąganie wysokich zysków w przypadku sprzyjającej koniunktury. Inaczej rzecz ujmując, produkty strukturyzowane można traktować jako swoisty pakiet instrumentów wolnych od ryzyka i instrumentów ryzykownych a środki w nie inwestowane podzielić na trzy części, w tym „bezpieczną”, „ryzykowną” i marżę. Część bezpieczna jest lokowana w instrumenty przynoszące z góry ustaloną stopę zwrotu a część ryzykowna pozwala na wypracowanie dodatkowych zysków. Różnica między sumą środków jaka jest wpłacona przez klienta a tą zgromadzoną łącznie w części „bezpiecznej” i „ryzykownej” jest kwotą marży emitenta oraz dystrybutora. Wysokość marży zysku dla emitenta jest określona i pobierana *ex ante*, po zakończeniu subskrypcji i nie jest uzależniona od kształtowania się cen instrumentów bazowych w przyszłości jak to jest w przypadku funkcji wypłaty dla inwestora. Nawiązując do ryzyka związanego z produktami strukturyzowanymi należy zaznaczyć, że instytucje finansowe dokonują jego transferu na inwestorów. To właśnie oni ponoszą ryzyko w każdym przypadku (w szczególności rynkowe), a emitenci tylko jeśli zajdą konkretne zdarzenia [Mokrogulski i Sepielak 2010: 12–13 i 16–17].

Określenie specyfiki produktów strukturyzowanych wymaga wskazania ich głównych cech charakterystycznych. Ich pierwszą wspólną cechą jest istnienie gwarancji ochrony kapitału w sytuacji niekorzystnego zachowania się instrumentu bazowego i braku realizacji zakładanego scenariusza. Ochrona kapitału może być określona na różnym poziomie, czasami tylko częściowym w stosunku do zainwestowanej kwoty lub też może być gwarantowana warunkowo. Należy też zaznaczyć, że większość produktów posiada gwarancję kapitału tylko na koniec określonego okresu gdyż kolejną cechą produktów strukturyzowanych jest ściśle ustalony czas trwania inwestycji. Oznacza to, że w sytuacji gdy inwestor zdecyduje się na zbycie instrumentu przed terminem zapadalności to nie tylko może nie otrzymać całej zainwestowanej sumy ale ponadto często poniesie dodatkowe koszty.

Inna charakterystyczna cecha produktów strukturyzowanych sprowadza się do tego, że mają one stwarzać możliwość osiągnięcia wysokich zysków, które nie są znane w momencie podejmowania decyzji o inwestycji ale są oparte na z góry określonej formule. Ich wysokość jest uzależniona od przyszłej wartości określonych instrumentów bazowych, którymi mogą być właściwie wszystkie wskaźniki związane z rynkiem finansowym, a więc pojedyncze indeksy giełdowe lub ich koszyki, kursy akcji, waluty, surowce, stopy procentowe itp. Ponieważ warunki determinujące zysk z konkretnego produktu są zawsze ściśle określone na początku inwestycji to inwestor ma świadomość kiedy, i ile może zarobić, w jaki sposób wygląda wypłata kuponu oraz co produkt gwarantuje, jak również jakie ryzyka ponosi. Nie zawsze zmiana cen instrumentu bazowego w zakładanym kierunku przyniesie inwestorowi końcowy zysk z inwestycji gdyż jego udział w ostatecznym wyniku może być różnie określony i zależeć od dodatkowych uwarunkowań. Formuła wyznaczająca końcowe odsetki przybiera zazwyczaj postać bardzo skomplikowanego wzoru matematycznego.

Na etapie konstrukcji produktów strukturyzowanych mają zastosowanie instrumenty pochodne. Najczęściej są to opcje typu europejskiego, a więc najprostsze opcje kupna (*call*) oraz sprzedaży (*put*), dające posiadaczowi prawo do jej wykonania tylko w dniu wygaśnięcia. W przypadku produktów bardziej złożonych możliwe jest jednoczesne użycie kilku derywatów. Często są wtedy używane również opcje egzotyczne takie jak: azjatyckie, barierowe, koszykowe lub opcje typu „najlepszy z” (*best of*) albo „najgorszy z” (*worst of*) [por. Mokrogulski i Sepielak 2010: 7; Olszewski 2009: 78–80].

Przydatność opcji w budowie produktów strukturyzowanych wiąże się przede wszystkim z konstrukcją tych derywatów. Zakup opcji związany jest z konkretnie określonymi kosztami, tak zwaną premią (ceną), którą należy zapłacić wystawcy opcji. Premia jest równoznaczna z maksymalną stratą, jaką można ponieść w wyniku zakupu opcji. Dlatego też już w momencie zawierania transakcji inwestor jest w stanie określić maksymalną stratę, w przypadku gdy wartość instrumentu bazowego ukształtuje się według najgorszego z możliwych

scenariuszy. Rozwiązanie to powoduje, że emitent jest w stanie nie tylko oszacować koszty strukturyzacji produktu, ale także dostosować jego pozostałe elementy do oczekiwanego kształtu [Olszewski 2009: 79–80].

Omawiając specyfikę i konstrukcję produktów strukturyzowanych należy zwrócić uwagę nie tylko na ich złożoność lecz również na wynikającą z niej różnorodność szczegółowych rozwiązań oferowanych potencjalnym inwestorom. W jej efekcie produkty strukturyzowane, podobnie jak wszystkie inne instrumenty, mogą być klasyfikowane z uwzględnieniem wielu kryteriów, z których ważniejsze to gwarancja ochrony kapitału, rodzaj instrumentu bazowego, partycypacja inwestora w osiąganym zysku (struktura kuponu) czy forma prawna, stanowiąca rodzaj „opakowania” w jakim oferowany jest dany produkt. Może on przybierać postać lokaty, obligacji, polisy ubezpieczeniowej, tytułów uczestnictwa funduszy inwestycyjnych. Te ostatnie mogą być konstruowane jako fundusz z ochroną kapitału, certyfikat depozytowy lub certyfikat inwestycyjny emitowany przez fundusze inwestycyjne zamknięte. Tak więc ze względu na zróżnicowaną formę produktów strukturyzowanych, ich emitentami mogą być banki, domy maklerskie, fundusze inwestycyjne i towarzystwa ubezpieczeniowe [szerzej: Kondrakiewicz 2009: 185–198; Olszewski 2009: 86–91].

Jednym z kryteriów podziału produktów strukturyzowanych jest też miejsce obrotu. Wśród notowanych na rynkach giełdowych występują obligacje strukturyzowane oraz certyfikaty strukturyzowane, które mogą funkcjonować jako certyfikaty bonusowe, dyskontowe, ekspresowe czy turbo (*knock-out*). Warto zaznaczyć, że produkty strukturyzowane nie zawsze są jednakowo klasyfikowane w literaturze przedmiotu. Przykładem mogą być warranty opcyjne, które przez GPW w Warszawie są zaliczane do grupy tych instrumentów.

#### 4. ANALIZA DYNAMIKI I STRUKTURY RYNKU PRODUKTÓW STRUKTURYZOWANYCH NA GPW

Od czasu pojawienia się na GPW pierwszego produktu strukturyzowanego (obligacja strukturyzowana Deutsche Banku AG) nastąpił dynamiczny rozwój ilościowy rynku. Według stanu na koniec 2012 r. były notowane 343 produkty strukturyzowane (zob. tab. 1). W ujęciu procentowym największy przyrost ich liczby miał miejsce w 2010 r., na koniec którego notowano ponad dwukrotnie więcej instrumentów tego typu niż rok wcześniej. Pierwsza połowa 2013 r. to okres intensywnego rozwoju rynku w sensie ilościowym, na koniec czerwca w obrocie na GPW znajdowało się 487 produktów strukturyzowanych.

O ile liczba notowanych produktów rosła systematycznie z roku na rok, to pod względem skali obrotów sytuacja w całym analizowanym okresie była zróżnicowana (por. tab. 1). Szczególnie dynamiczny (bo o około 100%) wzrost wartości obrotów miał miejsce w roku 2009.

Tabela 1

Wolumen i wartość obrotów na rynku produktów strukturyzowanych na GPW  
w Warszawie w latach 2006–2012

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013**
Liczba notowanych serii na koniec roku	2	12	46	70	148	206	343	487
– w tym obligacje	2	3	10	16	24	28	16	12
– w tym certyfikaty	0	9	36	54	124	178	327	475
Wartość obrotów w całym roku (tys. zł)*	1 068	25 252	78 088	156 118	285 188	350 224	164 332	121 490
Średnie obroty na sesję (tys. zł)	12	101	311	620	1 127	1 395	660	996
Liczba transakcji na sesję	1	3	33	66	93	127	77	119
Średnia wartość transakcji (zł)	5185	14854	9 412	9 406	12 146	10 972	8 578	8 355

\* bez transakcji pakietowych

\*\* dane za pierwsze półrocze

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [www.gpw.com.pl](http://www.gpw.com.pl).

W roku następnym obroty w ujęciu ilościowym wzrosły jeszcze bardziej (o blisko 130 mln zł wobec prawie 80 mln zł) ale proporcjonalnie ich przyrost był już znacznie mniejszy (nieco ponad 80%). W ostatnim okresie nastąpił regres, rok 2012 przyniósł spadek łącznej wartości obrotów i średniej liczby transakcji zawieranych przeciętnie w czasie jednej sesji giełdowej. Z punktu widzenia rozwoju rynku szczególnie niepokojący wydaje się jednak nie tyle spadek liczby zawieranych transakcji, co ich wartość. Średnia wartość transakcji rosła do 2010 r., po czym zaczęła spadać – o blisko 10% w 2011 r. i o ponad 20% w roku następnym.

Emitentami produktów strukturyzowanych notowanych na GPW na koniec 2012 r. były: Deutsche Bank Londyn, ERSTE Bank, Raiffeisen Centrobank, Barclays Bank, BNP Paribas, UniCredit, SecurAsset SA i Royal Bank of Scotland. W pierwszej połowie 2013 r. na GPW notowane były także instrumenty ING Banku N.V., który na jednej sesji (debiut 12 czerwca) wprowadził na rynek aż 67 serii certyfikatów turbo. Poszczególni emitenci oferują bardzo zróżnicowaną liczbę instrumentów. Najbardziej aktywny jest obecnie Raiffeisen Centrobank, którego instrumenty stanowiły około 60% wszystkich produktów strukturyzowanych notowanych na GPW na koniec czerwca 2013 r. W ubiegłych latach jego udział w rynku był jeszcze wyższy (oczywiście z wyjątkiem pierwszego

okresu jego rozwoju), generalnie rzecz biorąc miał prawie 70% udziału w rynku. Stosunkowo niski jest natomiast udział instytucji powiązanych z polskimi bankami oraz instytucjami finansowymi czyli UniCredit Bank AG oraz SecurAsset SA. Warto odnotować również spadek ilości produktów emitowanych przez Barclays Bank PLC, 6 z 7 jego obligacji strukturyzowanych miała termin zapadalności w latach 2010 oraz 2011, kolejna w roku 2012. W tym roku zakończyły się też notowania wyemitowanych na okres pięciu lat certyfikatów Erste Banku.

Ocena dynamiki i stanu rynku wymaga także analizy jego struktury ze względu na rodzaj notowanych produktów, które najbardziej ogólnie można podzielić na obligacje strukturyzowane i certyfikaty strukturyzowane. Biorąc pod uwagę ten podział, widać, że do rozwoju rynku przyczyniły się przede wszystkim certyfikaty (zob. tab. 1). Chociaż pierwszym notowanym na polskiej giełdzie produktem strukturyzowanym były obligacje to w kolejnych latach w strukturze rynku zdecydowanie dominowały już certyfikaty. Ich liczba w ciągu 2010 r. wzrosła z 54 do 124. Jeśli chodzi o obligacje strukturyzowane to do 2011 r. następował stały choć stosunkowo powolny wzrost ich ilości. Jednak ich udział w rynku w ujęciu procentowym systematycznie maleje i wynosi obecnie mniej niż 5%. Warto zaznaczyć, że obecnie dość znaczny udział w strukturze instrumentów strukturyzowanych mają warranty opcyjne. Chociaż pojawiły się one na rynku dopiero w 2011 r. to już wówczas ich liczba ponad dwukrotnie przewyższała ilość serii obligacji strukturyzowanych.

Istotne znaczenie w analizie stanu rynku produktów strukturyzowanych ma nie tylko forma oferowanych instrumentów ale także ich konstrukcja uwzględniająca rodzaj instrumentu bazowego czy poziom ochrony kapitału. Biorąc pod uwagę jako kryterium klasyfikacji instrument bazowy, na GPW można wyróżnić produkty strukturyzowane powiązane z trzema grupami, którymi są surowce (wraz z podstawowymi produktami rolnymi), indeksy lub ich koszyki oraz akcje. W dotychczasowym rozwoju rynku można wyodrębnić dwa okresy o odmiennej strukturze produktów ze względu na instrument bazowy. W pierwszym z nich zdecydowanie dominowały produkty skonstruowane w zależności od kształtowania się indeksów giełdowych lub ich koszyków – do 2011 r. stanowiły one około 62% (a więc prawie 2/3) wszystkich oferowanych na giełdzie. Relatywnie liczący się udział w rynku miały też produkty powiązane z akcjami (bliżej 30%), dla zdecydowanie niewielkiej części instrumentem bazowym były natomiast surowce (około 8%). Od 2011 r. można obserwować istotne zmiany struktury produktów, polegające na spadku znaczenia produktów opartych na indeksach i ich koszykach, stosunkowo niewielkim wzroście udziału produktów powiązanych z akcjami przy jednoczesnym bardzo znaczącym wzroście udziału produktów opartych o różnego rodzaju surowce. Na koniec czerwca 2013 r. ich udział wyniósł odpowiednio około 26,5, 35,5 oraz 38%.

Analizując strukturę rynku ze względu na kryterium ochrony kapitału również widać bardzo nierównomierny udział poszczególnych produktów. Według

tej klasyfikacji produkty mogą posiadać: całkowitą ochronę kapitału, częściową ochronę kapitału jak również mogą nie zapewniać żadnej ochrony kapitału. Ta ostatnia sytuacja oznacza odejście od klasycznych cech produktów strukturyzowanych ale w praktyce również może mieć miejsce, zwłaszcza na giełdzie. W strukturze instrumentów na GPW zdecydowanie dominują właśnie produkty bez ochrony kapitału. Wynika to przede wszystkim z faktu, że większość z oferowanych instrumentów to produkty typu *tracker* mające postać certyfikatów. Wszystkie obligacje strukturyzowane to produkty z choćby częściową ochroną kapitału, nieliczne są zaś instrumenty o pełnej ochronie kapitału (certyfikaty BNP Paribas Arbitrage S.N.C.). Dodatkowo produkty strukturyzowane bez ochrony kapitału można podzielić ze względu na oczekiwania rynkowe i wyróżnić takie, przy których inwestorzy zakładają wzrosty bądź spadki. Według tej klasyfikacji zdecydowana większość instrumentów na GPW jest nastawiona na pozytywny scenariusz. Produkty typu *short tracker* są bardzo nieliczne, co ciekawe wszystkie nastawione na spadki zostały wyemitowane przez Raiffeisen Centrobank.

Charakterystyczną cechą polskiego rynku produktów strukturyzowanych jest bardzo zróżnicowany udział poszczególnych instrumentów w strukturze obrotu. Chodzi o sytuację występowania kilku produktów bardzo popularnych wśród inwestorów. Były nimi przykładowo certyfikaty strukturyzowane (*trackery*) naśladowujące ceny kilku instrumentów bazowych (cen srebra, złota i odwrotność zmiany ceny kontraktów terminowych na ropę naftową na giełdzie w Londynie) wyemitowane przez Raiffaisen Centrobank: W 2010 r. trzy takie produkty (RCSILAOPEN, RCSGLDAOPEN i RCSCRAOPEN) osiągnęły prawie 75% udziału w całych obrotach na analizowanym rynku, w tym ponad 52% wartości obrotów wygenerowały transakcje certyfikatem naśladowującym odwrotność zmiany cen kontraktów terminowych na ropę naftową. Spowodowane to było dużą zmiennością cen tego surowca na światowych rynkach finansowych, stwarzającą możliwość osiągnięcia wysokiej stopy zwrotu w transakcjach spekulacyjnych na spadek cen. Na uwagę zasługuje również fakt, że rok później te same trzy produkty osiągnęły ponad 63% udziału w wartości obrotów.

Duża dominacja zaledwie kilku produktów strukturyzowanych w obrotach oznacza, że pozostała część z nich miała tylko marginalne znaczenie w strukturze całego rynku. Niemal w całym okresie jego istnienia (za wyjątkiem 2006 r.) występowały produkty, które w poszczególnych latach nie miały żadnego wpływu na wartość obrotów, bowiem pomimo tego, że były oficjalnie notowane to faktycznie nie były przedmiotem zawieranych transakcji. Liczba takich instrumentów, dla których obroty wynosiły zero lub były bliskie zeru systematycznie rosła. O ile w 2007 r. były to tylko 2 produkty, to w ciągu kolejnych czterech lat ich liczba wzrosła do 81 produktów, a więc sytuacja taka dotyczyła prawie co trzeciego instrumentu znajdującego się w obrocie.



## 5. OCENA STANU I PERSPEKTYW ROZWOJOWYCH RYNKU PRODUKTÓW STRUKTURYZOWANYCH NA GPW

Rynek produktów strukturyzowanych na GPW dynamicznie się rozwijał, szczególnie do 2011 r. Wzrost ilości notowanych instrumentów jak i wartości obrotów nimi w latach 2006–2010 można uzasadniać poszukiwaniem przez inwestorów dostępu do rynków dających wyższe stopy zwrotu lub tych, które bardziej pasowały do ich profilu inwestycyjnego oraz wzrostami na rynkach światowych w latach 2006–2007 oraz 2009–2010. Kolejnym etapem w rozwoju rynku było wprowadzenie do obrotu w 2011 r. warrantów opcyjnych (ich wartość obrotów w tym roku wyniosła 546,14 ml zł), zależących od wartości indeksu WIG20 lub cen akcji najpopularniejszych polskich spółek. Wiązało się to jednak ze spadkiem obrotów certyfikatami i obligacjami, który mógł być spowodowany również sytuacją na parkietach światowych. Przyczyn spowolnienia rozwoju można szukać także w emisjach coraz to bardziej złożonych produktów, które mogły okazać się zbyt skomplikowane dla inwestorów.

Na GPW zdecydowanie dominują certyfikaty strukturyzowane, wśród nich można znaleźć szeroki wachlarz produktów dających ekspozycję na różne, często egzotyczne rynki. Stopniowo wprowadzane są ich kolejne rodzaje i obecnie w obrocie funkcjonują certyfikaty bonusowe, dyskontowe, ekspresowe czy turbo a od niedawna również *twin win*. W związku z tym, że obecnie większość instrumentów ma postać certyfikatów, produkty dające ochronę kapitału stanowią mały odsetek wśród wszystkich notowanych na polskiej giełdzie, co różni się od tendencji na rynku produktów strukturyzowanych nie będących przedmiotem obrotu giełdowego, na którym zdecydowana większość to instrumenty z gwarancją ochrony kapitału.

Istotny udział we wzroście liczby produktów strukturyzowanych na polskiej giełdzie ma Raiffeisen Centrobank, który jest emitentem znaczącej części wszystkich notowanych instrumentów. W 2010 r. wprowadził on 40 nowych certyfikatów, a rok później 27 nowych serii certyfikatów *knock-out* i 90 serii warrantów opcyjnych. Innym liczącym się emitentem jest Deutsche Bank. Instrumentem bazowym największej liczby produktów strukturyzowanych znajdujących się w obrocie giełdowym są indeksy bądź koszyki indeksów. Wynikać to może z faktu, że instytucje finansowe emitując produkty strukturyzowane opierają się nie tylko na indeksach kalkulowanych przez światowe giełdy, ale także na tych, które podawane są przez nie lub przez inne instytucje finansowe. Przykładem mogą być indeksy nieruchomości czy koszyki akcji z całego świata zawarte w jednym indeksie emitenta. Wśród produktów, których instrumentem bazowym są akcje, dominują oparte na akcjach spółek polskich, w grupie produktów powiązanych ze spółkami zagranicznymi przeważają notowane na parkietach europejskich (szczególnie austriackim i niemieckim, co może wynikać z dużego udziału w rynku takich instytucji jak Raiffeisen Centrobank i Deutsche

Bank). Stosunkowo szybko rośnie też liczba instrumentów uzależnionych od cen surowców, które są coraz bardziej zróżnicowane, obok podstawowych (srebro, złoto, ropa naftowa) pojawiły się takie jak miedź, platyna czy koszyki metali szlachetnych a także produkty rolne (kawa, kakao, cukier, kukurydza, soja, pszenica i ich koszyki).

Oceniając stan rynku warto zaznaczyć, że zupełnie inna jest jego struktura uwzględniająca rodzaj instrumentu bazowego dla danego produktu w ujęciu ilościowym (czyli ze względu na liczbę oferowanych instrumentów) niż ze względu na udział poszczególnych instrumentów w całości obrotów. Jak wynika z wcześniejszych analiz, jest to najbardziej widoczne w przypadku produktów powiązanych z cenami surowców. Chociaż mają one najmniejsze znaczenie z uwagi na liczbę notowanych instrumentów, to jednocześnie generują największy odsetek obrotów (przykład certyfikatów strukturyzowanych emitowanych przez Raiffaisen Centrobank). Występowanie dużej liczby instrumentów o zerowym obrocie to ważna cecha polskiego rynku, na większości sesji na GPW na znaczącej części notowanych instrumentów nie dokonuje się nawet jednej transakcji. Na ostatniej sesji w pierwszej połowie 2013 r. (tj. w dniu 28 czerwca) na 487 oficjalnie notowanych instrumentów do zawarcia transakcji doszło w przypadku zaledwie 77 z nich. Ta niewielka płynność – pomimo znacznej liczby instrumentów – przekłada się na stosunkowo małe obroty. Pod względem wartości obrotów rynek produktów strukturyzowanych na GPW jest niewielki w porównaniu do rynku kontraktów terminowych lub opcji, znajdujących się w obrocie.

Co więcej, rynek produktów strukturyzowanych w Polsce jest w dalszym ciągu bardzo mały w porównaniu do innych państw. W 2009 r. jego wartość w stosunku do PKB wyniosła zaledwie około 1,1% co jest poziomem niższym w porównaniu nie tylko z państwami Europy Zachodniej, ale również ze znajdującymi się w naszym regionie geograficznym – Polska znalazła się pod tym względem na ostatnim miejscu. Patrząc na rynek międzynarodowy był on najbardziej rozwinięty w Belgii, Szwajcarii oraz we Włoszech. Obok Polski najgorzej rozwinięte były rynki słowacki oraz norweski, od roku 2007 mała też rynek czeski [szerzej: Mokrogulski i Sepielak 2010: 20]. Należy przy tym zaznaczyć, że rynek giełdowy w Polsce to relatywnie niewielka część całego rynku produktów strukturyzowanych. Zdecydowanie dominują na nim lokaty inwestycyjne i produkty oferowane przez ubezpieczycieli (polisy inwestycyjne i polisy na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym), odsetek produktów notowanych na giełdzie jest stosunkowo niski. Może to wynikać z awersji inwestorów do ryzyka, bowiem – w przeciwieństwie do rynku pozagiełdowego – tylko nieliczne instrumenty notowane na GPW posiadają gwarancję ochrony kapitału.

Stosunkowo niewielkie rozmiary rynku produktów strukturyzowanych na GPW – zarówno w relacji do rynku pozagiełdowego jak i do innych krajów – w połączeniu ze spadkiem wartości obrotów odnotowanym w 2012 r. są wysoce

niepokojące z punktu widzenia jego perspektyw rozwojowych. Innym zagrożeniem dla jego dalszego rozwoju może być tendencja mająca miejsce na rynku *forex*. Oferowane są tam instrumenty o budowie podobnej do produktów strukturyzowanych. W ciągu ostatnich lat następuje znaczący wzrost pośredników oferujących dostęp do rynku *forex*, co wpłynęło na przyrost jego uczestników i może powodować wolniejszy rozwój giełdowego rynku produktów strukturyzowanych.

Do spowolnienia na analizowanym rynku mogą przyczyniać się też kwestie natury organizacyjnej oraz edukacyjnej. Dużą liczbę produktów cechuje niska płynność z uwagi na aktywne działania ze strony animatorów emitenta podejmowane jedynie przez pewien okres swoistej „mody” na dany produkt. Nowe produkty oparte o aktualnie najbardziej popularne aktywa bazowe mogą zainteresować potencjalnych inwestorów, co prowadzi do emitowania dużej ilości instrumentów, których obroty szybko spadają wraz ze zmieniającymi się na światowych rynkach trendami, co oznacza brak możliwości ich zbycia na rynku wtórnym. W dalszym ciągu barierą rozwoju pozostaje też niedostateczna wiedza inwestorów na temat produktów strukturyzowanych, stanowiąca swoiste wyzwanie dla instytucji organizujących rynek, KNF jak też dla potencjalnych emitentów. Czynniki ograniczającymi rozwój rynku mogą być też mankamenty produktów strukturyzowanych, z których ważniejsze to często skomplikowana formuła wypłaty [szerzej: Kondrakiewicz 2009: 185].

Z drugiej jednak strony ogólna poprawa sytuacji gospodarczej i nastrojów giełdowych powinna przynieść dalszy rozwój wszystkich segmentów rynku finansowego. Pełniąc swoje podstawowe funkcje alokacji i mobilizacji kapitału wymusza on na instytucjach finansowych poszukiwania nowych rozwiązań przy konstrukcji oferowanych instrumentów. Z tego punktu widzenia perspektywy rozwoju analizowanego rynku są optymistyczne gdyż giełdowe produkty strukturyzowane są atrakcyjną propozycją zarówno dla inwestorów indywidualnych jak i instytucjonalnych. Do ich podstawowych zalet należy bezpieczeństwo i przejrzystość obrotu oraz pełna informacja o produkcie i jego emitencie. Informacje te w myśl polskiego prawa emitent zawiera w prospekcie emisyjnym oraz warunkach końcowych emisji (*Final Terms*). Następną cechą jest dostęp do zróżnicowanych instrumentów i rynków (ekspozycja na rynki zagraniczne, rynki towarów i surowców czy rynki nieruchomości), które dla przeciętnego inwestora indywidualnego często pozostają niedostępne. Kolejną zaletę jest dywersyfikacja inwestycji, zwłaszcza że jeden produkt może być skonstruowany na bazie instrumentów z różnych rynków. Następnym powodem zachęcającym do inwestycji w produkty strukturyzowane jest możliwość zarabiania zarówno na wzrostach jak i na spadkach, co jest możliwe dzięki produktom typu *short tracker*. Inną ich zaletą, wyróżniającą je wśród całego rynku instrumentów strukturyzowanych, jest możliwość wcześniejszego wyjścia z inwestycji poprzez zbycie na rynku wtórnym. W przypadku produktów nie notowanych na giełdzie inwestor z reguły czeka do terminu wygaśnięcia produktu gdyż w przeciwnym

razie nie osiąga zysku lecz ponosi dodatkowe opłaty. Kolejną zaletą inwestycji w produkty strukturyzowane są koszty, które ograniczają się jedynie do obsługi rachunku maklerskiego, inwestor nie ponosi natomiast dodatkowych opłat za zarządzanie jak ma to miejsce choćby w przypadku jednostek uczestnictwa lub certyfikatów funduszy inwestycyjnych.

## 6. ZAKOŃCZENIE

Rynek produktów strukturyzowanych na GPW jest stosunkowo młody. Dla jego rozwoju istotny jest fakt, iż nawet w sytuacji spadków na światowych rynkach finansowych liczba nowych emisji stale rośnie. Systematycznie wzrasta też zróżnicowanie produktów, pojawiają się ich nowe formy i nowe instrumenty bazowe. Na koniec pierwszej połowy 2013 r. w obrocie znajdowało się blisko 500 produktów strukturyzowanych, z czego tylko nieznaczną część stanowiły obligacje strukturyzowane, zaś zdecydowaną większość certyfikaty strukturyzowane. Najbardziej charakterystyczną cechą notowanych na GPW instrumentów jest dominacja produktów bez gwarancji kapitału oraz przeważający udział jednego emitenta.

Istotną tendencją jest odchodzenie emitentów od klasycznej i prostej formy produktu typu *tracker* i skupianie się na maksymalnej dywersyfikacji w ramach jednego produktu. Wpływa to na konstrukcję i skomplikowanie formy instrumentów, które często stają się niezrozumiałe dla inwestorów indywidualnych. Przekłada się to na spadek obrotów pomimo znacznego wzrostu ilości nowych emisji. Relatywnie niską płynność produktów znajdujących się w obrocie giełdowym należy uznać za główny czynnik ograniczający rozwój rynku, który nadal pozostaje niewielki w porównaniu do innych państw.

Czynnikiem pozytywnym są natomiast zalety produktów strukturyzowanych, będących instrumentami o znamionach innowacyjności. Dzięki nowoczesnym rozwiązaniom w ich konstrukcji stosowanym przez emitentów, wzrasta ich różnorodność, co ułatwia inwestorom dywersyfikację portfela i sprzyja rozwojowi rynku. Niewątpliwie jednak zarówno rozwój, jak i przyszły kształt rynku produktów strukturyzowanych będzie w dużej mierze determinowany przez zdarzenia i ogólną sytuację na światowych rynkach finansowych.

## BIBLIOGRAFIA

- Burris J., *An Overview of Global Retail Structured Product Market and Outlook for 2011*, <http://structuredproducts.org>.
- Dębski W., 2010, *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Jajuga K., 2009, *Wprowadzenie do inwestycji finansowych. Depozyty i instrumenty rynku pieniężnego*, Wydawnictwo CEDUR, Warszawa.

- Kondrakiewicz T., 2009, *Produkty strukturyzowane polskiego rynku finansowego – inwestycje ryzykowne czy bezpieczne?*, [w:] H. Henzel (red.), *Ryzyko w działalności inwestycyjnej – aspekty teoretyczne i praktyczne*, t. I, Wydawnictwo AE w Katowicach, Katowice.
- Mokrogulski M., Sepielak P., 2010, *Produkty strukturyzowane w Polsce w latach 2000–2010*, Wydawnictwo CEDUR, Warszawa.
- Olszewski S., 2009, *Produkty strukturyzowane*, [w:] K. Gabryelczyk, U. Ziarko-Siwiek (red.), *Inwestycje finansowe (Wydanie I)*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa.  
www.gpw.pl.

*Teresa Kondrakiewicz*

### **ROZWÓJ RYNKU PRODUKTÓW STRUKTURYZOWANYCH NA GIEŁDZIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE**

Rynek produktów strukturyzowanych na GPW powstał w sierpniu 2006 r. Od tego czasu systematycznie rośnie liczba notowanych instrumentów, wśród których są obligacje strukturyzowane, certyfikaty strukturyzowane i warranty opcyjne. Obecnie zdecydowana większość z nich to instrumenty bez określonego terminu zapadalności i bez ochrony kapitału. Wartość obrotów i płynność jest stosunkowo niewielka.

### **THE DEVELOPMENT OF THE STRUCTURED PRODUCTS MARKET ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE**

Structured products were introduced on the Warsaw Stock Exchange in August 2006. Since then, the number of them has been steadily increasing. Currently most of them are open-end and do not provide capital protection. The stock turnover and liquidity are both relatively low.