

Paweł Kolman

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

**PRODUKTY STRUKTURYZOWANE
PO KRYZYSIE NA PRZYKŁADZIE
WYBRANYCH KRAJÓW AZJATYCKICH**

Streszczenie: Produkty strukturyzowane w dalszym ciągu cieszą się dużym zainteresowaniem wśród inwestorów indywidualnych. Ostatni kryzys finansowy również dla tej grupy instrumentów finansowych stał się początkiem zmian w regulacjach prawnych. Przyczyną zainteresowania się przez organy nadzorcze innowacyjnymi instrumentami są straty, jakie ponieśli „nieświadomi ryzyka” klienci, a także w niektórych przypadkach ich wpływ na cały system finansowy. Na przykładzie dokonanych już zmian w wybranych krajach azjatyckich można stwierdzić, iż zmiany są konieczne do ochrony wybranych grup inwestorów. Jednak zakres zmian obejmujący uczestników rynku zależy od wielu czynników, m.in. od ich wiedzy i doświadczenia czy rodzajów oferowanych produktów.

Słowa kluczowe: produkty strukturyzowane, kryzys finansowy, regulacje systemu bankowego.

1. Wstęp

Zachodzące na rynkach finansowych zmiany w ostatnich latach, w szczególności dynamiczny rozwój instrumentów pochodnych, spowodowały, że prawdziwa stała się opinia noblisty Fishera Blacka, który w 1995 r. wypowiedział się na temat nieograniczonych możliwości wykorzystania instrumentów pochodnych: „Za pomocą instrumentów pochodnych można stworzyć instrument finansowy o praktycznie dowolnej formule wypłat. Jeżeli tylko potrafisz narysować lub opisać interesujący Cię profil wypłaty instrumentu finansowego, to bądź pewny, że zostanie on stworzony za pomocą derywatu” [Francis i in. 2000, s. XI]. Przytoczona wypowiedź idealnie oddaje dzisiejsze nieograniczone możliwości tworzenia innowacyjnych produktów finansowych. Dzięki zastosowaniu inżynierii finansowej co roku powstają setki nowych instrumentów na światowych rynkach finansowych. W ciągu ostatniego dziesięciolecia nastąpił gwałtowny rozwój nowych rodzajów derywatów. Do nich możemy zaliczyć kredytowe instrumenty pochodne, instrumenty pochodne na nowe aktywa bazowe, takie jak: ryzyko inflacyjne, ubezpieczeniowe czy też pogodowe. Pojawiły się także nowe, bardziej zaawansowane odmiany opcji egzotycznych, które pozwalają praktycznie na nieograniczony handel cenami, zmiennościami oraz

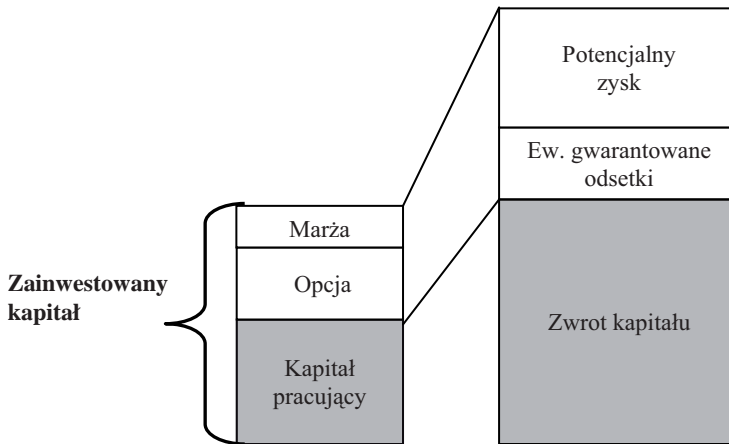
korelacjami różnych aktywów. Z tych opcji tworzy się innowacyjne instrumenty pochodne nazywane przez rynek strukturyzowanymi instrumentami finansowymi lub też po prostu produktami strukturyzowanymi [Gudaszewski, Hnatiuk 2004, s. 34]. Jednak po ostatnim kryzysie finansowym produkty strukturyzowane zostały poddane krytyce, a wiele organów regulujących rynki dokonało mniej lub bardziej poważnych zmian w systemie finansowym. Zmiany widoczne były również w krajach azjatyckich. Rynek produktów strukturyzowanych także dostosował się do nowych warunków, banki inwestycyjne przestały oferować coraz bardziej skomplikowane produkty, skupiły się na prostych i zrozumiałych dla klientów aktywach bazowych oraz profilach wypłaty. Celem niniejszego artykułu jest zbadanie, w jaki sposób zmieniły się warunki prawne w oferowaniu produktów strukturyzowanych przez banki w niektórych krajach azjatyckich. Dokonano analizy na przykładzie dwóch państw: Indonezji oraz Zjednoczonych Emiratów Arabskich. Najpierw przedstawiono, czym są produkty strukturyzowane. Następnie omówiono główne zmiany w obu państwach. Na końcu dokonano próby analizy skuteczności i słuszności zmian oraz sugestii co do wprowadzania podobnych zmian w Polsce.

2. Istota produktów strukturyzowanych

W literaturze możemy znaleźć różne definicje produktów strukturyzowanych, niekiedy autorzy uważają, iż nie ma jednej definicji dla tego typu produktów¹. Można jednak określić produkty strukturyzowane jako innowacyjne produkty finansowe, tworzone poprzez połączenie przynajmniej dwóch klasycznych produktów finansowych (są to najczęściej instrument dłużny i opcja) lub za pomocą zmian w przepływach pieniężnych w istniejących już instrumentach [Kolman 2009, s. 45]. Zaliczamy je do grupy instrumentów pochodnych, gdyż ich wartość zależy od innego instrumentu podstawowego. Produkty strukturyzowane mają charakter inwestycyjny, a także służą do zarządzania ryzykiem. Jeżeli produkt ma charakter inwestycyjny, to składa się najczęściej z instrumentu dłużnego i pochodnego. Przykładową konstrukcję pokazano na rys. 1. Zainwestowany kapitał jest dzielony na trzy części. Pierwsza z nich to tzw. kapitał pracujący, który lokowany jest w bezpieczne instrumenty dłużne (najczęściej obligacja zerokuponowa lub depozyt bankowy).

Stanowi ona podstawę dla produktów strukturyzowanych zapewniających najczęściej gwarancję określonego poziomu zwrotu kapitału początkowego. Drugą część inwestuje się na rynku instrumentów pochodnych poprzez zakup odpowiedniego instrumentu. Najczęściej jest to opcja. Ta część nazywana jest kapitałem wzrostowym ze względu na potencjał wzrostu wartości. Wypłata z opcji może mieć charakter stały lub zmienny, a także być wypłacana podczas lub na końcu okresu inwestycji. Instytucje, emitując lub sprzedając klientom produkt, uzyskują pewną

¹ Odsyłam do prac: [Financial Instruments... 2004; Jajuga, Jajuga 2008; Gudaszewski, Hnatiuk 2004].



Rys. 1. Przykładowa konstrukcja produktu strukturyzowanego

Źródło: opracowanie własne.

część z zainwestowanego kapitału. Marża ta ukryta jest w produktach, z których składa się instrument, np. w oprocentowaniu lokaty oraz premii opcyjnej. Jest to ostatnia, trzecia część kapitału początkowego. Wysokość marży w produktach strukturyzowanych jest atrakcyjna dla producentów oraz podmiotów sprzedających tego typu produkty klientom.

Cechy produktów strukturyzowanych. Produkty strukturyzowane mają wiele ciekawych cech, które powodują duże zainteresowanie wśród inwestorów. W przypadku inwestycyjnych produktów strukturyzowanych taką cechą jest zapewnienie 100-procentowej lub też innej z góry określonej, gwarantowanej wysokości zwrotu kapitału w terminie zapadalności, bez względu na niekorzystne zmiany rynkowe. Inną cechą jest możliwość dywersyfikacji ryzyka. Produkty strukturyzowane oparte są na indeksach rynków papierów wartościowych czy też koszyków złożonych z kilku rodzajów surowców, akcji itd. Dzięki temu zmniejsza się ryzyko specyficzne całej inwestycji. Istnieją takie instrumenty, które gwarantują określone z góry odsetki, niezależnie od rentowności indeksu odniesienia. Kolejną możliwością tego typu produktów jest dostęp do zagranicznych rynków bez ponoszenia dodatkowych opłat oraz ryzyka walutowego. To duża zaleta dla podmiotów, które nie są obecne na zagranicznych rynkach, a chciałyby partycypować we wzrostach na określonym rynku. Czynnikiem, które wpływały na rezygnację przez podmioty z bezpośredniego inwestowania na zagranicznych rynkach finansowych, były wysokie koszty wejścia na te rynki oraz związane z tym ryzyko walutowe. Wysoki stopień zindywidualizowania produktu to główny powód zainteresowania się nimi przez podmioty – produkty tworzy się w oparciu o potrzeby klienta (lepsze dopasowanie do indywidualnych potrzeb inwestorów). Finansowe instrumenty strukturyzowane są alternatywą dla depozytów bankowych – w okresie niskich stóp procentowych znaczna część inwe-

storów poszukuje substytutu dla tradycyjnych lokat bankowych. Dźwignia finansowa to kolejna cecha tego produktu. Dzięki wykorzystaniu instrumentów pochodnych możliwe jest zwielokrotnienie zysków z inwestycji na rynkach walutowych, akcji etc. [Gudaszewski, Hnatiuk 2004, s. 34, 35]. Wiąże się to jednak z większym ryzykiem poniesienia strat.

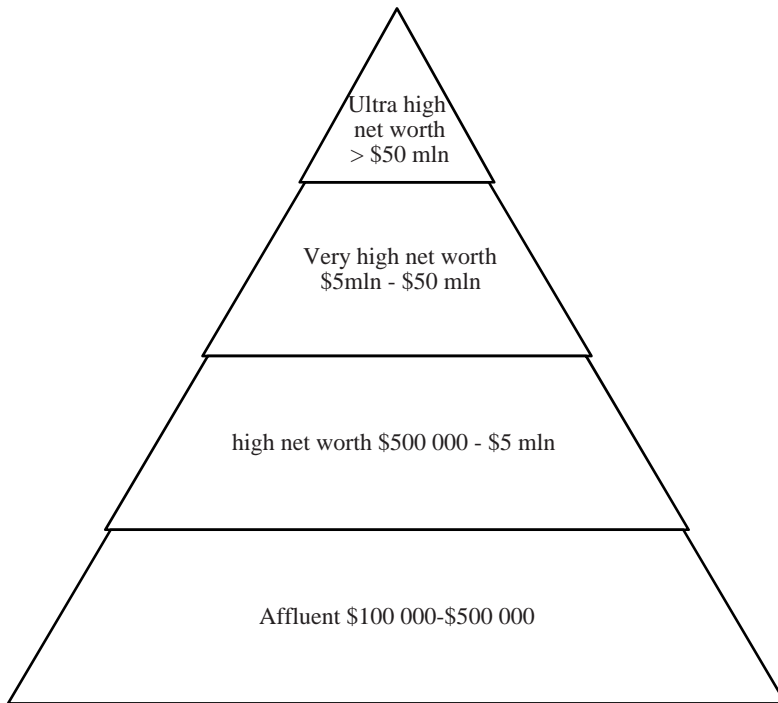
3. Zmiany prawne dotyczące produktów strukturyzowanych w wybranych krajach azjatyckich

Od momentu wystąpienia kryzysu na rynkach finansowych wiele organów nadzorczych było zaniepokojonych tym, że klienci indywidualni nabywali skomplikowane instrumenty, w tym w produkty strukturyzowane. Uważali oni, iż ta grupa inwestorów nie jest świadoma ryzyka, na które się decyduje. Potwierdzeniem tego były pojawiające się co pewien czas skargi ze strony klientów indywidualnych, którzy ponieśli straty, inwestując w produkty strukturyzowane. Dotyczyło to m.in. instrumentów, które były powiązane z ryzykiem kredytowym Lehman Brothers Holdings Inc., ale nie tylko. W odpowiedzi na te wydarzenia w sierpniu 2009 r. Bank Centralny Zjednoczonych Emiratów Arabskich ogłosił, iż wszystkie instytucje finansowe działające na terenie tego państwa mają zakaz sprzedaży produktów strukturyzowanych dla klientów detalicznych (włączając „bogaty” klientów określanych przez system bankowy, jako *high net worth*²). Jedynie w przypadku każdorazowej zgody ze strony Banku Centralnego instytucje bankowe będą mogły proponować innowacyjne produkty finansowe swoim klientom [UAE Central Bank... 2009, s. 1].

W związku z tą informacją instytucje oferujące instrumenty strukturyzowane miały wątpliwości dotyczące kilku ważnych kwestii. Po pierwsze, zmiany dotyczyły „instytucji finansowych”, które były rozumiane nie tylko jako banki uniwersalne czy inwestycyjne, ale także inne podmioty, które podlegają nadzorowi ze strony Banku Centralnego (BC ZEA). W takim przypadku wszystkie podmioty niepodlegające kontroli ze strony BC ZEA mają swobodę w oferowaniu tego typu produktów. Przykładem są firmy ubezpieczeniowe, oferujące produkty strukturyzowane w formie polisy ubezpieczeniowej, które nie zależą od BC ZEA. Innym problemem, który został już przedstawiony na początku pracy, jest zdefiniowanie samego produktu strukturyzowanego. Według BC ZEA jest to złożona strategia inwestycyjna składająca się z opcji na inny instrument [UAE Central Bank... 2009, s. 3]. Problemem dla instytucji finansowych mogą być innowacyjne produkty inwestycyjne, które zgodnie z międzynarodowymi standardami nie należą do instrumentów strukturyzowanych, a które zgodnie z podaną definicją należą do niej, np. niektóre fundusze inwestycyjne. Również pojęcie klienta detalicznego nie jest zdefiniowane przez BC, dokument jedynie informuje o tym, iż dotyczy to również klientów najbogatszych (*high net worth*). W zależności od źródła przyjmowane są różne definicje osób majątnych.

² Osoby indywidualne posiadające aktywa finansowe o równowartości co najmniej 1 mln USD.

Mianem *high-net-worth* określa się klientów, którzy zainwestowali minimum 1 mln dolarów w aktywa inwestycyjne (nie uwzględniając głównej rezydencji) [Maude 2006, s. 55]. Inny podział osób przedstawia firma konsultingowa Pricewaterhouse-Coopers. Aby zaliczać się do omawianej grupy, wystarczy posiadać majątek w wysokości 0,5 mln dolarów [*Global Private Banking...* 2005, s. 10].



Rys. 2. Piramida obrazująca strukturę majątku najbogatszych ludzi

Źródło: [*Global Private Banking...* 2005, s. 10].

Wydaje się, że lepszym rozwiązaniem byłoby zastosowanie innego podziału inwestorów na dwie grupy: indywidualnych i kwalifikowanych. Zakaz obowiązywałby pierwszą grupę. Przykładowo w Polsce osoba fizyczna może być traktowana jako inwestor kwalifikowany, gdy „spełnia co najmniej dwa warunki z trzech³:

- w okresie 12 kolejnych miesięcy poprzedzających datę złożenia wniosku o wpis do rejestru inwestorów kwalifikowanych zawarła, na własny rachunek, w obrocie zorganizowanym w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie instrumentami

³ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, DzU 2005 Nr 184, poz. 1539, art. 8, s. 11.

finansowymi lub w tożsamym z nim obrocie dokonywanym poza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, transakcje papierami wartościowymi w liczbie co najmniej 10 transakcji w każdym trzymiesięcznym okresie, każda o wartości co najmniej 50 000 euro w dniu poprzedzającym datę złożenia wniosku o wpis do rejestru inwestorów kwalifikowanych;

- wartość jej portfela papierów wartościowych wynosi co najmniej 500 000 euro w dniu poprzedzającym datę złożenia wniosku o wpis do rejestru inwestorów kwalifikowanych;
- pracuje lub pracowała w sektorze finansowym, przez co najmniej rok na stanowisku wymagającym wiedzy z zakresu inwestycji w papiery wartościowe.

Rozwiązanie zastosowane przez ZEA ma poprawić praktyki związane ze sprzedażą produktów strukturyzowanych. Należy zauważyć, iż od czasu wystąpienia kryzysu producenci oraz dystrybutorzy tej grupy instrumentów oferują coraz prostsze rozwiązania. Odchodzenie od skomplikowanych konstrukcji i profili wypłat związane jest z jednej strony z problemem zabezpieczenia takiego instrumentu przez producenta. Z drugiej strony klienci detaliczni nie mają odpowiedniej wiedzy, aby zrozumieć produkt. Instytucje finansowe zaczęły oferować produkty odpowiednie dla klienta, a nie dla emitenta. Ponadto, jak zaznacza profesor Ghose z Institute of Management Technology w Dubaju, zastosowane rozwiązanie ma na celu oszacowanie ryzyka instrumentów strukturyzowanych w porównaniu do tradycyjnych depozytów, gdyż każdorazowo instytucja finansowa będzie musiała szacować ryzyko instrumentu [Ghose 2009, s. 1].

W sposób nieco odmienny Bank Centralny Indonezji zareagował na kryzys finansowy w stosunku do regulacji dotyczących produktów strukturyzowanych. Od lipca 2009 r. obowiązuje nowa regulacja⁴ zobowiązująca banki do znacznego zmniejszenia skali prowadzonej działalności w zakresie instrumentów strukturyzowanych. Banki mogą oferować produkty z ekspozycją na rynek stopy procentowej, natomiast tylko w niektórych przypadkach także na rynek walutowy. Zakazana jest jednak sprzedaż instrumentów na spadek waluty krajowej⁵. Bank centralny wprowadził takie ograniczenie ze względu na znaczne wahania rupii indonezyjskiej występujące na przełomie lat 2008 i 2009. Klientom detalicznym mogą być swobodnie oferowane instrumenty jedynie z gwarancją kapitału. W rozumieniu dokumentu osobą indywidualną jest klient, który posiada gotówkę lub jej ekwiwalent w płynnych aktywach do wysokości 5 mld rupii. Do tej grupy zaliczamy również firmy z sektora niefinansowego z kapitałem mniejszym niż 5 mld rupii lub też działających na rynku krócej niż 1 rok. Według Banku Centralnego Indonezji produkty strukturyzowane dla banków komercyjnych to kombinacja dwóch lub więcej instrumentów finansowych: w szczególności tradycyjny instrument (ale nie pochodny) oraz derywat lub tylko instrumenty pochodne. Ponadto mają one następujące właściwości:

⁴ Regulacja 11/26/PBI/2009 Banku Indonezji została wprowadzona w lipcu 2009 r., http://www.bi.go.id/NR/rdonlyres/86F58425-E596-4194-86E1-8B8C0B22C146/17227/pbi_112609.pdf.

⁵ Bank of Indonesia, „Financial Stability Review” 2009, no. 13, s. 49.

- wartość lub przepływ pieniężny z produktu jest powiązany co najmniej z jedną spośród takich zmiennych, jak: stopa procentowa, waluty, surowce lub akcje,
- profil wypłaty nie jest regularny (liniowy), co może być spowodowane zastosowaniem opcji egzotycznych (barierowych, azjatyckich, binarne binarnych itp.).

Banki komercyjne mogą oferować pozostałe produkty strukturyzowane klientom tylko wtedy, gdy uzyskają wstępną zgodę oraz pozytywną opinię ze strony Banku Centralnego Indonezji. Regulacja wymaga od komercyjnego banku spełnienia kilku wymagań, m.in. napisania biznesplanu, dokonania oszacowań jakości zarządzania ryzykiem, dostarczenia dokumentów do BC. Za niedostosowanie się do nowych regulacji podmiotom grożą różnego rodzaju sankcje, w szczególności pisemne ostrzeżenie czy znaczna kara pieniężna. Ponadto BC ma prawo do cofnięcia wstępnej zgody, jeżeli sposób zarządzania ryzykiem jest nieodpowiedni. Może to również prowadzić do zakończenia prowadzonej działalności w zakresie sprzedaży instrumentów strukturyzowanych.

W porównaniu do obecnych standardów światowych powyższe decyzje wydają się bardzo rygorystyczne. Regulacja unijna znana pod nazwą MiFID⁶ zobowiązuje jedynie do informowania klienta detalicznego o ryzyku związanym z inwestycją. Same produkty zaś powinny być tak skonstruowane, by klienci mogli zrozumieć ich charakter oraz ryzyko wynikające z inwestycji i co za tym idzie – mogli podejmować świadome decyzje. Firma inwestycyjna musi dokonać oceny, czy produkt jest odpowiedni dla określonego klienta. Jeśli instrument finansowy jest niedostosowany, to instytucja finansowa powinna jedynie ostrzec zainteresowanego o tym fakcie. Nie ma możliwości odmówienia inwestorowi sprzedaży produktu.

4. Podsumowanie

Wprowadzono zmiany w celu ochrony klientów indywidualnych przed podjęciem zbyt dużego ryzyka. W obu krajach obejmują one nieco inną grupę podmiotów. Zamierzeniem organów była ochrona osób, które nie posiadają odpowiedniej wiedzy i kwalifikacji do inwestowania w tego typu produkty. Ryzyko w przypadku instrumentów strukturyzowanych jest najważniejszym powodem dokonanych zmian. Instytucje finansowe zobowiązane są do uzyskania zgody na oferowanie skomplikowanych produktów strukturyzowanych ze strony banków centralnych. Podjęcie decyzji ze strony organu jest uzależnione od spełnienia wielu warunków, które są różne w obu krajach. Ma to na celu minimalizowanie ryzyka dla klientów. W niektórych przypadkach zapewnia również stabilność całemu systemowi finansowemu⁷. Porównując omawiane rozwiązania do obecnych regulacji prawnych w Unii Europejskiej, w szczególności MiFID, należy stwierdzić, iż unijne prawo nie jest aż

⁶ Markets in Financial Instruments Directive (Dyrektywa w sprawie rynków instrumentów finansowych).

⁷ Zakaz oferowania instrumentów strukturyzowanych z ekspozycją na spadek waluty krajowej.

tak rygorystyczne. Trwają prace nad nową unijną regulacją *Packaged Retail Investment Products* (PRIPs). Obejmować będzie ona m.in. produkty strukturyzowane. Rozwiązania zastosowane w niej prawdopodobnie zmienią się nieznacznie [*Produkty strukturyzowane...* 2010, s. 51]. Zmiany w wybranych krajach azjatyckich są bardzo pozytywnie oceniane przez uczestników rynku [Ghose 2009, s. 1]. Korzyści związane są z poprawieniem jakości i sposobu sprzedaży produktów strukturyzowanych, w szczególności z formą informowania klientów o ryzyku związanym z inwestowaniem w instrumenty pochodne. Analizując polski rynek detalicznych produktów strukturyzowanych, można stwierdzić, iż podobne regulacje pozytywnie wpłynęłyby na ochronę interesów klientów detalicznych i uporządkowały cały rynek.

Literatura

- Bank of Indonesia, „Financial Stability Review” 2009, no. 13.
- Francis J.C., Toy W.W., Whittaker J.G., *The Handbook of Equity Derivatives*, John Wiley & Sons, USA, 2000.
- Ghose G., *UAE curbs structured products*, „Gulf News” 2009, August 5.
- Gudaszewski W., Hnatiuk M., *Zasady konstruowania strukturyzowanych instrumentów finansowych*, „Rynek Terminowy” 2004, nr 3.
- Jajuga K., Jajuga G., *Instrumenty strukturyzowane – wprowadzenie do wyceny i analizy ryzyka*, [w:] *Rynek kapitałowy. Skuteczne inwestowanie*, Studia i Prace, US, Szczecin 2008, s. 53-64.
- Kolman P., *Produkty strukturyzowane jako składnik portfela inwestycyjnego*, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego nr 60, UE, Wrocław 2009.
- UAE Central Bank Bans Offering of Structured Products to Retail Investors*, „Client Alert” 2009, 19 August, no. 922, Latham & Watkins Corporate Department.
- Maude D., *Global Private Banking and Banking and Wealth Management: The New Realities*, Wiley, Great Britain, 2006.
- Financial Instruments. Structured Products Handbook*, Österreichische Nationalbank, Vienna 2004.
- Global Private Banking – Wealth Management Survey*, PricewaterhouseCoopers, 2005.
- Produkty strukturyzowane w latach 2000-2010*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa, październik 2010.

Regulacje prawne

- Regulacja 11/26/PBI/2009 Banku Indonezji, June 2009, http://www.bi.go.id/NR/rdonlyres/86F58425-E596-4194-86E1-8B8C0B22C146/17227/pbi_112609.pdf.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, DzU 2005 Nr 184, poz. 1539.

STRUCTURED PRODUCTS AFTER THE LAST FINANCIAL CRISIS IN SELECTED ASIAN STATES

Summary: Structured products are still very popular among individual investors. Last financial crisis was the beginning of changing of law regulations of innovative products. The reason why supervisory organs became interested in innovation instruments was the loss incurred by the “unconscious of risk” clients as well as in some cases the influence of instruments on the whole financial system. On the example of made changes in chosen Asian countries it is possible to state that changes are necessary for the protection of selected groups of investors. However, the extent of changes including the market participants depends on a lot of factors, among other things on their knowledge, experience and kinds of offered products.