



Raport analityczny

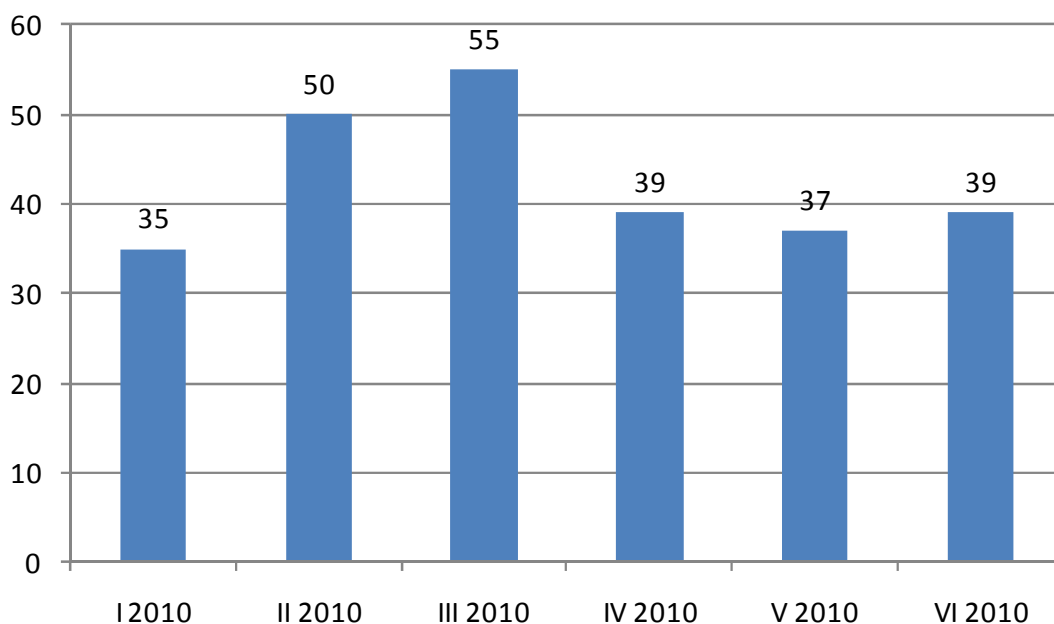
**Rynek produktów
strukturyzowanych w Polsce
od stycznia do czerwca 2010**

Wrzesień 2010

Wszystko wskazuje na to, że rok 2010 będzie na polskim rynku produktów strukturyzowanych rekordowy. W pierwszych sześciu miesiącach badanego okresu dystrybutorzy struktur zaoferowali wprawdzie o sześć produktów mniej niż w analogicznym czasie rok wcześniej (255 w porównaniu do 261), ale za to Polacy chętniej w nie inwestowali. Z danych Structus.pl wynika, że w I półroczu 2010 r. w strukturach ulokowano 4,8-5,1 mld złotych. W całym 2009 r. było to 6,5-7 mld, zatem prawdopodobieństwo imponującego wzrostu rynku za cały 2010 r. jest wysokie.

Najwięcej działa się w lutym (50 subskrypcji) i marcu (55 subskrypcji). Po tym, gdy w I kwartale łącznie na rynku pojawiło się 140 struktur, wydawało się, że w całym roku rynek może liczyć nawet na 550-600 produktów. Jednak wiosenne zawirowania na rynkach walutowych wpłynęły na skłonność banków do przygotowywania lokat strukturyzowanych powiązanych z kursami walut; było ich mniej, a co za tym idzie – w ogóle pojawiło się mniej subskrypcji struktur.

Wykres 1: Liczba produktów strukturyzowanych zaoferowanych w poszczególnych miesiącach 2010 r.



źródło: Structus.pl

Grupa Getin górą

W badanym okresie aktywność na rynku wykazało 25 firm, przy czym niemal połowa z nich (12) przygotowała średnio więcej niż jeden produkt na miesiąc.

Podobnie jak w całym 2009 r. (do pobrania: [Raport: Rynek produktów strukturyzowanych w Polsce w 2009 roku](#)), również w I połowie 2010 r. najaktywniejsze były instytucje związane z należącym do Leszka Czarneckiego Getin Holdingiem: Noble Bank z Open Finance (zwykle mają wspólną ofertę produktową), Butik Inwestycyjny i Getin Bank. Na liście najaktywniejszych zajmują one trzy z pierwszych pięciu pozycji (szczegóły w tab. 1). Warto jednocześnie zaznaczyć, że często instytucje te oferują produkty do siebie podobne, z nieznacznie zmienionymi parametrami (np. partycypacją). Niemniej jednak imponująca aktywność spółek robi wrażenie. Należy przy tym zwrócić szczególną uwagę na Noble Bank, który w swojej ofercie miał nie tylko polisy na życie i dożycie przygotowane z TUnŻ Europa, ale też lokaty strukturyzowane oraz emitowane przez BNP Paribas Arbitrage Issuance B.V. Certyfikaty Leading Markets, które potem wprowadzane są na Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie.

Tabela 1: Najaktywniejsze firmy na rynku produktów strukturyzowanych w okresie styczeń-czerwiec 2010 r.

nazwa firmy	liczba produktów	udział
Noble Bank / Open Finance	37	14,51%
BZ WBK/DM BZ WBK	35	13,73%
Butik Inwestycyjny	31	12,16%
Raiffeisen Bank Polska	29	11,37%
Deutsche Bank PBC	19	7,45%
Getin Bank	19	7,45%
KBC TFI / Kredyt Bank / Warta TUnŻ	16	6,27%
ING Bank Śląski	10	3,92%
Wealth Solutions	10	3,92%
inne firmy	49	19,22%

źródło: Structus.pl

Poza grupą firm związanych z Getin Holdingiem na uwagę zasługują Bank Zachodni WBK i Raiffeisen Bank Polska. Obie instytucje działają bardzo konsekwentnie. Nie zrażając się słabymi wynikami zapadających lokat krótkoterminowych, oferują kolejne, podobne. Takie podejście pozytywnie wpływa na edukację klientów i rozwój polskiego rynku produktów strukturyzowanych.

Wśród firm oferujących średnio trzy lub więcej produktów miesięcznie, jest jeszcze Deutsche Bank PBC, w którego ofercie znalazło się 19 struktur, a wśród nich zarówno polisy ubezpieczeniowe, jak i certyfikaty oraz obligacje strukturyzowane.

Przeglądając listę obecnych na rynku firm, nie sposób nie zauważyć największego polskiego banku – PKO BP. Po ponadrocznej nieobecności na rynku struktur, ubiegłej jesieni bank zasygnalizował swoją działalność, oferując Polisę Strukturyzowaną WIG20. Jej druga edycja trafiła do oferty pod koniec maja br., a w sierpniu i we wrześniu bank rozkręcił się na dobre – przygotował trzywariantową strukturę opartą na kursie EUR/PLN oraz wykorzystującą notowania ropy naftowej WTI polisę inwestycyjną Złoto Teksasu. W [wywiadzie udzielonym w lipcu br.](#) przedstawiciele banku zapowiedzieli, że od jesieni PKO zamierza aktywniej działać na rynku. I słowa dotrzymali.

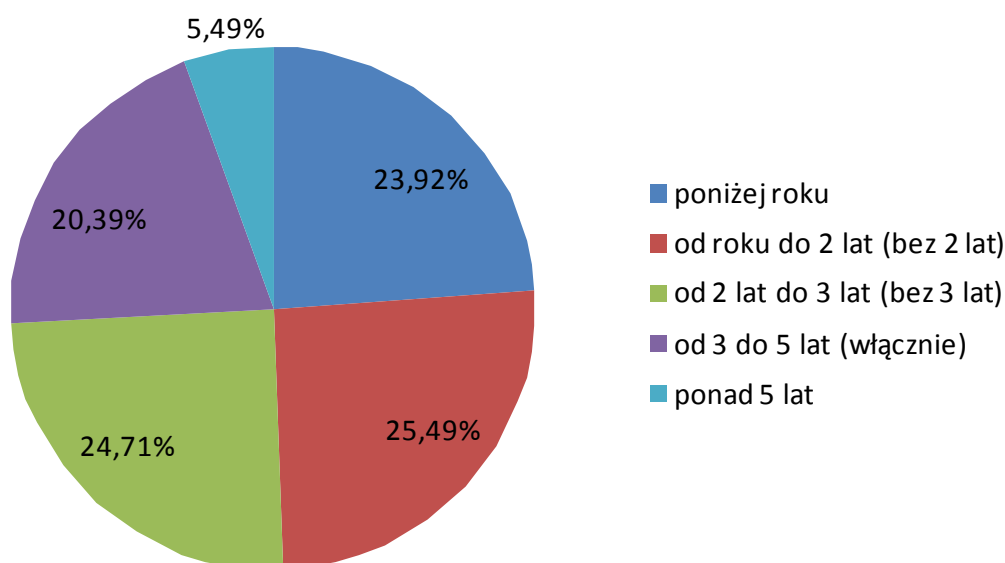
Analizując dane dotyczące podziału rynku na poszczególne firmy, uwzględniliśmy razem Bank Zachodni WBK i jego dom maklerski, a także grupę Kredyt Banku, w której ujęliśmy też KBC TFI i TUnŻ Warta. Podejście takie jest podyktowane tym, że bez względu na to, kto przygotowuje produkt, i tak głównym jego dystrybutorem jest bank. Nie sumowaliśmy natomiast dokonań firm z grupy Getin Holding, które stanowią oddzielne kanały sprzedaży (poza Noble Bankiem i Open Finance, które ujęte są razem).

Zróżnicowany rynek struktur

Jeszcze kilka lat temu polski rynek produktów strukturyzowanych cechowała elitarność, struktury były kilkuletnimi produktami dla najzamożniejszych klientów banków. Dziś sytuacja wygląda zupełnie inaczej. Od 2009 r. coraz więcej jest produktów krótkoterminowych, a by zainwestować w strukturę, czasami wystarczy jedynie tysiąc złotych.

W I półroczu 2010 r. podział produktów wg czasu trwania był niemalże symetryczny, co obrazuje wykres 2. Przesunięcie w stronę inwestycji krótkoterminowych zawdzięczamy w tym roku głównie BZ WBK i Raiffeisenowi, które regularnie przygotowują 6-, 3-, a nawet 1-miesięczne lokaty powiązane z kursami walut. Na polskim rynku zadomowiły się już także inwestycje bardzo długoterminowe – 15-letnie programy regularnego oszczędzania z gwarancją kapitału, oparte na notowaniach indeksów. Takie propozycje miały nie tylko Getin Bank i Noble Bank, który był tu pionierem, ale i Bank DnB Nord, Deutsche Bank PBC, Expander oraz Gold Finance.

Wykres 2: Czas trwania produktów strukturyzowanych zaoferowanych w okresie styczeń-czerwiec 2010 r.

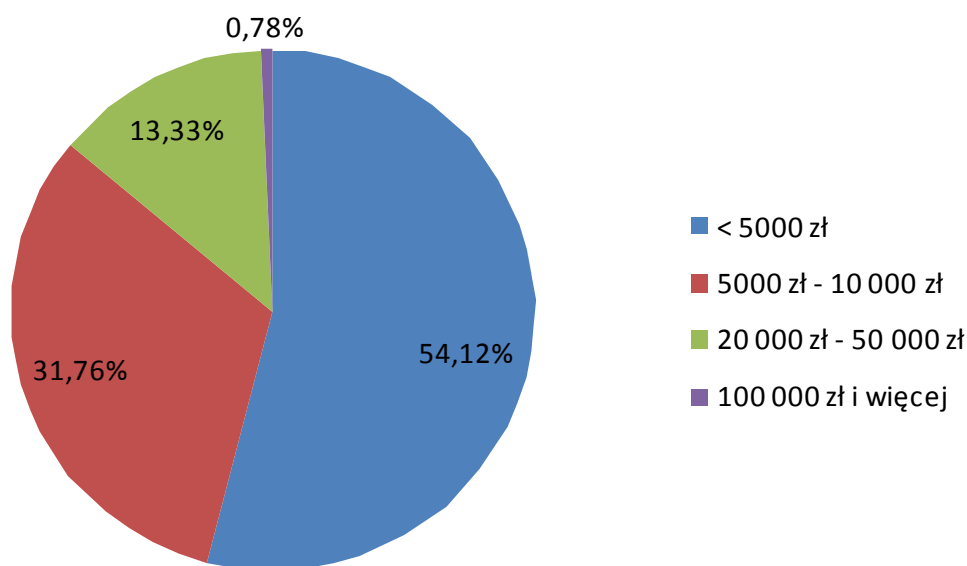


źródło: Structus.pl

O upowszechnianiu produktów strukturyzowanych świadczy także coraz niższy poziom minimum inwestycyjnego: 71 z 255 produktów z I półroczu 2010 r. miało minimum inwestycyjne na poziomie 1 tys. zł, a 138 z nich – niższym niż 5 tys. złotych. Po wycofaniu się z rynku struktur firmy New World Alternative Investments spadła liczba produktów dostępnych dla klientów najzamożniejszych – posiadających co najmniej

100 tys. złotych. Wprawdzie w Noble Banku jest takie minimum, ale dokładnie ten sam produkt można nabyć w Open Finance, gdzie wystarczy 5 tys. zł, zatem tak wysokie minimum inwestycyjne jest niejako sztuczne i podyktowane chęcią oddzielenia klientów obydwu instytucji. W I półroczu 2010 r. były tylko dwie struktury, które rzeczywiście miały tak ograniczoną dostępność: KBC Poland Jumper 2 FIZ i KBC BRIC Jumper 1 FIZ. W pierwszej z nich do inwestycji potrzeba było 100 tys. zł, a w drugiej aż 220 tys. zł, co na polskim rynku jest ewenementem.

Wykres 3: Minimum inwestycyjne w produktach strukturyzowanych w Polsce w okresie styczeń-czerwiec 2010 r.



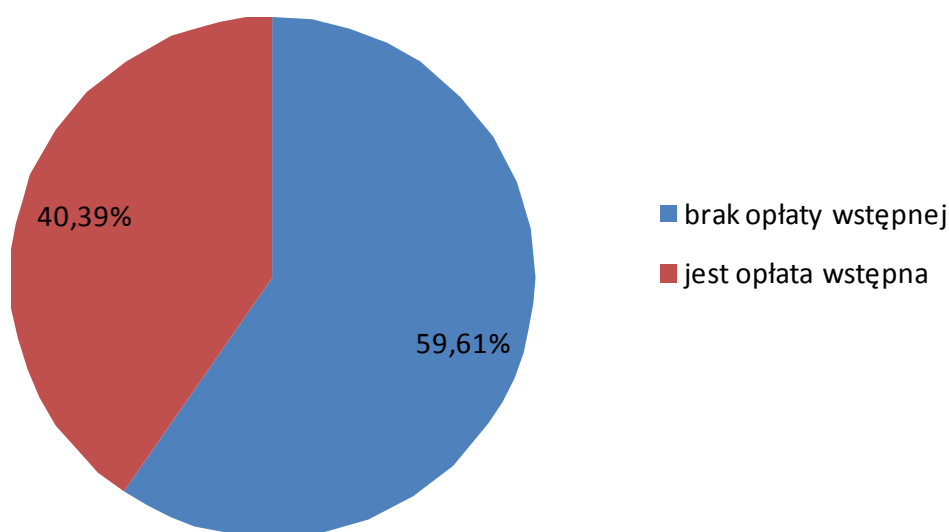
źródło: Structus.pl

Omawiając minimum inwestycyjne, nie można nie wspomnieć o tym, że wiele instytucji (m.in. BRE Bank, Noble Bank, Raiffeisen, Citi Handlowy, Millennium) przeprowadza subskrypcje zamknięte, przeznaczone tylko dla wąskiej grupy klientów private banking. Szczegóły takich ofert stanowią naturalnie tajemnicę, podobnie jak inwestycje „szyte na miarę”, czyli na życzenie jednego inwestora. Aby bank przygotował strukturę specjalnie dla jednej osoby, trzeba wyłożyć co najmniej kilka milionów złotych. Dokładna kwota zależy od emitenta i instrumentu bazowego, z którym inwestycja ma być powiązana.

Choć niewiele się o tym mówi, warto zawsze sprawdzić, czy emitent pobiera opłatę za nabycie danego produktu i jeśli tak jest, jaka jest jej wysokość. W I połowie 2010 r. ponad 40 proc. struktur miało ją, a jej wielkość wahała się od 0,5 proc. do aż 5 proc. kwoty inwestycji. Opłata manipulacyjna jest szczególnie istotna w produktach o

krótszym okresie trwania (np. roku), wówczas bowiem bardziej wpływa na ostateczny zysk inwestora. Wiele instytucji ma taktykę zachęcania klientów do większych inwestycji – im kwota wyższa, tym opłata (procentowo) niższa. Część firm zachęca też do szybszego podejmowania decyzji, pobierając najniższą opłatę na początku subskrypcji. Opłaty pojawiają się w strukturach w formie innej niż lokata bankowa, a odsetek struktur bez opłaty wstępnej jest wysoki głównie dzięki aktywności BZ WBK i Raiffeisena.

Wykres 4: Występowanie opłaty wstępnej w produktach strukturyzowanych w Polsce w okresie styczeń-czerwiec 2010 r.

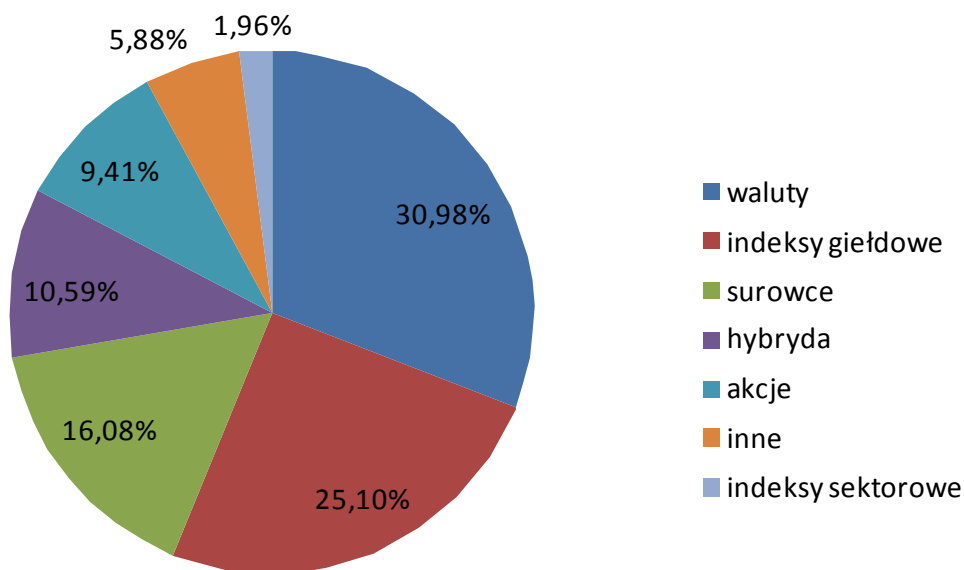


źródło: Structus.pl

Rządzą waluty i indeks WIG20

BZ WBK i Raiffeisen są również odpowiedzialne za najpopularniejsze aktywa bazowe na rynku. Wśród klas aktywów wygrywają kursy walut. Niemal co trzeci produkt zaoferowany w okresie styczeń-czerwiec 2010 r. oparty był na walutach. Najczęściej jest to kurs EUR/PLN, który (samodzielnie lub jako część składowa koszyka) zaistniał w 69 strukturach (27 proc.). Nie brakuje także ofert powiązanych z indeksami giełdowymi (co czwarta subskrypcja), wśród których najczęściej pojawia się oczywiście indeks WIG20 grupujący 20 największych spółek z warszawskiej GPW. WIG20 jako aktywo wystąpił w 38 produktach, co stanowiło niemal 15 proc. wszystkich ofert z I połowy 2010 roku.

Wykres 5: Aktywa bazowe wg klas w produktach strukturyzowanych w Polsce w okresie styczeń-czerwiec 2010 r.



źródło: Structus.pl

W czołówce najpopularniejszych instrumentów jest również kilka instrumentów opracowanych przez zachodnie banki inwestycyjne, których celem jest zarabianie bez względu na warunki rynkowe. W pierwszych sześciu miesiącach 2010 r. najpopularniejszym z nich była surowcowa strategia Risk Stabilised Aquantum Pegasus EL Strategy (PLN)/(USD), opracowana przez Royal Bank of Scotland, która wystąpiła 17-krotnie. Na razie popularność tego typu instrumentów nie spada, jednak niedługo zaczną się kończyć pierwsze produkty na nich oparte i jeśli okaże się, że nie przynoszą one oczekiwanych zysków, sytuacja może się zmienić. Wspomniany Aquantum Pegasus np. w ciągu ostatniego roku raz rósł, a raz spadał i summa summarum jest w tej chwili tylko na niewielkim plusie.

Tabela 2: Aktywa bazowe szczegółowo w produktach strukturyzowanych w Polsce w okresie styczeń-czerwiec 2010 r.

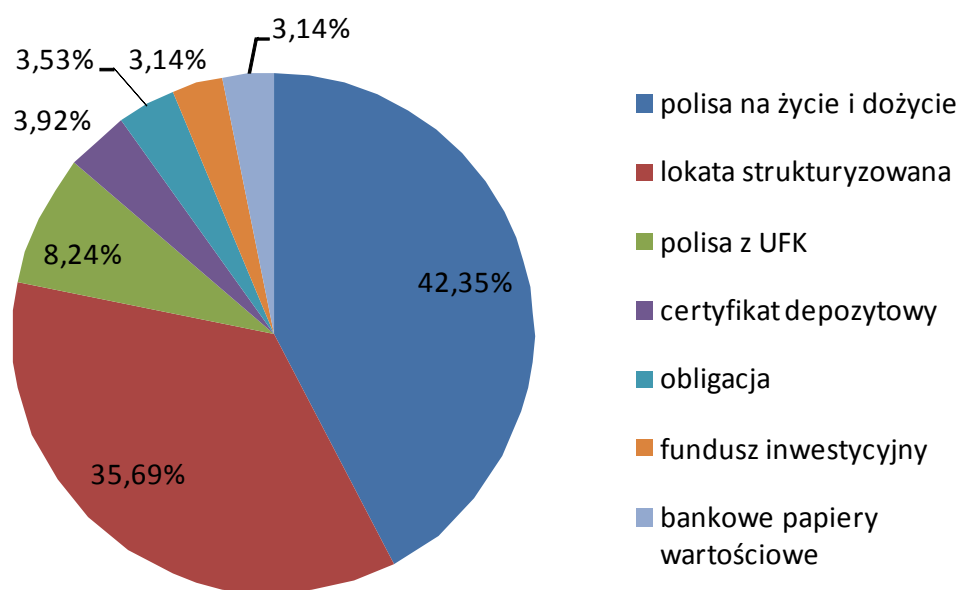
aktywo bazowe	liczba produktów	udział
kurs EUR/PLN*	69	27,06%
indeks WIG20*	38	14,90%
Risk Stabilised Aquantum Pegasus EL Strategy (PLN)/(USD)	17	6,67%
BNP Paribas New Frontier 8 Europe (PLN Hedged) ER	12	4,71%
BNP Paribas Platinum Series 2 PLN ER	12	4,71%
Templeton Emerging Markets Bond Fund	12	4,71%
BNP Paribas FlexInvest BRIC	11	4,31%
Risk Stabilised CYD MarketNeutral Plus 1 Strategy	11	4,31%
kurs USD/PLN*	8	3,14%
kurs CHF/PLN*	5	1,96%

* samodzielnie lub jako składowa koszyka

źródło: Structus.pl

Mimo wzmożonej aktywności BZ WBK i Raiffeisena oferujących lokaty strukturyzowane, nadal najczęściej używaną formą prawną struktur jest polisa na życie i dożycie. W tej postaci przygotowano 108 z 255 produktów w I półroczu (42,35 proc.). Lokat było 91, co oznacza, że te dwa rozwiązania właściwie zdominowały rynek (ponad 78 proc.). Powoli upowszechniają się bankowe papiery wartościowe, które są rozwiązaniem bardzo podobnym do certyfikatów strukturyzowanych, jednak odróżnia je gwarancja Bankowego Funduszu Gwarancyjnego. Emitowały je banki: BPH, Pekao i Millennium.

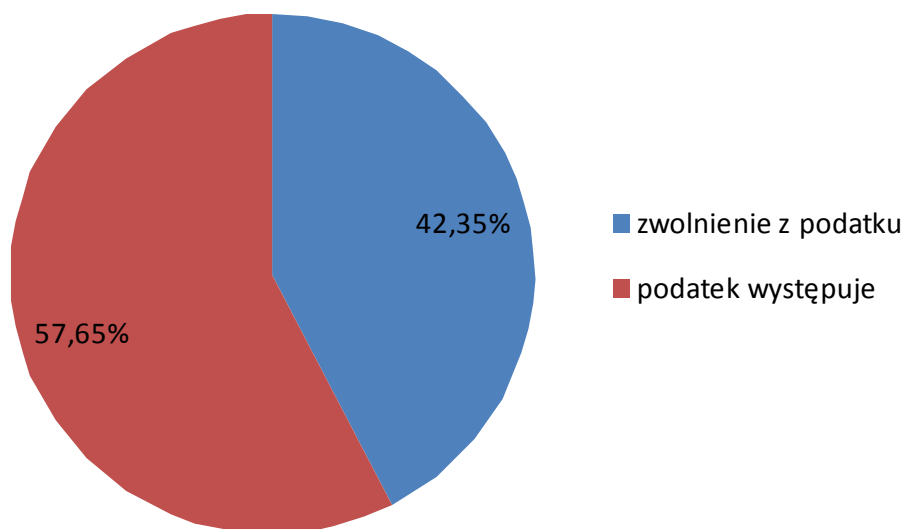
Wykres 6: Formy prawne w produktach strukturyzowanych w Polsce w okresie styczeń-czerwiec 2010 r.



źródło: Structus.pl

Z formą prawną, w jakiej oferowana jest dana struktura, wiąże się to, czy od ewentualnego zarobku trzeba będzie zapłacić podatek od zysków kapitałowych. Uniknąć go pozwala polisa na życie i dożycie, a to dzięki zwolnieniu podatkowemu określone w ustawie o podatku dochodowym od osób fizycznych. W pozostałych przypadkach inwestorzy muszą odprowadzić 19-proc. tzw. podatek Belki.

Wykres 7: Podatek od zysków kapitałowych w produktach strukturyzowanych w Polsce w okresie styczeń-czerwiec 2010 r.



źródło: Structus.pl

Wśród ubezpieczycieli zdecydowany prym wiedzie TUnŻ Europa, które wyspecjalizowało się w bancassurance i ponad trzy czwarte wszystkich produktów opakowanych w formę ubezpieczenia zostało przygotowanych właśnie we współpracy z tą firmą. Na drugim miejscu w zestawieniu znalazło się ING TUnŻ, a na trzecim – Nordea Polska TUnŻ.

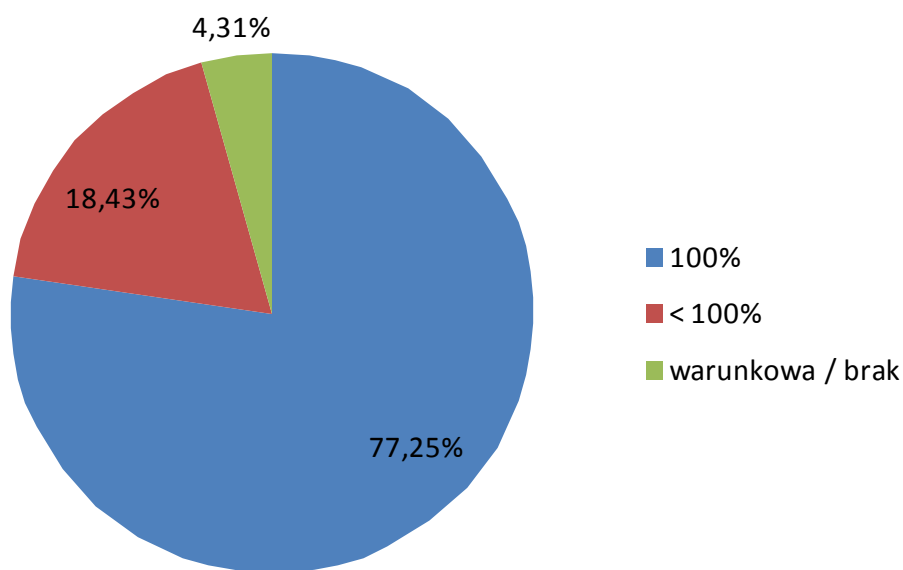
Tabela 3: Firmy ubezpieczeniowe w produktach strukturyzowanych w Polsce w okresie styczeń-czerwiec 2010 r.

ubezpieczyciel	liczba produktów	udział
TUnŻ Europa	99	76,74%
ING TUnŻ	10	7,75%
Nordea Polska TUnŻ	6	4,65%
TUnŻ Warta	4	3,10%
STU Ergo Hestia SA	3	2,33%
PZU Życie	2	1,55%
Benefia TUnŻ Vienna Insurance Group	2	1,55%
Aviva TUnŻ (d. CU)	1	0,78%
Uniqua TUnŻ	1	0,78%
MetLife TUnŻ	1	0,78%

źródło: Structus.pl

Ze względu na niski poziom stóp procentowych coraz trudniej jest zbudować produkt strukturyzowany oferujący atrakcyjną stopę zwrotu, ponieważ większy odsetek kapitału trzeba ulokować w części bezpiecznej struktury i na instrumenty pochodne (opcje) pozostaje niewiele. W związku z tym emitenci coraz częściej przygotowują struktury z niepełną lub warunkową ochroną kapitału. W 2009 r. ich odsetek wyniósł 21,18 proc., a w I połowie 2010 r. – 22,75 procent.

Wykres 8: Poziom ochrony kapitału w produktach strukturyzowanych w Polsce w okresie styczeń-czerwiec 2010 r.



źródło: Structus.pl

Dobre wyniki zakończonych inwestycji

Dla potencjalnych inwestorów ważne jest, jak dużą szansę na wygenerowanie zysku daje oferowana im struktura. Pierwsze sześć miesięcy 2010 r. było pod względem wyników zapadających produktów dobre. Średnia stopa zwrotu zakończonych w badanym okresie produktów wyniosła ponad 4,4 proc. w skali roku.

Ponad 36 proc. zakończonych inwestycji dało co najmniej 5 proc. zysku w skali roku (co można przyjąć za poziom bankowych lokat), a prawie co czwarty produkt przyniósł co najmniej 10 proc. per annum, co jest już wynikiem satysfakcjonującym. Najlepsze inwestycje zbliżyły się do wyniku 20 procent.

Większość struktur zakończonych z najlepszym wynikiem (15 na 16 najlepszych) to produkty zbudowane na opcji autocall. Taka inwestycja nominalnie trwa np. trzy lub cztery lata, ale jeśli spełniony zostanie określony warunek, może się zakończyć przed

czasem, dając z góry określony zysk. Szansę na to mają co rok lub co pół roku. Właśnie taką konstrukcją miały najlepsze w I półroczu 2010 r. AutoCall69 - WIG20 T1 z oferty Citi Handlowego i KBC Poland Jumper 1 FIZ oferowany przez KBC TFI.

Tabela 4: Wyniki najlepszych produktów strukturyzowanych zakończonych w okresie styczeń-czerwiec 2010 r.

nazwa firmy	nazwa produktu	czas trwania	wynik w skali roku	aktywo bazowe
Citi Handlowy	AutoCall69 - WIG20 T1	1 rok	18,00%	indeks WIG20
KBC TFI	KBC Poland Jumper 1 FIZ	6 mies.	18,00%	indeks WIG20
Citi Handlowy	AutoCall71 -WIG20 T1	1 rok	16,80%	indeks WIG20
Citi Handlowy	AutoCall72 -WIG20 T2	1 rok	16,60%	indeks WIG20
Deutsche Bank PBC	Certyfikaty Chiński Express II	6 mies.	16,50%	indeks Hang Seng China Enterprises (HSCEI)
Citi Handlowy	AutoCall57 - Taiwan	18 mies.	15,80%	indeks MSCI Taiwan
Citi Handlowy	AutoCall70 - WIG20 T2	1 rok	15,50%	indeks WIG20
Citi Handlowy	Auto Call40 - EWZ	2 lata	15,50%	indeks EWZ (Brazylia)
Wealth Solutions	Speedway*	1 rok	15,00%	koszyk akcji 5 spółek
Wealth Solutions	Speedway II*	1 rok	15,00%	koszyk akcji 5 spółek

* zysk zwolniony z podatku od zysków kapitałowych

źródło: Structus.pl

Analizując wyniki zakończonych inwestycji, trzeba dodatkowo zwrócić uwagę na kwestię podatku od zysków kapitałowych. Spośród najlepszych zakończonych struktur uniknąć go pozwalały Speedway i Speedway II. Po przeprowadzeniu tzw. ubruttowienia (podzielenie przez 0,81) okaże się, że ich stopa zwrotu wynosi 18,52 proc. – i taką wartość można porównywać z innymi, w których trzeba podatek odprowadzić.

Większość najlepszych zakończonych struktur oparta była na indeksach giełdowych, których wzrosty spowodowały zakończenie wielu struktur autocall. Z kolei na gorszą część wyników wpłynęły wiosenne zawirowania w strefie euro. Przez nie bardzo wiele struktur Raiffeisena czy Banku Zachodniego WBK opartych na kursach walut zakończyło się bez premii. Na szczęście dla inwestorów miały 100-proc. ochronę kapitału.

Tabela 5: Analiza wyników produktów strukturyzowanych zakończonych w okresie styczeń-czerwiec 2010 r.

liczba zakończonych produktów	136	
z zyskiem	73	53,68%
z zyskiem co najmniej 5%	49	36,03%
z zyskiem co najmniej 10%	33	24,26%
zwrot kapitału	59	43,38%
strata	4	2,94%
średnia stopa zwrotu	4,42%	
mediana stopy zwrotu	0,82%	
maksymalna stopa zwrotu	18,00%	

źródło: Open Finance, Structus.pl

Dynamiczny wzrost sprzedaży

Dla firm działających na rynku produktów strukturyzowanych niezwykle istotne są informacje na temat wielkości sprzedaży. Każdy chce poznać dokonania konkurencji i sprawdzić, jak na ich tle wypadają własne osiągnięcia. Niemniej ze względu na specyfikę rynku i brak konkretnych regulacji, nie istnieją oficjalne dane, które pozwoliłyby to zweryfikować. Z danych zebranych przez Structus.pl wynika, że w I połowie 2010 r. Polacy ulokowali w strukturach około 4,8-5,1 mld zł, czyli mniej więcej tyle, ile w całym 2008 r. (w 2009 r. było to 6,5-7 mld zł).

Jeśli chodzi o wolumeny sprzedaży, to rynek jest dość spolaryzowany. Tylko cztery firmy zebrały w ciągu analizowanych sześciu miesięcy co najmniej po 500 mln zł, a pierwszych pięć instytucji zagarnęło łącznie ponad dwie trzecie rynku. Większość aktywnych w I półroczu 2010 r. firm nie przekroczyła bariery 100 mln złotych.

Średni wolumen sprzedaży jednego produktu to niecałe 20 mln złotych. Pomijając PKO BP, które miało tylko jeden produkt, najefektywniejsze sieci sprzedaży generują po blisko 50 mln zł na produkt. Minimum, jakiego potrzeba do zamknięcia produktu ustrukturyzowanego, stanowi 1-1,5 mln zł i takie subskrypcje także się zdarzają.

Niewiele danych jest jawnych, a wśród przykładów udanych subskrypcji wymienić można m.in. fundusz KBC Kupon Jumper FIZ (subskrypcja od maja do lipca), na który zebrano ponad 106 mln złotych. Bardzo dobrze sprzedawały się też inne fundusze KBC TFI, a także lokaty Kredyt Banku, obligacje strukturyzowane Domu Maklerskiego Banku Zachodniego WBK, lokaty i bankowe papiery wartościowe emitowane przez Bank Millennium oraz produkty oferowane przez Getin Noble Bank. Z wyników sprzedaży zadowolone mogą być Raiffeisen, ING Bank Śląski i Deutsche Bank PBC, który w porównaniu do pierwszych miesięcy 2009 r. zanotował ponad 300-proc. wzrost. Jak na skalę działalności, dobrze radzi sobie niewielki Bank DnB Nord. Co ciekawe, liczba produktów nie zawsze idzie w parze z wielkością sprzedaży. Mało popularne (ilościowo) fundusze inwestycyjne zamknięte i obligacje strukturyzowane notują zwykle wysokie wolumeny sprzedaży.

Dynamicznie rosnący polski rynek nadal jest jednak mikrusem w porównaniu do krajów, gdzie historia struktur ma lat kilkadziesiąt (w Polsce pierwsze struktury pojawiły się na początku XXI wieku). Z całego europejskiego rynku na Polskę przypada mniej niż 1 proc. wartości inwestycji w struktury. W Belgii, Hiszpanii, Szwajcarii, Wielkiej Brytanii czy Francji sprzedaż jest 8-12-krotnie wyższa, a w Niemczech i we Włoszech – ponad 20-krotnie. Jak wynika z danych StructuredRetailProducts.com, porównywalne do naszego rynku mają Finlandia i Irlandia.

Rosnący (zarówno pod względem liczby produktów, jak i wartości sprzedaży) rynek struktur w Polsce to z jednej strony skutek nastawienia instytucji finansowych,

poszukujących nowych sposobów na zatrzymanie pieniędzy klientów, a z drugiej – efekt podejścia inwestorów, którzy doświadczeni ostatnim kryzysem chętniej lokują swe oszczędności w instrumenty z ochroną kapitału.

Autorzy raportu:



Marcin Krasoń
redaktor naczelny Structus.pl



Michał Szeliski
analityk Structus.pl