

MARIETTA JANOWICZ-LOMOTT  
ANNA OSTROWSKA-DANKIEWICZ

## Ubezpieczeniowe produkty strukturyzowane – wpływ na polski rynek ubezpieczeń życiowych

*Rynek produktów inwestycyjnych w Polsce nieustannie się rozwija. Pojawiają się na nim nowe formy instrumentów finansowych, które mogą stanowić alternatywę dla dotychczasowych form inwestowania. Są to między innymi produkty strukturyzowane.*

*Celem artykułu jest wskazanie wpływu produktów strukturyzowanych na polski rynek ubezpieczeń na życie. W artykule zaprezentowano formy funkcjonujących w Polsce produktów strukturyzowanych oraz konstrukcję i cechy produktów strukturyzowanych, które przybierają formę ubezpieczeń (w tym najnowszego rodzaju tych produktów – typu Pareto). Autorki podjęły próbę ukazania tendencji zachodzących w oszczędnościach Polaków oraz sytuacji na polskim rynku ubezpieczeń na życie, na który wpływ mają, zwłaszcza w ciągu ostatnich kilku lat, oferowane przez ubezpieczycieli polisy strukturyzowane, traktowane coraz częściej jako alternatywna forma lokowania kapitału.*

### Wprowadzenie

Ubezpieczenie na życie jest mechanizmem finansowym przenoszącym ryzyko ekonomicznych skutków zdarzenia, dotyczącego życia ubezpieczonego i osób z nim ekonomicznie związanych, na zakład ubezpieczeń.<sup>1</sup> Podstawową funkcją ekonomiczną ubezpieczeń (zatem także ubezpieczeń na życie) jest funkcja ochrony ubezpieczeniowej. Polega ona na finansowym kompensowaniu powstałych strat. Ponieważ ubezpieczenie na życie dotyczy zdarzeń bezpośrednio związanych z dobrami osobistymi, zatem tej grupy strat nie da się wyrównać odszkodowaniem w postaci pieniężnej, można jedynie załagodzić ich skutki, wypłacając określone świadczenie. Ze względu na fakt, iż w ubezpieczeniach na życie zdarzeniem ubezpieczeniowym jest śmierć ubezpieczonego albo dożycie przez niego do końca okresu ubezpieczenia, wykształciła się także druga funkcja tych ubezpieczeń – funkcja oszczędnościowa.

---

1. J. Monkiewicz, *Podstawy ubezpieczeń, tom II – produkty*, Poltext, Warszawa 2002, s. 89.

Traktowanie ubezpieczenia na życie jako instrumentu pomnażania środków finansowych wskazuje na to, że produkt ten może być alternatywą oszczędzania. Zakłady ubezpieczeń pomnażając środki finansowe swoich klientów, powodują jednocześnie wzrost możliwości inwestycyjnych tych osób. Prezentowana obecnie koncepcja ubezpieczeń na życie (eksponująca dwoisty charakter ubezpieczenia, traktowanego jako produkt zabezpieczający ryzyko oraz służący pomnażaniu kapitału) wskazuje na fakt, iż ubezpieczyciele działu I wkraczają w obszar działalności innych pośredników finansowych, a klienci nabywający tego typu produkty wykazują większe zainteresowanie zabezpieczeniem finansowym niż ochroną ubezpieczeniową.<sup>2</sup>

Zestawiając ze sobą funkcję ochronną i oszczędnościową ubezpieczenia należy zauważyć, iż ta druga jest następstwem realizowania podstawowej funkcji każdego ubezpieczenia, a więc funkcji ochronnej. Akumulacji oraz pomnażaniu środków służą te ubezpieczenia na życie, które gwarantując ochronę na wypadek śmierci albo ochronę z tytułu dożycia określonego wieku, jednocześnie akumulują środki w postaci funduszu ubezpieczeniowego. Produkty tego typu zarządzane są w taki sposób, że część wpłaconej składki, tzw. składka oszczędnościowa, służy tworzeniu rezerwy ubezpieczeń na życie zamiast spłacie bieżących kosztów zapewniania wskazanej ochrony. W przypadku jednostkowej polisy zakumulowana składka oszczędnościowa razem z procentem (określonym z góry lub zarobionym przez ubezpieczyciela – zależnie od sposobu realizacji funkcji oszczędnościowej) tworzy wartość gotówkową. W ubezpieczeniach klasycznych wzrasta ona przez cały okres ubezpieczenia do momentu zrównania się z sumą ubezpieczenia. Natomiast w ubezpieczeniach nowoczesnych możliwe jest przewyższenie tej sumy. W chwili wypłaty świadczenia na skutek zaistnienia określonego zdarzenia losowego wartość gotówkowa wchodzi w skład świadczenia.<sup>3</sup>

Funkcja oszczędnościowa ubezpieczenia może być realizowana na dwa sposoby<sup>4</sup>:

- a) poprzez inwestowanie składki, która przeznaczona jest na późniejsze wypłaty świadczeń, co oznacza, że ryzyko inwestycyjne ponosi w tym wypadku zakład ubezpieczeń, który zobowiązany jest do wypłaty ustalonego z góry świadczenia, niezależnie od rzeczywistej rentowności inwestycji; przewidywana stopa zwrotu uwzględniona jest na etapie kalkulacji składki w postaci tzw. technicznej stopy procentowej; ponadto, w praktyce, dosyć często występuje sytuacja, w której umowa ubezpieczenia może zapewniać ubezpieczonemu udział w dodatkowo osiągniętym zysku (jest to sposób właściwy dla tzw. tradycyjnych ubezpieczeń na życie),
- b) poprzez inwestowanie wyraźnie wyodrębnionej oszczędnościowej części składki, która przeliczana jest na jednostki uczestnictwa w funduszach kapitałowych; z racji tego, iż

---

2. T.H. Bednarczyk, *Powiązania rynku ubezpieczeniowego z rynkiem finansowym na przykładzie ubezpieczeń na życie o charakterze inwestycyjnym*, [w:] *Studia ubezpieczeniowe*, red. J. Handschke, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu nr 127, Poznań 2009, s. 591–592.

3. P. Kania, D. Szewieczek, *Ubezpieczenia oszczędnościowe a funkcja ochronna ubezpieczeń na życie w Polsce w latach 2001–2006*, [w:] *Ubezpieczenia wobec wyzwań XXI wieku*, red. W. Ronka-Chmielewicz, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu nr 1197, Wrocław 2008, s. 147–148.

4. M. Borda, *Ubezpieczenia na życie jako forma dodatkowego oszczędzania w polskim systemie emerytalnym*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2006, nr 1/2, s. 2–3; E. Stroiński, *Ubezpieczenie na życie jako metoda zabezpieczenia finansowego gospodarstwa domowego*, [w:] *Spoleczne aspekty ubezpieczenia*, red. T. Szumlicz, SGH, Warszawa 2005, s. 225.

nie jest możliwe wskazanie, w jaki sposób za jakiś czas zachowa się fundusz, ryzyko inwestycyjne ponosi ubezpieczający, który ma możliwość wyboru funduszu lub funduszy kapitałowych; wartość świadczenia zależy od rzeczywistej, a nie przewidywanej, rentowności funduszy (jest to sposób właściwy dla ubezpieczeń na życie związanych z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym).

W polskiej praktyce ubezpieczeniowej w zakresie ubezpieczeń na życie, biorąc pod uwagę fakt, iż realizują one funkcję oszczędnościową, można wyodrębnić cztery podstawowe kategorie tych narzędzi<sup>5</sup>:

- a) ubezpieczenia klasyczne o stałej sumie ubezpieczenia i przyjętej na cały okres ubezpieczenia technicznej stopie procentowej, zawierane na wypadek śmierci i/lub dożycia (wariant ochronno-oszczędnościowy oraz oszczędnościowy),
- b) uniwersalne ubezpieczenia na życie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym, występujące w wariantach maksymalnej ochrony (ochronno-oszczędnościowe) oraz w wariantach minimalnej ochrony (ubezpieczenia oszczędnościowe),
- c) indywidualne konto emerytalne w formie ubezpieczenia na życie (oszczędnościowe),
- d) ubezpieczenia depozytowe przypominające lokaty bankowe (oszczędnościowe).

W obecnych warunkach rynkowych, przy wzmożonym zapotrzebowaniu na usługi finansowe, produkty ubezpieczeniowe umożliwiające oszczędzanie, zwłaszcza krótkoterminowe, zaczynają zyskiwać na znaczeniu. W skrajnych przypadkach funkcja ochronna jest zredukowana do minimum, a zakup takiego ubezpieczenia traktowany jest jak inwestycja finansowa. Mówimy wówczas o rezygnacji z bieżącej konsumpcji na rzecz przyszłych, niepewnych korzyści. Celem takiej inwestycji jest zwiększenie wielkości kapitału – uzyskanie jak najwyższej wartości inwestycji na koniec okresu inwestowania, ewentualnie uzyskiwanie regularnych dochodów.<sup>6</sup>

Zmienność warunków na rynkach finansowych, zwłaszcza w dobie kryzysu, i niezadowolające efekty inwestycji w tradycyjne instrumenty finansowe<sup>7</sup> spowodowały zainteresowanie wykorzystaniem inwestycji alternatywnych. Stanowią one nową klasę aktywów, które dzięki różnorodności strategii uniezależniają inwestorów od sytuacji na rynkach tradycyjnych instrumentów finansowych i pozwalają otrzymywać zyski bez względu na stan koniunktury na rynkach finansowych. Jest to szeroki zakres produktów i usług finansowych, których nie zalicza się do tradycyjnych form inwestowania. Do grupy tej należą m.in.: fundusze hedge, fundusze funduszy, produkty strukturyzowane, private equity, nieruchomości i surowce.

Jednym z rodzajów inwestycji alternatywnych są produkty strukturyzowane przybierające formę różnorodnych instrumentów finansowych (lokatach bankowych, bankowych papierów wartościowych, obligacji czy polis ubezpieczeniowych). Stanowią one w ostatnich latach najnowszy trend w rozwoju polskiego rynku finansowego, w tym ubezpieczeniowego.

5. P. Kania, D. Szewieczek, *Ubezpieczenia oszczędnościowe...*, op.cit., s. 151.

6. Zob. K. Jajuga, *Wprowadzenie do inwestycji finansowych*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2009, s. 5–6.

7. Do najważniejszych instrumentów finansowych zaliczamy depozyty bankowe, obligacje, akcje, jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych i certyfikaty inwestycyjne oraz bony skarbowe i inne instrumenty rynku pieniężnego. Zob. więcej K. Jajuga, *Wprowadzenie ...*, op.cit, s. 8–9.

## 1. Koncepcja i formy produktu strukturyzowanego

Produkty strukturyzowane w literaturze anglosaskiej określa się niemal jednoznacznie z kategorią instrumentów pochodnych, których wartość zależy od innych instrumentów. W języku polskim określane są jako instrumenty finansowe, które gwarantują inwestorowi ochronę kapitału oraz pozwalają na osiągnięcie wysokich zysków.<sup>8</sup> Produkty strukturyzowane są szeroką klasą instrumentów finansowych. Bywają określane jako hybryda dwóch klas aktywów – bezpiecznych i obciążonych ryzykiem rynkowym.<sup>9</sup>

Przyjmuje się, że usługa finansowa musi spełniać cztery warunki, aby można było nazwać ją produktem strukturyzowanym, tj.: częściowa lub pełna ochrona kapitału, określony czas trwania inwestycji, stopa zwrotu oparta na określonej przez emitenta formule oraz dołączony instrument pochodny.

Możemy wyróżnić produkty strukturyzowane z gwarancją ochrony kapitału oraz produkty bez gwarancji pełnej ochrony kapitału. Produkty z gwarancją ochrony kapitału polegają na tym, iż gwarantują one, że po zakończeniu inwestycji uzyska się 100 proc. kwoty, którą zainwestowano. Jednocześnie dają one określony udział w zyskach wygenerowanych przez instrument finansowy (pochodny), na którym opiera się dany produkt. Produkty bez gwarancji pełnej ochrony kapitału są natomiast bardziej ryzykowne, gdyż większy jest udział zarówno w zyskach, jak i w stratach generowanych przez instrument, na którym bazuje instrument pochodny wbudowany w produkt strukturyzowany.<sup>10</sup>

Wszystkie produkty strukturyzowane posiadają określony, zamknięty czas trwania inwestycji. Choć inwestor ma prawo wycofać się z inwestycji przed jej zakończeniem, często okazuje się to niekorzystne, gdyż wiąże się z koniecznością ponoszenia dodatkowych opłat.<sup>11</sup>

Stopa zwrotu z inwestycji w produkty strukturyzowane oparta jest na z góry określonej formule. W momencie zakupu inwestor powinien wiedzieć, od jakich czynników będzie uzależniony jego zysk, tzn. jaki instrument bazowy jest podstawą produktu oraz jaki wpływ będą miały zmiany wartości instrumentu bazowego na jego sytuację.<sup>12</sup> Parametrem decydującym o wartości wypłaty może być współczynnik partycypacji, określający procentowy udział inwestora w zysku wypracowanym dzięki zmianom wartości instrumentu bazowego.

Środki zainwestowane w produkt strukturyzowany już na wstępie inwestycji zostają podzielone na trzy części (rysunek 1). Część pierwsza polega na tzw. bezpiecznej inwestycji. Ustalona jest na takim poziomie, aby po upływie okresu zapadalności dać inwestorowi zwrot z kapitału na poziomie gwarantowanym. Część ta wiąże się z lokatą w instrumenty finansowe przynoszące z góry zakładane stopy zwrotu. Są to najczęściej obligacje zerokuponowe<sup>13</sup> lub depozyty bankowe.

---

8. A. Zaremba, *Produkty strukturyzowane – inwestycje nowych czasów*, Helion, Gliwice 2009, s. 7.

9. R.W. Baird, *Important Information about Structured Products*, BAIRD, Milwaukee 2010, s. 2.

10. M. Krzywda, *Produkty strukturyzowane w praktyce. Jak zagwarantować ochronę zainwestowanego kapitału i uzyskać zyski wyższe niż na lokacie bankowej*, Wydawnictwo Złote Myśli, Gliwice 2009, s. 8–9.

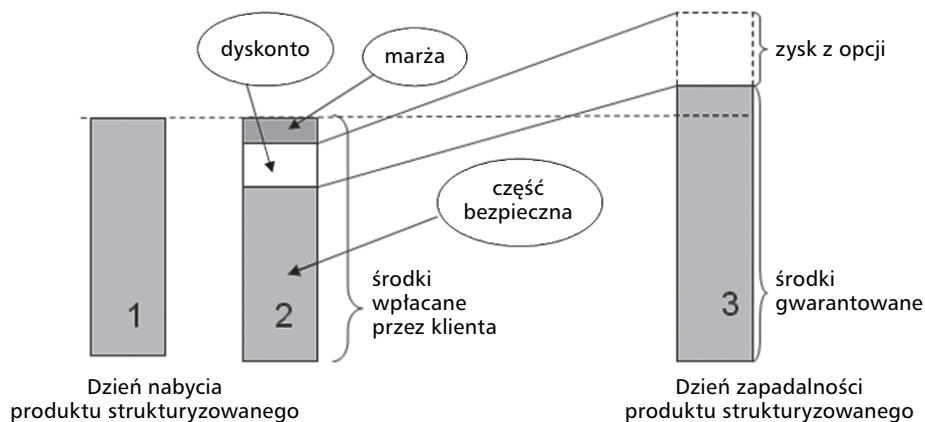
11. A. Zaremba, *Produkty...*, op.cit. s. 16.

12. M. Krzykowski, *Struktury na cenzurowanym*, „Miesięcznik Ubezpieczeniowy”, nr 9, 2008, s. 46–47.

13. Obligacja zerokuponowa jest to obligacja nieoprocentowana sprzedawana poniżej jej wartości nominalnej, a wykupywana przez emitenta po wartości nominalnej, S. Thiel, *Rynek kapitałowy i terminowy*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2010, s. 138.

Z drugiej części kapitału dokonuje się zakupu instrumentu pochodnego, który ma odpowiadać za zysk. Ostatnia część jest przeznaczona na marżę dla emitenta i dystrybutora. Wartość marży dla instytucji finansowych jest określona i pobierana *ex ante*, po zakończeniu subskrypcji. Dodatkowo może być również pobierana opłata dystrybucyjna, stanowiąca kilka procent inwestycji.<sup>14</sup>

Rysunek 1. Konstrukcja produktu strukturyzowanego



Źródło: opracowanie własne na podstawie: M. Mokrogulski, P. Sepielak, *Produkty strukturyzowane w Polsce w latach 2000–2010*, KNF, Warszawa 2010, s. 12–14.

Istotną cechą produktów strukturyzowanych jest forma, pod którą są wprowadzane na rynek. Pomimo różniących się między sobą znacząco form, podstawowa konstrukcja opiera się na identycznym schemacie. Produkty strukturyzowane emitowane w Polsce charakteryzują się różnorodnością form (rysunek 2). W roku 2010 dominujący udział w rynku odnotowały produkty strukturyzowane w formie ubezpieczeń na życie i dożycie (ok. 40 proc.) i lokaty strukturyzowane (34,2 proc.).

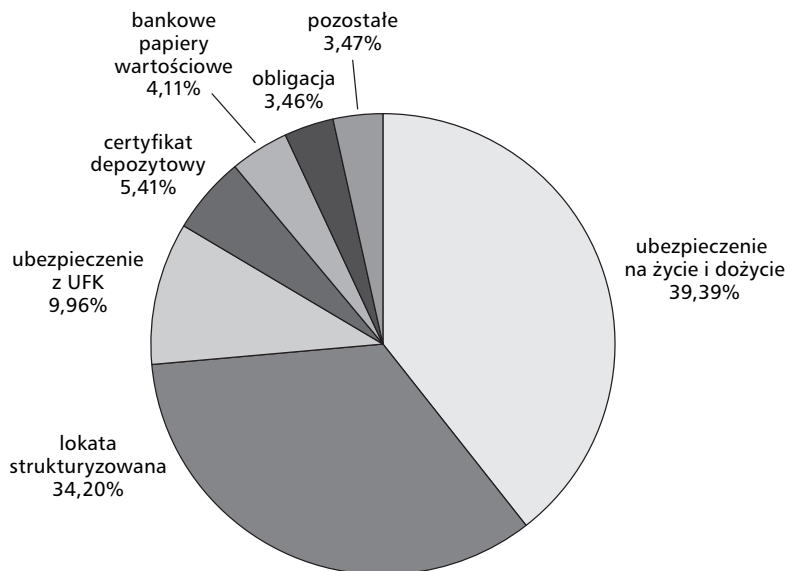
Ze względu na tematykę, artykuł zawiera charakterystykę produktów strukturyzowanych w formie ubezpieczeń.<sup>15</sup> Z punktu widzenia krajowych regulacji prawnych ubezpieczeniowe produkty strukturyzowane funkcjonują w oparciu o ustawę o działalności ubezpieczeniowej i występują w formie ubezpieczenia na życie i dożycie oraz ubezpieczenia z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym.<sup>16</sup> Okres ubezpieczenia jest tu stosunkowo krótki – zasadniczo zawiera się w przedziale od pół roku do piętnastu lat. Polisy w formie ubezpieczeń na życie i dożycie (grupa 1) są zwolnione z podatku od zysków kapitałowych, ale już zysk z produktów na bazie ubezpieczeń z UFK podlega opodatkowaniu. Emitentem produktu strukturyzowanego jest w tym przypadku zakład ubezpieczeń. Dystrybucja odbywa się najczęściej poprzez bank lub inną instytucję finansową. Ubezpieczenie może mieć charakter indywidualny (umowa

14. M. Mokrogulski, P. Sepielak, *Produkty strukturyzowane w Polsce w latach 2000–2010*, KNF, Warszawa 2010, s. 12–14.

15. Inne produkty opisano np. w M. Mokrogulski, P. Sepielak, *Produkty...*, op.cit. lub A. Zaremba, *Produkty...*, op.cit.

16. Odpowiednio grupy 1 i 3 w dziale I zgodnie z Załącznikiem do Ustawy z dnia 22 maja 2003 r. o działalności ubezpieczeniowej.

Rysunek 2. Struktura sprzedaży produktów strukturyzowanych w Polsce w 2010 r. (wg liczby sprzedanych produktów strukturyzowanych)



Źródło: Rynek produktów strukturyzowanych w Polsce w roku 2010, [www.structus.pl](http://www.structus.pl).

zawierana pomiędzy zakładem ubezpieczeń a klientem) lub grupowy (zakład ubezpieczeń zawiera umowę z dystrybutorem, ubezpieczającym). Zaletą produktu strukturyzowanego w formie ubezpieczenia jest zwolnienie kwoty uzyskanej z inwestycji z podatku od spadków i darowizn. Ponadto świadczenia z tytułu ubezpieczeń nie podlegają egzekucji sądowej.

Polisy na życie i dożycie są obecnie najpopularniejszą formą produktów strukturyzowanych występujących w Polsce. Na wysokość świadczenia wpływa zarówno kwota gwarantowana przez ubezpieczyciela (dzięki inwestycji w obligację zerokuponową), jak i zysk z odpowiednio skonstruowanej opcji na instrument finansowy. Zakład ubezpieczeń ponosi ryzyko ubezpieczeniowe związane z koniecznością wypłaty świadczenia w przypadku śmierci ubezpieczonego w okresie ochrony, jednak świadczenie na wypadek śmierci jest ustalone na poziomie minimalnym – zwiiera się najczęściej w przedziale 0,5–7 proc. zainwestowanego kapitału (składki ubezpieczeniowej).<sup>17</sup> Suma ta jest na tyle niewielka, że nie ma konieczności przeprowadzania procedur oceny ryzyka oraz badań medycznych. W związku z obecnością ochrony ubezpieczeniowej ze składki ubezpieczeniowej pobierana jest opłata za ryzyko, związana z kosztem tej ochrony. Ze względu na bardzo niskie świadczenie z tytułu śmierci, udział opłaty za ochronę jest niewielki i zwykle nie przekracza 25 gr na każde 1000 zł składki ubezpieczeniowej.<sup>18</sup> Opłata za ryzyko pobierana przez ubezpieczyciela pomniejsza kwotę przeznaczoną do zainwestowania.

17. M. Krzykowski, A. Fornalik, *Wady i zalety struktur*, „Miesięcznik Ubezpieczeniowy”, nr 2, 2008, s. 22.

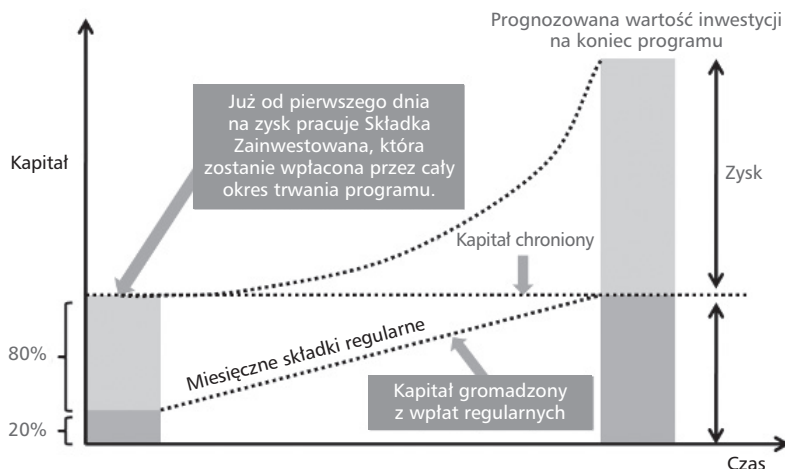
18. Przy składce ubezpieczeniowej (zainwestowanej kwocie) wysokości 1000 zł suma ubezpieczenia na wypadek śmierci mieści się w większości przypadków w granicach 5–70 zł. Maksymalna opłata za ryzyko w wysokości 25 gr jest zatem stosunkowo niska.

Produkty strukturyzowane mogą mieć również formę ubezpieczenia na życie z UFK. Podobnie jak w przypadku produktów strukturyzowanych w formie ubezpieczeń na życie i dożycie, klienci również są objęci ochroną. Cechą wyróżniającą ten produkt ubezpieczeniowy jest mechanizm, który uzależnia wysokość świadczenia od wyników osiągniętych przez wyodrębniony fundusz kapitałowy, którego środki są lokowane w oznaczonym funduszu inwestycyjnym. Dlatego z punktu widzenia inwestora zasady funkcjonowania produktów strukturyzowanych w formie ubezpieczenia z UFK są zbliżone do inwestycji w funduszu inwestycyjnym.<sup>19</sup>

W maju 2009 r. na rynku pojawił się nowy typ produktów strukturyzowanych – produkty typu Pareto.<sup>20</sup> Oferowane są one w formie ubezpieczenia na życie i dożycie z ubezpieczeniowym funduszem kapitałowym. Charakteryzują się stosunkowo długim, jak na produkty strukturyzowane, horyzontem inwestycyjnym, stanowiącym około 10–15 lat.

Podstawowa zasada działania produktów strukturyzowanych typu Pareto jest dość prosta (rysunek 3). Na początku inwestycji należy wpłacić 20 proc. składki, reszta uiszczana jest w comiesięcznych ratach. Kluczowe jest to, że na wysokość świadczenia od początku pracuje cała składka pomniejszona jedynie o opłaty administracyjne (w tym opłatę za ryzyko), czyli tak zwana składka zainwestowana, stanowiąca jednocześnie chroniony kapitał (na koniec klient otrzyma co najmniej składkę zainwestowaną). Rozwiązanie takie jest możliwe dzięki zakupowi instrumentu pochodnego (najczęściej opcji). Wysokość wpłat regularnych jest wyliczona w taki sposób, aby na koniec okresu inwestycji otrzymana została co najmniej składka zainwestowana. Zysk klienta wynika natomiast z inwestycji w instrument pochodny. W programach typu Pareto opłata administracyjna jest naliczana od pełnej kwoty składki, lecz pobierana jest każdego miesiąca od wpłaty regularnej.<sup>21</sup>

Rysunek 3. Zasada działania produktu typu Pareto



Źródło: M. Krasoń, *Poradnik Structus.pl: Pareto wyjaśniamy wątpliwości*, <http://www.structus.pl/analizy/poradnik-structuspl-pareto-wyjasniamy-watpliwosci> (4.10.2011).

19. M. Mokrogulski, P. Sepielak, *Produkty...*, op. cit., s.10, 14.

20. Ubezpieczycielem było TU Europa, a dystrybutorem Noble Bank.

21. M. Krasoń, *Poradnik Structus.pl: Pareto wyjaśniamy wątpliwości*, <http://www.structus.pl/analizy/poradnik-structuspl-pareto-wyjasniamy-watpliwosci> (4.10.2011).

W produktach tych zakończenie inwestycji przed terminem zapadalności w pierwszych 3–4 latach oznacza utratę wpłaconej kwoty, w kolejnych latach opłaty są również wysokie. Niezwykle restrykcyjne są również zasady dotyczące opóźnień w opłacie składek i braku reakcji na monity ubezpieczycieli.<sup>22</sup>

Pomimo niewątpliwych zalet (całkowita lub częściowa gwarancja ochrony kapitału, możliwy wysoki zysk), produkty strukturyzowane charakteryzują pewne ograniczenia, do których zaliczyć należy: tzw. współczynnik partycypacji, który oznacza, jaka część zysku z inwestycji w instrument pochodny otrzyma inwestor<sup>23</sup>; ich limitowaną dostępność wynikającą z ich oferowania tylko w określonym przedziale czasowym czy konieczność ponoszenia dodatkowych opłat w razie wcześniejszego rozwiązania umowy.

## 2. Stan rynku polis strukturyzowanych w Polsce

Produkty strukturyzowane w formie ubezpieczeń stanowią niemal 50 proc. subskrypcji wszystkich produktów strukturyzowanych w Polsce (por. rysunek 2). Pierwsza emisja dokonana została przez spółki grupy ING w 2005 r. Od tego czasu ich sprzedaż zwiększa się, przy czym przeważają ubezpieczenia na życie i dożycie (tablica 1). W latach 2008–2010 ich przewaga była dość znaczna. Jednak sytuacja ta zmienia się. W ciągu trzech kwartałów 2011 r. wyemitowano już ponad dwukrotnie więcej produktów strukturyzowanych w formie ubezpieczenia z UFK niż w całym 2010 r. Emisji w formie ubezpieczeń z UFK w latach 2006–2010 było niewiele więcej niż subskrypcji tylko w 2011 r.

**Tablica 1. Liczba subskrypcji produktów strukturyzowanych w formie ubezpieczeń w Polsce 2000–2011**

Rodzaj PS	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011*
forma ubezpieczenia z UFK	0	0	0	0	0	0	8	9	5	18	35	73
forma ubezpieczenia na życie i dożycie	0	0	0	0	0	2	6	45	198	237	189	83
wszystkie	3	5	12	16	31	62	113	123	337	458	462	b.d.

\*stan po III kwartałach.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych portali: [www.structus.pl](http://www.structus.pl) i [www.analizy.pl](http://www.analizy.pl) (1.10.2011).

Ponieważ produkty strukturyzowane charakteryzują się określonym czasem inwestycji, zatem ważnym elementem jest analiza ich horyzontu czasowego (tablica 2). Wskazuje ona, iż produkty strukturyzowane w formie ubezpieczeń są inwestycjami średnio- i długoterminowymi. Jest to jednak krótki okres w porównaniu ze standardowym okresem ochrony ubezpieczeniowej w ubezpieczeniach na życie i dożycie.

22. M. Krasoń, *Pierwsza struktura z regularną składką*, <http://www.structus.pl/analizy/pierwsza-struktura-z-regularna-skladka>.

23. W przypadku np. 70 proc. współczynnika partycypacji, ze względu na konieczność pokrycia przez ubezpieczyciela kosztu gwarancji, akwizycji, administracji i pozostawienia pewnego marginesu na zysk, przyznawany klientowi zysk pomniejszony jest o 30 proc. w stosunku do zysku, jaki można otrzymać inwestując bezpośrednio w określone w umowie instrumenty finansowe. Szerzej w: M. Krzykowski, A. Fornalik, *Wady...*, op.cit., s. 23.



**Tablica 2. Horyzont czasowy inwestycji w ubezpieczeniowe produkty strukturyzowane w latach 2005–2010 (w ilościach subskrypcji)**

Wyszczególnienie	2005		2006		2007		2008		2009		2010	
	UFK	Z-D	UFK	Z-D	UFK	Z-D	UFK	Z-D	UFK	Z-D	UFK	Z-D
poniżej 1								1	2			
1–2 (bez 2)							6		40	1	76	
2–3 (bez 3)					1	2	14		49	12	75	
3–10 (bez 10)		2	3	6	4	44	5	176	5	148	3	38
10 i więcej			1		1				7		18	1

UFK – produkt strukturyzowany w formie ubezpieczenia z UFK

Z-D – produkt strukturyzowany w formie ubezpieczenia na życie i dożycie

Źródło: Jak w tablicy 1.

W latach 2009–2010 ponad połowa ubezpieczeń z UFK była inwestycjami ponad 10-letnimi. W przypadku ubezpieczeń na życie i dożycie w roku 2009 dominowały inwestycje od trzyletnich do dziesięcioletnich (63 proc.), a w roku 2010 dwu-, trzyletnie (40 proc.).<sup>24</sup> Analiza pozostałych produktów strukturyzowanych wskazuje, iż dominują w nich inwestycje krótkoterminowe, poniżej jednego roku (35 proc. w 2009 i 47 proc. w 2010) niemal nieobecne w ubezpieczeniowych produktach strukturyzowanych.

Najaktywniejszym zakładem ubezpieczeń na rynku ubezpieczeniowych produktów strukturyzowanych jest TUŃż Europa SA (tablica 3). Ubezpieczyciel ten dokonuje dystrybucji produktów strukturyzowanych samodzielnie, ale także poprzez banki, z którymi ma powiązania kapitałowe; stworzył także platformę internetową – Butik Inwestycyjny – oferujący gotowe produkty doradcom finansowym i brokerom ubezpieczeniowym.. Według stanu na koniec trzeciego kwartału 2011 r. TUŃż Europa miało swój udział przy tworzeniu 574 produktów strukturyzowanych (stanowi to ok. 65 proc. wszystkich produktów strukturyzowanych w formie ubezpieczenia). Drugie towarzystwo w zestawieniu, ING TUŃż SA przeprowadziło 56 subskrypcji (6,2 proc.).

**Tablica 3. Zakłady ubezpieczeń tworzące ubezpieczeniowe produkty strukturyzowane w latach 2005–2011\* (wg liczby subskrypcji)**

Wyszczególnienie	łącznie	Ubezpieczenie na życie i dożycie	Ubezpieczenie z UFK
TU na Życie EUROPA SA	574	490	84
ING TU na Życie SA	56	53	3
NORDEA Polska TU na Życie SA	44	44	0
PZU Życie SA	35	35	0
TUŃż WARTA SA	33	5	28
TU ALLIANZ Życie Polska SA	31	22	9
Aviva TU na Życie SA	22	22	0
BENEFIA TU na Życie SA	21	21	0
MetLife TU na Życie SA	19	19	0
STU na Życie ERGO HESTIA SA	12	0	12
UNIQA TU na Życie SA	11	11	0

24. Obliczenia własne na podstawie danych zawartych w *Rynek...*, op.cit., s. 11.

Compensa TUnŻ SA	9	0	9
AEGON TU na Życie SA	8	8	0
AXA Życie TU SA	4	4	0
TU na Życie CARDIF Polska SA	3	3	0
CALI Europe SA Oddział w Polsce	2	1	1

\* stan po III kwartałach, w zestawieniu ujęto wyłącznie te zakłady ubezpieczeń, które wyemitowały więcej niż jeden produkt strukturyzowany.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych portalu [www.analazy.pl](http://www.analazy.pl) (1.10.2011).

Podmiotami oferującymi najwięcej produktów strukturyzowanych są głównie banki, w tym najaktywniejszy Noble Bank (tablica 4).

**Tablica 4. Udział poszczególnych dystrybutorów w rynku produktów strukturyzowanych w Polsce w 2010 r.**

Nazwa firmy	Liczba produktów	Udział w rynku (w%)
Noble Bank	73	15,8
Butik Inwestycyjny	54	11,7
Raiffeisen Bank Polska	52	11,3
BZ WBK/DM BZ WBK	51	11,0
Deutsche Bank PBC	44	9,5
KBC TFI/Kredyt Bank/Warta TUnŻ	31	6,7
Bank Millennium	25	5,4
Getin Bank	23	5,0
mBank	14	3,0
ING Bank Śląski	11	2,4
Wealth Solutions	11	2,4
Bank DnB Nord Polska	11	2,4

Źródło: M. Krasoń, M. Szeliski, *Rynek produktów strukturyzowanych w Polsce – Raport analityczny*, Structus.pl, Warszawa 2011, s. 3.

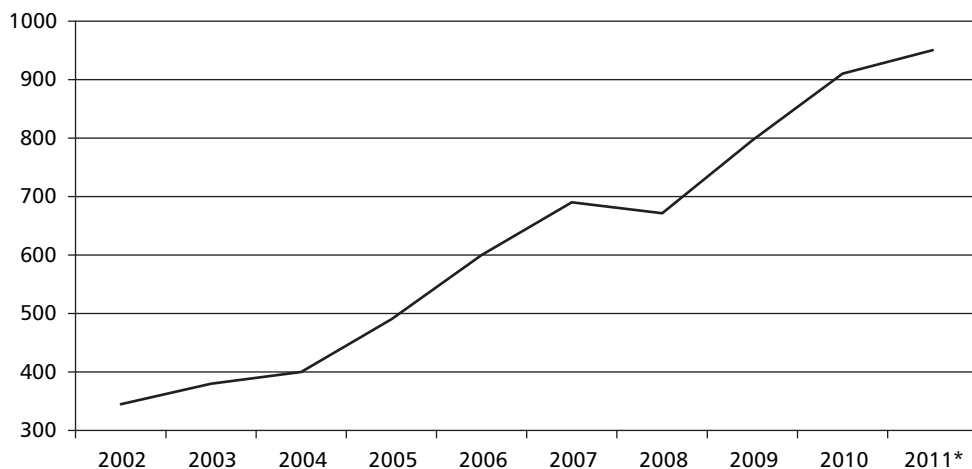
### 3. Miejsce produktów ubezpieczeniowych w strukturze oszczędności gospodarstw domowych

Obserwując stan budżetów polskich gospodarstw domowych za rok 2010, należy wykazać, iż wydatki na konsumpcję wynosiły średnio 83,1 proc. dochodu do dyspozycji, a na oszczędności gospodarstwa domowe przeznaczały niespełna 17 proc. swoich dochodów.<sup>25</sup> Poziom oszczędności gospodarstw domowych w Polsce wskazuje, że ich wartość na przestrzeni ostatnich dziesięciu lat zwiększyła się ponad trzykrotnie (rysunek 4). Zachowane zostało relatywnie wysokie tempo wzrostu oszczędności, z wyjątkiem stanu na koniec roku 2008, kiedy ich wartość wyniosła 671,3 mld zł i w skali roku zmniejszyła się o prawie 10 mld zł. Tym samym

25. *Sytuacja gospodarstw domowych w 2010 r. w świetle wyników badania budżetów gospodarstw domowych*, Główny Urząd Statystyczny, Departament Warunków Życia, Warszawa, 25.05.2011 r.

rok 2008 był pierwszym na przestrzeni ostatnich kilkunastu lat, w którym nominalna wartość oszczędności uległa zmniejszeniu, czego główną przyczyną był niewątpliwie kryzys na rynkach finansowych. W kolejnych latach wartość oszczędności gospodarstw domowych w Polsce rosła. Łączna suma oszczędności na koniec I półrocza 2011 roku wyniosła 950,2 mld zł.

**Rysunek 4. Wartość oszczędności gospodarstw domowych w Polsce w latach 2002–2011 (w mld zł)**

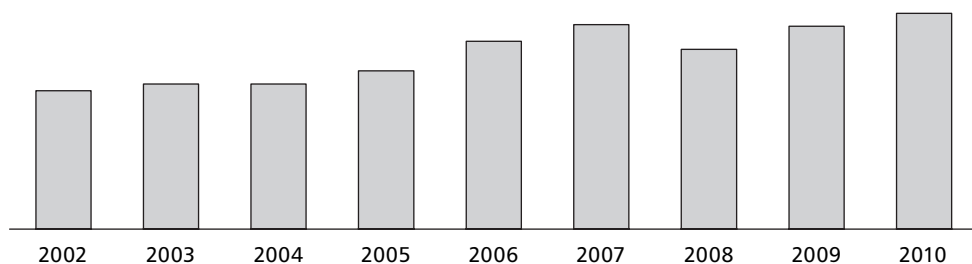


\*stan po II kwartałach.

Źródło: opracowanie własne na podstawie AnalizyOnline.

W roku 2008, pomimo przyrostu PKB o ponad 4 proc., pogorszyła się również relacja oszczędności do PKB. Na koniec grudnia 2008 r. udział tych środków stanowił 54,5 proc. wartości produktu krajowego brutto, podczas gdy jeszcze rok wcześniej relacja ta przekraczała 60 proc. Według danych na koniec 2010 roku wartość tego wskaźnika była natomiast rekordowa i przekroczyła 65 proc. (rysunek 5).

**Rysunek 5. Udział oszczędności gospodarstw domowych w PKB w latach 2002–2010**



Źródło: opracowanie na podstawie danych GUS oraz AnalizyOnline.

Analizując strukturę oszczędności gospodarstw domowych w Polsce, należy podkreślić, że w latach 2004–2007 nastąpił wyraźny wzrost innych niż depozytowe form oszczędzania. W strukturze oszczędności gospodarstw domowych, szczególnie w latach 2004–2007,

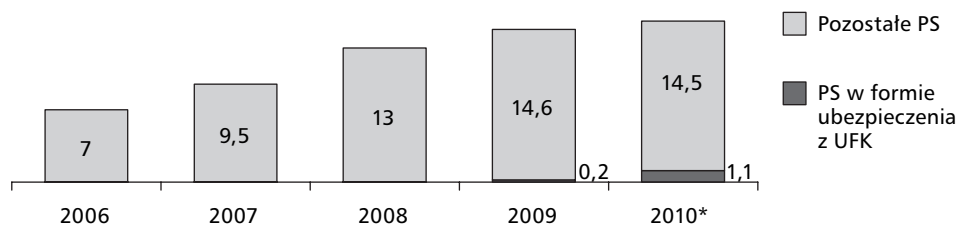
zanotowano wysoką dynamikę aktywów opartych na funduszach inwestycyjnych oraz aktywów ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych, co pozwala na wskazanie tendencji wzrostu świadomości Polaków w kwestii inwestowania. Jednak kryzys oraz zwiększenie sprzedaży krótkoterminowych ubezpieczeń na życie i dożycie z bardzo niską sumą ubezpieczenia na wypadek śmierci (ubezpieczeń depozytowych o charakterze lokat tzw. polisolokat) czy produktów strukturyzowanych doprowadziły do odwrócenia tej tendencji w roku 2008. Według danych na koniec 2008 r. wartość depozytów oraz gotówki na rachunkach bankowych wyniosła 332 mld zł, co stanowiło 49,5 proc. wszystkich oszczędności.

Badając wpływ poszczególnych składników na zmianę oszczędności, należy podkreślić, że w roku 2006 najwyższą dynamiką wzrostu charakteryzowały się ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe. Jednak w pierwszej połowie 2008 r. odnotowany został wzrost znaczenia defensywnych składników oszczędności, takich jak depozyty bankowe czy gotówka w obiegu. W związku z kryzysem na światowych rynkach finansowych w roku 2008 największy spadek dotknął aktywa zgromadzone w krajowych funduszach inwestycyjnych, których wartość spadła w ciągu roku o 44,9 proc.

Rok 2009 zapoczątkował fazę wzrostu oszczędności, a największy wpływ na ich przyrost miały depozyty bankowe. W 2010 roku oszczędności Polaków zgromadzone w różnych formach oszczędzania wzrosły natomiast o 107,7 mld zł, czyli o 13 proc. Największą dynamikę przyrostu (17,2 proc.) zaobserwowano w funduszach zagranicznych. Na wartości zyskały również inwestycje w krajowych funduszach inwestycyjnych o 3,1 mld zł, ubezpieczeniowych funduszach kapitałowych o 1,9 mld zł oraz oszczędności w gotówce poza systemem bankowym o 1 mld zł. W przypadku TFI oraz UFK wzrost aktywów wynikał zarówno z napływu nowych środków, jak i ze wzrostu wycen tytułów uczestnictwa funduszy.

Czas dynamicznego rozwoju rynku produktów strukturyzowanych w Polsce przypada na okres po roku 2006 i właściwie od tego momentu można analizować ich wartość i próbować mierzyć ich udział w strukturze oszczędności. Wartość produktów strukturyzowanych jest niewielka – na dzień 31.12.2006 wynosiła 7 mld zł, a na 30.06.2010 r. 15,6 mld zł (rysunek 6).

**Rysunek 6. Wartość produktów strukturyzowanych w Polsce w latach 2006–2010 (stan na ostatni dzień roku, w mld zł)**



\* stan po II kwartałach.

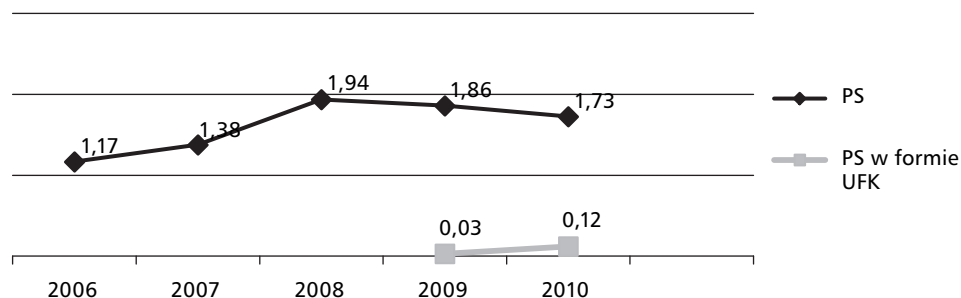
Źródło: opracowanie własne na podstawie [www.structuredretailproducts.com](http://www.structuredretailproducts.com) i AnalizyOnline.

Brak jest niestety danych na temat wartości wszystkich ubezpieczeniowych produktów strukturyzowanych. Ich wartość w formie ubezpieczeń z UFK jest jedynie szacunkowa, na pod-

stawie wycień przeprowadzonych przez portal AnalizyOnline.<sup>26</sup> Liczba produktów strukturyzowanych w formie ubezpieczeń z UFK stanowiła w 2009 r. blisko 10 proc. wszystkich wyemitowanych produktów strukturyzowanych (rysunek 2), a ich wartość jedynie ok. 1,35 proc. Wśród produktów strukturyzowanych o największej sprzedaży nie ma jednak produktów strukturyzowanych w formie ubezpieczeń, a głównie lokaty i fundusze.<sup>27</sup>

Pomimo dynamicznego rozwoju produktów strukturyzowanych w ostatnich pięciu latach, ich udział w oszczędnościach Polaków jest wciąż stosunkowo niewielki – w całym analizowanym okresie nie przekroczył 2 proc. (rysunek 7).

**Rysunek 7. Udział produktów strukturyzowanych w oszczędnościach gospodarstw domowych w latach 2006–2010 (w proc.)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie [www.structuredretailproducts.com](http://www.structuredretailproducts.com) i AnalizyOnline.

Jeszcze niższy jest udział produktów strukturyzowanych z UFK w oszczędnościach gospodarstw domowych. W najlepszym, 2010 roku wynosił 0,12 proc.

W efekcie przemian na rynku ubezpieczeniowym coraz wyraźniej uwypukla się inwestycyjny charakter zarówno ubezpieczeń na życie i dożycie (grupa 1) (wśród których znajdują się wycofywane obecnie z rynku tzw. polisolokaty czy produkty strukturyzowane w formie ubezpieczenia na życie i dożycie), jak i ubezpieczeń z UFK (grupa 3). Jednak wyłącznie w przypadku ubezpieczeń z UFK analizowany jest ich wpływ na oszczędności gospodarstw domowych. Wyraźną tendencją zaobserwowaną na rynku UFK jest znaczący wzrost wartości aktywów zgromadzonych przez ubezpieczycieli, które po pierwszym półroczu 2011 r. stanowiły już ponad 38 mld zł. Kryzys finansowy spowodował, co prawda, że w roku 2008 ich wartość uległa chwilowemu zmniejszeniu o prawie 30 proc. w stosunku do roku poprzedniego, jednak już w kolejnych latach zaobserwowano ponowne przyrosty wartości aktywów (rysunek 8).

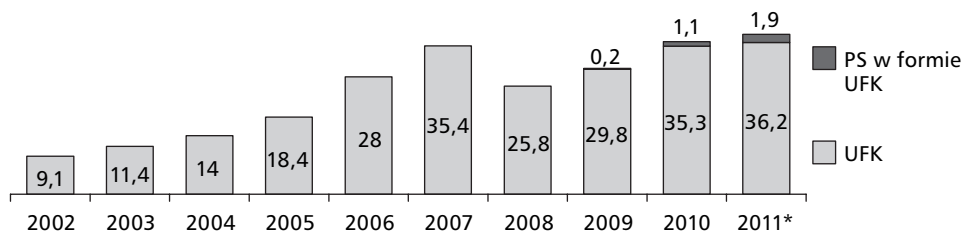
Wartość aktywów produktów strukturyzowanych w formie UFK w dniu 31.12.2009 wyniosła jedynie 0,2 mld zł i wzrosła do niemal 1,9 mld w dniu 30.06.2010. Ich znaczenie w strukturze UFK wzrosło z ok. 0,7 proc. do niemal 5 proc.; jest to jednak wciąż niski udział.

Pomimo stosunkowo wysokiej dynamiki aktywów UFK, ich udział w oszczędnościach ogółem, w porównaniu do innych grup aktywów, wciąż pozostaje niewielki. W latach 2002–2011

26. A. Zalewska, *Produkty strukturyzowane napędzają rynek UFK*, [http://inwestycje.pl/produkty\\_strukturyzowane/Produkty-strukturyzowane-napedzaja-rynek-UFK;139332;0.html](http://inwestycje.pl/produkty_strukturyzowane/Produkty-strukturyzowane-napedzaja-rynek-UFK;139332;0.html) (4.10.2011).

27. M. Mokrogulski, P. Sepielak, *Produkty...*, op.cit., s. 21–24.

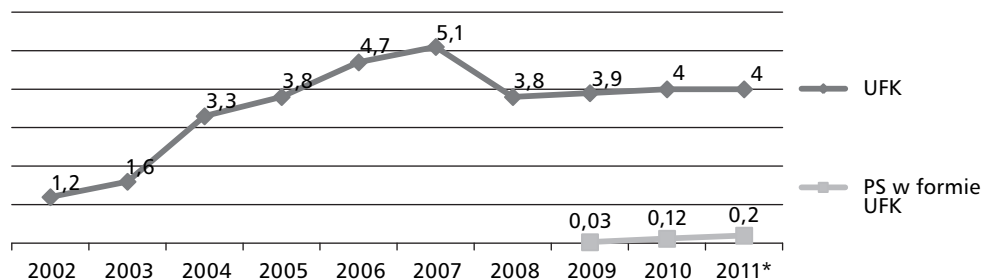
Rysunek 8. Wartość aktywów ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych (w mld zł)



\* stan po II kwartałach.

Źródło: opracowanie własne na podstawie AnalizyOnline.

Rysunek 9. Udział UFK w oszczędnościach gospodarstw domowych



\*stan po II kwartałach.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP, KNF i AnalizyOnline.

wał się on bowiem od 1,2 do 4,0 proc., z rekordowym udziałem w roku 2007 stanowiącym 5,1 proc. wszystkich oszczędności gospodarstw domowych (rysunek 9).

Na tym tle udział produktów strukturyzowanych w formie ubezpieczeń z UFK w oszczędnościach gospodarstw domowych jest wprawdzie rosnący, ale bardzo niski.

#### 4. Porównanie efektywności inwestycji w ubezpieczeniowe produkty strukturyzowane oraz ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe

Wyraźną tendencją na polskim rynku ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych jest stały przyrost ich liczby. Przełomowym okazał się rok 2006, w którym liczba UFK wzrosła aż o 64 proc., przekraczając granicę czterystu funduszy. Na koniec roku 2008 liczba ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych przekroczyła tysiąc, a według stanu na koniec czerwca 2011 roku stanowiła ona blisko 1400 funduszy, podczas gdy liczba ubezpieczycieli oferujących ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe od kilku lat pozostaje właściwie niezmienną i stanowi dwadzieścia cztery towarzystwa.

W ofercie ubezpieczycieli znaleźć można zarówno programy z funduszami dającymi podstawową możliwość dywersyfikacji, jak również takie, które dają możliwość ekspozycji na rynki

metali szlachetnych, surowców czy rynki nieruchomości. Oferowane są także programy dające możliwość inwestycji od rynków krajowych, przez regiony, po fundusze globalne, inne dają natomiast możliwość tylko inwestycji krajowych, a jeszcze inne oferują wyłącznie same fundusze zagraniczne. Ponadto jedni ubezpieczyciele dają wybór spośród licznej grupy funduszy różnych towarzystw inwestycyjnych, inni zaś oferują ograniczoną liczbę funduszy związaną z produktami jednego TFI.

Największym segmentem rynku ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych są fundusze mieszane. Wartość aktywów UFK w podziale na segmenty według stanu na koniec czerwca 2011 r. przedstawiono w tabelicy 4.

**Tabela 4. Wartość aktywów netto UFK w podziale na segmenty (w mln zł)**

Mieszane	14 529,79
Akcji	12 052,51
Ochrony kapitału	6 429,93
Dłużne	2 848,24
Gotówkowe i pieniężne	1 717,05
Absolutnej stopy zwrotu	425,38
Surowcowe	34,08
<b>Razem</b>	<b>38 036,99</b>

Źródło: [www.analizy.pl](http://www.analizy.pl).

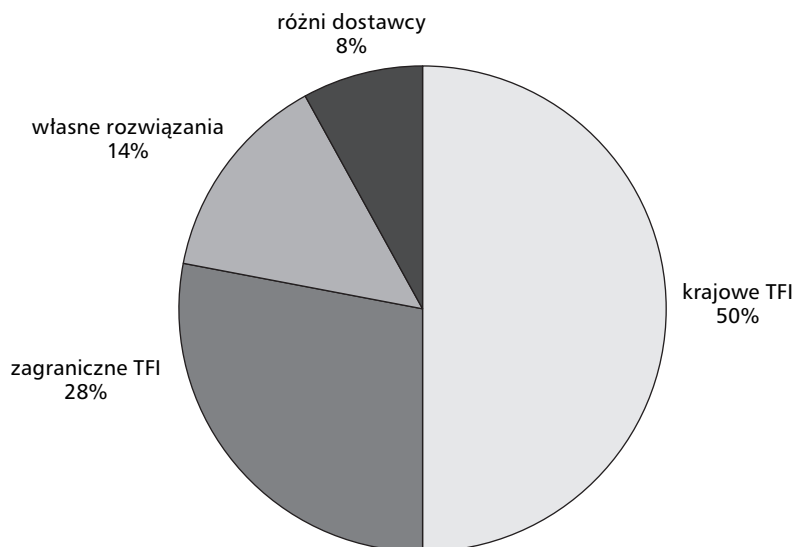
Poszczególne UFK mogą być tworzone jako fundusze wewnętrzne lub zewnętrzne. W tym drugim przypadku zakład ubezpieczeń traktowany jest jako klient określonych funduszy inwestycyjnych, ale sam rozlicza liczbę posiadanych przez poszczególnych ubezpieczających jednostek uczestnictwa, ewentualnie poszczególni ubezpieczający traktowani są jako klienci określonych funduszy, a liczba ich jednostek uczestnictwa rozliczana jest przez TFI lub przy udziale agenta transferowego<sup>28</sup>.

Oprócz podmiotów z tej samej grupy kapitałowej ubezpieczyciele korzystają często z oferty krajowych oraz zagranicznych TFI. Według stanu na koniec 2010 r., najbardziej popularną grupą dostawców były krajowe TFI – w oparciu o ich produkty działało około 50 proc. dostępnych na naszym rynku UFK (rysunek 10).

Przyjmując podział ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych, uwzględniający ich strategię lokacyjną, należy wskazać, iż najlepsze wyniki mierzone stopą zwrotu za 36 miesięcy, według danych na koniec 2010 r., osiągnęły fundusze dłużne polskie uniwersalne oraz fundusze gotówkowe i pieniężne (rysunek 11). W porównaniu z nimi średnie stopy zwrotu produktów strukturyzowanych były znacząco niższe. Stopy zwrotu z produktów strukturyzowanych przewyższały jedynie ujemne stopy dla funduszy polskich mieszanych zrównoważonych i uniwersalnych. Najlepszy wynik wśród produktów strukturyzowanych osiągnęły ubezpieczeniowe produkty strukturyzowane w formie ubezpieczeń z UFK 3,85 proc. Ponieważ jednak

28. A. Ostrowska-Dankiewicz, *Funkcjonowanie ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych jako integralnej części ubezpieczeń typu unit-linked*, [w:] K. Jajuga, W. Ronka-Chmielowiec (red.), *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek*, „Prace Naukowe” nr 60, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2009, s. 363.

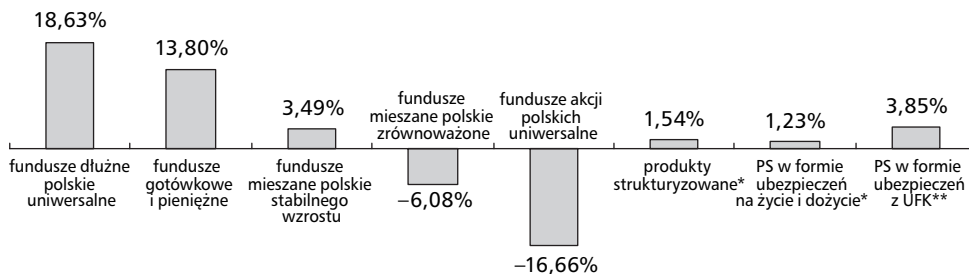
Rysunek 10. Rodzaje wykorzystywanych przez ubezpieczycieli funduszy



Źródło: www.analizy.pl.

stopa zwrotu dla tego instrumentu dotyczy wyłącznie roku 2010 (w latach 2008–2009 nie zakończył się żaden produkt strukturyzowany w formie ubezpieczenia z UFK), trudno zatem odnosić ją do pozostałych.

Rysunek 11. Średnie stopy zwrotu w poszczególnych grupach UFK i PS w latach 2008–2010



\*średnia dla PS wyznaczona na podstawie rocznych średnich wyznaczonych dla produktów o terminie zapadalności przypadającym w danym roku.

\*\* w latach 2008–2009 nie zakończył się żaden produkt strukturyzowany w formie ubezpieczenia z UFK, jest to zatem stopa zwrotu za rok 2010.

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych www.analizy.pl.

Ze względu na fakt, iż żadna instytucja (włącznie z KNF) nie publikuje informacji dotyczących UFK dla produktów strukturyzowanych, nie jest możliwe wyłączenie z danych zagregowanych informacji o produktach strukturyzowanych w formie ubezpieczeń z UFK i przeanalizowanie ich jako specyficznej grupy produktów.

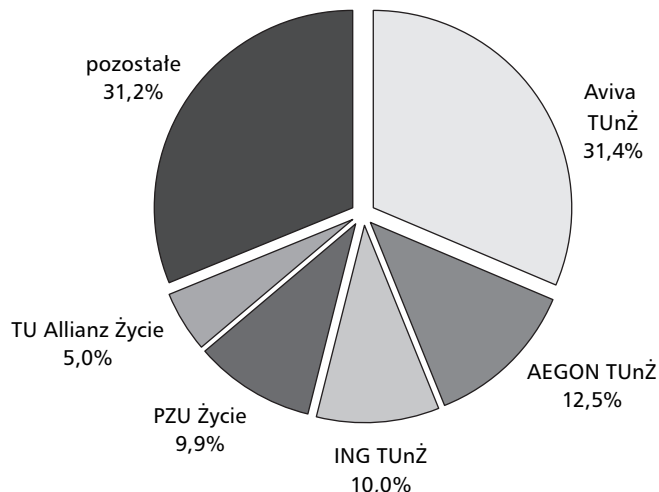
Ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe oferowane są jako jeden z elementów ubezpieczenia sprzedawanego przez towarzystwa ubezpieczeniowe. Z punktu widzenia analizowa-



nego zagadnienia istotnym wydaje się być udział ubezpieczycieli w ogólnej wartości aktywów UFK (rysunek 12).

Niezmiennie od kilku lat niekwestionowanym liderem rynku UFK, z udziałem na poziomie 31,4 proc. pozostaje Aviva TUnŻ. Drugą pozycję, z udziałem rynkowym w wysokości 12,5 proc., zajmuje AEGON TUnŻ. Kolejne miejsca przypadają dla ING TUnŻ, PZU Życie oraz Allianz Życie, czyli tym ubezpieczycielom, których udział w rynku ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych przekracza 5 proc.

Rysunek 12. Struktura rynku ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych



Źródło: opracowanie własne.

W czołowej piątce nie znalazła się Europa TUnŻ, jednak w produktach kapitałowych tego ubezpieczyciela najszybciej zwiększała się wartość aktywów. Tylko w ciągu pierwszego półrocza 2011 r. podwoiła się ona, przekraczając 1 mld zł, co pozwoliło ubezpieczycielowi znaleźć się w pierwszej dziesiątce graczy na tym rynku. Efekt ten Europa TUnŻ osiągnęła właśnie dzięki produktom strukturyzowanym w formie ubezpieczeń z UFK. Do 29 nowo utworzonych tego typu produktów w pierwszym półroczu 2011 r. wpłynęło ponad 0,67 mld zł nowych środków. Należy również dodać, że to duży sukces, bo ta wartość stanowi ponad 30 proc. sprzedaży netto całego rynku UFK.<sup>29</sup>

Ponieważ produkty strukturyzowane stają się coraz częściej formą inwestowania środków, a na rynku ubezpieczeniowym mogą one konkurować głównie z ubezpieczeniem powiązanim z UFK, istotną kwestią dla inwestorów jest porównanie stóp zwrotu UFK z efektywnością ubezpieczeniowych produktów strukturyzowanych (tablica 5).

W analizie uwzględniono dane dotyczące wyłącznie trzech ostatnich lat (pierwsze z ubezpieczeniowych produktów strukturyzowanych zapadły w 2008 r.). Jedyne rok 2008 wydaje się korzystny dla ubezpieczeniowych produktów strukturyzowanych, gdyż ich stopa zwrotu

29. *Fundusze ubezpieczeniowe – Aktywa funduszy kapitałowych (czerwiec 2011)*, [www.analizy.pl](http://www.analizy.pl), (24.08.2011 r.).

plasuje się na szóstej pozycji rankingu. Nie wynika to ze szczególnych wyników inwestycji w ten rodzaj instrumentów finansowych (niemal 0 proc.), a jedynie z niekorzystnie niskich stóp zwrotu UFK. W pozostałych latach średnie stopy zwrotu ubezpieczeniowych produktów strukturyzowanych plasują je na odległych, końcowych pozycjach.

**Tablica 5. Roczne stopy zwrotu UFK oraz produktów strukturyzowanych i ubezpieczeniowych produktów strukturyzowanych w latach 2008–2010**

LP	Rodzaj produktu	2008	2009	2010
1	UFK akcji polskich małych i średnich spółek	-57,2	46,2	22,2
2	UFK akcji azjatyckich bez Japonii	-48,8	64,8	17,2
3	UFK akcji polskich uniwersalne	-48,0	38,1	16,1
4	UFK akcji europejskich rynków wschodzących	-51,5	63,5	15,2
5	UFK akcji amerykańskich	-28,7	30,8	13,8
6	UFK dłużne USA uniwersalne	26,7	10,2	12,0
7	UFK mieszane polskie aktywnej alokacji	-28,4	21,1	11,6
8	UFK akcji globalnych rynków rozwiniętych	-31,3	35,0	11,1
9	UFK mieszane polskie zrównoważone	-30,7	22,6	10,6
10	UFK akcji europejskich rynków rozwiniętych	-36,7	24,7	9,1
11	UFK mieszane polskie stabilnego wzrostu	-16,6	14,0	8,8
12	UFK mieszane zagraniczne stabilnego wzrostu	-10,8	16,1	7,8
13	UFK mieszane zagraniczne zrównoważone	-27,8	18,0	7,8
14	UFK dłużne polskie papiery skarbowe	7,1	3,5	5,7
15	UFK dłużne polskie uniwersalne	6,9	5,2	5,5
16	UFK gotówkowe i pieniężne	4,3	4,6	4,4
17	UFK akcji zagranicznych sektora nieruchomości	-55,5	44,6	4,2
18	UFK ochrony kapitału polskie z gwarancją	3,7	2,9	2,8
19	UFK mieszane zagraniczne aktywnej alokacji	-38,2	16,6	2,0
20	Produkty strukturyzowane	0,55	2,85	2,83
20	Produkty strukturyzowane w formie ubezpieczeń z UFK***	–	–	3,85
21	Produkty strukturyzowane w formie ubezpieczeń na życie i dożycie***	0,01	5,37	2,23
23	Liczba UFK ze stopą zwrotu niższą od stopy zwrotu produktów strukturyzowanych	14	4	2*
				1**

\* dotyczy PS w formie ubezpieczenia z UFK.

\*\* dotyczy PS w formie ubezpieczeń na życie i dożycie.

\*\*\* stopa zwrotu dotyczy wyłącznie produktów, których termin zapadalności przypadał w analizowanym roku.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych portalu [www.analizy.pl](http://www.analizy.pl).

Zestawienie pod względem określonego horyzontu inwestycji (tablica 6) pokazuje, że zarówno UFK, jak i produkty strukturyzowane dają możliwość pomnażania środków finansowych. Rozpiętość między minimalnymi i maksymalnymi stopami zwrotu jest znacząca (ponad 100 pkt. proc. dla produktów strukturyzowanych o horyzoncie inwestycji do jednego roku). Ponieważ średnia stopa zwrotu dla produktów strukturyzowanych w nielicznych przypadkach przekracza poziom 4 proc. (średnia stopa zwrotu z lokat bankowych, najniższa w całym badanym okresie), zatem należy mieć poważne zastrzeżenia do efektów takiej inwestycji. Trudno też wskazać zależność między czasowym horyzontem inwestycji a stopą zwrotu dla produktów strukturyzowanych. Jedynie UFK największe zyski przynoszą wówczas, gdy inwestycję planuje się na dłuższe okresy, co zresztą wynika z ich dobrych wyników w ostatnich latach prezentowanych w rozbiciu na poszczególne UFK.

**Tabela 6. Zestawienie średnich stóp zwrotu produktów strukturyzowanych oraz UFK pod względem określonego horyzontu inwestycji**

Czas	Roczne stopy zwrotu produktów strukturyzowanych			Roczne stopy zwrotu PS w formie ubezpieczeń z UFK			Roczne stopy zwrotu PS w formie ubezpieczeń na życie i dożycie			Roczne stopy zwrotu ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych		
	średnia	Min.	Maks.	średnia	Min.	Maks.	średnia	Min.	Maks.	średnia	Min.	Maks.
do roku	3,78**	-85,94*	22,13	7,51	6,93	8,10	3,01**	-85,94*	16,0	–	–	–
do 2 lat	2,64	-5,13	15,41	–	–	–	8,68	0	30,5	1,66	-2,98	6,3
do 3 lat	3,38	3,45	22,38	0,19	0,19	0,19	1,15	0,00	6,67	3,7	3,7	3,7
powyżej 3 lat	3,95	0	8,87	–	–	–	1,15	0,00	6,67	21,06	-17,8	66,8

\* półroczna stopa zwrotu struktury „Skarby Rosji”.

\*\*średnia liczona bez struktury „Skarby Rosji”.

Źródło: opracowanie własne.

## 5. Zmiany w strukturze rynku ubezpieczeń na życie w efekcie emisji produktów strukturyzowanych

Obserwując proces rozwoju obecnych na polskim rynku inwestycyjnych ubezpieczeń na życie, umożliwiających lokowanie gromadzonych środków, należy podkreślić, że w ostatnich latach rosnący poziom świadomości gospodarstw domowych w zakresie ich oszczędności oraz potrzeba wypracowania zysków z inwestycji zmusiły ubezpieczycieli do redefinicji dotychczasowych produktów. Wydaje się, że zjawisko wykorzystania ubezpieczenia na życie jako alternatywnej formy inwestycji oraz odpowiedź ubezpieczycieli na oczekiwania rynku i proponowanie przez nich polis lokat, krótkoterminowych ubezpieczeń z UFK ze zminimalizowanym zakresem ochrony ubezpieczeniowej oraz produktów strukturyzowanych nie pozostały bez wpływu na strukturę rynku ubezpieczeń na życie (tablica 7).

**Tablica 7. Struktura rynku ubezpieczeń na życie według grup ubezpieczeń**

Rodzaj ubezpieczenia	Udział w ogólnej składce przypisanej brutto (w proc.)										
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011*
1) na życie	49,7	47,3	48,0	48,3	45,0	38,4	38,6	72,8	63,5	59,70	55,15
2) posagowe	1,1	1,4	1,3	1,1	1,0	0,7	0,5	0,3	0,4	0,38	0,34
3) związane z UFK	32,3	31,8	30,7	31,5	36,6	46,0	46,9	16,1	21,3	25,84	31,23
4) rentowe	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,27	0,31
5) wypadkowe i chorobowe	16,7	17,7	18,3	17,9	16,4	14,4	13,6	10,5	14,4	13,59	12,90

\* stan po II kwartałach.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych PIU i KNF.

Analiza struktury rynku ubezpieczeń na życie do roku 2001 wskazuje, że udział ubezpieczeń powiązanych z UFK w ogólnej składce przypisanej brutto nieustannie wzrastał do końca 2001 roku.<sup>30</sup> Następnie rynek dotknięty został zjawiskiem gwałtownej rezygnacji z polis, co spowodowało niewielki spadek udziału tych ubezpieczeń w składce przypisanej brutto działu I

30. Por. dane KNF.

w latach 2001–2004. Miało to jednak charakter krótkookresowy, a polski rynek ubezpieczeń na życie wykazał, że posiada dalsze możliwości rozwoju, zwłaszcza w zakresie oferowania i różnicowania nowych produktów, a także powiązań z rynkiem kapitałowym i możliwości oferowania nowych form inwestycji. Na koniec 2005 roku udział ubezpieczeń z UFK wyniósł już prawie 37 proc., a w latach 2006–2007 zaobserwowano dalszy wzrost udziału tej grupy, która sukcesywnie wypierała z rynku pozostałe grupy ubezpieczeń. Na szczególną uwagę zasługuje przypis składki w roku 2006, w którym udział grupy 3 w składce po raz pierwszy przekroczył udział grupy 1.

Druga połowa roku 2007 i kryzys na rynkach finansowych spowodował gwałtowny odwrót klientów od produktów inwestycyjnych z UFK (gdzie ryzyko lokowania w całości ponosi ubezpieczający) i zainteresowanie bezpieczniejszymi formami lokowania środków finansowych. Ubezpieczyciele, w odpowiedzi na zapotrzebowanie rynku, konstruują ubezpieczenia depozytowe o charakterze lokat bankowych (nazywane powszechnie polisolokatami) oraz produkty strukturyzowane w formie ubezpieczeń. Oferowanie przez ubezpieczycieli właśnie tego typu produktów spowodowało ponowne odwrócenie sytuacji pomiędzy grupą 1 i 3 działu I. Począwszy od roku 2008 struktura rynku wskazała na przewagę grupy 1, zawierającej właśnie polisolokaty czy produkty strukturyzowane w ubezpieczeniach na życie i dożycie.

Według danych KNF na koniec 2010 r., udział grupy 1 stanowił 59,7 proc. składki przypisanej brutto działu I, z czego 25,82 proc. stanowiła składka z ubezpieczeniowych produktów strukturyzowanych (3,62 mld zł). W pierwszym półroczu 2011 r. udział grupy 1 spadł do poziomu 55,15 proc., ale produkty strukturyzowane w tej grupie stanowiły już jedynie 9,67 proc. składki tej grupy. W tym samym czasie widoczny był przyrost ubezpieczeniowych produktów strukturyzowanych z UFK. Udział UFK, które lokują środki finansowe w instrumenty strukturyzowane lub instrumenty pochodne, w związku z oferowaniem ubezpieczeń strukturyzowanych w łącznej kwocie aktywów UFK, wzrósł z poziomu 1,8 proc. na koniec 2010 roku do 3,8 proc. na koniec I półrocza 2011.

## Podsumowanie

Struktura oszczędności gospodarstw domowych w Polsce na przestrzeni ostatnich lat wskazuje, iż nastąpił wyraźny wzrost innych niż depozytowe form oszczędzania. Jednak niepewność warunków na rynkach finansowych i niezadowolające, zwłaszcza w dobie kryzysu finansowego, efekty inwestycji tradycyjnych spowodowały zainteresowanie wykorzystaniem alternatywnych form inwestycji oraz pojawienie się nowych instrumentów, takich jak produkty strukturyzowane. Ze względu na fakt, iż pozwalają one otrzymywać zyski bez względu na stan koniunktury, produkty te cieszą się popularnością wśród inwestorów. Dzięki temu stanowią też w ostatnich latach najnowszy trend w rozwoju polskiego rynku finansowego, w tym ubezpieczeniowego. Wpływ tych form inwestowania na strukturę oszczędności Polaków wciąż jest jednak niewielki – w żadnym z badanych lat nie przekroczył granicy 2 proc.

W Polsce najczęściej wykorzystywaną formą produktu strukturyzowanego jest ubezpieczenie na życie i dożycie. Analiza wskazuje jednak, iż w ostatnim okresie sukcesywnie wzrasta emisja produktów strukturyzowanych w formie ubezpieczenia z UFK. Zjawisko wykorzystania ubezpieczenia na życie jako alternatywnej formy inwestycji oraz odpowiedź ubezpieczycieli

na oczekiwania rynku i proponowanie przez nich produktów strukturyzowanych nie pozostają bez wpływu na strukturę rynku ubezpieczeń na życie. Oferowanie przez ubezpieczycieli tzw. polisolokat i produktów strukturyzowanych w formie ubezpieczeń zasilających grupę 1 ubezpieczeń na życie spowodowało, iż dynamika przyrostu składki ubezpieczeń z UFK od roku 2008 była zdecydowanie niższa. W dużej mierze dlatego, że ze względu na kryzys na rynkach finansowych towarzyszył im odwrót od średnio- i krótkoterminowych ubezpieczeń z UFK ze zredukowaną do minimum sumą ubezpieczenia. Mimo iż w strukturze rynku wciąż dominujące znaczenie ma grupa 1, można jednak od roku 2009 zauważyć spadek udziału tych ubezpieczeń oraz wzrost udziału ubezpieczeń na życie z UFK, co wynika m.in. z odchodzenia od produktów strukturyzowanych w postaci ubezpieczeń na życie i dożycie (w roku 2010 stanowiły ok. 26 proc. składki grupy 1, a w pierwszej połowie 2011 już tylko ok. 10 proc.) i powrotu do ubezpieczeń związanych z UFK, w ramach których także w coraz większym zakresie oferowane są produkty strukturyzowane.

Ze względu na fakt, iż produkty strukturyzowane są wykorzystywane jako alternatywa dla tradycyjnych inwestycji, ważnym elementem ich analizy powinna być ocena rentowności inwestycji. Znaczącym problemem tego typu inwestycji w Polsce jest ich niska rentowność. Większość produktów gwarantuje wprawdzie ochronę kapitału, przynosi jednak bardzo niskie zyski (średnio poniżej poziomu lokat bankowych). Ponadto istotne trudności dla inwestorów wywołuje brak transparentności produktów strukturyzowanych, szczególnie w zakresie określania aktywów bazowych, współczynników partycypacji i stóp zwrotu. Poważnym niebezpieczeństwem jest również brak standardów nadzoru oraz duża trudność, czy wręcz brak możliwości dostępu do informacji dotyczących tych produktów (szczególnie skali ich emisji czy rentowności), co może utrudniać ich ocenę przez uczestników rynku.

## Wykaz źródeł:

- Bednarczyk T.H., *Powiązania rynku ubezpieczeniowego z rynkiem finansowym na przykładzie ubezpieczeń na życie o charakterze inwestycyjnym*, [w:] *Studia ubezpieczeniowe*, pod red. J. Handschke, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu nr 127, Poznań 2009.
- Borda M., *Ubezpieczenia na życie jako forma dodatkowego oszczędzania w polskim systemie emerytalnym*, „Wiadomości ubezpieczeniowe” 2006, nr 1/2.
- Jajuga K., *Wprowadzenie do inwestycji finansowych*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2009.
- Kania P., Szewieczek D., *Ubezpieczenia oszczędnościowe a funkcja ochronna ubezpieczeń na życie w Polsce w latach 2001–2006*, [w:] *Ubezpieczenia wobec wyzwań XXI wieku*, red. W. Ronka-Chmielowiec, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu nr 1197, Wrocław 2008.
- Krasoń M., *Pierwsza struktura z regularną składką*, [www.structus.pl](http://www.structus.pl).
- Krasoń M., *Poradnik Structus.pl: Pareto wyjaśniamy wątpliwości*, [www.structus.pl](http://www.structus.pl).
- Krasoń M., Szeliski M., *Rynek produktów strukturyzowanych w Polsce – Raport analityczny, Structus.pl, Warszawa 2011*.
- Krzykowski M., Fornalik A., *Wady i zalety struktur*, „Miesięcznik Ubezpieczeniowy” nr 2, 2008.
- Krzykowski M., *Struktury na cenzurowanym*, „Miesięcznik Ubezpieczeniowy”, nr 9, 2008.
- Krzywda M., *Produkty strukturyzowane w praktyce. Jak zagwarantować ochronę zainwestowanego kapitału i uzyskać zyski wyższe niż na lokacie bankowej*, Wydawnictwo Złote Myśli, Gliwice 2009.

Mokrogulski M., Sepielak P., *Produkty strukturyzowane w Polsce w latach 2000–2010*, KNF, Warszawa 2010.

Monkiewicz J., *Podstawy ubezpieczeń, tom II – produkty*, Poltext, Warszawa 2002.

Ostrowska-Dankiewicz A., *Funkcjonowanie ubezpieczeniowych funduszy kapitałowych jako integralnej części ubezpieczeń typu unit-linked*, [w:] K. Jajuga, W. Ronka-Chmielowiec (red.), *Inwestycje finansowe i ubezpieczenia – tendencje światowe a polski rynek*, „Prace Naukowe” nr 60, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2009.

*Rynek produktów strukturyzowanych w Polsce w roku 2010*, [www.structus.pl](http://www.structus.pl).

Stroiński E., *Ubezpieczenie na życie jako metoda zabezpieczenia finansowego gospodarstwa domowego*, [w:] *Społeczne aspekty ubezpieczenia*, red. T. Szumlicz, SGH, Warszawa 2005.

*Sytuacja gospodarstw domowych w 2010 r. w świetle wyników badania budżetów gospodarstw domowych*, Główny Urząd Statystyczny, Departament Warunków Życia, Warszawa 2011.

Zalewska A., *Produkty strukturyzowane napędzają rynek UFK*, [www.inwestycje.pl](http://www.inwestycje.pl).

Zaremba A., *Produkty strukturyzowane – inwestycje nowych czasów*, Helion, Gliwice 2009.

## Insurance structured products – impact on the Polish life insurance market – Summary

*The investment product market in Poland is constantly growing. New forms of financial instruments appear which may be an alternative to existing forms of saving, and structured products are among them.*

*This article aims to present the impact of structured products on the Polish life insurance market. It also presents the types of structured products existing on the Polish market, as well as the form and characteristics of structured products which take the form of insurance (including the newest type of these products, e.g. Pareto). The authors attempt to show trends taking place in Poles' savings and the situation on the Polish life insurance market, which is influenced, especially in the past few years, by the structured policies offered by insurers, which are increasingly regarded as an alternative form of investing capital.*

**DR MARIETTA JANOWICZ-LOMOTT** – adiunkt w Katedrze Finansów, Wydział Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego.

**DR ANNA OSTROWSKA-DANKIEWICZ** – adiunkt w Zakładzie Finansów i Bankowości, Wydział Zarządzania Politechniki Rzeszowskiej.