

Olgierd Bagniewski<sup>1</sup>

## Zarządzanie środkami finansowymi w branży TSL. Wykorzystanie produktów strukturalizowanych.

W gospodarce rynkowej przedsiębiorstwo transportowe ma – jak każde inne – realizować zyski, a transport, logistyka i spedycja jest obszarem, w którym to czyni. I z tego punktu widzenia jest obojętne czy zysk ujawni się w efekcie przewozu większej ilości towarów i osób, czy z powodu oszczędności, czy dochodów z innych obszarów. Dodatkowo kreowane dochody z innych obszarów mają tę zaletę, że nie pozostając w związku z koniunkturą rynku transportowego, stabilizują dochody spółki i uniezależniają od wahań na nim. Rozpatrzmy, jakie możliwości rodzi współczesny rynek finansowy, który ze względu na swój globalny charakter i skalę oferuje zawsze znaczne obszary w których ruchy cen zapewniają możliwość realizacji zysków.

Prawie każda firma posiada zawsze mniejszą lub większą gotówkę, otwarte linie kredytowe lub choćby zdolności kredytowe. Te środki nie przynoszą dochodów lub przynoszą bardzo niewielkie, a również prawie zawsze brakuje środków, jeżeli nie na obsługę bieżącej działalności, to co najmniej na spełnienie aspiracji ekspansyjnych.

Współczesna inżynieria finansowa wykorzystując instrumenty rozwiniętego rynku finansowego pozwala rozwiązać dylemat – równoczesnego posiadania i braku pieniędzy – w sposób godzący zachowanie bezpieczeństwa płynności ze znacznym podniesieniem dochodów z posiadanego kapitału. Tak zwane produkty strukturalizowane łączą w sobie zalety inwestycji na rynkach spekulacyjnych<sup>2</sup>, z punktu widzenia potencjału zysków, z gwarancją ograniczonego ryzyka, nienaruszalności kapitału, a nawet niewielkiego zysku gwarantowanego, przy czym produkty te są łatwo zestawialne, a często i zbywalne, ponieważ emitentem ich są instytucje często o bar-

dzo wysokim ratingu, a zatem inwestycji tych nie można uznać za ryzykowne.

### Jak skonstruowany jest produkt strukturalizowany

Zasadnicza część kapitału ulokowana zostaje w papierach dłużnych (obligacjach) w ten sposób, że po określonym czasie suma kapitału zainwestowanego w obligacje plus odsetki równa jest, albo zbliżona do sumy kapitału początkowego. W ten sposób inwestor ma pewność, że bez względu na to, co wydarzy się na rynku, jego kapitał początkowy pozostanie nienaruszony. I to, czym ryzykuje, to nie osiągnięciem zysku, lub jego części<sup>3</sup>. Pozostała część inwestuje się w opcje, czyli prawa zakupu lub sprzedaży określonego dobra po określonej cenie w określonym momencie w przyszłości. W praktyce zawsze cena opcji (premii) zmienia się wielokrotnie szybciej, niż cena dobra bazowego, na które wypisana jest opcja. Prześledźmy to na przykładzie. Wyobraźmy sobie, że dobro A (może nim być surowiec, waluta, akcje, obligacje etc.) kosztuje na rynku bieżącym 10 zł. Nabywca opcji chcąc zapewnić sobie pewność zakupu po tej cenie, skłonny jest zapłacić 0,2 zł. za prawo, że na pewno dostanie te dobro po ustalonej cenie za rok – przypadek dość realistyczny. O ile cena spadnie w międzyczasie i po roku cena bieżąca będzie niższa od 10 zł., wówczas nabywca oczywiście nie skorzysta ze swego prawa, gdyż na rynku będzie mógł kupić taniej dobro, na które wypisana jest opcja. Jednak o ile cena dobra A wzrośnie zaledwie o 5% (wzrost bardzo realny), to oczywiście skorzysta ze swego prawa lub odsprzeda swoje prawo za różnicę między ceną bieżącą na rynku, a ceną bazową (po której można zakupić dobro A realizując opcję). Różnica ta wyniesie w tym przypadku 0,5 zł., czyli cena opcji

wzrośnie o 150%. Ten prosty przykład unaczynia, o ile szybciej rośnie cena opcji wobec ceny dobra bazowego – w tym przypadku jest to 30-krotnie szybciej.

### Jakiej rentowności możemy oczekiwać inwestując w produkty strukturalizowane

Przyjmując jeszcze znacznie bardziej umiarkowane założenie, że cena opcji wzrośnie pięciokrotnie szybciej od ceny dobra, to lokując zaledwie 1/5 kapitału w opcje (założenie realistyczne przy obecnych stopach procentowych i okresie inwestycji 5 lat), lokata przyniesie tyle samo, co ulokowanie całego kapitału w dobra, na które opcja została wypisana. W ten sposób możemy osiągnąć identyczne stopy zysku bez narażenia kapitału na ewentualną stratę.

Opcje wypisane mogą być na poszczególne akcje lub surowce, mogą również na agregaty, takie na przykład jak indeksy akcji, których zmiany cen można określić metodami statystycznymi, wyznaczając przebieg głównego trendu, ponieważ elementy przypadkowe, trudne lub niemożliwe do przewidzenia znoszą się w wyniku działania wielkich liczb. Przypomnijmy, że obroty współczesnego rynku finansowego z niecałymi 2 dni odpowiadają obrotom całego światowego handlu zagranicznego z całego roku. To ukazuje skalę rynku, na którym istnieją olbrzymie obszary, poddające się przewidywaniom w oparciu o zależności statystyczne, a równocześnie ukazuje skalę możliwości, z których wybrać należy te najbardziej odpowiadające konkretnym potrzebom. Inaczej mówiąc, rynek jest tak wielki, że prawie zawsze można na nim wyszukać pasujący do indywidualnych potrzeb produkt.

Opcje wreszcie nie muszą być wypisane na jedno dobro, nawet największe. Mogą

<sup>1</sup> Kontakt z Autorem: olgierd.bagniewski@wp.pl

<sup>2</sup> Od rynku akcji, walut, stóp procentowych po wszystkie te dobra na które opcje są przedmiotem handlu.

<sup>3</sup> Oczywiście przy założeniu wypłacalności emitenta, co w przypadku instytucji finansowych o wysokiej wiarygodności (ratingu), często znacznie wyższym od średniej wielkości kraju, jest założeniem bardzo realistycznym.

one dotyczyć wielu dóbr wzajemnie zero-wo, bądź negatywnie skorelowanych. W tym przypadku prawdopodobieństwo realizacji zysku rośnie, choć za cenę zmniejszenia potencjalnie osiągniętych zysków. Zatem im bardziej zróżnicowany portfel inwestycyjny, tym prawdopodobieństwo osiągnięcia zysku jest większe, acz poziom oczekiwanego zysku niższy, niż gdyby wszystko postawić na jedną kartę, gdy poziom ryzyka rośnie, że zysk w ogóle się nie pojawi. Jednak zawsze zalecałbym umiar w optymizmie i wybieranie bardziej pewnych, acz mniej dochodowych możliwości. W praktyce, w przypadku dobrze skonstruowanych produktów strukturalizowanych oczekiwać można dochodów na poziomie kilkunastu, kilkudziesięciu procent rocznie, a w przypadku związania ich z jednym, bądź niewielu dobraćami bazowymi, nawet ponad 100%.

## Produkty strukturalizowane, a zwiększenie płynności

Inwestycja w produkty strukturalizowane, w przeciwieństwie do inwestycji bezpośrednich, zapewnia dostęp do zainwestowanego kapitału. Oczywiście nie do całości, ale do jego większości, w praktyce co najmniej 70%. O ile uzyskanie nawet krótkoterminowego kredytu pod zastaw majątku nieruchomego i ruchomego jest trudne i bardzo skomplikowane (łączy się z długotrwałymi procedurami bankowymi), o tyle pod zastaw produktów strukturalizowanych jest to nieporównanie proste. Wycena obligacji jest prosta i bezdyskusyjna. Jest bowiem funkcją nominalnej i aktualnej stopy procentowej, a ewentualne wahania cen obligacji stosunkowo niewielkie. Wreszcie wiarygodność związana z pozycją emitenta jest praktycznie zawsze nieporównanie wyższa od wiarygodności nawet bardzo dużej firmy. Mamy zatem możliwość oszczędzania nie tylko na czasie i pracochłonności uzyskania kapitału, ale i na oprocentowaniu. Pojawia się szansa dostępu do bardzo taniego kredytu, znacznie tańszego, niż byłby możliwy do uzyskania nawet przez bardzo duże przedsiębiorstwo przemysłowe. Dzięki tej możliwości znika potrzeba utrzymywania istotnej części rezerw. Można nawet „przeinwestować się”, a na potrzeby nakładających się płatności zaciągać tanie kredyty. W ten sposób nasz pieniądź pracuje podwójnie: raz długookresowo na rynku finansowym i drugi raz w przedsię-

biorstwie. Powoduje to zwiększenie uzyskiwanych zysków przez firmę jako całość, bez istotnego zwiększania ryzyka narażania kapitału i utraty płynności.

Na rynku istnieje ogromna ilość możliwości i nie jest prosto wyszukać tych, które optymalnie odpowiadają indywidualnym potrzebom. Aby wybrać takową, najlepiej zwrócić się do działających w ogólnosięwiatowej skali firm niezależnych od żadnej instytucji finansowej. Taka firma, opłacana z procentu od uzyskanego zysku, staje się orędownikiem interesów klienta i – w przeciwieństwie do zasadniczej większości doradców i instytucji finansowych – nie pozostaje w konflikcie interesów z inwestującymi środki finansowe. Oczywiście produkty należy zakupywać bezpośrednio w renomowanym banku o założonym ratingu, co może łączyć się z koniecznością osobistego udania się do jego siedziby. W umowach tego typu zapisywane są zarówno parametry produktu, jak i instytucji emitujących je – w tym oczywiście wiarygodności czyli ratingu. Na ogół nie jest on niższy, niż BBB, czyli taki, jaki posiada w Polsce jedynie Bank Handlowy.

## Praktyczne wykorzystanie produktów strukturalizowanych

Przypatrzmy się teraz przykładowej firmie. Nazwijmy ją Pol-transport SA, która latem 2004 roku zdecydowała się wykorzystać opisane wyżej produkty finansowe. Będąc uzależnioną od dużych kontrahentów, często niezbyt terminowych w regulowaniu swych płatności, posiadała 6,5 mln zł. rezerwy na takie cele. Planowała również rozszerzyć tabor, przeznaczając na ten cel 10 mln zł. Zgodnie z umową z dostawcą, 0,5 mln zł. należało wpłacić przed otrzymaniem taboru i 1,5 mln zł. w 30 dni po jego otrzymaniu, a resztę w miesięcznych ratach. Na ten cel zgrupowane zostały 2 mln zł. na rachunku bieżącym. Wreszcie firma posiadała możliwości kredytowe w wysokości 12 mln zł.

Zarząd Spółki zdecydował o odłożeniu zakupu taboru na miesiąc oraz zmniejszenie rezerwy na nieterminowe wpłaty do wysokości 0,5 mln zł. Równocześnie zaciągnięto kredyt w wysokości 12 mln zł. Całą kwotę (12 + 6 + 2) mln zł. zamieniono 29.07.2004 roku na

5 464 500 USD i przetransferowano do Banku (nazwijmy go Solidny Bank AG) we Frankfurcie, zakupując za nie produkt strukturalizowany. Opłata wstępna wynio-

sła 1%, to znaczy 54 645 USD, czyli 196 722 zł. Następnie pod zastaw posiadanych papierów zawarto 5-letnią umowę kredytową o stałym oprocentowaniu i kwartalnej obsłudze odsetek. Uzyskano 4 098 000 USD kredytu<sup>4</sup>, który został następnie przetransferowany do banku w Polsce i wymieniony (24.08.2004 roku) powtórnie na złotówki. Uzyskano 15 116 000 zł. Po spłacie kredytu 12 mln zł. oraz odsetek od niego 80 000 zł. pozostało 3 036 000 zł., z których 2 mln zł. przeznaczono na zakup nowego taboru, a 1 036 000 zasililo rezerwę.

W okresie do 22.03.2006 roku oprocentowanie uzyskanego kredytu dewizowego wyniosło 155 716 USD, a zyski 2 058 368 USD.

Koszty wyniosły:

$80\,000 + 196\,722 + 530\,991 = 807\,713,56$

Przychód:

$2\,058\,368\text{ USD}$  czyli  $6\,681\,462,53$

A zatem dochód:  $5\,873\,748,97$

Wynik ten nie uwzględnia udziału procentowego w zysku dla firmy, która wyszukała zakupiony produkt strukturalizowany, który obciąża dopiero rachunek w 2009 roku – od faktycznie osiągniętego zysku, ani nie odnotowuje, że znaczna część kosztów została poniesiona jednorazowo na początku.

Dla absolutnej ścisłości, dochód ten należałoby pomniejszyć o – faktycznie nieistotne z punktu widzenia opłacalności inwestycji – pozycje takie, jak niezrealizowane dochody odsetkowe od utrzymywanej mniejszej rezerwy (nie 6,5 mln, lecz 1 536 000 zł.) przez 18 miesięcy oraz koszty 2 biletów lotniczych do Frankfurtu w celu załatwienia wszelkich formalności, taksówek, telefonów, etc. Nie zmienia to zasadniczo wyniku. Równocześnie można zauważyć, że gdyby krótkoterminowy kredyt złotowy zastąpiono tańszym dolarowym, to różnica z tego tytułu byłaby znacznie większa od kosztów biletów, telefonów etc.

Przykład ten ukazuje możliwości, jakie oferuje współczesny rynek finansowy i inżynieria finansowa – realizowanie wysokiej stopy zysku w zasadniczym stopniu w oparciu o cudzy kapitał z gwarancją bankową, ograniczającą ryzyko do poniesionych kosztów. To znaczy, nie ryzykowania utraty całości, lub choć znacznej części kapitału, a mimo to uzyskiwania stopy zwrotu jak przy wysoce ryzykownych inwestycjach.

Zainteresowani praktycznym wykorzystaniem inżynierii finansowej mogą zwracać się do Autora, który chętnie służyć im będzie pomocą.

<sup>4</sup> Wysokość przyznanego kredytu była funkcją części inwestycji ulokowanej w obligacje i ich ratingu.