

Seminární práce

Téma: Nové finanční produkty

Dne: 12.12.2004
V Holešově

Vypracoval: Marián Pvuček

Nová generace Finančních produktů

Burzovní vývoj v posledních letech ukázal mnoha investorům, co znamená optimálně a inteligentně investovat – nesázet pouze na rostoucí kurzy, nýbrž přiměřeně přizpůsobit očekávané výnosy a rizika jak tržním náladám, tak individuálním cílům a přáním.

Klasické investiční produkty jako jsou fondy nebo akcie již nemohou plně reflektovat veškerá přání investorů, neboť s těmito přímými investičními produkty lze dosáhnout pouze zisku, pokud kurzy porostou. Při dlouhodobé stagnaci nebo na klesajících trzích se investice nezhodnotí.

Nastal proto čas na novou generaci moderních finančních produktů, které jsou schopné splnit přání drobných i institucionálních investorů. Při investicích do moderních strukturovaných produktů (někdy se označují jako detail deriváty) si investoři musí pouze vytvořit názor, jak se budou kurzy zvolených podkladových aktiv vyvíjet v příštích dnech, týdnech, měsících a letech. Investoři si mohou stanovit svůj vlastní výnosově rizikový profil.

Výhody moderních strukturovaných produktů

Moderní strukturované produkty mají řadu výhod; mezi nejdůležitější patří následující.

- **Transparentnost:** investor kromě nákupní ceny vždy zná i na jakém trhu a v jakém finančním instrumentu se angažuje.
- **Likvidita:** strukturované produkty jsou obchodovány přímo na burze. Emisní banky se zavazují průběžně stanovovat nákupní a prodejní kurzy (tzv. market making) a zaručují tak funkčnost trhu.
- **Univerzálnost:** se strukturovanými produkty je možné participovat nejen na rostoucím, ale také na stagujícím nebo klesajícím trhu. Konzervativní investoři nemusí platit náklady, které jsou spojené s aktivním obchodováním (trading)
- **Přizpůsobivost:** strukturované produkty jsou zpravidla nabízeny v cenách, které většinou nepřekračují hranici 10 či 100 Euro. Lze tak investovat již s malým finančním obnosem.
- **Příznivé náklady:** díky své jednoduché struktuře jsou levnější než ostatní finanční produkty. Pouze u velmi komplexních strukturovaných produktů jsou uplatněny malé poplatky

Členění strukturovaných produktů

Moderní strukturované produkty se dají členit podle mnoha kritérií. Zvláště v posledních třech letech došlo k jejich rychlému rozvoji a uchopení celé problematiky všech rozličných struktur je problematické. V zásadě lze moderní strukturované produkty členit podle toho, zda obsahují finanční páku, či ne – tedy na produkty investiční a pákové.

• **Investiční certifikáty**

Vlastník investičních certifikátů přímo participuje například na kurzovním vývoji indexu (indexový certifikát) nebo speciálně sestavených akciových košů (basket certifikát). Investiční certifikáty jsou základním investičním instrumentem pro dlouhodobé uplatnění úspěšných investičních strategií. Investor koupí od emitenta cenný papír – certifikát, který si v pozdějším termínu může u emitenta nechat opětovně proplatit. Kvalita emitenta je velmi důležitým kritériem při výběru certifikátů, proto se doporučuje kupovat pouze produkty od emitentů s nejlepší bonitou. Tržní segment investičních certifikátů narostl v současné době na několik tisíc cenných papírů a v roce 2003 překonal hranici 10 000.

- **Akciové dluhopisy**

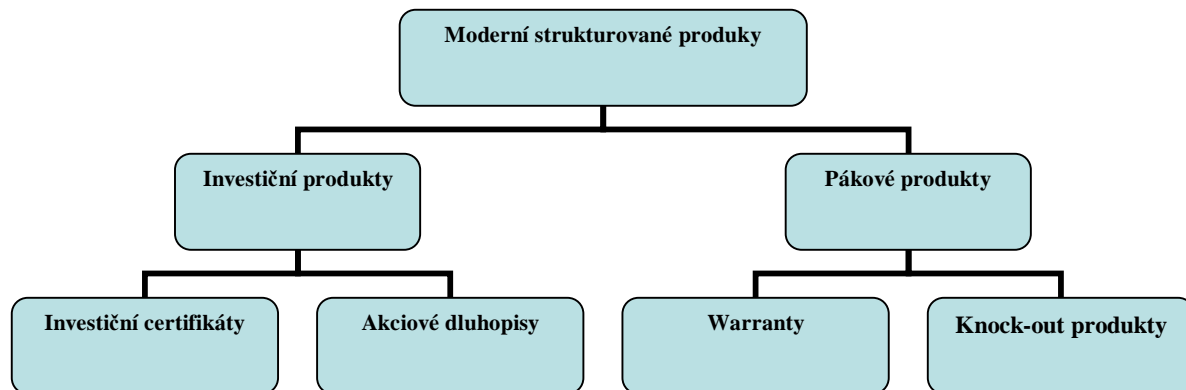
Akciové dluhopisy zaručují výplatu vysokého úroku a jejich emitenti mají při splatnosti právo volby mezi splacením nominální hodnoty nebo alternativním dodáním předem stanoveného počtu akcií. Investoři očekávají výplatu nadprůměrných úroků a příznivé tržní prostředí pro vývoj podkladových akcií (většinou blue chips).

- **Warranty**

Warranty patří podobně jako certifikáty ke strukturovaným investičním produktům; ve své klasické struktuře se označují také jako plain vanilla warranty. Z jejich označení lze také odvodit jejich funkci – warranty ztělesňují právo, nikoli však povinnost, v předem stanoveném termínu koupit nebo prodat určité množství podkladového aktiva za předem stanovenou cenu. Právo na nákup ztělesňuje call warranty, právo na prodej put warranty. Emitenti warrantů jsou banky, finanční zprostředkovatelé, spořitelny a instituce poskytující úvěry. Warranty mají omezenou, předem pevně stanovenou dobu trvání – zpravidla od šesti měsíců až do dvou let. Pokud mohou být warranty kdykoli během své doby trvání uplatněny, jedná se o tzv. americkou variantu. Pokud může vlastník uplatnit svoje práva pouze při splatnosti, jedná se o variantu evropskou. Úspěch warrantů se dá vysvětlit z jejich funkce. Warranty jsou zkonstruovány tak, že kurzovní změny podkladového aktiva se projeví nadproporcionálně na kurzovních změnách call nebo put. V pozitivním případě se dají docílit nadproporcionální zisky, v negativním případě jsou warranty na konci doby trvání bezcenné.

- **Knock-out produkty**

Knock-out produkty umožňují investorům profitovat pomocí finanční páky na růstu hodnoty podkladového aktiva, aniž by museli dbát na vliv volatility. Investoři očekávají silně rostoucí (nebo klesající) kursy ve velmi krátkém časovém období. Knock-out produkty jsou vhodné i pro tzv. day trading.



V další části se budu zabývat problematikou Investičních produktů, která zahrnuje Investiční certifikáty a Akciové dluhopisy jak je uvedeno v diagramu výše.

Indexové certifikáty

Indexové certifikáty jsou cenné papíry, které se těší stále větší oblibě u investorů a pomocí kterých se dá koupit celý akciový trh najednou za velmi malé transakční poplatky. Indexové certifikáty se na kapitálových trzích poprvé začaly používat v roce 1990 a v posledních letech nastává nebývalý rozvoj těchto cenných papírů. Místo pojmu certifikát se setkáváme i s výrazy jako **Partizipationschein, Performance-Zertifikat, CitiTrack, Basket, Direk-Zertifikat nebo Trail Zertifikat**. Nákupem jednoho cenného papíru (certifikátu) kupuje investor současně několik cenných papírů (popř. celý akciový index). Jde tedy o princip rozptýlení rizika (podobně jako u fondů)

Příklad

Stav německého akciového indexu je na začátku roku 4000 bodů. Koupíme-li jeden DAX-certifikát za 4000 Euro (jeden bod indexu odpovídá jednomu Euru). Koncem roku je stav indexu 5000 bodů. Můžeme tedy prodat certifikát za 5000 Euro. Náš zisk je tedy 1000 Euro neboli 25% (abstrahujeme-li od transakčních poplatků).

Ukazatele indexových certifikátů

Splatnost

Je doba mezi vydáním (emisí) cenného papíru a jeho splacením. Každý certifikát má omezenou dobu trvání. (Od září 2000 jsou emitovány první indexové certifikáty s neomezenou dobou splatnosti). Pro krátkodobé investory nemá splatnost velký význam. Pouze dlouhodobě orientovaní investoři by se měli před koupí zjistit jak dlouhou platnost má daný certifikát. Investor by měl vzít také v úvahu spekulativní dobu (6 měsíců), jinak budou jeho výnosy zdaněny. Po uplynutí doby trvání bude certifikát splacen a při opětovném nákupu nového certifikátu je nutné znovu zaplatit transakční poplatky. Někdy ovšem emitent umožní nabytí nového certifikátu bez transakčních poplatků tzv. prodlužování opcí.

Underlyings – podkladové aktivum

Podkladovým aktivem se rozumí finanční instrument (např. index). Výše zisku (nebo ztráty) závisí na cenovém vývoji podkladového aktiva

Podíl na indexu

U některých emisí může hodnota certifikátu odpovídat 1/10, 1/100 nebo 1/1000 akciového indexu. V našem případě by jeho hodnota při koupi činila 400, 40 resp. 4 Euro.

Cap

Při emisi některé certifikáty mají při emisi určenou horní hranici indexu (tzv. cap). Pokud index tuto hranici překročí, certifikát neroste a bude vyplacen ve výši horní hranice. Pro investora je proto lepší vybrat si certifikát bez cap, tedy bez horní hranice.

Kuršové riziko

Zahraniční cenné papíry obsažené v indexu jsou převáděny ze zahraničních měn na měnu domácí. Je zde proto kuršové riziko. To můžeme vyloučit, pokud zakoupíme certifikát, který je proti kursovému riziku pojištěn. Certifikáty, které jsou pojištěny proti kursovému riziku se nazývají Quato-certifikáty. Toto jištění proti kursovému riziku nemusí být vždy výhodné, pokud např. USD posílí proti Euro, tak by se vyplatila koupě certifikátu na index v USD než v Euro. Investor by tím participoval i na kursovém zisku.

Růstový (performance) nebo cenový (price) index

Je velký rozdíl, zda se u certifikátů jedná o růstový nebo cenový index. U růstového indexu jsou vyplacené dividendy automaticky reinvestovány. To znamená, že index automaticky rok od roku roste o vyplacené dividendy. U cenového indexu investor dividendy nedostane. Ty si ponechá emitent a za to poskytne při koupi investorovi slevu. Která ovšem nikdy nedosáhne výše ušlé dividendy.

Spread

Je rozdíl mezi prodejní a nákupní cenou certifikátu. O tento rozdíl se snižuje budoucí zisk investora. Je proto dobré aby spread byl co nejmenší. U certifikátů na velmi likvidních akciových trzích (DAX) je spread skoro zanedbatelný (0,1%). U méně likvidních a méně stabilních trhů je spread podstatně vyšší 5-7% (Emerging Markets). Při koupi CTX certifikátu je spread 2,9% u CECE certifikátu 7,7% (index východoevropských trhů).

Poplatky

U některých certifikátů jsou při splatnosti strhávány poplatky za management (správu). Pro investora zde existuje jedna možnost, jak tyto poplatky zredukovat (pro obchodování v Německu je rozhodující poznávací číslo certifikátu – ISIN. Pokud začíná 1,2,3, obchoduje se s těmito certifikáty jako s dluhopisy. Banky si za ně započítávají redukovanou provizi, jak je běžné u dluhopisů (tj. 0,5% místo 1%).

Underlyings – podkladové aktivum

Podkladovým aktivem se rozumí finanční instrument (např. akciový index), který určuje výši splatnosti certifikátu. Emitent určí, jak se bude certifikát splácet. Může se rozhodnout mezi množstvím podkladových aktiv. Dlouhou dobu byly hlavním podkladovým aktivem emitentů pouze akciové indexy, proto se zažil pojem indexové certifikáty.

V současné době jsou emitovány stále nové certifikáty s různými podkladovými aktivy. Podkladová aktiva můžeme rozdělit na portfolia nebo jednotlivé tituly

Jednotlivé tituly

Pod pojmem jednotlivé tituly máme na mysli především akciové tituly, na které jsou vydány certifikáty. Někteří finanční zprostředkovatelé nabízejí certifikáty, jejichž podkladovým aktivem jsou měny. Certifikáty na jednotlivé tituly jsou vždy opatřeny cap.

Portfolia

Můžeme rozdělit na burzovní indexy a individuálně tvořené indexy.

Burzovní indexy

Certifikáty na burzovní indexy jsou nejvíce rozšířeny. Můžeme je dělit podle podkladového aktiva, na jehož bázi je index vytvořen. Indexy mohou být tvořeny podle:

- finančních instrumentů
 - akciové indexy
 - dluhopisové indexy

- šíře tržního záběru
 - celkové indexy (obsahují všechny odvětví)
 - oborové indexy (obsahují jednotlivé obory)
- tržní kapitalizace
 - blue chips
 - mid cap
 - small cap
- počtu indexů na které se podkladové aktivum vztahuje
 - jediný index
 - více indexů
- regionální zaměření
 - domácí indexy
 - zahraniční indexy
 - mezinárodní indexy
- podle výnosové složky (podílnictví)
 - růstový nebo cenový index (price nebo performance index)

Individuálně tvořené indexy

Emitenti sami vytvoří určitý index, který slouží jako podkladové aktivum pro emisi příslušného certifikátu. Tyto individuálně vytvořené certifikáty se nazývají basket certifikáty a mohou být tvořeny podle mnoha kritérií. Vzniknou-li basket certifikáty kombinací cenných papírů, můžeme je potom dělit podle:

- odvětví
- výnosů
- regionů
- speciálních kritérií

basket certifikáty mohou také vzniknout kombinací jednotlivých akciových indexů. Procentní rozložení portfolia podkladového aktiva nemusí být předem známo. Zo se může určit až při splatnosti certifikátu. Investor by si měl být vědom, že každá kreativita na finančních trzích něco stojí.

Struktura indexových certifikátů

Podle struktury můžeme certifikáty rozdělit na Plain-Vanilla a exotické certifikáty

Plain-Vanilla certifikáty

Hodnota Plain-Vanilla certifikátů roste nebo klesá podle hodnoty podkladového aktiva (např. indexu). Např. vzroste-li hodnota podkladového aktiva o 2%, vzroste hodnota certifikátu také o 2%. Hodnoty Plain-Vanilla certifikátu a podkladového aktiva se vyvíjejí přímo úměrně.

Exotické certifikáty

Hodnota exotických certifikátů se nevyvíjí přímo úměrně s hodnotou podkladového aktiva

Certifikát s cap

Některé certifikáty mají při emisi určenou horní hranici indexu tzv. cap. Pokud index tuto hranici překročí, hodnota certifikátu neroste a je vyplacena ve výši horní hranice

Certifikát s floor

Některé certifikáty mají při emisi určenou spodní hranici indexu tzv. floor. Pokud indexový certifikát obsahuje floor, pak je zaručena jeho minimální hodnota ve výši floor, i kdyby se při splatnosti nacházel podkladový index pod touto hodnotou.

Mini-Max Certifikát

Tento typ certifikátu obsahuje jak floor tak cap. Při splatnosti má garantovanou minimální hodnotu a jeho zisk je omezen cap

Reverse Participation Certifikát

Je označen pro indexový certifikát, který je typický tím, že jeho hodnota roste (klesá) přímo úměrně s poklesem (růstem) hodnoty podkladového aktiva

Výhody indexových certifikátů

Oproti ostatním investičním formám mají indexové certifikáty několik podstatných výhod. Tyto výhody výrazně přispěly k rozšíření tohoto finančního instrumentu (nárůst emisí je zejména v posledních dvou letech značný)

Transparentnost

Indexové certifikáty jsou jednoduše konstruovány a jsou dobře srozumitelné. Jejich obsahu rozumí i neoborník. Každý je schopen posoudit, jaká rizika tento finanční instrument obsahuje. Systém konstrukce a vysoká transparentnost indexových certifikátů neumožňuje emitentům stanovit prodejní cenu, která by byla příliš nadhodnocená. Investoři mají jistotu, že jim při nákupu nebo prodeji nebude stanovena neúměrně vysoká cena. Investor při koupi certifikátů získá široce diverzifikované portfolio a nemusí jednotlivé tituly samostatně sledovat (např. u indexu S&P 500 by to bylo 500 titulů)

Výhody indexových certifikátů jsou ještě výraznější, pokud je srovnáme s koupí zahraničních cenných papírů. Koupě a prodej zahraničních cenných papírů může být někdy velmi komplikovaná operace a problematické může být i sledování jejich dalšího vývoje. K tomu je zde ještě jedno riziko – riziko směnných kursů. U většiny indexových certifikátů je toto riziko vyloučené a na jejich splatnost nemá směnný kurs vliv (na rozdíl od investic např. do zahraničních akcií).

Investoři mohou bez problémů sledovat cenový vývoj indexových certifikátů, přestože se jedná o portfolio složené z více cenných papírů, kde jsou jednotlivé tituly zastoupeny různou vahou. Investor lehce získá informaci o stavu indexů v novinách, televizi a na internetu.

Certifikáty, u kterých je podkladovým aktivem určitý index, nemusí být vždy transparentní. Investor by měl dávat pozor, zda index, na který se certifikát vztahuje, je uznávaným burzovním indexem, nebo zda si emitent sestavil vlastní index a používá ho jako

podkladové aktivum. Pak je někdy velmi složité zjistit jak emitent při konstrukci indexu postupoval. Ani emisní prospekty více neprozradí. Někdy je v nich pouze zmínka, že emitent ve čtvrt nebo půl ročních intervalech kontroluje a popřípadě obměňuje složení indexu.

Certifikáty, u nichž je podkladovým aktivem nově sestavený index emitenta, mají ještě jednu odlišnost. Někteří emitenti za ně požadují zvláštní poplatky (investor tak platí za nápad emitenta, který zkonstruoval jiný než burzovní index)

Zvláštní pozornost by měl investor věnovat certifikátům konstruovaným na index, jehož podkladovým aktivem jsou nevýznamné cenné papíry (tzv. Samll-Caps). Zde je nebezpečí, že emitent může podle potřeby ovlivnit vývoj indexu.

Lehce sledovatelný vývoj kursů

Pokud je podkladovým aktivem akciový index nebo jednotlivá akcie, je možné jejich cenový vývoj dobře sledovat.

Nepřetržité obchodování

Indexové certifikáty se obchodují nepřetržitě během burzovní doby. Po skončení burzovního obchodování je možné mimoburzovní online obchodování, které nabízejí discount brokers.

Malá potřeba kapitálu

Kdyby si chtěl investor vytvořit portfolio, které by obsahovalo všechny tituly amerického indexu S&P 500, musel by 500krát nakoupit příslušný akciový titul. K tomu by potřeboval velké množství finančních prostředků. Indexové certifikáty může nakoupit každý investor i s malými finančními prostředky.

Příklad:

Investor při koupi indexového certifikátu na japonský akciový index Nikkei 225 zaplatí při poměru odběru 1000:1 pouze 18 Euro (při stavu indexu 18 000). Pokud se ale poměr odběru zvýší, zaplatí investor 180, 1 800 nebo až 18 000 Euro)

Nízké transakční náklady

Při koupi indexových certifikátů existuje možnost redukované provize poplatky jsou pak stejné jako u dluhopisů

Diverzifikace

Diverzifikací není investor vystaven prudkým výkyvům finančních trhů a klesá rizikovost jeho investice. Pokud se investor koupí indexový certifikát např. na japonský akciový index Nikkei, bude jeho investice odrážet cenový vývoj velmi diverzifikovaného portfolia 225 titulů.

Likvidita

Důležitá je pro investora možnost rychlého nákupu a prodeje. Zde mají indexové certifikáty velkou výhodu. Na rozdíl. Od jiných finančních instrumentů jsou ceny certifikátů průběžně kotovány. Stále tak pro investora existuje možnost nákupu a prodeje. Díky Market-Making emitentů jsou indexové certifikáty velmi likvidní a pro investora by neměly nastat problémy při jejich prodeji nebo nákupu.

Riziko při koupi certifikátů

Ačkoliv to na první pohled nevypadá, je nákup a držba certifikátů spojena nejen s výhodami, ale i s riziky, které podstupuje každý potencionální investor

Riziko tržní

Tržní cena je cena, za kterou se v daném okamžiku obchoduje cenný papír na trhu. Tento cenový pohyb může být pro investora pozitivní, když r_h roste nebo negativní, když trh klesá. Tuto nejistotu budoucího vývoje finančních trhů můžeme nazvat rizikem tržní ceny (závislé na vývoji trhu). Změny hodnoty certifikátů podléhají změnám na finančních trzích. Investor, který se rozhodne pro investici do certifikátů, by si mělo uvědomit, že certifikáty nezaručují žádné jisté výnosy jako jsou dividendy (u akcií) nebo pevné úročení (u dluhopisů). Jediná možnost zisku je růst kursu certifikátu

Kdo kupuje certifikáty na známá podkladová aktiva (např. burzovní indexy vyspělých akciových trhů USA, Západní Evropy, Japonska), může riziko tržní ceny celkem dobře odhadnout. Problémy mohou nastat u certifikátů, jejichž podkladovým aktivem jsou nově se rozvíjející trhy (Emerging Markets), které podléhají velké volatilitě, neprůhlednosti, malé likviditě a rozdílné legislativě (to vše je příznačné pro český akciový trh)

Riziko měnové

Každý certifikát emitovaný v cizí měně podléhá riziku směnných kursů. Pro investora to znamená nebezpečí (nebo šanci) vždy podle toho, jak se směnný kurs dané cizí měny vyvíjí k měně domácí (při splatnosti vymění investor cizí měnu za domácí – např. Euro za koruny).

Certifikáty, které jsou pojištěny proti kursovému riziku, se nazývají Quato-certifikáty. Toto jištění proti kursovému riziku nemusí být vždy výhodné. Pokud např. USD posílí proti Euro, tak by se vyplatila koupě certifikátu na index v USD než v Euro. Investor by tím participoval i na kursovém zisku.

Riziko bonitní

Spolehlivost emitenta certifikátů je možno rozpoznat podle ratingu. Rating udělují renomované ratingové agentury jako např. Moody's a Standard & Poor's.

Snížení ratingu může znamenat např. snížení likvidity obchodování daného certifikátu. Většina investorů totiž vidí ve snížení ratingu riziko, že by emitent nemusel dostát svým závazkům. Dávají proto přednost méně rizikovějším emitentům. Při snížení ratingu mohou certifikáty ztratit na své hodnotě.

Riziko spreadu

Spread je rozdíl mezi nákupní a prodejní cenou certifikátu. Investor, který vlastní certifikáty je může kdykoliv koupit nebo prodat. Pro potřebu nákupu a prodeje kotuje emitent nákupní a prodejní ceny (tzv ask a bid-quotation). Investor by proto neměl opomenout rozdíl (spread) mezi nákupní a prodejní cenou certifikátů.

Investor by měl vědět, že o výši spreadu není v emisních prospektech většinou žádná zmínka. Emitentům tedy neplynou žádné povinnosti. Tím si emitent sám určuje velikost rozdílu mezi nákupním a prodejním kursem. Při emisi certifikátů (a krátce po ní) jsou většinou rozdíly mezi nákupním a prodejním kursem velmi malé. Emitenti se tím snaží nalákat budoucí investory. Později, když už je velká část certifikátů prodána, emitenti spread rozšiřují

Spread je závislý na volatilitě podkladového aktiva (indexu), Např. trhy Emerging Markets jsou známy extrémními výkyvy akciových kursů. Tím se ztěžují podmínky emitentů.

Emitenti nemohou při velké volatilitě pojistit určitý stav indexu, a proto rozšiřují spread. Na vyspělých kapitálových trzích jsou spread u certifikátů velmi malé.

Riziko splatnosti

Toto riziko bývá většiny investorů podceňováno. Certifikáty mají pevný termín splatnosti, který je určen v emisních podmínkách. V den splatnosti bude investorovi vyplacena hodnota certifikátu. Investor nemá možnost počkat, až se cena certifikátu zvýší a pak jej prodat (jako je to možné u akcií nebo u dluhopisů).

Většinou emitent tuto nevýhodu splatnosti zlehčuje tvrzením, že investoři mohou po uplynutí lhůty splatnosti certifikátu bez problémů investovat do následného certifikátu vydaného stejným emitentem. Zde by se měl mít investor na pozoru. Zatím se totiž žádný emitent nezavázal emitovat po uplynutí doby certifikátu jiný certifikát za cenu, která by odpovídala ceně certifikátu v době splatnosti. Investor může samozřejmě koupit následný certifikát u konkurence, musí ale zaplatit nové transakční náklady a celá investice se tím podraží. Někdy může emitent automaticky prodloužit dobu trvání certifikátu (stačí to uvést v emisním prospektu).

Riziko pricingu (ocenění)

Protože zisky z prodeje certifikátů jsou většinou pro emitenty málo výnosné, jsou v posledních letech emitovány exotické certifikáty, jejichž konstrukce jsou velmi neprůhledné. Tyto exotické certifikáty se prodávají vysoko nad cenou a emitentům plynou tučné prémie. To je jeden z důvodů proč se v posledních letech stále více objevují emise exotických certifikátů.

Každý majitel certifikátů je vystaven riziku jejich ocenění. Investor nese riziko, že při nákupu zaplatí za certifikát vysokou cenu, nebo při prodeji certifikátu dostane málo zaplacené.

Větší problémy pro investora nastanou, pokud je index konstruován emitentem. Zde je někdy velmi těžké zjistit, jestli emitent nabízí férové nebo neférové ceny. Těchto výhod jsou si emitenti vědomi a využívají je. Pro emitenty je výhodná emise nových certifikátů, u nichž jsou podkladovým aktivem zcela nově konstruované a doposud neznámé indexy. Trvá vždy nějaký čas, než mohou finanční experti tyto nové konstrukce certifikátů ocenit a odhalit jejich nadhodnocení.

Obecně se dá říci, že riziko pricingu je u exotických certifikátů daleko větší než u běžných certifikátů.

Daňové riziko

Výnos plynoucí z vlastnictví certifikátu se musí zdanit, pokud bude daný papír prodán ve spekulaci době (v ČR je spekulaci doba 6 měsíců). Pokud bude certifikát prodán po spekulaci době, tak dosažené zisku nepodléhají dani. Investor může proto dopředu kalkulovat. Rozhoduje se o dlouhodobosti investice do certifikátu. Absolutní jistotu ovšem nikdy nemá. Může nastat změna daňových zákonů, nebo prodloužení délky spekulaci doby (jako se to stalo např. v Německu, kde po nástupu vlády sociálních demokratů byla prodloužena spekulaci doba z 6 na 12 měsíců).

Tyto změny mohou platit i zpětně. Ale s těmito riziky musejí počítat všichni investoři a je jedno, jestli investovali do akcií, dluhopisů nebo certifikátů. Při tvorbě indexových certifikátů se používají stále nové finanční konstrukce. Je zde riziko, že tyto nové finanční produkty budou později zdaňovány (pokud tomu tak již dnes není). V současné době existuje velká nejistota ve zdaňování certifikátů.

Např. je problém, jak zdanit růstový index. (Růstový index zvyšuje každoročně svoji hodnotu o vyplacené dividendy a zde nastává problém jak tyto dividendy zdanit).

Manažerské riziko

Riziko může vzniknout, pokud emitent vytváří podkladové aktivum pro certifikát, místo toho, aby jako podkladové aktivum použil burzovní index.

Je vidět, že složení indexu závisí na emitentovi, který může i nemusí být úspěšný. Investor se tedy spoléhá na schopnost manažerů a doufá, že dosáhnou lepších výsledků než např. EURO stoxx 50- index.

Manažerské riziko spočívá v tom, že manažeři:

- nemají nutné znalosti a zkušenosti
- podstupují velká rizika
- jejich rozhodnutí jsou poznamenána minulými zkušenostmi
- se rozhodují v neprospěch investorů, protože staví do popředí svoje vlastní zájmy

Manažerské rizika nepodstupuje investor, který zvolí certifikát, u kterého je podkladovým aktivem běžně používaný index (DAX, EURO Stoxx, Nikkei), na jehož skladbu nemají manažeři žádný vliv. Uvedené indexy podléhají pouze tržním vlivům. Pokud všem investor eliminuje riziko portfoliových manažerů, nevyhne se manažerskému riziku ve vedení akciových společností, které jsou součástí akciového indexu a slouží jako podkladové aktivum pro emitovaný certifikát.

Právní riziko

Právní riziko je velmi těžko odhadnutelné. Toto riziko pro investora nastane, jestliže emitent v prodejním prospektu uvede, že certifikát podléhá cizímu právu. To platí především pro wxotické certifikáty. Z praxe je známo mnoho příkladů, kdy ve dvou zemích byl výklad práva rozdílný. Je vždy jednodušší, když emitent má své sídlo v zemi, kde investor certifikát kupuje.

Emitentské riziko

Neschopnost emitenta dostát svým závazkům (při splatnosti certifikátu). Může se stát, že firma, která je podkladovým aktivem pro emitovaný certifikát, se dostane do potíží, např. platební neschopnosti, nebo konkursu. Tomuto riziku může emitent zabránit rychlou změnou struktury certifikátu (popř. podkladového indexu). Z praxe je známo mnoho příkladů, kdy analytici, institucionální investoři, nebo dozorčí orgány do poslední chvíle nevěděli, v jakých problémech se daná firma nachází.

Emitentské riziko tak úzce souvisí s bonitním rizikem.

Korelační riziko

Vliv ekonomického prostředí na hodnotu certifikát.

(korelace – vzájemný vztah, vzájemné ovlivňování)

Cenu certifikátu mohou ovlivňovat různé faktory

- celková ekonomická situace (ve světě i v jednotlivých regionech)
- výše úrokových měr
- očekávání investorů
- nálada na finančních trzích

Možnosti nákupu certifikátů

Investor, který koupí certifikáty, je nemusí držet až do doby splatnosti. Certifikáty jsou stejně jako akcie a dluhopisy obchodovatelné na burze. Když bude investor chtít, může po emisi certifikáty ihned prodat nebo další přikoupit. K tomu je potřeba zadat pouze příkaz k uskutečnění obchodu. Nákup certifikátů je také možný přímo u emitenta. Emitenti se většinou zaručí kotovat nákupní a prodejní kursy pro jimi emitované certifikáty. Investoři se proto mohou přes svoji mateřskou banku (nebo finančního zprostředkovatele) obrátit přímo na emitenta. Ušetří tak provizi která přísluší burzovním makléřům.

Způsob nakoupení

U emitenta v jeho bankovní pobočce

U emitenta v libovolné bankovní pobočce

Na burze

Poplatky

bankovní provize, spread

bankovní provize, spread

bankovní provize, spread,
Provize makléřům

Náklady certifikátů

Před nákupem indexových certifikátů by se každý investor měl zajímat, jaké náklady bude meset vynaložit. Pokud srovnáme nákladové struktury jednotlivých certifikátů zjistíme, že certifikáty, jejichž podkladovým aktivem není nějaký známý akciový index, jako např. Euro stoxx, jsou daleko dražší. Náklady na pořízení těchto certifikátů se začínají přibližovat nákladům investičních fondů.

Náklady u certifikátů

Při nákupu

spread

bankovní provize

provize makléřům

průběžné

u některých certifikátů

požaduje emitent roční

poplatky za management

(cca. 1-2%)

při prodeji před splatností

spread

bankovní provize

provize makléřům

při splatnosti

někdy požaduje emitent fixní

poplatky (např. 10 €)

Indexové akcie

Při koupi tohoto produktu může investor za mírné poplatky koupit celý akciový trh. Idea při konstrukci těchto cenných papírů je velmi jednoduchá. Jejich hodnota závisí na vývoji jednotlivých akciových indexů, které slouží jako podkladová aktiva

Poprvé byly indexové akce emitovány v roce 1990 v Kanadě, kanadská burza zavedla tento produkt na kanadský akciový index TSE-35 a indexové akce se nazývaly TIPPS. V roce 1993 zavedla stejný produkt americká burza cenných papírů (Američan Stock Exchange) a indexové akce se zde nazývají ETF (Exchange Traded Funds).

V Evropě se poprvé začaly indexové akce obchodovat na bruselské burze. Podkladovým aktivem se stal belgický akciový index BEL 20 a index Dow Jones Euro Stoxx 50. Od poloviny dubna 2000 nabízí tento nový produkt i německá burza cenných papírů (Deutsche Borse), která zavedla indexové akce na burzovní indexy Euro Stoxx 50 (obsahuje padesát akcií ze zemí Evropské unie) a Stoxx 50 (který obsahuje i akcie Velké Británie a Švýcarska). Tyto indexové akce se obchodují pod názvem LEADERS (LDRS – Listed

Diversified Return Securities) a jejich hodnota odpovídá 1/100 podkladových akciových indexů.

Je-li např. stav indexu Euro Stoxx 50 – 5147 bodů, je cena indexové akcie 51,47 €

Deutsche Borse se chce v příštích letech stát evropským centrem pro obchodování s tímto novým produktem. Indexové akce jsou ve Frankfurtu nabízeny European Exchange Traded Fund Company. Je to bankovní konsorcium, v jehož čele stojí investiční společnost Merčilo Lunch a Landes-bank Baden Wurtemberg.

Dá se předpokládat, že v Evropě bude o tento finanční produkt velký zájem. Důvodů je několik. Finanční produkty, které kopírují akciové indexy jsou u privátních investorů velmi oblíbené, protože vykazují lepší výnosnost než např. akciové fondy, které se rovněž snaží kopírovat akciové indexy.

Např. od roku 1993 (emise prvních ETF, které nesly název Spiders) vzrostl index S&P 500 o 300%. Hodnota amerických akciových fondů vzrostla v tomto období v průměru o 247%

A stejné rozdíly je možno pozorovat i v Evropě. Vedle lepšího zhodnocení investic jsou i poplatky při nákupu indexových akcií minimální. U fondů musejí investoři platit vstupní poplatky (3-5%) a také roční poplatky za správu a management (kolem 1%). Tyto poplatky představují pro investiční společnosti lukrativní příjmy. Zavedením obchodování s indexovými akciemi vzniká konkurence investičním fondům. Dá se předpokládat, že fondy budou muset svoje poplatky snižovat.

Na indexové akcie připadají pouze roční správní poplatky, které činí maximálně 0,5%. Jejich výše závisí na objemu jednotlivých emisí. Frankfurtská burza emitovala obě emise indexových akcií v celkovém objemu 400 000 milionů Euro (tento objem odpovídá středně velkému investičnímu fondu). V budoucnosti se počítá se snížením poplatku až na 0,3%. Pro srovnání se dá uvést, že americká forma indexových akcií – Spiders- má roční správní poplatky pouze 0,18%.

Rovněž rozdíl mezi nákupní a prodejní cenou indexových akcií tzv. spread činí nejvýše 1%

Indexové akcie se hodí pro dlouhodobé i krátkodobé investory. Jejich cena je kotována nepřetržitě a toho využívají tzv. day traders – investoři, kteří těží z denních pohybů akciových kursů. Protože kursy indexových akcií přesně kopírují kursy podkladových burzovních indexů, jsou velice transparentní a je jednoduché sledovat jejich aktuální cenový stav.

Dobře informovaní investoři dávají již delší dobu přednost indexovým certifikátům před fondy. Oproti indexovým certifikátům mají indexové akce výhodu neomezené doby trvání a investor obdrží v plném rozsahu dividendy, které zvyšují jeho počáteční investici.

Výhody indexových akcií.

- Mají neomezenou dobu trvání (výhoda oproti indexovým certifikátům, které mají omezenou dobu trvání od 3 do 10let).
- Nízké poplatky – žádné vstupní poplatky jako u fondů, ale pouze roční správní poplatky max. 0,5%
- Jsou vysoce likvidní – mohou být kdykoliv nakoupeny a prodány jako např. akce (na frankfurtské burze jsou denní objemy obchodů s indexovými akciemi přes 25 mil. Euro)
- Lepší zhodnocení investice – pouze někteří manažeři fondů dosáhnou lepších výsledků než akciový index.
- Indexové akcie jsou emitovány a kotovány prvotřídními investičními společnostmi. Riziko, že emitent nebude schopen dostát svým závazkům je velmi malé.

Sprint

Nový finanční instrument s názvem Sprint certifikát umožní investorům podílet se dvojnásobnou měrou na růstech akciových kursů. Pokud vzroste kurs podkladové akce např. o 20%, vynese certifikát 40%, v případě 25% vzestupu inkasuje investor 50%. Zisk investora se dvojnásobí do předem stanovené cílové hodnoty podkladové akcie. Za tímto zhodnocením stojí inovativní myšlenka, která využívá žádoucí očekávání investorů

Co jsou Sprint-certifikáty

Sprint-certifikát se vždy vztahuje na jednu určitou akcii. Až do předem stanoveného cílového kursu přinesou svému majiteli na konci své platnosti dvojnásobek toho, co by získal přímým nákupem. Jakmile se akcie vyšplhá na vyšší než cílovou hodnotu, certifikát již svou hodnotu nezvyšší. Jeho maximální výnos je omezen. Pokud propadne kurs dané akce pod emisní kurs, sníží se odpovídajícím způsobem i hodnota certifikátu. Ztráty investora se ale nedvojnásobí.

V současnosti jsou sprint certifikáty emitovány nejdéle na dobu 15 měsíců

Jak probíhá zpětná výplata Sprint-certifikátu

V době emise je stanoven počáteční (tzv. startovní) kurs, který je styčným bodem pro určení formy výplaty:

- Pokud se při spatnosti nachází kurs podkladové akcie nejméně na hodnotě počátečního (startovního) kursu. Tak investor obdrží zpět částku ve výši počátečního (startovního) kursu (kurs ve dni emise certifikátu) plus dvojnásobek nárůstu kursu akcie mezi dnem emise a koncem platnosti certifikátu. Výplata může dosáhnout maximálně částky, která je pevně stanovena již v době emise.
- Je-li kurs na konci splatnosti pod počáteční (startovní) hodnotou, nedochází k peněžnímu plnění. Majitel certifikátu dostane za jeden certifikát jednu akcii.

Prodejní cena je průběžně přízpusobována podle aktuálního tržního vývoje. Jakým způsobem bude certifikát 5. prosince 2004 splacen se rozhodne 28. listopadu 2004. Překročí-li SAP akcie tzv. počáteční kurs 200 Euro, obdrží investor jednu SAP akcii a hotovostní prémii ve výši rozdílu mezi SAP kursem a 200 Euro. Překročí-li kurs SAP akcie 28. listopadu 2004 tzv. cílový kurs 260 Euro, obdrží investor hotovost ve výši 320 Euro. Tato hotovost se skládá z cílového kursu 260 Euro a prémie ve výši 60 Euro. Pokud kurs SAP bude pod počátečním (startovním kursem) 200 Euro, bude investorovi dodána jedna SAP akce.

Srovnání certifikátu s akcií

Pokud budeme srovnávat certifikát SAP s přímým nákupem SAP akce, můžeme velmi dobře porovnat výhody a nevýhody obou investic. Certifikát se vyvíjí identicky s kursem akce až do hodnoty 200 Euro (pokud abstrahujeme od výplaty dividendy). Jestliže cena akcie překročí kurs 200 Euro, participuje držitel certifikátu dvojnásobnou měrou na růstech akciového kursu. To platí až do cílové ceny 260 Euro.

Investorův zisk je tedy fixován do výše cílové ceny 260 Euro. Místo dodání akcie dostane investor v tomto případě hotovost. Nezávisle na tom, zdali bude mít akce hodnotu 270, 300 nebo 350 Euro, investorovi se vyplácí částka ve výši 320 Euro. Jeho zisk je tedy ohraničen a činí maximálně 60%. Přímý nákup akcie by se v tomto případě vyplatil, pokud by hodnota podkladové akcie vzrostla nad 60% tzn. více než 320 Euro.

Rizika Sprint certifikátů

V případě nákupu Sprint certifikátu za cenu odpovídající přibližně počátečnímu kursu, má certifikát stejné riziko jako samotná akcie. Pokud investor koupí certifikát v době, kdy se akcie pohybuje mezi emisním kursem certifikátu a cílovou hodnotou, tak certifikát reaguje na poklesy kursů akcie dvojnásobně. Při poklesu kursu akcie se jeho kurs propadá v relaci 2:1, tedy o dvojnásobek.

- Obchodování a stanovení aktuálních kursů

Sprint-certifikáty jsou kotovány na burzách ve Frankfurtu, Dusseldorfu a Stuttgartu, kde probíhá jejich každodenní obchodování

Akciové dluhopisy

Od normálních dluhopisů se akciové dluhopisy odlišují zcela jednoznačně. Nápadná není jen výše úročení kupónu, která je většinou podstatně nad tržní úrovní. Neobyčejný je způsob splatnosti na konci doby trvání. Na rozdíl od běžného dluhopisu není emitent bezpodmínečně zavázán k výplatě nominální hodnoty.

Emitent může volit mezi splacením nominální hodnoty nebo dodáním předem určeného počtu akcií.

Příklad:

Banka emituje dluhopis s roční dobou trvání, nominální hodnotou 100 Euro a kupónem 11%. Tento akciový dluhopis je zkonstruován tak, že emitent má při splatnosti možnost splatit nominální hodnotu, nebo alternativně dodat dvě akcie telekomunikační firmy.

Zda-li se emitent rozhodne pro výplatu nominální hodnoty, nebo dodá akce, bude záviset na hodnotě kursu telekomunikační akce (podkladové aktivum) při splatnosti. Pokud bude hodnota jejich burzovního kursu např. 40 Euro, je pro emitenta výhodnější dodat akce místo aby splatil nominální hodnoty. Emitent buď již podkladové aktivum vlastní ve svém portfoliu, nebo jej nakoupí na burze a převede do investorova portfolia. Tím splní svoji povinnost a zaplatí hodnotu 80 Euro. Bude-li hodnota podkladového aktiva vyšší než 50 Euro, pak se při splatnosti emitentovy nevyplatí dodat akcie. Emitent se proto při splatnosti rozhodne pro splacení nominální hodnoty.

Je zřejmé, že investor přebírá při nákupu velké riziko, ale jen ohraničenou možnost zisku. V nejlepším případě mu bude splacena nominální hodnota, v horším případě dostane investor bezcenné akce. Teď je zřejmé proč akciové dluhopisy mají velký, v uvedeném příkladě 11% kupón. Neobyčejně vysoký kupón je určitý druh kompenzace (odškodnění) za vysoké riziko, které investoři nesou při splatnosti. Čím větší je toto riziko, tím vyšší je také kupón.

Akciové dluhopisy fungují tedy podle následujícího principu:

- Tyto cenné papíry mají poměrně veliký nominální úrok a emitent má při splatnosti právo volby mezi splacením nominální hodnoty nebo dodáním akcií.

Úplnou novinkou Reverse Convertibles nejsou. Byly nabízeny již od počátku devadesátých let. Tehdy se ale netěšily zájmu investorů. Bylo to způsobeno nepříznivými tržními podmínkami. Vysoké úroky běžných, pevně úročených produktů nemotivovaly investory ukládat své peněžní prostředky do Reverse Convertible. Navíc se nepodačilo zprostředkovat výhody těchto nových produktů.

Znaky akciových dluhopisů

Každý akciový dluhopis se vyznačuje velkým množstvím znaků. Některé z nich mají pro potencionální investory velký význam, jako např. výše kupónu nebo podkladová akcie, kterou emitent může při splatnosti dodat. Jiné jsou naopak méně významné – např. způsob výpočtu výplaty kupónu v období kratším než jeden rok, nebo propadnutí nároku věřitele oproti emitentovi akciového dluhopisu.

Nominální hodnota a dělení emise

Nominální hodnota (nominální částka) akciového dluhopisu je jen omezeně srovnatelná s nominální hodnotou standardního dluhopisu. Na rozdíl od normálních dluhopisů je dána dlužníkovi (emitentovi) možnost splatit svůj závazek dodáním akcie. Nominální hodnota je rozhodující pro určení počtu akcií, které mohou být při splatnosti dodány. V podstatě platí: čím větší je nominální hodnota, tím je větší počet akcií, které mohou být při splatnosti dodány. Množství akcií je ale závislé i na výši akciového kursu v době emise akciového dluhopisu. Čím větší je kurs akcie, tím méně akcií se musí při splatnosti dodat.

Podle dělení emise se dá určit, jaká je nejmenší obchodovatelná částka dluhopisu. Pokud je dělení emise např. po 5000 Euro, tak je tato částka zároveň nejmenší obchodovatelnou jednotkou. V tomto případě by nebylo možné koupit akciový dluhopis např. za 2000 Euro. Nelze jej koupit ani za např. 8000 Euro, ačkoliv tato suma je větší než nejmenší obchodovatelná jednotka. Dělení emise současně udává, na jaké části má být akciový dluhopis rozdělen. Obchodovatelné jsou pouze celé násobky minimální velikosti jako např. 10 000, 15 000, 35 000 Euro. Dělení emise na malé nominální hodnoty je výhodné pro drobné investory. Mohou koupit akciové dluhopisy i za velmi malé sumy. Je ale nutno počítat s tím, že některé banky předepisují minimální investiční sumu.

Podkladové aktivum

Typickým znakem Reverse Convertibles je možnost emitenta rozhodnout se při splatnosti mezi splacením nominální hodnoty nebo dodáním akcie. Pojem underlying (podkladové aktivum) se běžně používá u opcí, které se vztahují např. na určitou akcii. Při call opci na telekomunikační akcii by podkladovým aktivem mohl být např. Deutsche Telekom. V současnosti si emitenti vybírají za podkladová aktiva tituly z DAX, Neuer Markt nebo nejznámější zahraniční tituly. Důležitým kritériem pro výběr je vysoká volatilita podkladového aktiva. Ta umožňuje vysoký úrokový kupón

Před několika lety byly na trhu emitovány první Dvojitě akciové dluhopisy – Double Reverse Convertible Bonds – Two Zaset Reverse Convertible Bonds.

Příklad:

Double Reverse Convertibles Bonds s 17,5% kupónem. Jeho podkladovým aktivem jsou firmy SAP/BMW. Emitent je BHF banka. Na rozdíl od standardního akciového dluhopisu má emitent při splatnosti ne dvě, ale tři alternativy rozhodování

- Splacení nominální hodnoty
- Dodání 18 SAP akcií
- Dodání 8 BMW akcií

Na konci zvolí emitent alternativu s nejmenší hodnotou. Nominální hodnota dluhopisu bude splacena pouze tehdy, když 18 SAP akcií nebo 8 BMW akcií bude mít větší hodnotu než je nominální hodnota 5000 Euro, jinak budou dodány akce. Jestli emitent dodá BMW nebo SAP, závisí na tom, který balík akcií bude mít menší hodnotu. Dodát balík s menší hodnotou je pro emitenta samozřejmě výhodnější

Dodání cenného papíru

Zatím jsme vycházeli z toho, že emitent (pokud se rozhodl dodat akce nebo certifikáty) tento svůj závazek také skutečně splní a efektivně tyto cenné papíry dodá. Odborný výraz pro dodání je Physical Delivery. Za své povinnosti dodání se emitent může vymanit. Místo efektivního dodání cenných papírů je teoreticky možné i hotovostní vyrovnání – anglicky Cash Settlement. V tomto případě by banka emitenta vplatila investorům současnou hodnotu akcií (podkladových aktiv) v hotovosti. Doposud tvoří akciové dluhopisy s Cash Settlement výjimku a můžeme na ně narazit jestliže podkladovým aktivem je akciový index (např. Dax). Budoucnosti se ale dá očekávat, že k peněžnímu vyrovnání přikročí více emitentů, zejména z daňových důvodů.

Poměr směny a strike

Poměr směny patří mezi nejdůležitější znaky akciových dluhopisů. Vyjadřuje, kolik akcií nebo indexových certifikátů se má na konci doby splatnosti dodat jako náhrada za určitou nominální hodnotu.

Kupón

Jak již bylo ukázáno, Reverse Convertibles se odlišují od standardních dluhopisů různými modalitami splacení. U nominálních úroků nejsou tyto rozdíly tak velké. Podobně jako běžné dluhopisy jsou i Reverse Convertible vybaveny určitým kupónem, který se vztahuje na určité období, většinou 1 rok.

Emitent často čeká s vyplacením kupónu, pokud není celková doba příliš dlouhá. Výplaty kupónu v určitých časových obdobích by pro něj byly nevýhodné.

V praxi je většina akciových dluhopisů emitována s pevným nominálním úrokem. Také je možné zkonstruovat akciový dluhopis jak Floater. Jeho kupón by byl vázán na referenční úrokovou sazbu např. 12 měsíční Euribor. Jelikož se u akciových dluhopisů jedná o finanční produkty s velkým kupónem, musela by mít variabilní úroková sazba velký spread. Např. Euribor +8%. Dosud ale nebyly emitovány žádné akciové dluhopisy ve Floater formě, ale pouze jako speciální konstrukce pro institucionální investory. Dluhopisy mohou být emitovány úplně bez kupónu. Tento typ cenných papírů je běžný jak u normálních dluhopisů, tak i u akciových dluhopisů. Např. WGZ banka takový dluhopis emitovala. Jeho podkladovým aktivem je Bayer akcie a má označení Discount-Share-Bond

Ačkoliv tento dluhopis neobsahuje žádný nominální úrok, nemusí být pro investora nevýhodný. Jako náhrada za chybějící kupón je Discount-Share-Bond (diskontový certifikát) emitován za daleko nižší cenu (než srovnatelný akciový dluhopis s běžnou úrokovou sazbou).

Přízpusobení při kapitálových opatření

V praxi může dojít k tomu, že akciová společnost po určitém čase emituje nové akcie za účelem získání dalšího kapitálu, nebo provede tzv. Split (štěpení akcií). Tím se zvýší počet akcií v oběhu a současně se redukuje kurs jedné akcie. Cenné papíry se pak zdají opticky levnější a jsou pro mnoho investorů zajímavější. Tyto a jim podobné kapitálové opatření znamenají v podstatě nevýhody pro držitele odpovídajících akciových dluhopisů.

Obchodování a kotování

Obchodovatelnost na burze

Mnoho investorů má velkou důvěru v obchodování na nějaké burze. Všechny pohyby a činnosti jsou sátem kontrolovány a to je dobrý předpoklad pro správné, transparentní a férové obchodování. Je zřejmé, že burzovně kotované cenné papíry se lépe prodávají než burzovně nekotované. Tuto vlastnost rozpoznali emitenti akciových dluhopisů, a proto je většina produktů na burze obchodována. Existují ale i Reverse Convertibles, které na burze obchodovány nejsou. Reverse Convertibles bez burzovní kotace se nabízejí např. institucionálním investorům, bankám, investičním fondům, pojišťovacím společnostem a velmi movitým soukromým investorům. Prodávají se jako Sparbrief, a jsou ve formě dlužních úpisů. Protože dlužní úpisy nepředstavují cenné papíry není možné s nimi burzovně obchodovat. Jedná se vlastně o to, že investoři dávají bance půjčku a banka jim za tuto půjčku v této formě platí. Banka tuto půjčku může splatit dodáním určitého podílu akcií nebo dodáním hotovosti. Proto se banka zavazuje na tuto půjčku platit úroky, které jsou většinou daleko větší než je běžná tržní úroková sazba.

Péče o kurs

Jde o tzv. Market Making. Market Maker zabezpečuje funkčnost sekundárního trhu. Market Maker prodává akciový dluhopis draž než jej ve stejném okamžiku zpět nakupuje. V zásadě platí, že čím užší je spread, tím výhodnější je to pro určení kursu. Podle spreadu potenciální investor lehce pozná, zdali je uskutečňována dobrá péče o kurs – dobrý Market Making.

Čím větší je rozpětí, tím dražší jsou akciové dluhopisy při nákupu, a tím méně dostane investor při prodeji. To může odradit od aktivního obchodování. Je možné pozorovat, že emitent rozšířením nebo zúžením spreadu signalizuje, zdali chce obchodovat. Toto rozpětí může být také rozšířeno např. při hektickém obchodování. Je to z důvodu zabránění riziku, kdy podkladové aktivum má v krátkém čase velké výkyvy. Rozšířením spreadu tak emitent riziko redukuje. Zdali emitent kotuje velký nebo malý spread ukáže vždy až přímé srovnání emitentů

Discount Share Bond (diskantový certifikát)

Je nový finanční instrument, který umožňuje investorům dosahovat zisků na stagnujících a pozvolně rostoucích (nebo klesajících) akciových trzích. Hodí se pro investory, kteří v budoucnosti očekávají méně dynamický růst akciových indexů.

Jak již bylo zmíněno diskantové certifikáty se vyznačují tím, že emitent poskytne investorovi při nákupu diskont (slevu) z kursu podkladového aktiva (např. akcie). Investor ale může profitovat na růstu podkladového aktiva pouze do určité výše tzv. cap (horní hranice).

Druh a výše splatnosti diskantového certifikátu závisí na kursové hodnotě podkladového aktiva v době splatnosti:

- Pokud je kurs nižší než cap, dodá emitent investorovi podkladové aktivum (např. akcii). Pokud nelze podkladové aktivum dodat (např. je-li jím akciový index), následuje peněžní vyrovnání ve výši aktuální ceny (hodnoty).
- Je-li kurs podkladového aktiva v době splatnosti ve stejné výši jako cap nebo nad ním, obdrží investor nejvýše možný výnos.

Diskantové certifikáty jsou alternativní investiční možnosti a oproti přímému nákupu nabízejí potenciálním investorům atraktivní zúročení investovaných prostředků za sníženého rizika ztráty. Investor participuje přímo na vývoji podkladového aktiva, které koupí s diskontem z aktuálního kursu

Ale i když se podkladové aktivum bude vyvíjet konstantně, hodnota diskantového certifikátu každý den poroste, protože diskont je den ode dne postupě odbouráván. Dojde-li skutečně k poklesu kursů, je investor, který investoval do diskantových certifikátů stále ve výhodě, protože diskont tvoří tzv. polštář, který snižuje jeho potenciaální ztrátu.

Příklad:

Investor koupí diskantový certifikát, jehož podkladovým aktivem je akcie softwarové firmy SAP, jejíž akciový kurs je v době nákupu certifikátu 400 Euro. Investor tedy může koupit akcii SAP přímo na burze za 400 Euro, nebo diskantový certifikát za cenu pouze 350 Euro (a capu 450 Euro). To znamená o 12,5% levněji

Při splatnosti jsou možné následující varianty:

- *Pokles akcie na 350 Euro – investor s diskantovým certifikátem SAP neutrpí žádnou ztrátu. Pokud by koupil přímo akcii, byla by jeho ztráta 12,5%.*
- *Kurs akcie zůstane nezměněn na 400 Euro – diskantový certifikát dosáhne zisku 14,3%, přímá investice nedosáhne žádného zisku.*
- *Nárůst akcie až do výše cap (450 Euro)- diskantový certifikát dosáhne vyšší zisk tj. 28,6% než přímá investice, kde zisk dosahuje pouze 12,5%.*
- *Nárůst hodnoty akcie nad cap např. 500 Euro – držitel diskantového certifikátu stále dosahuje, díky slevě při koupi, zisku 28,6%. Přímou investicí je dosaženo pouze 25% zisku. Aby byl výnos z přímé investice větší než u diskantového certifikátu, musela by hodnota akcie vzrůst nad 214 Euro. ($450/350 \cdot 400 = 514,3$)*
- *Velký nárůst akcie na 550 Euro – teprve při nárůstu SAP akcie nad 514 Euro dosáhne majitel diskantového certifikátu nižší výnos než při přímé investici. Při 550 Euro je jeho zisk konstantní 28,6%, ale přímá investice dosahuje zisku 37,5%*

Co činí akciové produkty tak populární

Každý, kdo spekuluje na určitý vývoj akciových trhů, má k dispozici dostatečný počet finančních produktů, které může při svých investičních strategiích použít. Proč tedy banky a investiční společnosti emitují stále nové a složitější finanční instrumenty? Emitenti zdůvodňují tento trend tím, že v rámci péče o individuální investory jsou tyto speciálně vytvořené instrumenty neodmyslitelné a mohou lépe odpovídat novým potřebám a přáním investorů.

Většinou jsou důvody pro tvorbu nových produktů zcela jiné. Jedním z nich je snadno vydělaná marže. Tuto možnost lehkých výdělků rozpoznaly mnohé finanční instituty a začaly nabízet nové finanční produkty. Motto je většinou jednoduché. Inovativní produkty mají vzbudit očekávání velkých zisků – velkého zhodnocení, ale současně mají být tak neprůhledné, netransparentní, že investor je není schopen správně ohodnotit. Proto mohou být tyto produkty skoro vždy emitovány s velkými maržemi. Tato strategie se dá praktikovat, až do té doby, než se na trhu objeví konkurenční produkty, které vytvářejí tlak na férovou cenu. Jakmile jiné finanční instituty emitují stejné produkty, vzrůstá konkurence a marže emitentů začínají klesat.

Tržní prodej instrumentu

30% akciový dluhopis MobilCom má při srovnání s většinou akciových dluhopisů nadprůměrně vysoký kupón – tedy výbornou vlastnost, která se emitentovi hodí při propagaci. Někteří emitenti posilují dojem investorům tím, že ve svých emisních prospektech uvádějí, že

akciové dluhopisy jsou vysoce výnosné investiční instrumenty. To je obzvlášť zřejmé, když je nominální hodnota dluhopisu splacena (v optimálním případě). V porovnání se skutečnou rentabilitou to nemá nic společného. Někteří emitenti dokonce přímo srovnávají akciové dluhopisy s pevně úročenými cennými papíry (např. termínovými vklady), ačkoliv toto srovnání je nepřipustné. To, že akciové dluhopisy mají velký kupón a jsou pro investory zajímavější než běžné termínové úročení, má své důvody. Potencionální kupci se při splatnosti vystavují velkým rizikům. V nejhorším případě mohou ztratit celou nominální hodnotu. Na to je ale v emisních prospektech poukazováno jen velmi skrytě. Žádný emitent neoznačí svůj produkt jako dluhopis s vysokým kupónem a současně s rizikem totální ztráty. Většinou se tyto finanční produkty označí jako cenný papír, jehož podkladovým aktivem je akcie a kde má emitent možnost volby při splatnosti

Jak nejisté je zpětné splacení, se nikdy přímo neuvádí. Ba naopak. Splatnost, kdy emitent dodá akcie namísto vyplacení nominální hodnoty, není podle některých emitentů tak hrozná, protože vždy existuje možnost faktickou ztrátu kompenzovat pozdějším růstem kursu akcií.

Nemůžeme se proto divit, že některé ratingové agentury označují akciové dluhopisy jako spojení nevýhod akcie s nevýhodami dluhopisů. Při špatných burzovních fázích (nap. Medvědí trhu) se potencionální investoři plně podílí na ztrátě hodnoty podkladových aktiv. Ve fázích růstu jsou jejich šance, díky úročení, jen velmi omezené.

Výhody a rizika

Výhody akciových dluhopisů

Kouzlo akciových dluhopisů spočívá v možnosti dosáhnout zisků při nezměněném akciovém kursu. Kdo tedy předpokládá, že vývoj hodnoty určitých akcií, popř. celého trhu bude v dohledné době stagnovat nebo mít stabilní trend, tak může pro svoji investiční strategii použít akciové dluhopisy. Ostatní finanční produkty potřebují daleko větší náklady a jsou více rizikové. Protože se u akciových dluhopisů jedná o finanční produkt, který je složený z pevně úročeného dluhopisu a z jedné opční pozice, má prakticky každý příležitost (přinejmenším nepřímou) opce prodat. Na termínové burze jako je např. Eurem je tento prodej spojen s nepřímými náklady, které jsou i pro soukromého investora akceptovatelné. Na druhé straně je spektrum možných bazických akciových titulů ohraničené, např. obchodují se pouze tituly z DAX. Pomocí Reverse Convertibles mohou i drobní investoři zaujmout krátké pozice např. u akcií MobilCom nebo Yahoo. To většinou bývá výsadou pouze institucionálních investorů. Reverse Convertibles nabízejí mnoha investorům zcela nové možnosti. Dá se říci, že emitenti tím vyplňují určitý tržní výklenek. Vedle toho existují i jiné motivy pro nákup akciových dluhopisů (daňové, diverzifikace rizik atd.). Přes všechny výhody musí investor počítat i s určitými riziky.

Rizika

Kursově riziko

Kdo se rozhodne pro nákup akciových dluhopisů, musí počítat s tím, že jejich kurs kolísá jak nahoru, tak dolů. Tato nejistota budoucího vývoje kursů se dá označit jako kursovní riziko. Kursovní riziko postihuje akciový dluhopis během celé doby trvání, ke konci se ale podstatně snižuje. Všeobecně platí: čím delší je doba trvání, tím větší je riziko. Pokud bychom srovnávali dva stejné cenné papíry, pak by papír s delší dobou trvání podléhal silnějším kurzovním výkyvům. Zda-li určitá změna kursu přinese investorovi výhody nebo nevýhody, záleží na tržní situaci. Pokud investor plánuje akciový dluhopis koupit, jsou pro něho výhodné

nízké kursy, které zlevňují jeho investici. Pokud investor akciový dluhopis vlastní a chce jej prodat, jsou pro něj výhodnější vyšší kursy.

Vývoj kursů akciových dluhopisů závisí na určitých faktorech např. na kursu podkladového aktiva-bazické akcie, její volatilitě nebo výši úrokových sazeb. Změna některého z těchto faktorů se odrazí na hodnotě akciového dluhopisu. Každý investor se tedy vystavuje rozdílným rizikům – akciovému, volatilnímu a úrokovému. Některé z těchto rizik jsou velmi nestandardní (exotické) a dají se jen velmi těžko vyhodnotit – např. u dvojitých dluhopisů existuje tzv. korelační riziko.

Riziko splatnosti

Na rozdíl od standardních dluhopisů nemají vlastníci Reverse Convertibles žádný nárok na splacení pevné a dopředu známé částky. Podle kursového vývoje podkladové akcie musí investor počítat s tím, že hodnota akcií dodaných při splatnosti může být výrazně pod nominální hodnotou. Jaké to může mít následky se dá někdy dočíst v emisních prospektech.

Pricing – ocenění

Každý investor, který kupuje akciové dluhopisy tak musí počítat s tím, že emitent bude kotovat prodejní a nákupní kursy, které nebudou férové. Riziko ocenění je rizikem, že kotování kursu se od určité hodnoty odchýlí v neprospěch investora. V praxi dochází často k tomu, že převážná část investorů cenné papíry koupit, nebo je naopak prodat. Pokud emitent vytuší tržní situaci, kde se má uskutečnit velký obrat, může se podle toho zařídit a využít kotování ke své výhodě. Typickou situací jednostranné poptávky je období uvedení emise na trh a doba krátce potom.

Bonitní riziko

Zda-li je investor v mezidobí, nebo na konci doby trvání ztrátový, nemusí záviset pouze na burzovním vývoji. Ztrátu může mít i pokud je snížena bonita emitenta, nebo pokud emitent nebude moci splnit své závazky. Co je investorovi platná slíbená výplata kupónu, když emitent před splatností ohlásí konkurs.

Bonitní riziko se dá zmírnit pomocí diverzifikace. Investoři mohou svůj kapitál svěřit více emitentům. Zhorší-li se v budoucnosti ratingová hodnota jednoho emitenta, který nebude schopen splácet svoje dluhy a vyhlásí insolventnost, bude díky diverzifikaci postižen celý kapitál investorů.

Riziko spreadu

Většina Reverse Convertible se během své doby trvání může nakoupit a prodat přímo u emitenta, který se zavázal provádět aktivní Market Making. Spread nepatří k primárním znakům akciových dluhopisů. Je to tzv sekundární znak. Zatímco v emisních prospektech jsou pevně stanoveny určité neměnné znaky akciových dluhopisů, (např. výše kupónu nebo doba splatnosti). Nákupní a prodejní kursy se měnit mohou – tzn. V budoucnosti může každý emitent podle potřeby změnit rozpětí (spread) mezi nákupním a prodejním kursem. Při emisi a několik týdnů po ní kotuje emitent velmi malé rozpětí. To slouží k tomu, abychom na nový produkt přilákal velký počet investorů. Po určité době se může stát, že emitent spread rozšíří.

Omezená likvidita

Akciové dluhopisy, které jsou připuštěny k burzovnímu obchodování, jsou kotovány emisními bankami, které stanovují nákupní a prodejní kursy. Pro investora odpadá riziko, že nebude moci tyto cenné papíry prodat. Likvidita je zajištěna. Reverse Convertibles je proto bez problémů možné nakoupit a prodat.

Zcela jiná je situace u cenných papírů, které nejsou připuštěny k burzovnímu obchodování a pro které se emitent nezavázal provádět aktivní Market Making, tzn. Kotovat nákupní a prodejní kursy. Při růstu trhu a současném růstu hodnoty akciového dluhopisu nemá investor možnost tento dluhopis rychle prodat a realizovat tak zisky. Pokud emitent nepečuje o kurs, nemá investor ani žádnou možnost zamezit ztrátě, má-li trh sestupný trend. Investora flexibilita je tedy silně ohraničena. Ani změna vlastní investiční strategie není krátkodobě možná, neboť investor by musel napřed tyto akciové dluhopisy prodat.

Použitá literatura:

- [1] Svoboda, M.:Nová generace finančních produktů. Bankovníctví, č.10, 2004
- [2] Svoboda, M.:Indexové investice, 1. vyd. Brno, Dimension 2001
- [3] Svoboda, M.:Indexové certifikáty versus ETF (indexové fondy). Finanční poradce, č.11, 2004
- [4] www.certifikatejournal.cz, Vývoj trhu moderních strukturovaných produktů v zemích EU

