

Retail derivatives for „Short“ Investments

Martin Svoboda¹

Abstrakt

Článek se zaměřuje na moderní investiční produkty tzv. retail deriváty, které umožňují všem investorům participovat na tržních poklesech. Standardně se tyto produkty označují jako „short“. Zvláštní pozornost je věnována segmentu investičních „short“ certifikátů. Následně je provedena vzájemná komparace vybraných typů strukturovaných produktů

Klíčová slova

DAX, Short DAX, Reverse Bonus certifikát, Reverse Lock-In certifikát, Reverse Discount Protect, Reverse Discount Chance, Index certifikát, hedging

Úvod

Na tržních poklesech lze v současném období participovat několika způsoby. Některé nové inovace strukturovaných produktů jsou smysluplné, jiné jsou relativně komplexní a ne příliš vhodné. V posledních turbulentních týdnech a měsících je opět v módě spekulace na pokles tzv. „short“. Mnoho makroekonomických faktorů, jako jsou například pochmurné predikce konjunkturálního vývoje, působí proti rychlému opětovnému oživení kapitálových trhů jako kontraindikátor. Právě díky moderním strukturovaným produktům není ani pro drobné investory problém participovat na tržních poklesech. Ba právě naopak. „Short Investments“ jsou aktuálně velmi populární a dostupné v různých variacích pro všechny typy investorů: jak institucionálních tak i drobných.

Opatrní, rizikově averzní investoři, jsou schopni nalézt vhodný produkt pro participaci na poklesu vybraného podkladového aktiva, stejně tak jako náruživí „short traders“ využívající standardně velmi spekulativní investiční instrumenty jako jsou Bear Knock-Outs (nebo Mini-Futures, Waves-Warrant Alternatives Vehicles) respektive Bear Stop-Loss-Knock-Outs. Ovšem často je s využitím těchto produktů spojená velká finanční páka a hrozí nebezpečí totální ztráty zainventovaného kapitálu, například pokud dojde k prolomení tzv. knock-out bariéry. Úspěšné použití těchto finančních instrumentů vyžaduje velkou náklonnost k riziku a extrémní fixaci na hodnotový vývoj podkladového aktiva. Pro běžné (neprofesionální) investory se proto tyto produkty hodí maximálně jako zajišťovací „hedging“ instrumenty. Cílovou skupinou emitentů strukturovaných produktů jsou proto tzv. „travers“, kteří využívají tržně taktické alokace volných finančních prostředků především v krátkodobém horizontu.

1 Short produkty

V další části textu bych se chtěl zaměřit na méně riskantní „short“ produkty, které byly v uplynulých týdnech a měsících v hojné míře uvedeny na trh. Velmi aktivní byla Sal. Oppenheim, největší evropská privátní banka, která emitovala četné „short“ inovace. Ale i zde platí: investiční instrumenty, které participují na kurzovních poklesech, nejsou příliš vhodné pro dlouhodobé investiční angažmá, protože v dlouhém časovém horizontu mají

¹ Doc. Ing. Martin Svoboda, Ph.D., Katedra financí, Ekonomicko-správní fakulta, Masarykova univerzita v Brně, Lipová 41a, 659 79 Brno, E-mail: svoboda@econ.muni.cz

akciové trhy tendenčně růstový trend. Short produkty jsou vhodné právě pro investory, kteří chtějí cíleně využít tržních poklesů. Všechny byly analyzované podle reálných hodnot získaných 13. srpna 2008. Souhrnný přehled všech zohledněných produktů nabízí tabulka č.3.

1.1 ShortDAX

Díky liberálním pravidlům se většina emitentů koncentruje na lukrativní západoevropský hlavně na německý trh retail derivátů. Kdo z tržních subjektů věří, že v Německu ještě není pokles kapitálového trhu u konce, může při svém investičním rozhodování zohlednit na německých burzách kotované retail deriváty. Především burzy ve Frankfurtu a Stuttgartu v posledních letech vytvořily vlastní tržní segment pro obchodování s retail deriváty, zejména s investičními certifikáty. Hodnota certifikátu s názvem ShortDAX se vyvíjí zrcadlově vůči hlavnímu německému akciovému indexu. Pokud index DAX kupříkladu zhodnotí o tři procenta, klesne hodnota certifikátu ShortDAX o tři procenta. Veškeré pohyby indexu DAX vůči předešlému dni jsou tedy zobrazovány s finanční pákou mínus jedna. Aby byl celkový účinek participace konstantní, je finanční páka denně nastavena na úroveň na mínus jedna.

Nejznámější participační certifikát na ShortDAX má ve své nabídce například Société Générale. Francouzi sice u produktu požadují roční manažerský poplatek ve výši 0,4 procenta, proti tomu ale připisují certifikátu ShortDAX každý den k dobru úroky ve výši dvounásobku aktuální denní sazby - EONIA². Aktuální sazba je ve výši 8,6 procenta p.a. To je dodatečný příjem a k tomu částečné zajištění investice, pokud by se index DAX orientoval směrem dolů. Dvojití inkasování úroků umožňuje struktura produktu ShortDAX: zaprvé příjem z úroků na celkový objem zainvestovatelných finančních prostředků, které emitent může například uložit do pevně úročených finančních instrumentů, zadruhé příjem z úroků, které jsou získané z prostředků, které emitent obdrží při prázdňem prodeji (tzv. „short sell“).

1.2 Reverse Bonus

Lze předpokládat, že DAX v příštích měsících bude opětovně testovat „roční minima“. Ovšem podle aktuálních analýz významných finančních institucí neočekává většina tržních subjektů výrazný propad. Nejpozději v oblasti významné linie podpory, která probíhá na úrovni 5 500 bodů, by se korekce měla zastavit. Spekulanti na pokles by tedy měli být na pozoru. S ještě větší opatrností mohou investoři alokovat své volné finanční prostředky například do Reverse Bonus certifikátů. S těmito cennými papíry lze dosáhnout atraktivních výnosů, i když akciové kurzy nepadají až na samé dno. Takový cenný papír má ve své nabídce například holandská ABN Amro a jako podkladové aktivum byl opět zvolen německý index DAX. Jestliže do konce doby trvání Reverse Bonus certifikátu (prosinec 2008) nevzroste hlavní frankfurtský akciový barometr DAX na nebo nad úroveň 8 300 bodů, což by byla nová nejvyšší historická hodnota (tzv. all time high), bude vlastníkům vyplacen bonus výnos ve výši 8,5 procenta p.a. Aktuální odstup od úrovně 8 300 bodů činí téměř 30 procent.

1.3 Reverse Lock In

Ještě více na zajištění jsou orientované „CP100 Reverse Lock In“ certifikáty, inovace od Sal. Oppenheim. S těmito cennými papíry sázejí investoři s plnou kapitálovou ochranou na krátko- až střednědobě klesající akciové kurzy. Pokud kurz podkladového aktiva během doby

² Se zavedením jednotné evropské měny euro byla v roce 1999 vytvořena nová základní úroková sazba pro vnitroeuroevropský peněžní trh s názvem EONIA. Zkratka znamená „Euro OverNight Index Average“ a představuje jednodenní úrokovou sazbu, za kterou si banky mezi sebou půjčují peněžité částky v eurech. Stanovení této úrokové sazby zajišťují reprezentativní banky, které se vyznačují aktivní účastí na peněžním eurotrhu. V současnosti je tento tržní segment tvořen 57 bankami, z toho 47 peněžních institutů pochází z eurozóny, čtyři z ostatních zemí EU a šest bank ze států, které nepatří do EU.

trvání alespoň jednou dosáhne nebo prolomí předem stanovenou hodnotu („Lock In“ bariéru) je ke kapitálové garanci vyplacen ještě dodatečný fixní výnos.

Z kurzovních poklesů nad „Lock In“ bariéru již investoři neprofitují. Pokud ovšem i přes všechna očekávání kurzy porostou, bude investorům vyplaceno 100 procent nominální hodnoty. Pro vzájemné srovnání byl vybrán stejný produkt na identické podkladové aktivum – opět německý index DAX, u kterého byla při emisi stanovena „Lock In“ bariéra na úrovni 5 750 bodů. Pokud hlavní německý burzovní barometr poklesne v mezidobí (do počátku prosince) na nebo pod tuto hodnotu, obdrží majitel cenného papíru obnos ve výši 105,50 EUR, což při aktuálním tržním kurzu Lock In certifikátu (101,07 EUR) znamená roční zhodnocení ve výši 14,1 procenta. Ovšem i přes plnou kapitálovou garanci je malá ztráta možná, protože se certifikát kotuje lehce nad svoji nominální hodnotou 100,00 Euro.

2 Příklad: Porovnání performance ShortDAX / Reverse Bonus DAX

DAX	6 850 bodů
ShortDAX certifikát	66,47 EUR / Open End / 0,4 % p.a. / úroky: 2x EONIA
Reverse Bonus DAX certifikát	73,52 EUR / 20.3.09/ bariéra: 8 300 / realiz. cena: 13 800

Tab.č.1: Výchozí hodnoty ShortDAX a Reverse Bonus DAX

Bodová hodnota indexu DAX	ShortDAX certifikát	Reverse Bonus DAX certifikát
4000	49,9	33,3
4500	42,6	26,5
5000	35,3	*21,1
5500	28,0	*21,1
6000	20,7	*21,1
6500	13,4	*21,1
7000	6,1	*21,1
7500	-1,2	*21,1
8000	-8,5	*21,1
8500	-15,8	-27,9
9000	-23,1	-34,7
9500	-30,4	-41,5

Tab.č.2: Performance analýza (simulované hodnoty pro březen 2009) za předpokladu, že DAX nikdy nedosáhne hodnoty ve výši 8 300 bodů.

3 Short produkty s částečnou kapitálovou ochranou

3.1 Reverse Bonus Cap

Kapitálovou ochranu ve výši 90 procent nabízí na konci doby trvání další struktura z bankovního domu Sal. Oppenheim - „CP90 Reverse Bonus Cap“ certifikát. Pokud se až do srpna 2010 nebude německý index DAX kotovat na nebo nad hranici 8 515 bodů, bude certifikát splacen za maximum své hodnoty tj. 119,50 EUR, to odpovídá atraktivnímu výnosu ve výši 8,5 procenta p.a.

Vyšší výnos není možné dosáhnout, protože tato struktura byla při emisi omezena cap úrovní. Pokud podkladové aktivum během doby trvání (i přes negativní tržní očekávání) prolomí nebo se dotkne tzv. Protect Level, zaniknou sice šance na vyplacení bonusu, ale

maximální výnos může být i tak vyplacen, pokud se index DAX bude v rozhodný den kotovat na nebo pod bonusovou bariérou stanovenou při emisi na úrovni 5 272,75 bodů. Maximální možná ztráta je díky kapitálové ochraně ve výši 90,00 EUR omezena. Co se ovšem dá variantě CP90 vytknout je relativně dlouhá doba trvání. Dva roky jsou pro „short“ investici velmi dlouhá doba.

ISIN	Emitent	Typ struktury	Podkladové aktivum	Bariéra	Ochrana	Kapitálová garance	Kurz
DE000SG3G269	Société Générale	Index certifikát	ShortDAX	-	-	ne	72,03
NL0000807352	ABN Amro	Reverse Bonus certifikát	DAX	8.300	28,7%	ne	90,11
DE000SFL2261	Sal. Oppenheim	CP100 Reverse Lock In	DAX	-	-	100%	101,07
DE000SFL4BS0	Sal. Oppenheim	CP 90 Reverse Bonus Cap	DAX	8.515	32,0%	90%	101,40
DE000SDL6DZ8	Sal. Oppenheim	Reverse Discount Protect	DAX	8.800	36,5%	ne	153,97
DE000SFL2BP0	Sal. Oppenheim	Reverse Discount Chance	DAX	6.700	3,9%	ne	96,37

Tab.č.3: „Short“ retail derivatives na podkladové aktivum DAX (hodnoty k 13.8.2008)

3.2 Reverse Discount Protect

Na počátku léta 2008 emitovala banka Sal. Oppenheim také produkty, které využívají obrácený mechanismus „reverse“ discount. I u této struktury participuje investor na poskytnuté nižší nákupní ceně ve formě discount. Přitom ale profituje především na stagnujících nebo klesajících trzích. Maximálně možné zhodnocení je u této struktury ovlivněno již při emisi, kdy je stanoven tzv. maximální možný výnos (cap), který je chráněn tzv. Protect-Level. Nejlépe strukturu vysvětlí následující reálný příklad: Reverse Protect Discount certifikát s dobou trvání do června 2009 byl emitován na podkladové aktivum DAX. Jeho Protect Level byl stanoven na úrovni 8 800 bodů. To odpovídá „ochrannému polštáři“ ve výši 36,5 procenta. Pokud se podkladový index DAX nikdy nebude kotovat na nebo nad hodnotou 8 800 bodů, obdrží investor maximální výnos ve výši 164,50 EUR. Při aktuálním kurzu 153,97 EUR to odpovídá výnosu ve výši 7,7 procenta p.a. Maximální obnos by tedy teoreticky nebyl ztracen ani při prolomení ochranné bariéry. Ovšem pak by musel podkladový index až do konce doby trvání poklesnout až na úroveň 2 591,50 bodů (cap), co se z dnešního pohledu jeví jako velmi nepravděpodobné.

3.3 Reverse Discount Chance

Ofenzivní variantu představují „Reverse Discount Chance“ certifikáty. I zde byl zvolen produkt od Sal. Oppenheim. Pokud německý index DAX na konci doby trvání v červnu 2009 se nebude kotovat nad referenční hodnotou ve výši 6 700 bodů, bude tento certifikát splacen za 100,00 EUR. Za aktuálních tržních podmínek to odpovídá výnosu při stagnaci ve výši 4,4 procenta.

Přidanou inovací této struktury je to, že pokud prolomí podkladový index DAX během doby trvání úroveň 5 500 bodů, bude při splatnosti k maximálnímu výnosu přičtena procentuální ztráta indexu, která vychází z referenční emisní hodnoty ve výši 6 700 bodů. Ztratí-li kupříkladu německý index DAX ke konci své splatnosti deset procent, pak bude majitelům Reverse Discount Chance certifikátů vyplaceno 110,00 Euro. Ale pokud si neudrží medvědí trend převahu a index DAX posílí nad referenční hodnotu 6 700 bodů, jde nejdříve tento růst k tíži výnosu, který je garantován při tržní stagnaci a následně pak i k tíži vloženého kapitálu.

4 Shrnutí

Počet nových strukturovaných produktů, které umožňují participovat na tržních poklesech, se v posledním období velmi rozrostl. Nové struktury jsou schopny oslovit velmi široký okruh investorů a to jak drobných tak institucionálních. Kromě Short nebo Reverse Bonus certifikátů lze jako smysluplnou inovaci hodnotit strukturu Reverse Lock In, která chce oslovit především rizikově averzní investory, počítající v krátkodobém či maximálně střednědobém horizontu s výrazným poklesem kurzů podkladových aktiv. Naopak Reverse Discount struktury jsou relativně komplexní a potřebují, aby si na ně investoři zvykli. K zamyšlení vybízí i skutečnost, že u všech reverse short struktur bez ochrany kapitálu jsou možné vysoké ztráty až do výše úplného znehodnocení zainventovaných prostředků. Pro úspěch zvolené „short“ strategie je každodenní tržní monitoring nezbytnou podmínkou.

Literatura

- [1] SVOBODA, M.: *Indexové investice*. Dimension, Brno 2001. ISBN 80-238-7634-1.
- [2] SVOBODA M.: *Asset Guide*. Computer Press, 2006. S. 372. ISBN 80-251-1284-5.
- [3] SVOBODA M.: *Jak ovládnout finanční trhy*. CP Books, 2005. ISBN 80-251-0763-9.
- [4] MOKRIČKA, P., ŠIKULOVÁ, M.: *Bonus certifikáty a jejich chování během doby trvání*. In *Finanční řízení podniků a finančních institucí*. Ostrava: Vysoká škola báňská - Technická univerzita Ostrava, 2007. ISBN 978-80-248-1551-0, s. 172-178.
- [5] REUSE, S., LINNERTOVÁ, D.: *Durch Streuung das Risiko mindern*. Bankfachklasse, SRN, GVW Media, Německo. ISSN 0170-6659, 2008, vol. 2008, no. 07, s. 17-19.

Summary

The paper is devoted to the retail derivatives for the „short“ investments. The retail derivatives (also called modern structured financial products or an investment certificates) give investors the right to take a part in an appreciation of the underlying investment which can be shares, indices, commodities or currencies. Special attention is devoted to segments of short index certificates (simply „delta 1“ products) or certificates with full or partial guarantee of investments like Reverse Bonus, Reverse Bonus Cap, Reverse Lock In, Reverse Discount Protect and Reverse Discount Chance.