

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**PREDNOSTI IN TVEGANJA NALOŽBENIH
CERTIFIKATOV Z VIDIKA VLAGATELJA**

Ljubljana, november 2007

TINA KOTLICA

IZJAVA

Študentka Tina Kotlica izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. Aleša Skoka Berka, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 23.11.2007

Podpis: _____

KAZALO

1. UVOD	1
2. KLASIČNI IZVEDENI FINANČNI INSTRUMENTI.....	2
2.1. Navadni terminski posli	3
2.2. Standardizirane terminske pogodbe.....	4
2.3. Zamenjave.....	5
2.4. Opcije.....	5
3. ALTERNATIVNE OBLIKE IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV	6
3.1. Eksotične opcije	7
3.1.1. Opcije z odloženim začetkom oz. ang. forward start options	7
3.1.2. Azijske opcije	7
3.1.3. Opcije z mejo oz. ang. barrier options	8
3.1.4. Izbirne opcije oz. ang. chooser options	8
3.1.5. Opcije z več osnovnimi instrumenti oz. ang. correlation/multiasset options	8
3.2. Nakupni boni	8
3.3. Pogodbe za razliko	9
4. NALOŽBENI CERTIFIKATI	10
4.1. Kaj so naložbeni certifikati.....	10
4.2. Pregled trgovanja z naložbenimi certifikati po državah	12
4.3. Kako lahko trgovamo z naložbenimi certifikati.....	16
4.3.1. Trgovanje na organiziranem trgu	16
4.3.2. Trgovanje na neorganiziranem trgu	16
4.4. Vrste naložbenih certifikatov	17
4.4.1. Garantirani naložbeni certifikati.....	17
4.4.2. Bonus naložbeni certifikati in naložbeni certifikati z delnim kritjem.....	19
4.4.3. Diskontni naložbeni certifikati	21
4.4.4. Outperformance in sprint naložbeni certifikati	23
4.4.5. Indeksni in udeležbeni naložbeni certifikati.....	25
4.4.6. Turbo ali "knock-out" naložbeni certifikati	27
4.5. Prednosti pri vlaganju v naložbene certifikate.....	29
4.6. Tveganja pri vlaganju v naložbene certifikate	30
5. SKLEP.....	32
LITERATURA	34
VIRI	37
PRILOGE	1

SEZNAM SLIK:

Slika 1: Promet trgovanja z naložbenimi certifikati na nemških trgih v mio EUR.....	12
Slika 2: Število naložbenih certifikatov na stuttgartski borzi po vrstah.....	13
Slika 3: Število izvršenih poslov z naložbenimi certifikati v NLB po mesecih.....	15

1. UVOD

Vlagatelji lahko v zadnjih letih izbirajo med mnogo različnimi naložbenimi možnostmi. Povprečen vlagatelj se ob trgovanju z delnicami še znajde, vprašanje pa je, koliko pozna novejša naložbene možnosti ter priložnosti in tveganja, ki jih prinašajo.

V zadnjem času je za finančne institucije v razvitih finančnih sistemih zelo pomembno spremljanje in uvajanje novih storitev in instrumentov, mednje pa prav gotovo sodijo tudi izvedeni finančni instrumenti. Novi naložbeni produkti predstavljajo za banke in finančna podjetja prednost pred konkurenco, zato je hiter razvoj le-teh izredno pomemben. Pritiski na povečanje hitrosti razvoja izhajajo iz hitrosti inovacij na področju računalništva, hitrih sprememb predpisov in hitro spreminjajočih se potreb vlagateljev (Doles, 2007).

Trg izvedenih finančnih instrumentov oz. strukturiranih produktov je zelo razvit v zahodnem svetu. Na ameriškem trgu je najbolj razvito trgovanje s standardiziranimi terminskimi pogodbami in z opcijami. V Evropi pa je med vsemi državami pri trgovanju z izvedenimi finančnimi produkti v ospredju Nemčija, predvsem borza v Stuttgartu, kjer so strukturirani produkti, med njimi pa v velikem deležu naložbeni certifikati, v tem tisočletju postali pravi "boom". Porast trgovanja z naložbenimi certifikati lahko vidimo tudi na kapitalskih trgih na Dunaju, v Amsterdamu, opazimo jih lahko v Parizu, Bruslju, Londonu, Lizboni, Madridu, Švici, pojavili pa so se tudi že v Pragi.

Na slovenskem kapitalskem trgu trgovanje s klasičnimi izvedenimi finančnimi instrumenti poznamo, alternativni strukturirani produkti pa so še relativno neznani, vendar lahko v prihodnosti pričakujemo naložbene certifikate tudi pri nas. Kapitalski trgi se namreč hitro razvijajo in na trgu ponujajo vedno nove finančne instrumente. Verjamem, da bodo želele slovenske banke slediti novostim, čeprav moramo priznati, da na tem področju naš bančni sektor trenutno vidno zaostaja za tujo konkurenco. V tujini je že precej naložbenih certifikatov izdanih tudi na slovenske delnice in indekse, vlagatelji vanje pa so v veliki meri slovenski investitorji, zato lahko sklepam, da bi ob pojavu naložbenih certifikatov na naši borzi, trgovanje z njimi zaživel precej hitro. S tem bi zavel svež veter tudi na ljubljanski borzi. Seznam produktov in investicijskih možnosti bo v prihodnosti zagotovo vse daljši, delo investicijskih svetovalcev pa vse zahtevnejše.

V diplomskem delu je predstavljena ta, za slovenske vlagatelje dokaj nova, alternativna oblika naložbenih produktov ter omenjen tudi morebiten vpliv na slovenske borzne tečaje, ki ga trgovanje z določenimi naložbenimi certifikati lahko ima. Razložena so tudi tveganja za vlagatelje, saj morajo biti le-ti pri vlaganju v naložbene certifikate dobro poučeni in se zavedati morebitnih nevarnosti, ki jih takšno vlaganje lahko prinese. Na prvi vtis delujejo naložbeni certifikati nekakšna idealna investicija, s katero lahko zaslužimo veliko več, kot pri vlaganju v delnice, poleg tega pa dobički po naši zakonodaji niso obdavčeni. Tako so lahko

nepoučeni vlagatelji hitro zavedeni. Potrebno pa se je zavedati, da lahko pri takšni investiciji vlagatelj izgubi čisto vse, kar je vložil. Nekateri naložbeni certifikati so bolj tvegani, drugi manj, zato je pred trgovanjem potrebno poznati najmanj osnovno logiko vsake od različnih vrst naložbenih certifikatov in se takrat odločiti za sebi primerno tovrstno naložbo. Namen diplomskega dela je podrobno predstaviti vrste naložbenih certifikatov, opisati to naložbo z vidika vlagatelja ter omeniti morebiten vpliv na slovenske borzne tečaje že pred pojavom certifikatov na Ljubljanski borzi.

V diplomskem delu so sprva na kratko opisane klasične oblike izvedenih finančnih instrumentov, nato pa je opredeljenih še nekaj alternativnih oblik izvedenih finančnih instrumentov, kamor uvrščamo tudi naložbene certifikate. Naložbeni certifikati so podrobno opredeljeni v 4. točki, znotraj le-te pa je najprej podan pregled trgovanja z naložbenimi certifikati po državah, nato pa je omenjeno še kako je s tem na slovenskem trgu. V podtočki 4.4. so opredeljeni natančni opisi različnih vrst naložbenih certifikatov, nadalje pa so opisane prednosti in tveganja, ki jih vlaganje v tovrstne alternativne naložbene produkte prinaša. V sklepu so povzete ugotovitve in podano mnenje glede trgovanja z naložbenimi certifikati v Sloveniji.

2. KLASIČNI IZVEDENI FINANČNI INSTRUMENTI

Eden od zelo zanimivih razvojev v finančnem svetu v zadnjih 25 letih je bil razvoj izvedenih finančnih instrumentov. Dandanes bi moral vsakdo, ki dela na področju financ, razumeti delovanje izvedenih finančnih instrumentov, njihovo uporabo ter vrednotenje. Definiramo jih lahko kot finančne instrumente, katerih vrednost temelji oziroma je izpeljana iz vrednosti drugega, osnovnega instrumenta. Mnogokrat se zdi finančnikom bolj privlačno trgovati z izvedenim, kot pa s samim osnovnim instrumentom (Hull, 2006, str. 1).

Uporaba izvedenih finančnih instrumentov je bila sprva mišljena v zavarovalni namen (t.i. hedging). Z njimi se investitorji zavarujejo pred tečajnimi, obrestnimi, kombiniranimi in drugimi tveganji. Vendar pa je z nastankom različnih zanimivih produktov nastal še en namen trgovanja in tako danes poleg zavarovalnega obstaja tudi trgovski namen (t.i. trading), pri katerem pa poznamo več vrst. Veselinovič (1998, str. 253) trgovski namen uporabe izvedenih finančnih instrumentov deli na investicijskega, špekulativnega ter arbitražnega. Pri trgovskem namenu je motiv uporabe dobiček. Le-tega lahko investitor doseže s špekuliranjem, kar pomeni tveganje v času, ali z arbitriranjem, pri čemer išče razlike za isti produkt na različnih mestih v istem trenutku brez tveganja. Izveden finančni instrument pa lahko za investitorja pomeni tudi investicijo, ko se osamosvoji od osnovnega instrumenta, na katerega se nanaša.

Z izvedenimi finančnimi produkti se lahko trguje organizirano, preko borze, ali neorganizirano oziroma "over the counter" (OTC). Razdelitev na borzne in OTC produkte izraža osnovno idejo razmaha trgovanja z izvedenimi instrumenti, predvsem z opcijami, saj so

se le-te dobro razvile šele pri borznem poslovanju okoli leta 1973. Nekateri izvedeni finančni produkti pa so izključno OTC produkti in jih na borzah ne najdemo.

Osnovne instrumente, na katere se izveden finančni produkt lahko navezuje, pa lahko delimo na konkretne in abstraktne. Glede na to, kakšna vrsta osnovnega instrumenta je v ozadju, razlikujemo izvedene instrumente, ki se nanašajo na konkreten osnovni instrument, kot npr. delnica, obveznica, devize, kovina, ipd. ter tiste, ki se nanašajo na abstrakten osnovni instrument, npr. indeks, rast maloprodajnih cen, košarica valut, ipd. (Veselinovič, 1998, str. 254).

Izvedeni finančni instrumenti so postali pomembno orodje v naložbenem svetu tako za podjetja kot tudi za osebne vlagatelje. Kot že omenjeno, se lahko uporabljajo v različne namene, v vsakem primeru pa dovoljujejo vlagatelju najrazličnejše naložbene možnosti. Vsekakor pa vlaganje v te produkte s seboj prinaša tveganje, ki ga marsikateri vlagatelj pogosto ne vidi oziroma razumejo in to je pravzaprav največje tveganje za njih. Pri vlaganju v tovrstne finančne instrumente je potrebno, da vlagatelj pozna nekatere osnovne komponente posamezne naložbe (Thompson, 2004):

- Najprej je potrebno identificirati tveganje in se zavedati, da so večji donosi vedno pridobljeni z večjim tveganjem. Poleg tega pa je pri krajši življenjski dobi produkta večja verjetnost za uresničitev najslabšega scenarija. Torej je daljša življenjska doba produkta manj tvegana.
- Razlikovati je potrebno med zavarovanjem in špekuliranjem in temu primerno prilagoditi svojo naložbo.
- Uporabiti je potrebno prava sredstva za ovrednotenje naložbe. Razpršenost je bistvena, četudi zmanjšuje donos, saj zmanjšuje tveganje veliko bolj.
- Potrebno je razumeti izplačila pri prodaji finančnega instrumenta, saj so izplačila različnih produktov različna.

Poznamo izvedene finančne instrumente prve generacije (navadne terminske posle, standardizirane terminske pogodbe, opcije in zamenjave), kjer je osnova cena na promptnem trgu, ter izvedene finančne instrumente druge generacije, pri katerih so osnova izvedeni finančni instrumenti prve generacije (npr. opcije na standardizirane terminske pogodbe). Poleg tega nastajajo novi – morda finančni instrumenti naslednjih generacij (Ribnikar, 1996, str. 53). Ti se označujejo kot hibridni, eksotični, strukturirani ali alternativni. V nadaljevanju diplomske naloge bodo najprej na kratko opredeljeni klasični, nato pa še alternativni izvedeni finančni instrumenti.

2.1. Navadni terminski posli

Najenostavnejši izvedeni finančni instrument je navaden terminski posel oziroma "forward contract". Gre za dogovor kupiti oziroma prodati določen instrument na določen dan v

prihodnosti za določeno ceno. S terminskimi posli se trguje na neorganiziranih (OTC) trgih, navadno med dvema finančnima institucijama ali med finančno institucijo in njeno stranko (Hull, 2006, str. 4).

Elementi terminskega posla, kot so količina, kakovost, čas in kraj dobave, so predmet dogovarjanja med strankama in niso predpisani pred sklenitvijo dogovora. Tu obstaja tveganje neizpolnitve obveznosti nasprotne stranke, a to velja pri vseh pogodbenih odnosih. Navadno se kot ponudniki terminskih poslov pojavljajo banke, ki se pred tveganji zavarujejo z depoziti nasprotne stranke ali z drugimi oblikami zunajbilančnega zavarovanja (Berk, 2006, str. 116).

Najbolj razširjeni so valutni terminski posli, kar pomeni prodaja oziroma nakup valute po danes znanem tečaju z datumom izvršitve, ki je daljši od dveh delovnih dni, lahko tudi nekaj let. Za valute, ki so terminsko cenejše, pravimo, da so v diskontu, za tiste, ki so terminsko dražje pa, da so v premiji (Mohorič, 2001, str. 20). S tovrstnimi terminskimi posli se lahko zavarujemo pred valutnim tveganjem.

2.2. Standardizirane terminske pogodbe

Standardizirane terminske pogodbe ali "futures contracts" predstavljajo, podobno kot terminski posli, dogovor med dvema strankama o nakupu ali prodaji neke vrste blaga na določen dan v prihodnosti po določeni ceni (Hull, 2006, str. 6). Za razliko od terminskih poslov pa so pri terminskih pogodbah standardizirani skoraj vsi elementi, in sicer količina, kakovost blaga, način, kraj, datum in oblika izpolnitve. Edina spremenljivka, o kateri se lahko kupec in prodajalec pogajata, je cena blaga. Ta se določa na organiziranem terminskem trgu, kjer se s takšnimi pogodbami trguje.

Ne glede na to, kakšne so razmere na trgu, do realizacije standardizirane terminske pogodbe mora priti. Tudi če so razmere na trgu neugodne, je imetnik dolžan izvršiti pogodbo v času, v katerem pogodba poteče. V takem primeru je lahko izguba imetnika neomejena. Realizacija dobička ali izplačilo izgube se izplačuje dnevno, za razliko od navadnih terminskih poslov, kjer se izplačila vršijo le ob realizaciji ali poteku pogodbe (Bajuk, 2005, str. 23).

Standardizirane terminske pogodbe se lahko nanašajo na vrsto različnih osnovnih vrednosti, kot na primer žitarice, kovine, surovo nafto, obrestne mere, valute, indekse... Pogodba se lahko poravna na tri načine. Prvi je fizična izpolnitev, kjer kupec pogodbe obvesti klirinško hišo, da želi na dan zapadlosti pogodbe dostavo dogovorjenega osnovnega instrumenta. Ta poravnava je možna v primeru, ko je osnovni instrument "konkreten" (npr. koruza, kava, zlato...). Če je osnovni instrument "abstrakten", kot npr. indeks, obrestna mera, ali pa je tako dogovorjeno v pogodbi, pa je poravnava denarna, kjer ne pride do fizične izmenjave, ampak le do finančnih tokov v vrednosti pogodbe. Tretja možna izpolnitev pa je kompenzacija, kjer si lahko imetniki pogodbe zaprejo nakupno (prodajno) pozicijo s prodajno (nakupno)

terminsko pogodbo za isti osnovni instrument in isti mesec zapadlosti (Mohorič, 2001, str. 21). V praksi se velika večina terminskih pogodb poravna s kompenzacijo.

2.3. Zamenjave

Eno od zelo pomembnih inovacij zadnjega časa predstavljajo zamenjave, znane pod imenom "swap" posli. Z njimi se je začelo trgovati okoli leta 1980, od tedaj pa je trg doživel velikansko rast. Zamenjavo lahko definiramo kot dogovor med dvema podjetjema za izmenjavo denarnih tokov v prihodnosti. V dogovoru so določeni datumi izplačila ter način obračunave denarnih tokov. Ponavadi obračuni denarnih tokov vsebujejo prihodnjo vrednost obrestne mere, menjalnega tečaja dveh valut ali druge tržne spremenljivke (Kolb, 1996, str. 149).

Pri zamenjavi si pogodbeni stranki medsebojno zamenjata terjatvi. Gre za prilagodljive pogodbe, kjer se stranki dogovorita o pogojih zamenjave, ki jima najbolj ustrezajo (Berk, 2006, str. 116).

Dve osnovni obliki zamenjav sta obrestna in valutna zamenjava (Hull, 2006, str. 175). Pri prvi gre za dogovor med strankama o zamenjavi obveznosti iz naslova obresti, kjer ima npr. ena od strank obveznost s fiksno, druga pa z spremenljivo obrestno mero. V primeru valutne zamenjave pa gre za dogovor o zamenjavi finančnih tokov dveh različnih valut po vnaprej dogovorjenih pogojih zamenjave.

2.4. Opcije

Opcija je pogodbeno razmerje med kupcem in prodajalcem, ki daje lastniku pravico, a ne obveznost, da kupi ali proda določeno količino osnovnega instrumenta po vnaprej dogovorjeni pogodbeni ceni. Vrednost opcije je odvisna od gibanja cene osnovnega instrumenta (Thomsett, 2001, str. 31). Nakupna ("call") opcija za lastnika predstavlja možnost, ne pa obvezo, da kupi instrument po vnaprej znani ceni. Na drugi strani pa to za prodajalca nakupne opcije predstavlja obveznost, da bo na kupčevo željo prodal v pogodbi določen instrument. Obratno velja za prodajne ("put") opcije, katere predstavljajo za lastnika možnost, da proda nek instrument, za kupca prodajne opcije pa potencialno obvezo (Mohorič, 2001, str. 22). Ta možnost, ki jo ima lastnik opcije, pa ni zastonj, saj mora nasprotni stranki plačati premijo, katera predstavlja neke vrste pristopnino za vstop v posel.

Ločimo dve vrsti opcij, in sicer evropske in ameriške. Prve lahko lastnik izkoristi samo na dan, ki je določen v pogodbi. Druge pa se lahko izvršijo katerikoli dan do dneva zapadlosti. Z njimi se trguje tako na borzah, kot tudi na neorganiziranih trgih. Večina opcij, s katerimi se trguje na organiziranih trgih so ameriške opcije (Medvešek, 2007).

Za trgovanje z opcijami je potrebno poznati tri osnovne elemente opcije, in sicer izvršilno ceno, po kateri je možno kupiti ali prodati določen osnovni instrument, premijo, katera predstavlja strošek, ne glede na to ali bomo opcijo izkoristili ali ne, ter čas do zapadlosti (Bajuk, 2005, str. 14).

Premija, ki predstavlja vrednost opcije, je sestavljena iz notranje in časovne vrednosti. Ob zapadlosti je notranja vrednost nakupne opcije razlika med tržno vrednostjo osnovnega instrumenta in izvršilno ceno opcije, ki je določena v pogodbi. Upoštevati pa je potrebno tudi udeležbeno razmerje, ki nam pove, koliko opcij potrebujemo za nakup oziroma prodajo ene enote osnovnega instrumenta. Razliki med tržno in notranjo vrednostjo opcije pravimo časovna vrednost opcije. Ta je odvisna predvsem od časa do zapadlosti ter od volatilnosti osnovnega instrumenta (Pukšič, 2007). Pravimo, da je opcija "v denarju" (in the money) če je notranja vrednost opcije večja od nič, če je manjša, je opcija "izven denarja" (out of the money) in takrat jo je nesmiselno izkoristiti.

Opcija je enostavni instrument za zavarovanje pred tveganjem, ker zmanjšuje možnost za slab izhod v primeru neugodnega gibanja osnovnega instrumenta. V primeru pozitivnega obrata vrednosti osnovnega instrumenta pa lahko lastnik opcije neomejeno zasluži.

3. ALTERNATIVNE OBLIKE IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV

Sprva je bil glavni namen izvedenih finančnih instrumentov zavarovanje pred neustreznimi cenovnimi gibanji osnovnega instrumenta (hedging). Ker pa so zasebni investitorji začeli izkazovati vse več zanimanja za tovrstne instrumente, so banke začele razvijati nove, malce drugačne oblike izvedenih finančnih instrumentov in se s tem skušale prilagoditi njihovemu načinu trgovanja (Gomboc, 2007). Med drugimi so se razvile tudi t.i. eksotične opcije, nakupni boni (warranti), pogodbe za razliko (CFD-ji), naložbeni certifikati ipd.. Število novih raznovrstnih izvedenih produktov pa se iz leta v leto povečuje.

Danes so tako za bolj avanturistične in špekulativne vlagatelje na voljo alternativni strukturirani produkti, ki so lahko prikrojeni vsakemu posamezniku. Rast tovrstnih produktov je bila v zadnjem desetletju zelo visoka, še posebej rast števila nakupnih bonov in naložbenih certifikatov (Rose, 2004).

Če omenimo Slovenijo na tem področju, lahko rečemo, da praksa v slovenskih podjetjih in bankah ne sledi teoretičnemu razvoju. Še vedno je sklenjenih največ najenostavnejših valutnih izvedenih finančnih instrumentov, pri obrestnih instrumentih so prisotne skoraj samo klasične zamenjave obrestnih mer, uporaba opcij glede na druge finančne instrumente pa je močno pod povprečjem uporabe le-teh v razvitih finančnih sistemih (Doles, 2005). Alternativnih

izvedenih finančnih instrumentov pa slovenske finančne institucije praktično še ne uporabljajo.

3.1. Eksotične opcije

Klasičnim evropskim ali ameriškim opcijam, ki so opisane v prejšnjem poglavju, pravimo tudi "plain vanilla" opcije in le-te si delijo skupne karakteristike, kot so: en osnovni instrument, začetek pogodbe je vedno v sedanjosti, v naprej znano dejstvo ali je opcija nakupna ali prodajna, izplačilo je vedno razlika med vrednostjo osnovnega instrumenta ter ceno opcije itd.. Zaradi vseh v pogodbi predpisanih omejitev in predpisov, lahko rečemo, da "plain vanilla" opcije niso fleksibilne (Zhang, 1998, str. 6).

Ker pa se je začela spreminjati struktura izpostavljenosti in so trgi postajali vse bolj nestanovitni, se je pojavila potreba po drugačni vrsti zavarovanja pred tveganji, ki bi bilo bolj prilagojeno investitorjem. Zato so začele finančne institucije razvijati alternativne oblike opcij, t.i. eksotične opcije. Le-te so se pojavile v devetdesetih letih in so danes precej pogoste. Namenjene so specifičnim potrebam uporabnikov, so bolj fleksibilne, z njimi pa se večinoma trguje na neorganiziranih oziroma OTC trgih (Kapetan, 2002, str. 7).

Vrst eksotičnih opcij je ogromno in nove oblike še nastajajo. Na kratko bo opisanih le nekaj najbolj pogostih.

3.1.1. Opcije z odloženim začetkom oz. ang. forward start options

Kot že ime samo pove, so opcije z odloženim začetkom tiste opcije, katerih življenjska doba se bo pričela v določenem trenutku v prihodnosti. Plačilo premije za opcijo se izvrši pred začetkom trajanja opcije, njena cena pa je enaka takratni tržni vrednosti osnovnega instrumenta. Omenjene opcije se največkrat uporabljajo za trge obrestnih mer (Zhang, 1998, str. 10).

3.1.2. Azijske opcije

Azijske opcije so opcije, katere so odvisne od gibanja osnovnega instrumenta v določenem obdobju. Za razliko od klasičnih opcij na njihovo ceno torej ne vplivata zgolj cena osnovnega instrumenta na dan dosvetja ter izvršilna cena, temveč tudi podatek, kako se je tržna cena osnovnega instrumenta gibala skozi življenjsko dobo opcije. Definiramo jih lahko kot opcije, pri katerih je izplačilo odvisno od povprečne cene osnovnega instrumenta med dobo trajanja opcije (ali vsaj delom te dobe). Navadno so azijske opcije cenejše od klasičnih (Kapetan, 2002, str. 11).

3.1.3. Opcije z mejo oz. ang. barrier options

Opcije z mejo so tiste, pri katerih je izplačilo odvisno od tega, če je vrednost osnovnega instrumenta dosegla določeno mejo v življenjski dobi opcije. Poznamo t.i. knock-in ter t.i. knock-out opcije z mejo. Pri prvih je lastnik upravičen do prejetja evropske opcije, če je meja dosežena, če do zapadlosti opcije meja ni dosežena, pa postane opcija nična. Pri drugih je logika obratna. Opcija postane nična v trenutku, ko vrednost osnovnega instrumenta doseže mejo, če pa je v življenjski dobi opcije ne doseže, je lastnik upravičen do izplačila (Zhang, 1998, str. 9).

3.1.4. Izbirne opcije oz. ang. chooser options

Izbirna opcija ima značilno lastnost, da se imetnik po določenem časovnem obdobju lahko odloči, ali je opcija nakupna ("call") ali prodajna ("put"). Kupec opcije plača premijo izdajatelju, a šele kasneje se odloči, ali bo opcijo izkoristil kot klasično nakupno ali prodajno opcijo. Obstajajo tudi bolj kompleksne izbirne opcije, kjer nakupna in prodajna opcija nimata enake cene ali datuma zapadlosti (Hull, 2006, str. 533).

3.1.5. Opcije z več osnovnimi instrumenti oz. ang. correlation/multiasset options

Gre za opcije, katerih izplačilo je odvisno od več kot le enega osnovnega instrumenta. Ti osnovni instrumenti so lahko iz istega ali različnih "razredov", npr. delnice, obveznice, valute, blago... Če je opcija odvisna od več osnovnih instrumentov iz različnih razredov, ji pravimo "cross-asset" opcija. Najbolj znane pa so opcije košaric oz. t.i. basket opcije, katerih vrednost je odvisna od košarice določenih osnovnih instrumentov, navadno različnih delnic (Zhang, 1998, str. 10).

3.2. Nakupni boni

Nakupni boni (bolj znani pod angleškim imenom warrants) so zelo podobni opcijam in mnogo avtorjev obravnava opcije in nakupne bone kot iste produkte. Glavna razlika med njima pa je v tem, da nakupne bone izdajajo banke ali podjetja na podlagi svojih ali tujih delnic, delniških indeksov in podobnih sredstev. Zato so njihove lastnosti precej bolj raznolike kakor pri opcijah, pri katerih borze določajo vse lastnosti pogodb.

Nakupni boni se največkrat nanašajo na število določenih delnic ali obveznic, lahko pa osnovni instrument predstavlja tudi kakšno blago, borzni indeks ali valuta. Vsi imajo datum zapadlosti, ki je navadno daljši kot pri opcijah, enaka pa je delitev na evropski in ameriški tip. Ameriški nakupni bon lahko izvršimo na katerikoli dan do dneva zapadlosti, evropskega pa samo točno na dan zapadlosti (Heakal, 2004).

Ti vrednostni papirji so zanimivi predvsem za vlagatelje na srednji ali daljši rok. Lahko so precej tvegani, zato so privlačna možnost za špekulante. Ker pa je transparentnost visoka in je strošek nakupa nakupnega bona relativno nizek, so zanimivi tudi za privatne investitorje. Cena je odvisna od vrednosti osnovnega instrumenta in naložbenega razmerja. Z naložbenim razmerjem 1:10 sodelujemo z nakupom enega nakupnega bona v desetini osnovnega instrumenta, zato je lahko vloženi znesek toliko manjši.

Na evropskih kapitalskih trgih je postalo trgovanje z nakupnimi boni precej priljubljeno v zadnjem desetletju, podobno kot trgovanje z naložbenimi certifikati. Na prvi pogled sta si produkta nekoliko podobna, vendar pa so glavne razlike med njima (Pukšič, 2007):

- Vrednost nakupnih bonov je odvisna od volatilitnosti cene osnovnega instrumenta, kar pomeni, da so v ceni vključena tudi pričakovanja o razvoju osnovne vrednosti v prihodnosti, kar na vrednost naložbenega certifikata ne vpliva.
- Nakupni boni ne sledijo osnovnemu instrumentu linearno (1:1), kot naložbeni certifikati.
- Časovna zapadlost ima pomemben vpliv na ceno nakupnih bonov, medtem ko pri certifikatih cena ni odvisna od datuma zapadlosti.

3.3. Pogodbe za razliko

Pogodbo za razliko ali CFD ("Contract For Difference") lahko opredelimo kot pogodbeno razmerje med finančno institucijo ter njeno stranko, s katero je stranki omogočeno sodelovanje v gibanju osnovnega instrumenta, na katerega se pogodba nanaša. Najbolj pogosti so CFD-ji na delnice in delniške indekse, najdemo pa tudi takšne, ki so vezani na terminske pogodbe, valute ali določene surovine (Maljkovič, 2007).

Gre za pogodbo, s katero je določeno, da prodajalec plača kupcu razliko med trenutno vrednostjo osnovnega instrumenta ter njegovo v pogodbi določeno vrednostjo. Če je razlika negativna, pa je kupec tisti, ki mora plačati prodajalcu. S tovrstnimi pogodbami se lahko špekulira glede vrednosti delnic, ne da bi bili dejansko lastnik kateregakoli osnovnega instrumenta (Wikipedia, 2007). Stavi se lahko na delnice, katerih vrednost pada ("short" pozicija), kot tudi na rastoče delnice ("long" pozicija).

Med pozitivne lastnosti pogodb za razliko prištevamo finančni vzvod, s katerim so lahko dohodki pomnoženi v primerjavi z dohodki iz trgovanja z osnovnimi instrumenti (pomnožene so lahko tudi izgube) ter nizke marže, zaradi katerih ni potreben vložek v vrednosti celotne pogodbe za razliko, ampak le določen odstotek marže (recimo 10%) od vrednosti pogodbe. Finančni vzvod je vnaprej fiksno določen s strani izdajatelja. Vrednost CFD-ja pa se giblje sorazmerno s ceno osnovnega instrumenta (Gomboc, 2007).

Trgovanje s CFD-ji lahko primerjamo z najemom kredita pri banki. Z nakupom CFD-ja smo upravičeni do sodelovanja v gibanju osnovnega instrumenta vključno z rastjo cene in dividendami, pri tem pa plačamo stroške provizije in poravnave prodajalcu, kot nekakšne obresti.

Pri trgovanju s pogodbami za razliko pa se moramo zavedati tudi možnosti tveganj. Izdajatelj bo izplačal kupca, če je le-ta "igral" na pravilno gibanje vrednosti. V nasprotnem primeru bo moral kupec plačati izdajatelju. In kot so s finančnim vzvodom pomnoženi dobički, tako so pomnožene tudi izgube. Tako je mogoče izgubiti več, kot je znašal začetni vložek.

Začetki pogodb za razliko segajo nekako 20 let nazaj. Najprej so se pojavili v Veliki Britaniji zaradi potrebe po cenejšem zavarovanju dolgih pozicij. Leta 1998 so borzne hiše začele ponujati pogodbe za razliko tudi majhnim investitorjem in takrat je bilo največ nakupov CFD-jev na delnice, katerih vrednost je rasla. Pred približno sedmimi leti pa je trge Velike Britanije zajelo "medvedje" obdobje in vlagatelji so začeli iskati načine za zaslužek tudi ob padcih tečajev in od tedaj se popularnost CFD-jev (tako dolgih kot kratkih pozicij) tam še povečuje (Maljkovič, 2007). Povpraševanje po CFD-jih se povečuje tudi v kontinentalni Evropi, a tam jim zelo veliko konkurenco predstavljajo naložbeni certifikati.

4. NALOŽBENI CERTIFIKATI

4.1. Kaj so naložbeni certifikati

Čeprav nas ime spominja na privatizacijske certifikate, ki jih v Sloveniji poznamo iz obdobja začetka procesa privatizacije, pa naložbeni certifikati nimajo z njimi nič skupnega. Na kapitalskih trgih so precej mlad finančni produkt, ki so svoj "razcvet" doživeli po novem tisočletju.

Naložbene certifikate uvrščamo med alternativne izvedene finančne instrumente. So dolžniški vrednostni papirji, kar pomeni, da kupec certifikata ni solastnik kakršnegakoli premoženja. Z nakupom naložbenega certifikata je mogoča neposredna naložba, ki se lahko nanaša na ceno delnice, borzni indeks, ceno surovine, valutno razmerje, obresti, industrijsko panogo ali ostale javno znane vrednosti (Verbole, 2006, str. 2).

Izdajatelji naložbenih certifikatov so navadno poslovne banke, ki omogočajo kupcu certifikata izplačilo pod določenimi pogoji. Izplačilo je najpogostejše v denarju, mogoče pa je tudi v obliki vrednostnih papirjev, na katere se certifikat nanaša. Pri časovno omejenih certifikatih izdajatelj izplačilo izvede ob zapadlosti, pri časovno neomejenih (certifikatih brez zapadlosti) pa lahko imetnik zahteva izplačilo kadarkoli (Grmek, 2007). Kupec certifikata ima torej le

pravico do poplačila, le-to pa ni z ničemer izrecno zavarovano. Varnost je tako odvisna od bonitete izdajatelja.

Če vlaganje v naložbene certifikate primerjamo z nam bolj poznanim vlaganjem v delnice, obveznice in klasične vzajemne sklade, so certifikati privlačnejši zaradi slovenske davčne zakonodaje, saj kot izvedeni finančni instrumenti niso obdavčeni. Za tveganju bolj naklonjene vlagatelje pa so zagotovo zanimivi tudi zaradi različnih oblik, ki namesto sledenja neki osnovni naložbi v razmerju 1:1 ponudijo tudi drugačne oblike odvisnosti od gibanja osnove.

Sam začetek naložbenih certifikatov sega v leto 1990. Takrat je namreč prvi indeksni certifikat izdala nemška Dresdner Bank, vezan pa je bil na nemški borzni indeks DAX. Po letu 2000 se je z naložbenimi certifikati v Nemčiji začel pravi "boom" in kot inovativni finančni produkti počasi prevzemajo vedno večji delež klasičnim naložbenim oblikam (Verbole, 2007c).

Najbolj razviti so naložbeni certifikati na borzah osrednje Evrope, predvsem v Nemčiji, največ prometa z njimi pa v zadnjih letih beleži borza v Stuttgartu, kjer jih kotira že preko 130.000. Oblikovanje novih certifikatov je relativno hitro, nezapleteno in brez zamudnih postopkov. Izdajatelj mora za izdajo le obvestiti nadzornika in mu dostaviti prospekt. Ravno zato se dnevno "rojevajo" novi certifikati in naložb vanje je vse več (Jakhel, 2007).

Naložbene certifikate poznajo tudi v ZDA, kjer se z njimi lahko trguje na borzi v New Yorku (NYSE), vendar jih tam najdemo pod imenom ETN (exchange-traded note) in so postali zanimivi šele v zadnjem letu. Prvi ETN je bil v ZDA izdan julija 2006 s strani Barclays Bank.

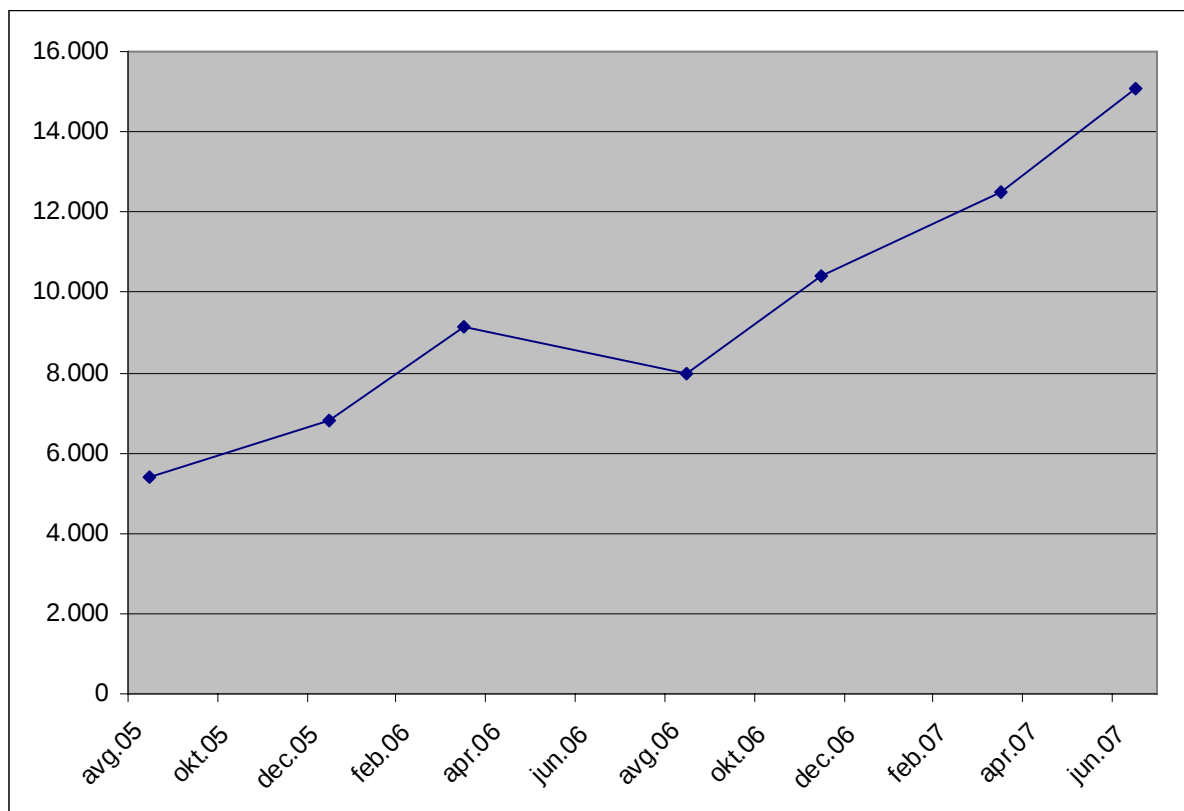
Tudi slovenske delnice so že postale zelo zanimive za izdajatelje v tujini. Na slovenske delnice je namreč izdanih že kar 88 naložbenih certifikatov (podatki z dne 15.8.2007) in vsi kotirajo na borzi v Stuttgartu. Sledijo slovenskim najuspešnejšim podjetjem, kot so Krka, Gorenje, Luka Koper, Mercator, Merkur, Petrol, Pivovarna Laško, Telekom Slovenije, Intereuropa in Istrabenz. Kar 76 je "knock-out" certifikatov, 9 je diskontnih in 3 indeksni. Izdajateljice omenjenih certifikatov so banke Raiffeisen Centrobank, Erste Bank ter ABN-Amro. En indeksni certifikat, ki sledi slovenskemu indeksu SBI TOP pa je izdala HypoVereinsbank. Do 14.8.2007 so bili vsi certifikati na slovenske delnice t.i. "call" certifikati, kar pomeni, da njihova vrednost raste z naraščanjem osnovne vrednosti. S 15.8.2007, ko se je trend naraščanja na slovenskem kapitalskem trgu ustavil in v primeru večine delnic obrnil, je situacijo takoj izkoristila izdajateljica ABN-Amro in izdala prvih 6 "put" certifikatov (trije sledijo Krkinim delnicam, trije pa delnicam Telekoma Slovenije), ki prinašajo donos ob padanju osnovne vrednosti. Naslednji dan pa so sledili še trije "put" certifikati, katerih osnovni instrument je indeks SBI TOP. Zaradi padanja vrednosti naših delnic, smo lahko dne 17.8.2007 videli tudi prve "knock-out-e" nakupnih turbo certifikatov na naše delnice, kar pomeni, da so prebili "knock-out" mejo in bili izločeni iz trgovanja, njihovi lastniki pa so utrpeli popolno izgubo. To se je zgodilo štirim turbo certifikatom izdajateljice

ABN-Amro. Več o knock-out oziroma turbo certifikatih bo opisano v točki 4.4.6. Na tem mestu pa lahko omenimo vpliv, ki ga imajo omenjeni certifikati na Ljubljansko borzo. S tem, ko v vlagatelj na stuttgartski borzi kupi naložben certifikat, ki sledi slovenski delnici, je na ljubljanski borzi dejansko opravljen nakup te delnice s strani izdajatelja certifikata. Če je v tujini opravljenih veliko nakupov takšnega certifikata, ima to zagotovo velik vpliv na tečaj omenjene slovenske delnice. Podobno je ob prodaji certifikatov v tujini, saj se s prodajo certifikata na stuttgartski borzi, dejansko opravi tudi prodaja slovenske delnice na ljubljanski borzi, kar zopet vpliva na tečaj delnice. Tako vidimo, da imajo naložbeni certifikati, ki sploh še niso prisotni na naši borzi, že precejšen vpliv nanjo.

4.2. Pregled trgovanja z naložbenimi certifikati po državah

Naložbeni certifikati so se "prijeli" predvsem v kontinentalni Evropi, daleč pred vsemi državami pa v trgovanju z njimi vodi Nemčija. Na nemških borzah se je v zadnjih dveh letih povečal promet trgovanja z naložbenimi certifikati za trikrat in tako je v juliju 2007 obsegal že preko 15 mrd EUR. Njihova največja banka Deutsche Bank je v svetu vodilna, kadar govorimo o izvedenih finančnih instrumentih, predvsem pa o naložbenih certifikatih. Na Sliki 1 je prikazano naraščanje prometa z naložbenimi certifikati na nemških borzah med avgustom 2005 in julijem 2007.

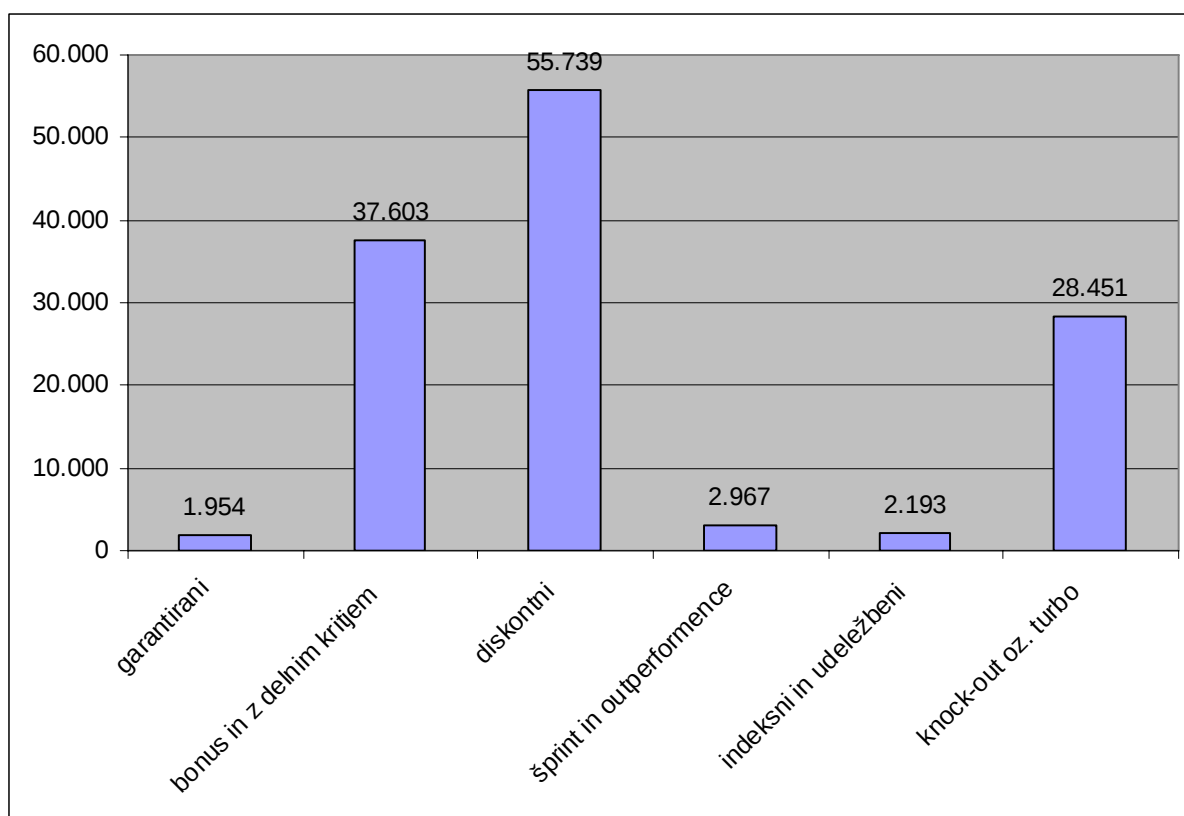
Slika 1: Promet trgovanja z naložbenimi certifikati na nemških trgih v mio EUR skozi mesece



Vir: DDI Marktübersicht, 2007.

Največ prometa je ustvarjenega na nemški stuttgartski borzi, kjer je število certifikatov, ki trenutno kotirajo, doseglo že skoraj 130.000 (podatki z dne 15.8.2007), zadnje čase pa se tam dnevno izda tudi preko 500 novih certifikatov. Po številu kotirajočih certifikatov med vsemi prednjačijo diskontni, sledijo jim bonus certifikati ter tisti z delnim kritjem, nato pa knock-out certifikati, katerih število pa narašča najhitreje. Dnevno se izdaja največ knock-out certifikatov, vendar pa jih dnevno tudi nekaj doseže oziroma prebije knock-out mejo in so zato umaknjeni iz trgovanja, kar pomeni, da se število kotirajočih knock-out certifikatov ne spreminja v veliki meri. Na Sliki 2 je prikazano število naložbenih certifikatov, ki trenutno kotirajo na borzi v Stuttgartu, po njihovih vrstah.

Slika 2: Število naložbenih certifikatov na stuttgartski borzi po vrstah (podatki z dne 15.8.2007).



Vir: Market overview/statistics, 2007

Vse ostale države se nemškimi trgovcem v poslovanju s certifikati niti ne približajo, a vseeno lahko naložbene certifikate opazimo še na nekaterih evropskih borzah. Na drugem mestu je po trgovanju s certifikati Avstrija oziroma njena borza na Dunaju. Tam se je trgovanje s certifikati začelo šele leta 2005 in v tem letu je bilo izdanih 716 certifikatov, od tega največ (53%) turbo certifikatov. Od tedaj se je njihovo število povečevalo, saj smo jih lansko leto lahko našli 1.852, danes (dne 15.8.2007) pa na dunajski borzi najdemo 3.424 naložbenih certifikatov, med katerimi po številu prevladujejo indeksni in turbo certifikati (Yearly Statistics, 2007).

Zelo različne vrste naložbenih certifikatov najdemo na švicarski borzi. Trenutno jih je na voljo okoli 4.500. Število vseh izvedenih finančnih instrumentov se je na švicarskem trgu v letu 2006 podvojilo, kar lahko zagotovo v veliki meri pripišemo tudi trgovanju s certifikati. Še več pa je na omenjenem trgu poslovanja z nakupnimi boni. Od leta 1995 do danes se je število vseh izvedenih finančnih instrumentov v Švici povečalo kar za 20-krat (Derivatives SWX Swiss Exchange, 2007).

Švicarskemu sledi nizozemski trg. Na borzi v Amsterdamu smo ravno tako od leta 2005 lahko videli nekaj trgovanja z naložbenimi certifikati. Januarja 2005 smo jih lahko našli okoli 300, sredi leta 2006 je njihovo število naraslo na 1.200, v juniju 2007 pa jih je bilo že preko 2.500. Temu primerno se je povečeval tudi promet z njimi (Euronext, 2007).

Tudi v Franciji število naložbenih certifikatov počasi narašča. V začetku leta 2005 smo jih na pariški borzi lahko našli okoli 500, letos junija pa jih je tam kotiralo preko 900. Ta rast ni tako izrazita kot pri predhodno omenjenih državah (Euronext, 2007).

Tudi londonska borza ne zaostaja. V Veliki Britaniji so prvi naložbeni certifikat, ki kotira na njihovi borzi, izdali novembra 2004. Že februarja istega leta pa se je na njihovi borzi začelo s trgovanjem z nakupnimi boni, ki pa so tam v primerjavi s certifikati veliko bolj priljubljeni (Della-Costa, 2004). Danes lahko na borzi v Londonu naštejemo okoli 50 naložbenih certifikatov.

Z naložbenimi certifikati se je konec lanskega leta začelo tudi na borzi v Pragi. V oktobru 2006 je bil tam izdan prvi indeksni naložbeni certifikat, istega leta pa mu je sledilo še šest indeksnih in en knock-out certifikat. Letos julija pa smo na borzi v Pragi lahko našli že 23 certifikatov (7 indeksnih in 16 turbo), izdajateljica vseh je Raiffeisenbank A.S. (Fact Book, 2007, str. 23).

Med vsemi državami lahko nekaj trgovanja z naložbenimi certifikati zasledimo še na borzah v Lizboni, Madridu in Bruslju. V Španiji se je trgovanje s certifikati začelo že leta 1999. Največji promet je madridska borza beležila leta 2000, od tedaj pa je trgovanje s certifikati začelo nekoliko upadati. Tudi na Portugalskem in v Belgiji se relativno malo trguje s certifikati v primerjavi s prej omenjenimi državami in tudi ni zaslediti rasti trgovanja in števila certifikatov. Je pa na omenjenih trgih toliko bolj razvito poslovanje z nakupnimi boni.

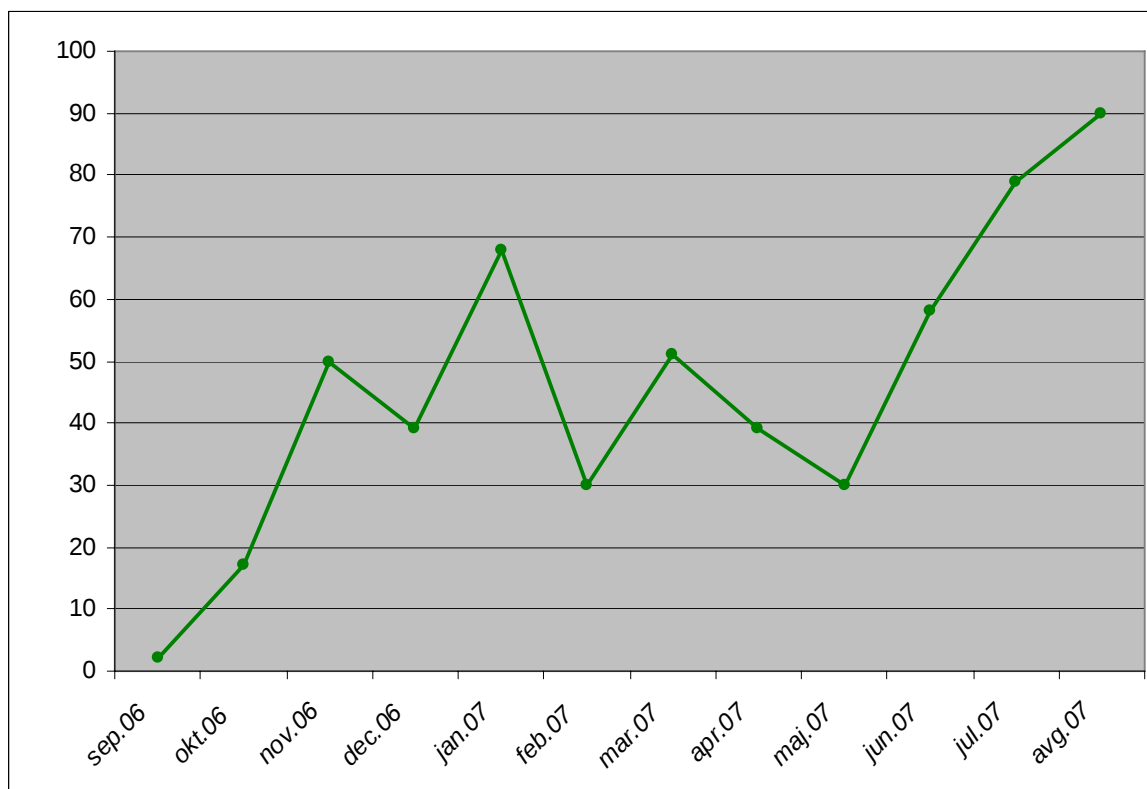
Na slovenski borzi še ni trgovanja z naložbenimi certifikati. Kupci certifikatov, ki bazirajo na slovenskih delnicah in jih najdemo na stuttgartski in frankfurtski borzi, pa so v veliki meri Slovenci, kar kaže na dejstvo, da bi bili slovenski vlagatelji po vsej verjetnosti pripravljeni na trgovanje z naložbenimi certifikati tudi na naši borzi. V tiskanih medijih smo lahko že več kot leto dni nazaj zasledili, da potekajo konstruktivni dogovori med Ljubljansko borzo in

slovenskimi bankami, kot izdajateljicami certifikatov, a se do danes v to smer ni zgodilo še nič vidnega (Nirdorfer, 2006).

Ljubljanska borza je zelo zainteresirana za trgovanje s certifikati (Mastnak, 2007). V ceniku borze, ki ga objavljajo na svoji spletni strani so že omenjeni naložbeni certifikati in vsi stroški, ki bi jih morebitni izdajatelj imel, če bi želel na Ljubljansko borzo vključiti kotacijo svojega certifikata. Tudi tehnično in strokovno naj bi že bili pripravljeni na sprejem certifikatov. Nekaj težav je sicer še z informacijsko podporo, ki bi stvari pripeljala do popolnosti oz. do takšne tehnologije, kot jo imajo na nemški Xetri. Potrebna bi bila finančna investicija v informacijski razvoj s strani izdajateljev v sodelovanju z Ljubljansko borzo. Do takrat pa bi bilo potrebno nekaj več ročnega dela. Vendar pa je najverjetneje premajhen interes s strani slovenskih bank. Le-te se namreč prepočasi odzivajo na novosti na trgu kapitala in ne namenijo dovolj interesa investicijskemu bančništvu.

Pri slovenskih vlagateljih pa zagotovo opazimo naraščanje zanimanja za naložbene certifikate, katere lahko preko borznoposredniških hiš ali poslovnih bank, ki nudijo tovrstne storitve, kupujejo na tujih trgih. V naši največji banki NLB so začeli investitorji povpraševati po certifikatih, ki kotirajo na stuttgartski borzi, v septembru 2006. Od takrat pa se poslovanje z njimi povečuje, še posebej v zadnjih mesecih, ko so postali aktualni naložbeni certifikati, ki sledijo vrednostim slovenskih delnic in indeksov. Na Sliki 3 je prikazano naraščanje poslovanja z naložbenimi certifikati po številu izvršenih poslov v Novi Ljubljanski banki.

Slika 3: Število izvršenih poslov z naložbenimi certifikati v NLB po mesecih



Vir: Interna gradiva Nove ljubljanske banke, 2007.

4.3. Kako lahko trgujemo z naložbenimi certifikati

Nakup naložbenih certifikatov je mogoč na borzi ali neposredno pri izdajatelju. Vlagatelj lahko z naložbenimi certifikati upravlja z odprtim trgovalnim računom na borzi na enak način, kot mu je omogočeno trgovanje z delnicami. Lahko pa se trgovanja loti preko neorganiziranega (OTC) trga. Ne glede na to, kje je vlagatelj certifikate kupil pa jih lahko proda ali na borzi ali izvenborzno, torej se za način trgovanja odloči sam. Pri OTC trgovanju ima v primeru likvidnejših papirjev možnost izbire med različnimi ponudniki, pri borznem trgovanju pa tudi med različnimi borzami.

4.3.1. Trgovanje na organiziranem trgu

Če se vlagatelj odloči za trgovanje z naložbenimi certifikati na organiziranem trgu, odda preko borznega posrednika svoje naročilo na borzo v tujino. Pri tem se lahko odloči med borznim posrednikom pri borzoposredniški hiši oziroma poslovni banki, ali pa med elektronskim borznim posrednikom, kjer je potreben t.i. online trgovalni račun. Slednji zadnje čase postajajo vse bolj priljubljeni, predvsem zaradi nizkih provizij. Online trgovalni račun omogoča trgovanje z vrednostnimi papirji na več svetovnih borzah, kjer lahko trgujemo z delnicami, obveznicami, ETF-ji (indeksni vzajemni sklad), nakupnimi boni in naložbenimi certifikati. Nekateri "online borzni posredniki" pa omogočajo tudi izvenborzno trgovanje.

Število naložbenih certifikatov je že zelo veliko, zato je težko pričakovati, da bo za vsak posamezen certifikat na borzi vedno dovolj velika ponudba in povpraševanje za nemoteno trgovanje. Izdajatelji certifikatov zato nudijo v vsakem trenutku za določeno količino naložbenih certifikatov nakupni in prodajni tečaj, po katerem izdajatelj kot vzdrževalec likvidnosti (ang. market maker) lahko opravi nakup ali prodajo.

Organizirano trgovanje ima nekaj prednosti, in sicer lahko vlagatelj preverja pretekle posle, promet in tečaje z določenim certifikatom. Velika prednost je tudi možnost oddaje limitiranega naročila ter naročila s časovnim razponom veljavnosti. Torej investitor sam določi ceno, po kateri je pripravljen certifikat kupiti (določi najvišjo ceno) oziroma ceno, po kateri ga je pripravljen prodati (določi najnižjo ceno), poleg tega pa ima z naročilom s časovnim razponom možnost, da le-to propade po določenem času, če ni bilo izvršeno po želeni ceni (Verbole, 2006, str. 4).

4.3.2. Trgovanje na neorganiziranem trgu

Pri trgovanju z naložbenimi certifikati na neorganiziranem trgu pa investitor posreduje svoje naročilo neposredno izdajatelju preko elektronskega naročilnega obrazca. V nekaj trenutkih mu izdajatelj sporoči tečaj, po katerem je določen certifikat na voljo za nakup ali prodajo in če investitor naročilo potrdi, je le-to izvršeno (Verbole, 2006, str. 5).

V primerjavi z borznim trgovanjem, je prednost trgovanja preko OTC trga predvsem v času, v katerem je mogoče trgovati, saj se prične pred odprtjem borz in traja do poznih ur, ko so borze že zaprte. Čas trgovanja je odvisen od samega izdajatelja in se lahko razlikuje glede na vrsto produkta. Poleg tega je za vlagatelja tovrstno trgovanje nekoliko ugodnejše, saj ni borznih stroškov in se posel izvrši neposredno preko finančne institucije, ki je izdajatelj certifikata in hkrati tudi vzdrževalec likvidnosti (Verbole, 2007c).

4.4. Vrste naložbenih certifikatov

Poznamo več vrst naložbenih certifikatov, od precej preprostih do relativno zelo kompleksnih. Nemško združenje za izvedene papirje (Deutsches Derivative Institut) jih v osnovi deli na certifikate brez vzvoda in certifikate z vzvodom.

V prvo skupino sodijo:

- garantirani certifikati,
- bonus certifikati in certifikati z delnim kritjem,
- diskontni certifikati,
- šprint in outperformance certifikati,
- indeksni in udeležbeni certifikati.

Certifikati prve skupine, ki jim lahko rečemo tudi klasični naložbeni certifikati, sledijo gibanju tečajev instrumentov, na katere so vezani. Ti produkti so primerni za vlagatelje, ki niso zelo naklonjeni tveganju in so pripravljeni na dolgoročneje investicije.

V drugo skupino, skupino certifikatov s finančnim vzvodom, pa uvrščamo tako imenovane turbo ali "knock-out" certifikate. Ti certifikati so špekulativni produkti in so običajno namenjeni kratkoročnim investicijam. Spremlja jih visoko tveganje, v nekaterih okoliščinah je možna tudi izguba investiranih sredstev v celoti.

Cene vseh naložbenih certifikatov se spreminjajo glede na spremembo cene osnovnega instrumenta in s tem variira tudi donos za vlagatelja. Od vrste certifikata pa je odvisno kakšna je sprememba cene certifikata v odnosu na spremembo cene osnovnega instrumenta.

4.4.1. Garantirani naložbeni certifikati

Garantirane certifikate uvrščamo med klasične in so med vsemi naložbenimi certifikati najbolj konzervativna oblika naložbe. Ob zapadlosti zagotavljajo vlagatelju pravico do 100 odstotnega izplačila vloženega kapitala in ravno dejstvo, da je vlagatelj "zadovoljen" že z enakim zneskom, kot ga je vložil, jih naredi konzervativne. Garancija vložka pa je precej privlačna, če se zgodi, da tečaj osnovnega instrumenta pade pod nivo, kjer je bil ob izdaji

certifikata. Poleg tega pa ima vlagatelj možnost dodatnega donosa ob pozitivnem gibanju tečajev (Valenčič, 2006b).

Donos garantiranega certifikata je odvisen od dveh sestavin, od katerih je prvi del garancijski, drugi del pa tvegan. Prvi in primarni del namenijo izdajatelji za nakup brezkuponske obveznice, ki ob zapadlosti prinese celotno nominalno vrednost. S tem je zagotovljena varnost investicijskega vložka. Drugo sestavino garantiranega certifikata pa predstavlja nakup izvedenega finančnega instrumenta, kot je npr. opcija, na določeno osnovno vrednost. Namen nakupa opcije s strani izdajatelja je povečati vrednost certifikata in možnost dodatnega zaslužka (Verbole, 2007c).

Izdajatelj večji del sredstev vloži v fiksno obrestovane obveznice brez kupona. Sem vloži ravno toliko, da je ob zapadlosti obveznica vredna 100% vrednosti certifikata. Torej če je recimo certifikat vreden 100 EUR, zapade čez 7 let, letna obrestna mera pa znaša 3%, to pomeni, da bo izdajatelj za nakup obveznice vložil 81,31 EUR ($100/(1,03)^7$), ostalih 18,69 EUR pa bo namenjenih za npr. opcije na osnovni instrument, kateremu certifikat sledi. Ker se v opcijo investira le manjši del sredstev, je vlagatelj le delno udeležen pri morebitnem donosu osnovne vrednosti. Ta odstotek udeležbe v donosu pa je odvisen od izdajatelja.

Delež, ki se vloži v brezkuponske obveznice, se ustrezno zmanjša, če so na trgih razmere rastočih obrestnih mer in s tem se proporcionalno poveča delež, vložen v tvegane izvedene finančne instrumente. Tako so možnosti pozitivnega donosa pri rasti osnovnega instrumenta večje. Obratno pa velja za razmere nizkih obrestih mer in takrat se možnosti dodatnega zaslužka zmanjšajo (Valenčič, 2006b). Omeniti je potrebno, da garancija 100% vračila vloženih sredstev velja le ob zapadlosti certifikata. Vlagatelj ga lahko sicer proda kadarkoli v njegovi "življenjski dobi", in sicer po trenutni tržni vrednosti, kar pomeni, da je lahko deležen tudi izgube.

Nekateri garantirani certifikati ne zagotavljajo 100% glavnice, ampak 90% ali 80%. To pomeni, da izdajatelj večji del zneska investira v izveden finančni instrument, kar za vlagatelja pomeni možnost večjega potencialnega donosa.

V obdobjih, ko so borzni trgi šibki in se kaže trend upadanja, se navadno poveča povpraševanje po tako imenovanih garantiranih finančnih produktih, ki zagotavljajo vsaj vračilo vloženega zneska. Podobno se je zgodilo tudi na razvitih trgih po letu 2000 in takrat se je povečalo zanimanje za garantirane naložbene certifikate. Strokovnjaki menijo, da gre za napako. Namen garantiranih produktov je namreč zavarovanje proti padcu. Če vlagatelj kupuje takrat, ko gre trg navzdol, pa mu to prepreči večje donose pri rasti trgov, ki nastopijo navadno po šibkem obdobju padanja (Verbole 2007d).

Med garantiranimi naložbenimi certifikati je za nas zanimiv garantirani certifikat, ki je vezan na CECExt (CECE Extended Index®) indeks, ki ga je izdala Raiffeisen Centrobank AG na

Dunajski borzi. Zajema 45 "blue chip" družb iz Bolgarije, Hrvaške, Poljske, Romunije, Češke, Madžarske in Slovenije. To je trenutno edini garantirani certifikat, ki deloma sledi tudi gibanju slovenskih podjetij (Raiffeisen Krekova Banka, 2007).

Garantirane certifikate lahko kupimo na borzah v tujini ali pa lahko nakup izvedemo preko evropskih elektronskih borznih posrednikov, ki omogočajo nakup neposredno pri izdajatelju, kar je zanimivo predvsem v času vpisnega obdobja.

Prednosti in pomanjkljivosti garantiranih naložbenih certifikatov:

Največja prednost garantiranih naložbenih certifikatov je vidna vsem, tudi zelo konzervativnim investitorjem. Vlagatelju je namreč zagotovljena popolna garancija na vplačan vložek oziroma garancija v tolikšnem odstotku, kot je to moč prebrati pri izdaji certifikata, seveda samo ob dejstvu, da se certifikat proda šele ob njegovi zapadlosti. Še večjo prednost predstavlja možnost večjega zaslužka od tistega, ki ga prinašajo bančne obresti, saj je vlagatelj delno udeležen tudi pri gibanju osnovnega instrumenta, na katerega se certifikat nanaša. Če se certifikat nanaša na košarico delnic ali koše indeksov, je tu lahko še prednost dodatne varnosti zaradi široke razpršitve.

Garancija pa mora imeti tudi svojo ceno. Vlagatelj je namreč lahko le delno udeležen pri rasti naložb in ne v celoti. Udeležbeno razmerje pove, v kolikšnem odstotku vlagatelj sodeluje pri rasti trga in za koliko je zaradi garancije prikrajšan. Dejanske donosnosti garantiranih certifikatov se v povprečju gibajo med 4 in 8 odstotki letno, odvisne pa so od gibanja tečajev na trgih (Kodrič, 2006).

Ob prednosti, ki jo v času padanja borznih tečajev ponuja garantirani certifikat, pa se moramo zavedati, da je vlagatelj, ki ob zapadlosti certifikata dobi izplačan 100 % vložek, dejansko na izgubi, saj je potrebno upoštevati inflacijo (Valenčič, 2006b). Poleg tega je v takšnem primeru v minusu zaradi nastalih stroškov provizije.

Izdajatelj investitorju ob izdaji certifikata zagotavlja garancijo v višini vložka, če pa investitor naknadno vloži v certifikat, ta naknadni znesek nima garancije. Prav tako garancija ne velja, če se vlagatelj odloči za prodajo produkta pred njegovo zapadlostjo.

4.4.2. Bonus naložbeni certifikati in naložbeni certifikati z delnim kritjem

Ko se na kapitalstskih trgih ne kažejo veliki pretresi in trg ne izkazuje nobenega posebnega trenda, torej ko je bodoča situacija na trgu nekoliko nejasna, so bonus naložbeni certifikati ter certifikati z delnim kritjem primerna vrsta naložbe. Sodijo v skupino klasičnih naložbenih certifikatov in vlagatelju garantirajo določeno povračilo ob izpolnjenih nekaterih pogojih, kot so ustrezne razmere na trgu ter držanje certifikata do njegove zapadlosti. Za razliko od garantiranih certifikatov, je vlagatelj pri bonus certifikatih ter certifikatih z delnim kritjem

deležen rasti tečajev osnovnega instrumenta v celoti. Te vrste naložbeni certifikati so namenjeni predvsem vlagateljem, ki varčujejo na daljši rok (Valenčič, 2006d).

Ko govorimo o bonus naložbenih certifikatih, moramo paziti na tri lastnosti, ki so pomembne, in sicer zapadlost certifikata, spodnja varnostna meja ter zgornja meja oziroma t.i. bonus meja. Če gibanje certifikata v času njegovega delovanja ne pade pod spodnjo varnostno mejo, dobi investitor ob zapadlosti certifikata pravico do izplačila v višini vsaj bonus meje. Če pa se gibanje certifikata ob zapadlosti dvigne nad bonus mejo, dobi investitor tržno ceno (ki je v takšnem primeru višja od bonus meje). Lahko se zgodi, da pade vrednost certifikata pod spodnjo varnostno mejo in takrat je investitor ravno tako upravičen do tržne cene certifikata. V takšnem primeru pravica do izplačila bonus meje izgine in certifikat naprej sledi osnovni vrednosti, na katero se nanaša, v razmerju 1:1. Te vrste naložba je primerna predvsem v tistih časih, ko pričakujemo, da se vrednost osnovnega instrumenta na trgu ne bo bistveno spreminjala (Verbole, 2006, str. 9).

Vzemimo primer, kjer je vrednost bonus certifikata v danem trenutku 100 EUR (ker bonus certifikati sledijo osnovni vrednosti v razmerju 1:1, je v tem primeru tudi vrednost osnovnega instrumenta 100 EUR), spodnja varnostna meja 80 EUR, zgornja – bonus meja 130 EUR, čas trajanja certifikata pa je pet let. Če se v vseh petih letih vrednost osnovnega instrumenta giba med mejama 80 in 130 EUR, dobi investitor ob zapadlosti certifikata donos v višini 130 EUR, ne glede na to, na kateri vrednosti med obema mejama se takrat nahaja. Če se vrednost osnovnega instrumenta ob zapadlosti nahaja nad bonus mejo 130 EUR, dobi investitor tržno vrednost certifikata, torej več kot 130 EUR. V kolikor pa vrednost osnovnega instrumenta le enkrat v petih letih pade pod nivo spodnje varnostne meje 80 EUR, je pravica do izplačila bonusa izgubljena in investitor ima pravico le do tržne vrednosti certifikata. To ni nujno vedno slabo, saj je lahko tržna vrednost certifikata ob zapadlosti tudi višja od bonus meje.

Tudi naložbeni certifikati z delnim kritjem do določene mere zagotavljajo investitorju zaščito pred morebitno izgubo ob padanju vrednosti osnovnega instrumenta. Podobno kot pri bonus certifikatih, je ob izdaji certifikata določena spodnja varnostna meja in če le-ta v času trajanja certifikata nikoli ni presežena, dobi vlagatelj ob zapadlosti certifikata povrnjen znesek najmanj v višini vloženih sredstev. Tako je torej zaščiten pred izgubo, če le vrednost certifikata ne pade pod spodnjo mejo (Valenčič, 2006d).

V primeru, če je torej vrednost osnovnega instrumenta in s tem certifikata z delnim kritjem ob izdaji 100 EUR, spodnja varnostna meja 70 EUR, čas trajanja pa pet let, dobi vlagatelj izplačanih 100 EUR ob zapadlosti, če osnovna vrednost v vseh petih letih ni padla pod 70 EUR in je v trenutku zapadlosti vrednost med 70 in 100 EUR. Če je v trenutku zapadlosti vrednost višja od 100 EUR, dobi vlagatelj tržno vrednost, seveda ob predpostavki, da spodnja meja v petih letih ni bila presežena.

Bonus certifikati in certifikati z delno zaščito so si torej zelo podobni, razlika je le v bonusu. Vendar pa bi tudi delni zaščiti lahko rekli bonus, saj je v tem primeru bonus enak ceni certifikata ob izdaji. Osnovna logika omenjenih certifikatov je, da investitorje vnaprej seznani o tem, kakšna je njihova garancija izplačila, ob pogoju, da tečaj osnovnega instrumenta med življenjsko dobo certifikata ne bo dosegel ali padel pod vnaprej definirano mejo (Valenčič, 2006d).

Bonus certifikati in certifikati z delnim kritjem so precej razširjeni. Na borzi v Stuttgartu je njihovo število preseglo že 30.000, kar je 25% vseh izdanih certifikatov, ki kotirajo v Stuttgartu.

Prednosti in pomanjkljivosti bonus naložbenih certifikatov ter certifikatov z delno zaščito:

Kot največjo prednost bonus certifikatov bi lahko našli pričakovan privlačen donos ob nespremenjenih gibanjih tečajev osnovnih vrednosti oziroma celo pri rahlem padcu. Poleg tega je vlagatelj za razliko od garantiranih certifikatov pri bonus certifikatih in certifikatih z delnim kritjem udeležen pri donosu v neomejenem obsegu, kar pomeni da ni zgornje meje, ampak investitor sodeluje pri pozitivni rasti tečaja osnovne vrednosti 100% (Verbole, 2007c). Dejstvo, da je vlagatelju ob zapadlosti certifikata omogočeno izplačilo bonusa, pomeni določeno garantirano donosnost naložbe.

Tako bonus certifikati kot certifikati z delnim kritjem pa imajo nekaj negativnih lastnosti. Izdajatelj le-teh namreč zadrži dividende delnic, na katere so certifikati vezani. S tem si omogoči financiranje izplačil certifikatov, vlagatelj pa tako ni deležen donosa iz dividend (Valenčič, 2006d).

Tveganje, ki vlagatelja lahko doleti, je padajoč trend osnovnega instrumenta pod nivo spodnje varnostne meje. V tem primeru vlagatelj lahko proda certifikat po tržni ceni in nima več pravice do bonusa. Podobno kot pri garantiranih certifikatih, je tudi pri bonus certifikatih in certifikatih z delnim kritjem pravica do bonusa oziroma do garantiranega izplačila veljavna le ob zapadlosti certifikata, kar pomeni, da mora biti vlagatelj pripravljen držati certifikat več let.

4.4.3. Diskontni naložbeni certifikati

Diskontni certifikati sodijo v skupino klasičnih naložbenih certifikatov, najbolj privlačne pa jih naredi dejstvo, da je vlagatelj izpostavljen manjšemu vstopnemu tveganju v primerjavi z direktno naložbo v osnovni instrument (Verbole, 2006, str. 11). Investiranje v diskontne naložbene certifikate je najbolj primerno v času, ko ne pričakujemo večjih gibanj tečaja osnovne vrednosti.

Glavna značilnost diskontnih naložbenih certifikatov je, da jih investitorji ob izdaji lahko kupijo po diskontni ceni glede na ceno osnovnega produkta, na katerega je certifikat vezan. Velik vpliv na vrednost certifikata ter velikost diskonta ima nestabilnost vrednosti osnovnega instrumenta. V zameno za popust ob nakupu pa mora vlagatelj sprejeti omejenost pri rasti vrednosti certifikata. Tej omejitvi pravimo vrednost CAP in to je maksimalen donos, ki ga investitor v tovrstne certifikate lahko prejme.

Investitor dobi ob prodaji diskontnega certifikata izplačano tržno vrednost oziroma največ vrednost CAP, če je v tistem trenutku vrednost osnovnega instrumenta nad vrednostjo CAP. Najdemo lahko povezavo med vrednostjo CAP in višino diskonta, namreč večji kot je diskont, nižje je postavljena vrednost CAP, kar pomeni večjo možno omejitev pri zaslužku (Verbole, 2006a).

Vzemimo primer, da je vrednost osnovnega instrumenta 50 EUR, diskontni certifikat, ki je vezan na ta instrument pa lahko vlagatelj kupi za 45 EUR. Vrednost CAP je denimo pri 53 EUR. Če je na dan zapadlosti vrednost certifikata več kot 53 EUR, dobi vlagatelj le 53 EUR, kar pomeni 8 EUR zaslužka. Če pa je vrednost certifikata pod ravniyo CAP, dobi vlagatelj tržno vrednost, pri čemer še vedno lahko nekaj zasluži. Če je ob zapadlosti certifikata vrednost osnovnega instrumenta nespremenjena (torej ostane na 50 EUR), imetnik certifikata dejansko dobi donos v višini 5 EUR.

Na stuttgardski borzi trenutno kotira preko 52.000 diskontnih naložbenih certifikatov, kar pomeni, da so še bolj razširjeni kot garantirani in bonus certifikati ter certifikati z delnim kritjem skupaj. Med njimi lahko najdemo tudi 9 diskontnih certifikatov, ki so vezani na slovenske delnice, izdajateljica vseh pa je Raiffeisen Centrobank.

Prednosti in pomanjkljivosti diskontnih naložbenih certifikatov:

Največjo prednost diskontnih certifikatov vidimo v popustu oz. diskontu s katerim kupimo certifikat. Tako se verjetnost višjega donosa za investitorja prične že od začetka. Diskont je rezerva, ko tečaj ali trg ne izkazuje nobenega posebnega trenda. V primeru rahlo padajočega tečaja osnovne vrednosti, vlagatelja štiti pred izgubo ravno diskont. Če vrednost osnovnega instrumenta pade, a je cena še vedno nad vrednostjo, po kateri je bil certifikat kupljen, je tako vlagatelj zaslužil donos kljub padajočemu tečaju. Večji donos za vlagatelja predstavlja tudi rahlo naraščajoč tečaj osnovnega instrumenta. Če je vrednost osnovnega instrumenta ob zapadlosti certifikata pod vrednostjo CAP, pomeni, da je investitor s certifikatom zaslužil več, kot bi z vložkom neposredno v osnovni produkt, seveda zaradi diskonta. S tem je tveganje vlagatelja manjše kot pri neposredni naložbi (Verbole, 2006a).

Največjo slabost diskontnega naložbenega certifikata pa zagotovo vidimo v možnosti omejenega donosa za vlagatelja. V primeru, da tečaj osnovne vrednost zraste nad vrednostjo CAP, vlagatelj nima pravice do celotnega donosa, ampak le do delnega. Zato so diskontni

naložbeni certifikati primerni, kadar investitor ne pričakuje večjih gibanj tečaja, saj je ob večji rasti tečaja osnovne vrednosti, neposredna naložba bolj donosna (Verbole, 2006, str. 20).

4.4.4. Outperformance in šprint naložbeni certifikati

Outperformance in šprint naložbene certifikate uvrščamo še med klasične naložbene certifikate, kljub temu pa že uporabljajo neke vrste vzvod, a le v določenih situacijah. Delovanje outperformance in šprint certifikatov je zelo podobno, zato jih uvrščamo v isto kategorijo, vseeno pa obstaja med njima razlika.

Kadar ima vlagatelj mnenje, da bodo tečaji v prihodnosti rasli, so outperformance naložbeni certifikati prava izbira vlaganja. V tem primeru je bolj donosno vlaganje v outperformance certifikate kot v osnovne instrumente, saj se ob realiziranem dvigu tečaja doseže višja donosnost. Primerni so torej za vlagatelje, ki ne želijo večjega tveganja in verjamejo v dvig vrednosti osnovnega instrumenta (Verbole, 2006b). Šprint certifikati pa so najboljša naložba v primeru, če vlagatelj verjame v rahlo rast osnovne vrednosti, vendar ne pričakuje večjih skokov navzgor ali navzdol.

Pri outperformance in šprint certifikatih je zelo pomemben podatek o vrednosti, nad katero je investitor prekomerno udeležen pri donosu, in sicer zaradi udeležbene stopnje. Udeležbena stopnja, ki bi ji lahko rekli tudi vzvod, nam pove, v kolikšni meri bo vlagatelj ob določenih uresničenih predpostavkah deležen povečanega donosa.

Osnovna cena outperformance certifikata je približno enaka trenutnemu tržnemu tečaju osnovnega instrumenta. Če je vrednost osnovnega instrumenta na dan zapadlosti certifikata večja od začetne osnovne cene, se ta razlika pomnoži z udeležbeno stopnjo, katera je določena že ob izdaji certifikata. Ta udeležbena stopnja je vedno večja kot 1, kar pomeni, da je ob rasti tečajev osnovne vrednosti, rast vrednosti certifikata vedno večja. Tako vlagatelj prejme večji donos, kot če bi vložil neposredno v osnovni instrument. V primeru, da je vrednost osnovnega instrumenta ob zapadlosti certifikata pod začetno osnovno vrednostjo, je vlagatelj upravičen do trenutne tržne cene osnovne vrednosti oziroma certifikata (Verbole, 2006, str.15).

Vzemimo primer outperformance certifikata, kateri sledi osnovnemu instrumentu, ki je trenutno vreden 100 EUR, zato je tudi cena certifikata ob izdaji 100 EUR. Udeležbena stopnja je 1,8, zapadlost certifikata pa čez eno leto. V primeru, da je na dan zapadlosti certifikata vrednost osnovnega instrumenta 150 EUR, se razlika v spremembi cene 50 EUR pomnoži z udeležbeno stopnjo 1,8, kar pomeni, da je vlagatelj ob zapadlosti certifikata upravičen do izplačila 190 EUR. Če se zgodi, da je vrednost osnovnega instrumenta čez eno leto 80 EUR (pod izdajno ceno), lahko vlagatelj proda certifikat po tržni ceni in je v tem primeru v enakem položaju, kot če bi sredstva vložil neposredno v osnovni instrument.

Šprint naložbeni certifikati pa imajo poleg spodnje meje, ki je osnovna cena certifikata, še zgornjo mejo, nad katero ravno tako investitorji niso udeleženi v prekomernem donosu. Podobno kot pri diskontnih certifikatih, lahko tudi pri šprint certifikatih zgornji meji rečemo CAP. Če je vrednost osnovnega instrumenta na dan zapadlosti šprint certifikata med obema omenjenima mejama, je vlagatelj upravičen do dodatnega donosa, ki je enak razliki med trenutno vrednostjo ter spodnjo mejo (izdajno ceno) certifikata. Če je vrednost osnovnega instrumenta na dan zapadlosti certifikata pod spodnjo mejo, je certifikat vreden toliko kot osnovni instrument, torej ima tržno vrednost. Če pa se vrednost osnovnega instrumenta dvigne nad zgornjo mejo certifikata, je vlagatelj upravičen le do vrednosti zgornje meje oziroma vrednosti CAP. Maksimalen donos pri šprint certifikatih je torej v primeru, da je ob zapadlosti vrednost osnovnega instrumenta tik ob zgornji meji, a pod njo (Investment Certificates, 2007).

Če recimo šprint certifikat sledi osnovni vrednosti, ki je ob izdaji certifikata vredna 100 EUR, kupi vlagatelj omenjeni certifikat za 100 EUR. Zgornja meja CAP je pri 140 EUR, zapadlost pa je čez dve leti. V primeru, da je ob zapadlosti certifikata vrednost osnovnega instrumenta 130 EUR (med 100 in 140 EUR), je tedaj certifikat vreden 160 EUR, saj se tržni vrednosti 130 EUR prišteje še razlika med spodnjo mejo in tržno ceno (30 EUR). Iz tega lahko izpeljemo, da je udeležbeno razmerje 2, saj se donos podvoji. Če je vrednost osnovnega instrumenta čez dve leti 80 EUR (pod izdajno ceno), je vlagatelj upravičen do tržne cene. Če pa je vrednost osnovnega instrumenta ob zapadlosti certifikata recimo 150 EUR, dobi vlagatelj v izplačilo le zgornjo mejo, torej 140 EUR.

Prednosti in pomanjkljivosti outperformance in šprint naložbenih certifikatov:

Naložba v outperformance certifikate je videti kot idealna naložba, saj vlagatelj pridobi možnost dodatnega donosa, pri tem pa njegovo tveganje izgube ni večje, kot vlaganje neposredno v osnovni instrument, poleg tega pa je neomejeno udeležen pri dobičku. Udeležbena stopnja je določena ob izdaji certifikata in vsak Evro, ki preseže osnovno vrednost, se ob zapadlosti certifikata pomnoži.

Podobno je tudi pri šprint certifikatih, kjer je največja prednost ta, da ima vlagatelj možnost podvojiti donos, če se vrednost osnovnega instrumenta ob zapadlosti certifikata giba med zgornjo in spodnjo mejo.

Ni pa vse tako idealno, kot je videti na prvi pogled. Outperformance in šprint certifikati se namreč v praksi navadno nanašajo na delnice, kjer rast tečaja ni pričakovana. Poleg tega so navadno to delnice, ki izplačujejo najvišje dividende, le-teh pa investitor certifikata ni deležen. S pridobljenimi dividendami izdajatelj pokriva stroške udeležbene stopnje, ki lahko nastanejo ob zapadlosti certifikata. Negativna lastnost je tudi dejstvo, da je tovrstnih certifikatov relativno malo, saj izdajatelji zagotovo previdno izračunavajo, če se jim izdaja sploh izplača (Verbole, 2006b).

Vlagatelji v outperformance in šprint certifikate so pomnoženega donosa deležni le ob zapadlosti certifikata, navadno pa so izdani za relativno kratek čas. Pri nakupu certifikata je lahko največje tveganje vlagatelja dejstvo, da se tečaj osnovnega instrumenta nahaja pod osnovno ceno ali zelo blizu, saj tako ni upravičen do dodatnega donosa, ampak le do tržne vrednosti. Če naraščanja tečaja ne pričakujemo pa je verjetno bolj ugodna naložba v osnovni instrument. Osnovna cena certifikata, ki je določena ob izdaji je navadno enaka tečaju osnovnega instrumenta, vendar pa je prvi dan na borzi strošek za vlagatelja v certifikat nekoliko višji, kar izdajatelj opravičuje s financiranjem dodatnega donosa (Verbole, 2007c).

4.4.5. Indeksni in udeležbeni naložbeni certifikati

Konzervativnejšim vlagateljem, ki morda iščejo stroškovno ugodnejšo alternativno izbiro naložbenim skladom in drugim klasičnim oblikam naložb, bodo verjetno zelo zanimivi indeksni in udeležbeni naložbeni certifikati. Z vlaganjem v tovrstne certifikate lahko vlagatelj razprši svojo naložbo in tako zmanjša tveganje, ki bi ga imel z nakupom recimo posameznih delnic (Verbole, 2007b).

Indeksni ter udeležbeni certifikati so še zadnji, ki jih uvrstimo v skupino klasičnih naložbenih certifikatov. Privlačni pa so predvsem iz razloga, ker ustvarjajo naložbene priložnosti, ki bi bile sicer vlagatelju zelo težko dostopne, kot na primer svetovni delniški indeksi, surovine, posamezne gospodarske panoge in podobno. Tovrstni certifikati so lahko časovno omejeni ali pa brez zapadlosti ("open-end").

Z indeksnimi naložbenimi certifikati so vlagatelji udeleženi v razmerju indeksa 1:1. Tako je gibanje vrednosti certifikata enako gibanju vrednosti osnovnega instrumenta. Pomembno vlogo igra naložbeno razmerje, ki je pri indeksnih certifikatih velikokrat 100:1, kar pomeni, da je vlagatelj z nakupom enega certifikata udeležen v eni stotini indeksa, na katerega se certifikat nanaša (Valenčič, 2006c). Zato je vlaganje omogočeno tudi z relativno nizkimi vložki.

Udeležbeni naložbeni certifikati se obnašajo enako kot indeksni, razlika pa je v tem, da ne sledijo nobenemu indeksu, ampak neki drugi osnovni vrednosti, kot na primer določeni surovini (kava, zemeljski plin, zlato, aluminij,...), valuti, košarici delnic iz določene industrijske dejavnosti, ali drugi javno znani vrednosti. S tem je vlagateljem mogoč dostop do najrazličnejših surovin, pri tem pa se izognejo fizičnemu nakupu ali prodaji surovin, kar bi bilo povezano z visokimi stroški. Vlagatelji, ki se zanimajo za udeležbene certifikate, se najpogosteje odločajo za zlato, srebro ali nafto (Verbole, 2007b).

Zgradba indeksnih in udeležbenih naložbenih certifikatov je enostavna. Če na primer vzamemo indeks, ki je vreden 7.000 točk, je indeksni certifikat, katerega naložbeno razmerje

je 1:100, vreden ob izdaji 70 EUR. Če indeks naraste na 7300 točk, vrednost certifikata naraste na 73 EUR. Enako je z udeležbenimi certifikati.

Kljub enostavnosti pa je potrebno biti pri omenjenih certifikatih pozoren na posebnost. Pri indeksih namreč razlikujemo med t.i. performance indeksi ter t.i. price indeksi. V primeru "performance" indeksa, se dividende vračunavajo v indeks, kar pomeni, da je investitor v "performance" indeksni certifikat udeležen tudi pri dividendah, ki jih prinašajo delnice iz indeksa. Za "price" indeksne certifikate pa omenjeno ne velja in dividende obdrži izdajatelj. V kolikor torej obstaja izbira med "price" in "performance" indeksnim certifikatom, je bolje izbrati slednjega (Valenčič, 2006c).

Trenutno lahko na tujih borzah najdemo tri indeksne naložbene certifikate, ki sledijo slovenskima indeksoma SBI TOP ali SBI 20. Vse tri najdemo na stuttgardski borzi, izdajatelji pa so Raiffeisen Centrobank, ABN – Amro ter HypoVereinsbank.

Prednosti in pomanjkljivosti indeksnih in udeležbenih naložbenih certifikatov:

Veliko prednost indeksnih in udeležbenih naložbenih certifikatov lahko vidimo v možnosti investiranja v najrazličnejše svetovne indekse ali najrazličnejše surovine na zelo enostaven način in brez velikih stroškov. Pri tem vlagatelj zniža lastno tveganje, saj naložbo razprši na več vrednosti, ki so v certifikatu zajete. Razpršenost je mogoča na več podjetij, dejavnosti ali celo držav, kar je odvisno od sestave posameznega certifikata. Če bi želel neposredno investirati v vse delnice, ki so recimo zajete v določenemu indeksnemu certifikatu, bi moral odšteti več tisoč evrov in kriti stroške izvedbe vsakega posameznega naročila. Zaradi udeležbenega razmerja, ki je lahko 1:10 ali 1:100 pa so tovrstne naložbe mogoče tudi s precej nižjimi kapitalskimi vložki.

Prednost udeležbenih in indeksnih certifikatov je tudi njihova likvidnost, saj jih lahko prodajamo in kupujemo vsak trgovalni dan, vlagatelj pa je pri donosu neomejeno udeležen.

Morebitno tveganje, na katerega morajo biti vlagatelji pozorni, je valutno tveganje, saj različni svetovni indeksi pa tudi surovine kotirajo v različnih valutah. Nekateri certifikati v tujih valutah nimajo valutnega tveganja in jim pravimo "quanto" certifikati. Pri le-teh je menjalni tečaj fiksni in določen vnaprej (Valenčič, 2006c).

Pomanjkljivost večine indeksnih in udeležbenih certifikatov je neudeležba pri dividendah, katere obdržijo izdajatelji. Temu se lahko izognemo z izborom t.i. performance indeksnega certifikata, a žal je takšnih certifikatov veliko manj.

4.4.6. Turbo ali "knock-out" naložbeni certifikati

"Knock-out" certifikat je širši pojem za certifikate s finančnim vzvodom. Zelo razširjeno ime za njih je tudi turbo certifikati. Gre za certifikate, ki združujejo prednosti opcij, ki omogočajo špekulacije tako pri naraščajočih kot pri padajočih tečajih, ter prednosti indeksnih ali udeležbenih certifikatov (Verbole 2006, str. 16).

Turbo certifikati so namenjeni vlagateljem, ki so naklonjeni tveganju in nudijo priložnosti za nadproporcionalno udeležbo ob spremembi tečaja osnovnega instrumenta, na katerega se certifikat nanaša. Od klasičnih naložbenih certifikatov se razlikujejo predvsem zaradi vzvoda in mejne cene, ki je postavljena na tečaj osnovnega instrumenta in predstavlja dodatno psihološko obremenitev za investitorja (Valenčič, 2006a).

Pri turbo certifikatih so najpomembnejše lastnosti osnovna vrednost, vzvod ter t.i. knock-out nivo, pri katerem vrednost certifikata propade. Osnovna cena je višina vrednosti, ki jo financira izdajatelj certifikata. Vlagatelj v turbo certifikate plača le razliko med osnovno ceno certifikata in aktualnim tečajem osnovnega instrumenta in to razliko imenujemo notranja vrednost certifikata. Vlagatelj je s tem v razmerju 1:1 udeležen pri vrednosti osnovnega instrumenta, kljub temu, da je vplačal le en del (Verbole, 2007). Omeniti je potrebno še dodatni strošek financiranja oziroma pribitek, v katerega so vključeni stroški kreditiranja in nakupa osnovnega instrumenta, zmanjšani za izplačila dividend. Ta pribitek je vključen v ceni certifikata.

V osnovi ločimo dve vrsti turbo certifikatov, in sicer "long" ali "call" ter "short" ali "put" certifikate. Prvi prinašajo dobiček ob naraščanju tečajev, drugi ob padanju. Knock-out nivo pri "call" certifikatih leži malo nad osnovno ceno, pri "put" certifikatih pa malo pod osnovno ceno. Če v času trajanja certifikata vrednost osnovnega instrumenta pade pod (oziroma v primeru "put" certifikata naraste nad) knock-out nivo, zabeleži vlagatelj 100% izgubo. Vzvod pa je pomemben, ker vlagatelju pove, za koliko odstotkov se bo povečala ali zmanjšala cena certifikata, če se bo tečaj osnovnega instrumenta povečal oziroma zmanjšal za en odstotek.

Turbo certifikate lahko delimo tudi glede na čas trajanja, in sicer na tiste z omejenim časom trajanja ter tiste z neomejenim časom oziroma brez zapadlosti. Pri obojih pa velja, da lahko propadejo predčasno, v kolikor je dosežena ali presežena knock-out ovira. Tretja vrsta delitve turbo certifikatov pa je glede na razmerje med osnovno ceno in knock-out oviro (Verbole, 2007):

a) Knock-out certifikat brez t.i. stop-loss ovire

Pri tovrstnih certifikatih je knock-out ovira enaka osnovni ceni knock-out certifikata. Če tečaj osnovnega instrumenta doseže ali prebi je knock-out oviro certifikata, postane le-ta v trenutku brez vrednosti. V tem primeru povrne izdajatelj vlagatelju simbolično vrednost (npr. 0,001 EUR za vsak certifikat).

b) Knock-out certifikat s t.i. stop-loss oviro

Pri slednjih pa knock-out certifikat vsebuje dodatno pomembno oviro, ki se imenuje "stop-loss" ovira, katera se nahaja nad osnovno ceno certifikata. V primeru, da tečaj osnovnega instrumenta doseže ali prebije stop-loss oviro (ki je v tem primeru knock-out ovira), certifikat propade. Takrat izplača izdajatelj imetniku certifikata razliko med osnovno ceno in knock-out oviro. V trenutku, ko tečaj osnovnega instrumenta doseže (oz. preseže) knock-out oviro, je certifikat izločen iz trgovanja. Če se zgodi, da tečaj osnovnega instrumenta pade celo pod osnovno vrednostjo, pa certifikat izgubi vso vrednost.

Vzemimo primer "call" turbo certifikata, kjer je tečaj osnovnega instrumenta pri 100 EUR, knock-out nivo pri 70 EUR, pribitek 1 EUR, udeležbeno razmerje pa 1:10. Cena certifikata v tem primeru znaša $(100 - 70) * 0,1 + 1 = 4$ EUR. Finančni vzvod pa lahko izračunamo, in sicer pomnožimo tečaj osnovnega instrumenta z udeležbenim razmerjem in znesek delimo s prodajnim tečajem certifikata. V našem primeru bi to zneslo $(100 * 0,1) / 4 = 2,5$ EUR. Vzvod nam pove, da če se cena osnovnega instrumenta dvigne za 10% (iz 100 na 110 EUR), se bo cena certifikata dvignila za $10 * 2,5 = 25\%$, torej iz 4 na 5 EUR.

S primerom vidimo, da so procentualni dobički lahko z investicijo v certifikat veliko večji v primerjavi z investicijo v osnovni instrument. A na enak način deluje vzvod tudi v minus, zato so lahko tudi izgube procentulano veliko večje. V primeru, da v času trajanja certifikata pade cena tečaja osnovnega instrumenta pod knock-out nivo (v omenjenem primeru pod 70 EUR), pa to pomeni, da je vlagatelj utrpel 100% izgubo.

Turbo certifikati se ravno zaradi vzvoda smatrajo za špekulativno naložbo. Z majhnimi vložki je mogoče iztržiti visoke dobičke. Če je aktualni tečaj osnovnega instrumenta zelo blizu knock-out nivoja, je vzvod toliko večji, kar je za velike špekulante toliko bolj privlačno. Vzemimo nekoliko pretiran primer in recimo, da je tečaj osnovnega instrumenta pri 50 EUR, knock-out nivo pa pri 49,5 EUR. Tako je certifikat vreden samo 0,5 EUR, vzvod pa je kar 100 ($=50/0,5$). V tem primeru gre za visoko tvegano investicijo, saj je možnost, da tečaj delnice doseže mejo, zelo velika. Če tečaj zraste le za 1 % (iz 50 na 50,5 EUR), se vrednost certifikata poveča za 100% (iz 0,5 na 1 EUR), vendar če tečaj pade le za 1%, izgubi certifikat vso vrednost in imetnik utрпи popolno izgubo.

Knock-out certifikati so med precej razširjenimi, njihovo število pa raste iz dneva v dan, saj postajajo vse bolj zanimivi, predvsem za špekulante. Med vsemi certifikati, ki sledijo slovenskim delnicam, so knock-out certifikati daleč najbolj razširjeni, saj jih na stuttgartski borzi trenutno (dne 17.8.2007) kotira kar 79, od tega se jih največ (19) nanaša na delnice Krke, 9 pa na slovenski indeks SBI TOP. Po omenjenih certifikatih je povpraševanja vse več, kar je zagotovo tudi delni razlog za veliko rast naših borznih tečajev v tem obdobju (Sovdat, 2007). Tuje banke, ki izdajajo te certifikate, namreč kupujejo naše delnice vsakič ko prodajo kakšnega od omenjenih certifikatov. Zato lahko trdimo, da turbo certifikati v največji meri

vplivajo na tečaje na ljubljanski borzi, saj se z njimi opravi največ prometa, če primerjamo vse naložbene certifikate na slovenske delnice.

Prednosti in pomanjkljivosti knock-out ali turbo certifikatov:

Največja prednost knock-out certifikatov je vidna vsem. Preko finančnega vzvoda ima vlagatelj možnost visokih dobičkov, poleg tega pa so lahko vložki veliko manjši v primerjavi z neposredno investicijo. Prednost je tudi, da dejansko ni toliko pomembno, pri katerih naložbah se pričakuje porast tečajev, saj lahko stavimo tudi na upadanje tečajev. Pomembno je le, da smo z nakupom turbo certifikata v pravem trenutku v "call" ali "put" poziciji (Valenčič, 2006a).

Potrebno pa se je zavedati, da gre pri turbo certifikatih za izrazite špekulacije, ki s seboj lahko prinašajo velika tveganja. Pri napačnem razvoju tečajev, se kaj hitro lahko zgodi izguba vloženih sredstev v celoti. Pri tem je potrebno poudariti, da je v primeru turbo certifikatov, ki sledijo delnicam, dovolj le en sklenjen posel s temi delnicami pod knock-out mejo v času trajanja certifikata in certifikat je izločen iz trgovanja, njegovi imetniki pa tako deležni 100% izgube.

4.5. Prednosti pri vlaganju v naložbene certifikate

Pri opisu vsakega posameznega naložbenega certifikata je že bilo omenjenih nekaj prednosti, značilnih za posamezen certifikat. V tem poglavju pa bodo strnjene splošne prednosti vlaganja v naložbene certifikate.

Sprva je tu velika izbira različnih kombinacij vlaganja. V primerjavi z vlaganjem v osnovne instrumente, kot so delnice, obveznice, surovine ipd., so naložbeni certifikati veliko bolj raznoliki in fleksibilni, saj je lahko osnovni instrument, na katerega se določeni certifikat nanaša, sestavljen iz košarice različnih delnic, recimo iz iste panoge po svetu ali pa iz delnic, ki so zajete v določenem borznem indeksu, morda pa iz delnic svetovnih multinacionalk, lahko je sestavljen iz kakršnekoli obrestne mere, valut, različnih kombinacij surovin, ipd.. Pojavljati so se začeli tudi že zelo zanimivi certifikati, ki sledijo najbolj nenavadnim rečem, kot npr. certifikat na temperature, ki sledi povprečni temperaturi v Rimu v Italiji ali pa certifikati, ki sledijo klimatskim spremembam in tisti, ki so vezani na izpuste CO₂. Vlaganje v takšne najrazličnejše vrednosti še nikoli ni bilo dostopno na tako enostaven način zasebnim vlagateljem. Torej, omejitev pri izdajanju vrst certifikatov skoraj ni, oziroma bi lahko rekli, da je omejitev le človeška domišljija.

Nakup naložbenih certifikatov je precej enostaven preko poslovne banke ali preko borznega posrednika. Ker kotirajo na borzi, med naročilom in dejanskim nakupom (ali prodajo) certifikatov ni časovnega zamika, kot to velja pri vzajemnih skladih (Valenčič, 2006). Zato

lahko kot prednost omenimo tudi likvidnost, saj izdajatelji vedno zagotavljajo nakupno in prodajno ceno, po kateri lahko s certifikati trgujemo vsak trgovalni dan. Poleg tega pa pri vlaganju v naložbene certifikate nimamo nikakršnih vstopnih in izstopnih provizij, ravno tako načeloma ni upravljalске provizije. Prisotna sta le strošek transakcije in razlika med prodajno in nakupno ceno certifikata.

Prednost vlaganja v naložbene certifikate v primerjavi z vlaganjem v delnice in obveznice je tudi možnost, da s lahko certifikati pridobivamo na dobičku tako ob naraščajočih kot tudi ob padajočih tečajih. Seveda pa moramo imeti pravilno pozicijo (nakupno oz. "call" ali prodajno oz. "put") v pravem času. Torej če vrednost določene delnice pada, se dobiček "put" certifikata, ki temelji na omenjeni delnici, povečuje.

Nekateri naložbeni certifikati so dostopnejši manjšim vlagateljem, ki bi si želeli sodelovati pri rasti določenih delnic, ki so jim finančno nedostopne. Pri indeksnih, udeležbenih in turbo certifikatih je namreč pomembno udeležbeno razmerje, ki omogoča sodelovanje v svetovnih indeksih ali zelo dragih delnicah z nižjim vložkom. Cene nekaterih certifikatov se začnejo že izpod enega evra. Seveda pa bi bilo nesmiselno kupiti recimo samo en takšen certifikat, saj bi bili stroški borze in borzno posredniške provizije veliko večji od morebitnega zaslužka s samo enim takšnim certifikatom.

Naložbeni certifikati so enostaven način, kako "začiniti" portfelj posameznega vlagatelja s povečanjem ali zmanjšanjem tveganja, ki že preti na vlagateljeve investicije. Z dodajanjem certifikatov, ki niso podobni strukturi vlagateljevega portfelja, v sam portfelj, lahko povečamo tveganje, seveda pa upamo, da bomo oplemenitili portfelj in mu dodali večjo vrednost, kot bi jo imel brez certifikatov. Tveganje pa portfelju lahko zmanjšamo recimo z dodajanjem "put" certifikatov, kateri bi nam v primeru padanja vrednosti delnic iz našega portfelja, prinesli nekaj dobička.

Verjetno največja prednost za mnogo slovenskih vlagateljev v naložbene certifikate pa je dejstvo, da dobički iz trgovanja z izvedenimi finančnimi instrumenti po slovenski davčni zakonodaji niso obdavčeni. Tako lahko z nekaterimi certifikati investitorji služijo praktično enako, kot da bi vlagali neposredno v delnice ali obveznice (če recimo sledijo delnici ali obveznici v razmerju 1:1), vendar pa jim dohodnine od le-teh ni potrebno plačati.

4.6. Tveganja pri vlaganju v naložbene certifikate

Pri trgovanju z naložbenimi certifikati bi moral biti vsak potencialni vlagatelj seznanjen z morebitnimi tveganji, ki takšno trgovanje spremljajo. Ker je toliko različnih vrst naložbenih certifikatov in vsaka vrsta deluje na svoj način, so nekatera tveganja posamezne vrste že omenjena pri podrobnejših opisih certifikatov, tu pa bo opisanih nekaj splošnih tveganj vlaganja v te strukturirane produkte.

Najprej je tu tržno tveganje, ki spremlja vsako vlaganje v kakršnekoli vrednostne papirje. Njihova vrednost je namreč odvisna od sprememb na trgu in če se vrednost na trgu zmanjša, lastniki vrednostnih papirjev, tudi naložbenih certifikatov, utrpijo izgubo. Posebnost pri turbo naložbenih certifikatih je le, da je pri njih možna izguba vloženih sredstev v celoti (v primeru preboja "knock-out" meje).

Pomembno je poudariti, da so izdajatelji naložbenih certifikatov navadno poslovne banke. Z nakupom naložbenega certifikata pa investitor ni lastnik kakršnegakoli premoženja, zato je pravica do poplčila ni posebej zavarovana. V primeru nesolventnosti banke ni posebne zaščite, kar pomeni, da je varnost odvisna od kakovosti izdajatelja. Tako je v največji meri prisotno kreditno in likvidnostno tveganje oziroma tveganje neizpolnitve obveznosti do imetnika certifikata. Zato je zelo pomembno, da pri izbiri banke izdajateljice investitor upošteva bonitetno oceno, s katero je banka ocenjena s strani mednarodnih "rating" agencij.

Še eno tveganje, ki pri naložbenih certifikatih lahko obstaja, je valutno tveganje. Nekateri certifikati ne kotirajo v EUR, ampak recimo v valuti določenega indeksa (USD, JPY...) ali pa so surovine izražene z drugo valuto. Za vlagatelja v takšne naložbene certifikate je pomembno razmerje med domačo valuto in valuto, s katero je izražena vrednost certifikata, saj se lahko dobiček od pozitivnega gibanja osnovnega instrumenta izniči zaradi negativnega gibanja valute, v kateri osnovni instrument kotira. V izogib valutnemu tveganju pa obstaja poseben tip certifikatov, ki imajo oznako "quanto". Če je ta oznaka prisotna, pomeni, da je valutno razmerje fiksno in v naprej določeno, zato pri takšnih certifikatih valutnega tveganja ni (Verbole, 2007b).

Kot tveganje oziroma slabost naložbenih certifikatov lahko omenimo tudi njihovo vrednotenje s strani izdajateljev. V novembru 2001 je bila namreč narejena raziskava, ki je pokazala, da so cene naložbenih certifikatov, ki jih določajo njihovi izdajatelji, precenjene. Kupcem certifikatov so zaračunane premije za izdajateljevo posredovanje kot "market maker", torej za to, da lahko v vsakem trenutku certifikat kupimo oziroma prodamo po določeni ceni. Ta cena pa je po omenjeni raziskavi za okoli 2 % višja od dejanske trenutne tržne vrednosti osnovnega instrumenta. Izdajatelji naravnajo vrednotenje certifikata glede na njegovo življenjsko dobo ter na pričakovano povpraševanje in ponudbo (Wilkens, 2003).

Nenazadnje omenimo tudi lastnost neobdavčenja dobičkov, pridobljenih pri trgovanju z naložbenimi certifikati, katera se trenutno zdi zelo privlačna. Vendar pa se moramo vprašati, kaj se bo dogajalo z davčno ureditvijo pri nas čez nekaj let, ko bo morda certifikat, ki ga vlagatelj trenutno drži v lasti, zapadel. Za primer lahko pogledamo kaj se je z davčno zakonodajo zgodilo v Švici, kjer je trg z izvedenimi finančnimi instrumenti dobro razvit. Leta 2002 so namreč tam sprejeli nov zakon o obdavčevanju kapitalskih dobičkov, pridobljenih s trgovanjem z naložbenimi certifikati. Nov dodatek k zakonu je natančno razčlenil naložbene certifikate, pri katerih se davki plačujejo in kjer je davčna zakonodaja ostala enaka. Tako se

sedaj na primer za dobičke od indeksnih naložbenih certifikatov davki ne plačujejo, medtem ko so pri tistih certifikatih, katerih osnovni instrument so obveznice (predvsem garantirani certifikati) ali vzajemni skladi ali pri certifikatih brez datuma zapadlosti, imetniki enako davčno obravnavani, kot če bi imeli v lasti sam osnovni instrument (Risi, 2002). Zato mislim, da je sprememba davčne zakonodaje na tem področju tudi pri nas le še vprašanje časa.

5. SKLEP

Naložbene certifikate uvrščamo med alternativne izvedene finančne instrumente. Začetki segajo nekako 17 let nazaj, danes pa je trgovanje z njimi že zelo veliko in še narašča. Rast izvedenih finančnih instrumentov je v Evropi zadnja leta zelo visoka. Še posebej je na tem področju aktivna Nemčija, kjer je trgovanje z naložbenimi certifikati daleč največje in se iz dneva v dan še povečuje. Medtem, ko slovenske banke šele razmišljajo o izdaji naložbenih certifikatov, je njihovo število na nemških borzah že preseglo 130.000.

Na prvi vtis se zdijo naložbeni certifikati idealna naložba, kjer so donosi lahko veliko večji v primerjavi z ostalimi naložbenimi oblikami, poleg tega pa dobički niso obdavčeni. Vlagatelj lahko izbira med najrazličnejšimi vrednostmi in kombinacijami, v katere lahko vlaga precej enostavno. A naložbeni certifikati niso sanjska naložba. Zavedati se je potrebno, da obstaja možnost celotne izgube vloženega kapitala. Pri najbolj špekulativnih - turbo certifikatih je potreben na borzi le en sklenjen posel pod t.i. knock-out mejo in certifikat je izločen iz trgovanja, imetniki pa so ob celoten vložek. Zato je potrebno biti previden in dobro proučiti svoje naložbe. Pomembno je, da se pri naložbenih certifikatih ne "igramo" z denarjem, ki je potreben za naše vsakdanje življenje.

Naša borza je pripravljena na trgovanje z naložbenimi certifikati (Mastnak, 2007) in jih z veseljem pričakuje. Čakamo torej potezo s strani bank. Za slednje bi bila to zagotovo dobra priložnost dodatnega zaslužka. Izdajanje certifikatov je namreč precej enostavno, licenčnina in stroški borze pa so tudi relativno nizki. Seveda bi bilo potrebno ustvariti privlačen in zanimiv naložben certifikat, poleg tega pa bi bilo potrebno kar nekaj finančnih sredstev vložiti v dobro trženjsko akcijo.

Če se postavimo na stran naših poslovnih bank pa moramo priznati, da se podajajo v nekaj čisto novega na našem trgu in je zato razumljivo, da so previdne. Težko je izmeriti potencialno povpraševanje vlagateljev po naložbenih certifikatih, ki bi jih izdale slovenske banke in bi kotirali na Ljubljanski borzi. Poleg tega so neizkušene na tem področju, zato so takšne investicije verjetno težje. Tu imajo po mojem mnenju nekaj prednosti slovenske banke, ki so v lasti tujih bank, kot npr. Raiffeisen Krekova banka in SKB, katerih lastniške banke že imajo izkušnje z izdajo certifikatov. Po drugi strani pa je prednost naše največje banke NLB ta, da ima daleč najbolj razširjeno mrežo, veliko zaupanje komitentov in bi bilo zato trženje novega produkta verjetno najhitreje lahko uspešno. Zaupanje v banko s strani vlagateljev je v

tem primeru zelo pomembno, saj je izdajatelj namreč tisti, ki je odgovoren za likvidnost in mora biti v vsakem trenutku zmožen poplačila imetniku certifikata ob njegovi morebitni prodaji.

Kljub temu, da na naši borzi certifikatov še ni zaznati, pa le-ti zagotovo že vplivajo na tečaje ljubljanske borze. Do prve polovice avgusta 2007 smo bili priča veliki rasti naših delnic in indeksov. Skoraj dnevno so bili objavljeni novi rekordni rezultati. Prepričana sem, da je bil dejavnik, ki je v zadnjih mesecih pripomogel k takšnemu skoku tečajev, tudi izdaja turbo certifikatov na slovenske indekse in delnice naših "blue chipov" s strani tujih bank. Da se lahko izda npr. določeno število certifikatov na Krko, banke namreč potrebujejo določeno število teh delnic. Večja kot je izdaja, več kritja se zahteva in tečaji se ponovno zvišajo. Zanimivo pa je, da se s tem nadpovprečno zviša tudi tečaj certifikata, kar še dodatno pritegne špekulante, željne hitrega zaslužka, zato se poveča povpraševanje po certifikatih in tako se balon napihuje. Obraten učinek pa velja ob izdaji t.i. put turbo certifikatov, kjer investitorji služijo ob padanju tečajev. Ko se je trend na naši borzi sredi avgusta obrnil, je bilo zelo hitro izdanih devet put certifikatov na naše delnice in na indeks SBI TOP, kar je zagotovo povzročilo še večji prodajni pritisk na te delnice. Ko vlagatelj proda naložbeni certifikat, ki se navezuje na neko določeno delnico, izvede izdajatelj certifikata prodajo delnice na borzi. Izdajatelj izvede prodajo tudi ob zapadlosti naložbenega certifikata ter ob morebitnem preboju t.i. knock-out ovire.

Tako lahko povzamem, da naložbeni certifikati že dodobra vplivajo na tečaje ljubljanske borze, kljub temu, da jih tam še ni zaslediti, kar pa mislim, da je le še vprašanje časa. Verjetno bo vpliv na tečaje ob izdaji naložbenih certifikatov s strani slovenskih bank še toliko večji, saj bo zagotovo s tem večje tudi povpraševanje in trgovanje slovenskih vlagateljev s temi novimi alternativnimi naložbenimi produkti.

LITERATURA

1. Bajuk Ermina: Uporaba izvedenih finančnih instrumentov za zavarovanje valutnega tveganja v slovenskih depozitnih finančnih institucijah. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2005. 82 str.
2. Berk Aleš: Uporaba izvedenih finančnih instrumentov v slovenskih, ameriških in nemških nefinančnih podjetjih po vrstah finančnega tveganja. Revizor, Ljubljana, 2006, 1, str. 111-131.
3. Della-Costa Jullie, Marshall Julian: Cheap and Easy Access to Performance. Euromoney, London, 2004, 427, str. 20.
4. Doles Jernej: Izvedeni finančni instrumenti. Bančni vestnik, Ljubljana, 49(2000), 9, str. 36-38.
5. Doles Jernej: Druga generacija obrestnih izvedenih finančnih instrumentov. Bančni vestnik, Ljubljana, 54(2005), 1/2, str. 50-52.
6. Doles Jernej: Izvedeni finančni instrumenti, vrste in njihova uporaba v Sloveniji. Nova ljubljanska banka, 17 str. [URL: http://www.nlb.si/images/_doc/izvedeni-uporaba-slo.pdf], 5.6.2007.
7. Gomboc Roman: Primerjava izvedenih finančnih instrumentov. [URL: <http://www.finance.si/index.php?MOD=show&id=182508>], 23.5.2007.
8. Grmek Gregor: S slovenskimi delnicami do velikega dobička v Nemčiji. Finance, Ljubljana, 2007, 21, str. 24.
9. Hull John C.: Options, Futures and Other Derivatives – Sixth Edition. Upper Saddle River : Pearson Prentice Hall, 2006. 789 str.
10. Jakhel Črt: Poplava naložbenih oblik – joj, kam bi del. [URL: <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=6220>], 10.1.2007.
11. Jesenek Mateja: Alternativne oblike investiranja: skladi hedge skladov. Bančni vestnik, Ljubljana, 52(2003), 1/2, str. 2-7.
12. Kapetan Jure: Azijske opcije. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2002. 48 str.

13. Kodrič Sandi: Naložbe z garancijo – skladi, zavarovanja in certifikati. [URL: <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=5686>], 16.10.2006.
14. Kolb Robert W.: Financial Derivatives – Second Edition. Cambridge : Blackwell Publisher, Inc., 1996. 252 str.
15. Maljkovič Nikola: CFD – kratka zgodovina pogodb za razliko. [URL: <http://www.finance.si/175134>], 15.2.2007.
16. Medvešek Borut: Delniške opcije. Bančni vestnik, Ljubljana, 2007, 6, str. 34-38.
17. Mohorič Saša: Gradivo za vaje za mednarodne finance. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001. 40 str.
18. Nirdorfer Matjaž: Banke še razmišljajo o izdaji naložbenih certifikatov. Finance, Ljubljana, 2006, 2/2189, str. 17.
19. Pukšič Sašo: Predstavitev opcij in primerjava z naložbenimi certifikati. Moj broker, GBD Gorenjska borzaposredniška družba d.d., Kranj, 2007, 2 (11), str. 2-6.
20. Ribnikar Ivan: Izvedeni finančni instrumenti. Bančni vestnik, Ljubljana, 1996, 7-8, str. 52-54.
21. Risi Andreas: New Swiss Rules for Derivatives. International Tax Review, London, 2002, 8, str. 44-46.
22. Rose Peter: Gold as an Alternative Investment. International Money Marketing, London, 2004, 4, str. 27.
23. Sovdat Petra: Tujci krepijo lastništva v Krki, Petrolu in Gorenju. Finance, Ljubljana, 2007, 8/2007, str. 8-9.
24. Thompson R.J.: Structured Products and Hybrid Securities. Asiamoney: Wealth Management, London, 2004, 2, str. 14-15.
25. Thomsett Michael C.: Getting Started in Options – Fourth Edition. New York : J. Wiley, 2001. 325 str.
26. Valenčič Boštjan: Naložbeni certifikati – alternativa, ki ponuja več. [URL: <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=5050>], 31.7.2006.

27. Valenčič Boštjan: Kako postati "turbo" zmagovalec – ali poraženec. [URL: <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=5164>], 14.8.2006a.
28. Valenčič Boštjan: Garantirani certifikati - zaščita za težke čase. [URL: <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=534>], 4.9.2006b.
29. Valenčič Boštjan: Indeksni in udeležbeni certifikati. [URL: <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=5559>], 2.10.2006c.
30. Valenčič Boštjan: Bonus certifikati in certifikati z delno zaščito. [URL: <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=5819>], 31.10.2006d.
31. Verbole Tine: Naložbeni certifikati. Zaključna strokovna naloga Visoke poslovne šole. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2006. 24 str.
32. Verbole Tine: Diskontni naložbeni certifikati. [URL: <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=5982>], 17.11.2006a.
33. Verbole Tine: Outperformance certifikati – idealna naložba? [URL: <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=6245>], 14.12.2006b.
34. Verbole Tine: Certifikati s finančnim vzvodom. [URL: <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=6494>], 15.1.2007.
35. Verbole Tine: Dilema: delnica ali certifikat. Moje Finance, Ljubljana, 2007a, 7, str. 26-27.
36. Verbole Tine: Certifikati postajajo prava naložbena uspešnica. Moje finance, Ljubljana, 2007b, 6, str. 30-31.
37. Verbole Tine: Naložbeni certifikati. [URL: <http://certifikati.blogspot.com/>], 1.6.2007c.
38. Verbole Tine: Prednosti in pasti garantiranih naložb. Moje finance, Ljubljana, 2007d, 5, str. 11-12.
39. Veselinovič Draško: Opcije in drugi terminski (izvedeni) finančni instrumenti. Gospodarski vestnik, Ljubljana, 1998, str. 242-298.
40. Veselinovič Draško: Mednarodne (poslovne) finance. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2001. 142 str.
41. Wilkens Sascha, Erner Carsten, Roder Klaus: The Pricing of Structured Products in Germany. Journal of Derivatives, London, 2003, 1, str. 55-69.

42. Zhang Peter G.: Exotic Options – Second Edition. Singapore : World Scientific Publishing Co., 1998. 692 str.

VIRI

1. Certificates. Bolsa De Madrid. [URL: http://www.bolsamadrid.es/ing/contenido.asp?menu=3&enlace=/ing/mercados/warrants/certif_0.htm], 15.8.2007.
2. Contracts for Differences. Alpari (UK) Limited. [URL: <http://www.alpari-idc.com/en/markets/cfd/cfd.php>], 14.8.2007.
3. Contract for Difference. Financial Advice, News, Help & Guides From This Is Money UK. [URL: http://www.thisismoney.co.uk/help-and-advice-banks/article.html?in_advicepage_id=96&in_article_id=394208&in_page_id=90], 1.11.2004.
4. Wikipedia, the free encyclopedia. [URL: <http://en.wikipedia.org/wiki/>], 2007.
5. DDI Marktübersicht. DDI - Deutsches Derivative Institut. [URL: http://www.ddi.de/ddi/aktuelles.htm?u=0&k=0&seite=alte_statistiken], 10.7.2007.
6. Derivatives Market. Deutsche Boerse Group. [URL: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/kir/gdb_navigation/market_data_analytics/45_statistics/60_derivatives_market], 15.8.2007.
7. Derivatives SWX Swiss Exchange. Scoach Schweiz AG. [URL: <http://www.scoach.ch/EN/Showpage.aspx?pageID=84>], 15.8.2007.
8. Euronext - Warrants and Certificates > Statistics. Euronext.com, the official website of the Amsterdam, Brussels, Lisbon, Paris stock exchanges and Euronext.liffe derivative exchange. [URL: <http://www.euronext.com/index-2166-EN.html>], 15.8.2007.
9. Exchange Traded Notes (ETN). Investopedia. [URL: <http://www.investopedia.com/terms/e/etn.asp>], 5.6.2007.
10. Fact Book 2006. Prague Stock Exchange. [URL: <http://ftp.pse.cz/Statist.dta/Year/fb2006.pdf>], 2006. 36. str.

11. Heakal Reem: What Are Warrants? [URL: <http://www.investopedia.com/articles/04/021704.asp>], 17.2.2004.
12. Interna gradiva Nove ljubljanske banke, 2007.
13. Investment Certificates. Stuttgart Stock Exchange. [URL: http://www.boerse-stuttgart.de/eng_index.html], 1.5.2007.
14. Knock-out Products. Stuttgart Stock Exchange. [URL: http://www.boerse-stuttgart.de/eng_index.html], 1.5.2007.
15. Market overview/statistics. Stuttgart Stock Exchange. [URL: http://www.boerse-stuttgart.de/eng_index.html], 15.8.2007.
16. Mastnak Simon: Intervju z direktorjem sektorja za razvoj in marketing Ljubljanske borze. Ljubljana, 18.7.2007.
17. Novejši finančni produkti. Ljubljanska borza d.d.. [URL: <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=412&sid=gp1WLXHWfWvWaodY>], 10.8.2007.
18. Raiffeisen Krekova Banka: CECExt WINNER. Izvleček prospekta. Ljubljana: Raiffeisen Krekova Banka. 2006, 2 str.
19. Yearly Statistics. Wiener Boerse: Vienna Stock Exchange. [URL: http://en.wienerbourse.at/prices_statistics/statistics/yearly/index.html], 15.8.2007.

SLOVARČEK SLOVENSKIH PREVODOV TUJIH IZRAZOV:

trading	trgovski
hedging	zavarovalni
over the counter	neorganizirano (trgovanje)
forward contract	navaden terminski posel
futures contract	standardizirana terminska pogodba
swap	zamenjava
call/long	nakupna pozicija
put/short	prodajna pozicija
in the money	v denarju
out of the money	izven denarja
warrant	nakupni bon
forward start options	opcije z odloženim začetkom
barrier options	opcije z mejo
chooser options	izbirne opcije
correlation/multiasset options	opcije z več osnovnimi instrumenti
contract for difference	pogodba za razliko
market maker	vzdrževalec likvidnosti

PRILOGE

Priloga 1: Seznam kotirajočih naložbenih certifikatov, izdanih na slovenske delnice in indekse (podatki z dne 8.10.2007)

WKN	Vrsta certifikata	Tip certifikata	Osnovni instrument	Zapadlost	Udeležbeno razmerje	Izdajatelj
AA0L4A	Knock-out certifikat	Call	Gorenje	brez zapadlosti	0,1	ABN-Amro
AA0L39	Knock-out certifikat	Call	Gorenje	brez zapadlosti	0,1	ABN-Amro
AA0L4B	Knock-out certifikat	Call	Gorenje	brez zapadlosti	0,1	ABN-Amro
AA0MHG	Knock-out certifikat	Call	Gorenje	brez zapadlosti	0,1	ABN-Amro
EB6DT3	Knock-out certifikat	Call	Gorenje	31.3.2008	0,1	Erste Bank
EB7X2V	Knock-out certifikat	Call	Gorenje	30.9.2008	0,1	Erste Bank
RCB47X	Knock-out certifikat	Call	Gorenje	18.7.2008	0,1	Raiffeisen Centrobank
RCB7N5	Knock-out certifikat	Call	Gorenje	18.7.2008	0,1	Raiffeisen Centrobank
EB7XUM	Knock-out certifikat	Call	Gorenje	30.9.2008	0,1	Erste Bank
RCB7PT	Diskontni certifikat	Call	Gorenje	18.7.2008	0,1	Raiffeisen Centrobank
AA0L4D	Knock-out certifikat	Call	Intereuropa	brez zapadlosti	0,1	ABN-Amro
AA0L4E	Knock-out certifikat	Call	Intereuropa	brez zapadlosti	0,1	ABN-Amro
AA0MHH	Knock-out certifikat	Call	Istrabenz	brez zapadlosti	0,1	ABN-Amro
AA0L4H	Knock-out certifikat	Call	Istrabenz	brez zapadlosti	0,1	ABN-Amro
AA0L4G	Knock-out certifikat	Call	Istrabenz	brez zapadlosti	0,1	ABN-Amro
AA0J8G	Knock-out certifikat	Call	Krka	brez zapadlosti	0,1	ABN-Amro
SG0BZP	Knock-out certifikat	Call	Krka	brez zapadlosti	0,1	Societe Generale
SG0BZQ	Knock-out certifikat	Call	Krka	brez zapadlosti	0,1	Societe Generale
RCB7N6	Knock-out certifikat	Call	Krka	18.7.2008	0,1	Raiffeisen Centrobank
EB6DUL	Knock-out certifikat	Call	Krka	31.3.2008	0,1	Erste Bank
AA0LS3	Knock-out certifikat	Call	Krka	brez zapadlosti	0,1	ABN-Amro
AA0L4N	Knock-out certifikat	Put	Krka	brez zapadlosti	0,1	ABN-Amro
AA0L4M	Knock-out certifikat	Put	Krka	brez zapadlosti	0,1	ABN-Amro
AA0L4K	Knock-out certifikat	Call	Krka	brez zapadlosti	0,1	ABN-Amro
AA0J8H	Knock-out certifikat	Call	Krka	brez zapadlosti	0,1	ABN-Amro
AA0LW4	Knock-out certifikat	Call	Krka	brez zapadlosti	0,1	ABN-Amro
EB6DUM	Knock-out certifikat	Call	Krka	31.3.2008	0,1	Erste Bank
EB7X2W	Knock-out certifikat	Call	Krka	30.9.2008	0,1	Erste Bank
EB7XUQ	Knock-out certifikat	Call	Krka	30.9.2008	0,1	Erste Bank

Nadaljevanje Priloge 1

EB8PM5	Knock-out certifikat	call	Krka	31.3.2008	0,1	Erste Bank
RCB42X	Knock-out certifikat	call	Krka	18.7.2008	0,1	Raiffeisen Centrobank
RCB42Y	Knock-out certifikat	call	Krka	18.7.2008	0,1	Raiffeisen Centrobank
RCB45L	Diskontni certifikat	call	Krka	21.12.2007	0,1	Raiffeisen Centrobank
RCB45M	Diskontni certifikat	call	Krka	21.12.2007	0,1	Raiffeisen Centrobank
EB8JMA	Knock-out certifikat	call	Luka Koper	31.3.2008	0,1	Erste Bank
RCB7N7	Knock-out certifikat	call	Luka Koper	18.7.2008	0,1	Raiffeisen Centrobank
EB7XUS	Knock-out certifikat	call	Luka Koper	30.9.2008	0,1	Erste Bank
RCB7PU	Diskontni certifikat	call	Luka Koper	18.7.2008	0,1	Raiffeisen Centrobank
RCB7N8	Knock-out certifikat	call	Mercator	18.7.2008	0,1	Raiffeisen Centrobank
EB8JMC	Knock-out certifikat	call	Mercator	31.3.2008	0,01	Erste Bank
EB7XUU	Knock-out certifikat	call	Mercator	30.9.2008	0,01	Erste Bank
EB7X2X	Knock-out certifikat	call	Mercator	30.9.2008	0,01	Erste Bank
AA0L37	Knock-out certifikat	call	Mercator	brez zapadlosti	0,1	ABN-Amro
AA0L36	Knock-out certifikat	call	Mercator	brez zapadlosti	0,1	ABN-Amro
RCB7HR	Knock-out certifikat	call	Mercator	18.7.2008	0,1	Raiffeisen Centrobank
RCB7PV	Diskontni certifikat	call	Mercator	18.7.2008	0,1	Raiffeisen Centrobank
RCB7N9	Knock-out certifikat	call	Merkur	18.7.2008	0,1	Raiffeisen Centrobank
RCB7PW	Diskontni certifikat	call	Merkur	18.7.2008	0,1	Raiffeisen Centrobank
RCB7PA	Knock-out certifikat	call	Petrol	18.7.2008	0,01	Raiffeisen Centrobank
RCB7HS	Knock-out certifikat	call	Petrol	18.7.2008	0,01	Raiffeisen Centrobank
EB8JMK	Knock-out certifikat	call	Petrol	31.3.2008	0,01	Erste Bank
EB87XVC	Knock-out certifikat	call	Petrol	30.9.2008	0,01	Erste Bank
AA0L3Z	Knock-out certifikat	call	Petrol	brez zapadlosti	0,01	ABN-Amro
AA0L31	Knock-out certifikat	call	Petrol	brez zapadlosti	0,01	ABN-Amro
AA0L30	Knock-out certifikat	call	Petrol	brez zapadlosti	0,01	ABN-Amro
RCB7PX	Diskontni certifikat	call	Petrol	18.7.2008	0,01	Raiffeisen Centrobank
EB8JML	Knock-out certifikat	call	Pivovarna Laško	31.3.2008	0,1	Erste Bank
AA0L32	Knock-out certifikat	call	Pivovarna Laško	brez zapadlosti	0,1	ABN-Amro
AA0L33	Knock-out certifikat	call	Pivovarna Laško	brez zapadlosti	0,1	ABN-Amro
AA0L34	Knock-out certifikat	call	Pivovarna Laško	brez zapadlosti	0,1	ABN-Amro
EB7XVD	Knock-out certifikat	call	Pivovarna Laško	30.9.2008	0,1	Erste Bank

Nadaljevanje Priloge 1

RCB7PB	Knock-out certifikat	call	Pivovarna Laško	18.7.2008	0,1	Raiffeisen Centrobank
RCB7HT	Knock-out certifikat	call	Pivovarna Laško	18.7.2008	0,1	Raiffeisen Centrobank
RCB7PY	Diskontni certifikat	call	Pivovarna Laško	18.7.2008	0,1	Raiffeisen Centrobank
AA0DMM	Indeksni certifikat	call	SBI 20	brez zapadlosti	0,1	ABN-Amro
RCB7J9	Indeksni certifikat	call	SBI 20	brez zapadlosti	1	Raiffeisen Centrobank
AA0L5L	Knock-out certifikat	call	SBI TOP	brez zapadlosti	0,01	ABN-Amro
AA0M0M	Knock-out certifikat	call	SBI TOP	brez zapadlosti	0,01	ABN-Amro
AA0M0L	Knock-out certifikat	call	SBI TOP	brez zapadlosti	0,01	ABN-Amro
AA0L5S	Knock-out certifikat	put	SBI TOP	brez zapadlosti	0,01	ABN-Amro
AA0L5R	Knock-out certifikat	put	SBI TOP	brez zapadlosti	0,01	ABN-Amro
AA0L5P	Knock-out certifikat	call	SBI TOP	brez zapadlosti	0,01	ABN-Amro
AA0L5N	Knock-out certifikat	call	SBI TOP	brez zapadlosti	0,01	ABN-Amro
AA0L5M	Knock-out certifikat	call	SBI TOP	brez zapadlosti	0,01	ABN-Amro
RCB71T	Knock-out certifikat	call	SBI TOP	17.12.2008	0,01	Raiffeisen Centrobank
RCB71U	Knock-out certifikat	call	SBI TOP	17.12.2008	0,01	Raiffeisen Centrobank
HV2AXY	Indeksni certifikat	call	SBI TOP	brez zapadlosti	0,01	Hypovereinsbank
RCB7PC	Knock-out certifikat	call	Telekom Slovenije	18.7.2008	0,1	Raiffeisen Centrobank
EB8PNV	Knock-out certifikat	call	Telekom Slovenije	31.3.2008	0,01	Erste Bank
EB8JMS	Knock-out certifikat	call	Telekom Slovenije	31.3.2008	0,01	Erste Bank
EB7XWY	Knock-out certifikat	call	Telekom Slovenije	30.9.2008	0,01	Erste Bank
EB7X25	Knock-out certifikat	call	Telekom Slovenije	30.9.2008	0,01	Erste Bank
AA0LW5	Knock-out certifikat	call	Telekom Slovenije	brez zapadlosti	0,01	ABN-Amro
AA0L4R	Knock-out certifikat	put	Telekom Slovenije	brez zapadlosti	0,01	ABN-Amro
AA0L4Q	Knock-out certifikat	put	Telekom Slovenije	brez zapadlosti	0,01	ABN-Amro
AA0L4P	Knock-out certifikat	put	Telekom Slovenije	brez zapadlosti	0,01	ABN-Amro
AA0J8Q	Knock-out certifikat	call	Telekom Slovenije	brez zapadlosti	0,01	ABN-Amro
AA0J8R	Knock-out certifikat	call	Telekom Slovenije	brez zapadlosti	0,01	ABN-Amro
RCB7PZ	Diskontni certifikat	call	Telekom Slovenije	18.7.2008	0,1	Raiffeisen Centrobank

Vir: Market overview/statistics, 2007