

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**NALOŽBENI CERTIFIKATI
KOT ALTERNATIVNA NALOŽBENA OBLIKA**

Ljubljana, januar 2008

BARBARA UKMAR

IZJAVA

Študentka Barbara Ukmar izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. Aljoše Valentinčiča in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 30. 1. 2008

Podpis: _____

KAZALO VSEBINE

UVOD	1
1 OPREDELITEV FINANČNIH NALOŽB IN UMESTITEV NALOŽBENIH CERTIFIKATOV	2
2 NALOŽBENI CERTIFIKATI	3
2.1 SPLOŠNA PREDSTAVITEV NALOŽBENIH CERTIFIKATOV	3
2.1.1 <i>Opredelitev naložbenih certifikatov</i>	3
2.1.2 <i>Dostopnost naložbenih certifikatov</i>	4
2.1.3 <i>Varnost naložbenih certifikatov</i>	4
2.1.4 <i>Prednosti in slabosti naložbenih certifikatov</i>	5
2.1.5 <i>Obdavčitev donosov naložbenih certifikatov</i>	6
2.2 KLASIFIKACIJA IN STATISTIČNI PODATKI O TRGOVANJU Z NALOŽBENIMI CERTIFIKATI	6
2.2.1 <i>Klasifikacija naložbenih certifikatov</i>	6
2.2.2 <i>Statistični podatki o trgovanju z naložbenimi certifikati</i>	6
3 VRSTE NALOŽBENIH CERTIFIKATOV	8
3.1 NALOŽBENI PRODUKTI	8
3.1.1 <i>Indeksni oz. udeležbeni certifikati</i>	8
3.1.2 <i>Strateški certifikati</i>	11
3.1.3 <i>Bonus certifikati</i>	14
3.1.4 <i>Diskontni certifikati</i>	18
3.1.5 <i>Garantirani certifikati</i>	22
3.1.6 <i>Certifikati z delno zaščito</i>	24
3.1.7 <i>»Express« certifikati</i>	27
3.1.8 <i>»Outperformance« certifikati</i>	30
3.1.9 <i>Šprint certifikati</i>	33
3.2 PRODUKTI Z VZVODOM	36
3.2.1 <i>»Knock-out« certifikati</i>	36
4 NALOŽBENI CERTIFIKATI NA SLOVENSKEM TRGU	40
SKLEP	41
LITERATURA	43
VIRI	45
PRILOGE	

KAZALO TABEL

Tabela 1: Analiza možnih scenarijev in primerjava donosnosti osnovnega instrumenta (delnice) in bonus certifikata ob zapadlosti _____	15
Tabela 2: Analiza možnih scenarijev in primerjava donosnosti osnovnega instrumenta (delnice) in diskontnega certifikata ob zapadlosti _____	18
Tabela 3: Analiza možnih scenarijev in primerjava donosnosti osnovnega instrumenta (delnice) in certifikata z delno zaščito ob zapadlosti _____	25
Tabela 4: Analiza možnih scenarijev in primerjava donosnosti osnovnega instrumenta (indeksa) in »express« certifikata _____	28
Tabela 5: Analiza možnih scenarijev in primerjava donosnosti osnovnega instrumenta (delnice) in »outperformance« certifikata ob zapadlosti _____	30
Tabela 6: Analiza možnih scenarijev in primerjava donosnosti osnovnega instrumenta (delnice) in šprint certifikata ob zapadlosti _____	33
Tabela 7: Analiza možnih scenarijev in primerjava donosnosti osnovnega instrumenta (delnice) in »long knock-out« certifikata z omejenim časom trajanja _____	38

KAZALO SLIK

Slika 1: Promet z naložbenimi produkti in produkti z vzvodom na nemških borzah v posameznih obdobjih (v mio €) _____	7
Slika 2: Struktura prometa s posameznimi vrstami klasičnih naložbenih certifikatov na nemških borzah v oktobru 2007 _____	8
Slika 3: Dobiček oz. izguba indeksnega certifikata in osnovnega instrumenta (indeksa) v odvisnosti od tečaja osnovnega instrumenta (stanja indeksa) _____	9
Slika 4: Gibanje vrednosti strateškega certifikata European Sector Rotation II Open End in primerjalnega indeksa EuroStoxx50 _____	12
Slika 5: Dobiček oz. izguba bonus certifikata in osnovnega instrumenta (delnice) v odvisnosti od tečaja osnovnega instrumenta _____	15
Slika 6: Dobiček oz. izguba diskontnega certifikata in osnovnega instrumenta (delnice) v odvisnosti od tečaja osnovnega instrumenta _____	19
Slika 7: Dobiček oz. izguba garantiranega certifikata in osnovnega instrumenta (delnice) v odvisnosti od tečaja osnovnega instrumenta _____	23
Slika 8: Dobiček oz. izguba »bull & bear« garantiranega certifikata in osnovnega instrumenta (košarice surovin) v odvisnosti od cene košarice surovin _____	24
Slika 9: Dobiček oz. izguba certifikata z delno zaščito in osnovnega instrumenta (delnice) v odvisnosti od tečaja osnovnega instrumenta _____	26
Slika 10: Analiza možnih scenarijev in donosnost »express« certifikata _____	28
Slika 11: Dobiček oz. izguba »outperformance« certifikata in osnovnega instrumenta (delnice) v odvisnosti od tečaja osnovnega instrumenta _____	31
Slika 12: Dobiček oz. izguba šprint certifikata in osnovnega instrumenta (delnice) v odvisnosti od tečaja osnovnega instrumenta _____	34

UVOD

Po borznih korekcijah v začetku tega desetletja in poku internetnega mehurčka se je veliko investorjev po vsem svetu zaradi strahu pred vnovičnimi izgubami začelo ozirati po novih možnostih za vlaganje prostih sredstev – iskali so predvsem take finančne instrumente, ki bodo ob določeni varnosti prinašali tudi ustrezne donose (Huber, 2006, str. 70). Posledično je prišlo do velikega porasta zanimanja za naložbene certifikate, saj le-ti ponujajo široko paleto naložbenih možnosti – od varnejših oblik za konzervativnejše investitorje do bolj tveganih produktov, ki so zanimivi za špekulante. Prav ta naložbena oblika pa je osrednja tema pričujočega diplomskega dela.

Naložbeni certifikati so izvedeni vrednostni papirji, ki zasledujejo gibanje cene določenega osnovnega instrumenta. Razviti so zlasti na borzah kontinentalne Evrope, še posebej v Nemčiji. V ZDA pa so naložbeni certifikati dostopni pod imenom »Exchange-Traded-Note« (Jakhel, 2007). Na tem mestu naj izpostavim, da glede na to, da so naložbeni certifikati relativno mlad naložbeni produkt, še ni uveljavljena enotna terminologija. Prav tako tudi ne obstajajo slovenski prevodi določenih imen, zato v diplomskem delu v veliki meri ohranjam kar izvirne izraze.

Cilj diplomskega dela je predstaviti naložbene certifikate – njihove značilnosti, dostopnost, prednosti in slabosti – ter podrobneje prikazati posamezne vrste certifikatov – komu so namenjeni, kdaj so primerni ter kakšna je njihova logika delovanja.

Namen diplomskega dela je osvetliti naložbene certifikate predvsem z vidika investitorja, saj je ta naložbena oblika v primerjavi z ostalimi, npr. vzajemnimi skladi, v našem okolju slabše poznana.

Pri pisanju diplomskega dela bom uporabila analitično-deskriptivni pristop. Iz strokovne literature, strokovnih člankov ter internetnih virov bom najprej pridobila teoretične osnove, ki jih bom nato uporabila pri splošni analizi in analizi posameznih vrst naložbenih certifikatov.

Diplomsko delo je vsebinsko razdeljeno na štiri dele. V prvem delu kot osnovo podajam opredelitev finančnih naložb in mednje umestim naložbene certifikate.

V drugem delu sledi najprej splošna predstavitev te naložbene oblike – opredelim naložbene certifikate, njihovo dostopnost, varnost, prednosti in slabosti ter nekaj besed namenim obdavčitvi donosov tovrstnih naložbenih produktov. Nadaljujem s klasifikacijo vrst naložbenih certifikatov in statističnim pregledom trgovanja z naložbenimi certifikati z namenom dobiti vpogled v razsežnosti trgovanja s to naložbeno obliko.

Tretji del predstavlja osrednji del diplomskega dela, v katerem opisujem posamezne vrste naložbenih certifikatov, pri čemer izhajam iz klasifikacije, ki sem jo opisala v drugem delu. Zaradi večje preglednosti in lažje primerljivosti sem pri vseh opisih vsebino razčlenila na

posamezne razdelke, in sicer: profil vlagatelja in kdaj so tovrstni certifikati primerni, opredelitev certifikata s prikazom na primeru ter prednosti in slabosti obravnavanega certifikata. Pri nekaterih certifikatih pa sem glede na smiselnost dodala tudi indikatorje, ki so z vidika vlagatelja pomembni ob izbiri naložbenega certifikata, ter kratek opis produktnih različic.

Diplomsko delo zaključim s pregledom stanja naložbenih certifikatov na slovenskem trgu – kakšna je njihova dostopnost in kateri certifikati so na izbiro.

1 OPREDELITEV FINANČNIH NALOŽB IN UMESTITEV NALOŽBENIH CERTIFIKATOV

Ekonomski subjekti (posamezniki, podjetja, finančne institucije, država itd.) s svojo dejavnostjo pridobivajo denarna sredstva, ki jih delno porabijo za tekočo potrošnjo, preostali del, t.i. prihranke, pa lahko naložijo (Mramor, 1993, str. 111). V osnovi ločimo realne naložbe, finančne naložbe in naložbe v znanje. Predmet našega zanimanja so finančne naložbe, o katerih govorimo takrat, ko ekonomski subjekti svoje prihranke prenesejo na druge ekonomske subjekte, pri čemer je prenos praviloma finančne narave.

Finančne naložbe nudijo širok asortiman naložbenih možnosti. Naj z namenom večje celovitosti podam zgolj grobo delitev (Mramor, 1993, str. 113–132):

- finančne naložbe v podjetja: te lahko naprej delimo na lastniške (mednje štejemo delnice, deleže družbenikov in naložbe samostojnega podjetnika) ter upniške naložbe (mednje pa uvrščamo obveznice, termenske kredite, kratkoročne bančne kredite in terjatve do kupcev);
- finančne naložbe v državo: te lahko zopet delimo, in sicer na dolgoročne (v to kategorijo finančnih naložb npr. uvrščamo republiške obveznice, občinske in mestne obveznice ter obveznice republiških ustanov in podjetij) in kratkoročne naložbe (sem spadajo npr. zakladne menice);
- naložbe v finančne institucije (investicijske sklade, banke in hranilnice itd.) in
- izvedene finančne naložbe.

Prav slednja kategorija finančnih naložb je tista, na katere ožji del se bom v tem diplomskem delu osredotočila. Naložbene certifikate lahko namreč uvrstimo med izvedene finančne naložbe, med katere med drugim uvrščamo tudi standardizirane in nestandardizirane termenske pogodbe ter opcije (Fabozzi, Modigliani, 1992, str. 5). Vrednost izvedenih finančnih instrumentov je odvisna od gibanja vrednosti osnovnega instrumenta, na katerega se nanašajo (Bodie, Kane, Marcus, 2002, str. 54; Veselinovič, 1998, str. 246); pri čemer je lahko osnovni instrument (ang. underlying, nem. Basiswert) delnica, obveznica, indeks, valuta, obrestna mera, kovina, nafta ali drugo.

2 NALOŽBENI CERTIFIKATI

2.1 Splošna predstavitev naložbenih certifikatov

2.1.1 *Opredelitev naložbenih certifikatov*

Naložbeni certifikati so relativno nova naložbena oblika – njihovi začetki segajo v leto 1990, ko je Dresdner Bank izdala prvi indeksni certifikat, vezan na nemški borzni indeks DAX (Verbole, 2007c). Velik porast zanimanja pa so certifikati doživeli na prelomu tega tisočletja. Prva leta tega desetletja namreč niso bila naklonjena vlagateljem na delniških trgih – prišlo je do krepkih padcev tečajev na svetovnih borzah. Tako se je okrepilo povpraševanje po manj tveganih naložbah in tistih naložbah, pri katerih je moč zaslužiti tudi ob padanju tečajev. Finančna industrija je na tovrstno povpraševanje odgovorila s povečano ponudbo naložbenih certifikatov, ki so predvsem v kontinentalni Evropi doživeli nepričakovan razcvet (Kodrič, 2006).

Kaj sploh so naložbeni certifikati? Naložbeni certifikati, kot že omenjeno, sodijo med izvedene finančne instrumente, kar pomeni, da je njihova vrednost odvisna od enega ali več drugih vrednostnih papirjev ali druge javno znane spremenljive vrednosti (cene surovine, razmerja med valutama, obrestne mere itd.). So dolžniški instrument, s katerim se izdajatelj, ponavadi banka, obvezuje izplačati imetniku določen znesek pod določenimi pogoji (Jakhel, 2007). Izplačilo je ponavadi v gotovini, včasih pa tudi v naravi (npr. dostava vrednostnega papirja).

Za razliko od osnovnih instrumentov, pri katerih je vlagatelj udeležen pri gibanju vrednosti v razmerju 1:1 (kar pomeni, da če cena osnovnega instrumenta naraste za 1%, se za enak odstotek poveča tudi imetnikova vrednost), naložbeni certifikati ponujajo možnost atraktivnega zaslužka ob različnih tržnih scenarijih. Npr. ob rasti osnovnega instrumenta za 1%, se vrednost certifikata poveča za 5% ali pa ob padcu osnovnega instrumenta za 1% se vrednost certifikata poveča za 3%. Zaslužiti se torej da na različne načine (Kodrič, 2006).

Glede na časovni vidik ločimo časovno omejene certifikate, tj. certifikate z omejenim časom trajanja in s tem določenim časom izplačila, ki je zagotovljeno le ob zapadlosti, in odprte ali časovno neomejene certifikate (ang. open end, nem. endlos). Zaradi širjenja ponudbe z namenom dolgoročnega vlaganja v naložbene certifikate ter zaradi zamudnosti in povišanih stroškov pri nadomeščanju starih certifikatov z novimi se število certifikatov z omejenim časom trajanja počasi zmanjšuje (Verbole, 2007c).

Časovno omejene certifikate pa lahko še naprej razdelimo, in sicer glede na možnost izvršitve oz. vnovčitve certifikata (nem. Ausübungsart) poznamo evropske in ameriške naložbene certifikate, kar je podobno kot pri opcijah. Evropski certifikati se lahko pri izdajatelju vnovčijo samo na dan zapadlosti (Mrak, 2002, str. 136). Vendar pa lahko ob likvidnem trgu imetnik proda tovrstni certifikat na trgu tudi že pred tem dnem. Ameriški certifikati pa se

lahko pri izdajatelju izvršijo na katerikoli delovni dan pred datumom zapadlosti oz. vključno s tem dnevom (Abbott et al., 1990, str. 32; Jazbec, 2006, str. 24). Pri časovno neomejenih certifikatih pa je čas izvršitve seveda poljuben.

Nenazadnje pa naj omenim še eno različico naložbenih certifikatov, ki je pomembna pri vlaganju v osnovne instrumente izven cone domicilne valute – pri tem je namreč vlagatelj izpostavljen valutnemu tveganju. Izguba vrednosti tuje valute lahko izniči sicer visok donos osnovnega instrumenta, ki kotira v tej valuti. Zato obstajajo t.i. »quanto« certifikati, ki izključujejo valutno tveganje. Izdajatelj zavaruje valutna nihanja z dodatnimi opcijskimi posli, kar pomeni, da so tovrstni certifikati nekoliko dražji.

2.1.2 Dostopnost naložbenih certifikatov

Naložbeni certifikati so prosto prenosljivi in jih je mogoče kupiti:

➤ na borzi (borzno trgovanje): Naložbeni certifikati kotirajo na več borzah (glej Prilogo 1), daleč najbolj razvit trg na tem področju pa je nemški. Največ prometa je tako na borzi v Stuttgartu (segment EUWAX) – v oktobru 2007 je skupen promet z naložbenimi produkti in produkti z vzvodom (za opredelitev in klasifikacijo teh produktov glej točko 2.2.1) znašal kar 12.335 milijonov €; sledi borza v Frankfurtu, ki je v enakem obdobju zabeležila 4.153 milijonov € prometa; promet s tovrstnimi produkti na berlinski borzi pa je v oktobru 2007 znašal 23 milijonov € (Statistiken, 2007). Velika prednost nakupa na borzi je možnost oddaje naročila z limitom in časovnim razponom veljavnosti – če naročilo ni izvršeno, avtomatsko propade po preteku časa, ki je zanj določen. Stroški nakupa vključujejo borzne in posredniške provizije, poleg tega pa je treba upoštevati tudi razpon (ang. spread) med nakupnim in prodajnim tečajem.

➤ neposredno pri izdajatelju (izvenborzno trgovanje): Vlagatelj v tem primeru povprašuje po ceni neposredno pri izdajatelju certifikata (za seznam izdajateljev glej Prilogo 1). Izdajatelji so v glavnem velike banke, ki imajo zelo razvito upravljanje s tveganji. Prednost tega načina nakupa je nedvomno v veliki hitrosti in s tem omogočeni hitri reakciji pri spremembah na trgu, poleg tega pa tudi v daljšem trgovalnem času v primerjavi z borzo. Limitirano naročilo pa pri izvenborznemu trgovanju ni mogoče. Pri neposrednem nakupu pri izdajatelju seveda ni dodatnih provizij in borznih stroškov, izdajatelj služi na razponu med nakupnim in prodajnim tečajem, ki pa se v tistih urah, ko ni možno trgovanje na borzi, še poviša (Verbole, 2007c).

2.1.3 Varnost naložbenih certifikatov

Imetnik naložbenega certifikata ni posredni lastnik premoženja, na katerega se certifikat navezuje; upravičen je le do poplačila pod določenimi pogoji. To posledično pomeni, da je njegova varnost odvisna od kakovosti izdajatelja – ali bo le-ta sposoben poplačati imetnike certifikatov, ko bo čas za to (Kodrič, 2006). Kupec torej nosi tveganje izdajatelja, zato se je pred nakupom naložbenega certifikata pametno pozanimati o plačilni sposobnosti izdajatelja

preko ratingov, podeljenih s strani priznanih mednarodnih agencij. V zadnjih letih v Evropi sicer ni bilo primera plačilne nesposobnosti v zvezi z izdanimi certifikati (Valenčič, 2006).

Možen pa je odpoklic certifikata s strani izdajatelja. Vzrok za to je lahko nezainteresiranost vlagateljev ali dejstvo, da osnovni vrednosti, na katero se certifikat navezuje, ni več mogoče slediti (npr. zaradi umika delnice s trga, spremembe domače valute itd.).

Nenazadnje pa naj izpostavim še en vidik varnosti naložbenih certifikatov, in sicer dejstvo, da lahko certifikati nudijo varnostno rezervo, kar pomeni, da lahko vlagatelj izgubi manj ali pa šele kasneje kot pri neposredni naložbi, kar pa je velikokrat povezano z dejstvom, da vlagatelj ni deležen dividendnega donosa. Z zadržanjem dividend izdajatelj certifikatov namreč financirajo blaženje tveganja oz. dodaten donos certifikata (Verbole, 2007c).

2.1.4 Prednosti in slabosti naložbenih certifikatov

Naložbeni certifikati so za vlagatelje zanimivi zaradi svojih številnih prednosti, ki so sledeče (Dolenc, 2006, str. 2; Huber, 2006, str. 72; Valenčič, 2006):

- široka izbira osnovnih instrumentov (indeksi, delnice, obveznice, valute, itd.);
- možnost doseganja donosov tako ob naraščanju (s t.i. »long« certifikati) kot tudi v primeru padanja tečajev osnovnega instrumenta (s t.i. »short« certifikati), poleg tega pa tudi možnost doseganja višjih donosov v primerjavi z neposredno naložbo, tj. naložbo v osnovni instrument, ob uporabi finančnega vzvoda;
- nizke nominalne vrednosti certifikata in nizki transakcijski stroški, kar posledično pomeni dostopnost širšemu krogu investitorjev;
- možnost izničenja valutnega tveganja s t.i. »quanto« certifikati (glej točko 2.1.1);
- visoka likvidnost in preprostost trgovanja (glej točko 2.1.2);
- ni vstopnih in izstopnih provizij, prav tako načeloma tudi ni upravljalvske provizije;
- transparentnost tečajev certifikatov in
- davčna ugodnost (glej točko 2.1.5).

Seveda pa se na drugi strani kot pri vsaki drugi naložbeni obliki pojavljajo tudi slabosti (Huber, 2006, str. 70; Valenčič, 2006):

- tveganje neizpolnitve obveznosti izdajatelja do imetnika certifikata, saj naložba ne pomeni lastništva ali solastništva kakršnegakoli premoženja, poleg tega pa pravica do poplačila ni posebej zavarovana;
- tveganje, ki izhaja iz narave delovanja certifikatov, kar pomeni, da če je dogajanje na trgu za vlagatelja neugodno, so mogoče tudi izgube;
- dejstvo, da sredstva pri certifikatu niso aktivno upravljana – vlagatelj je prepuščen le svoji presoji in mora precej aktivno spremljati dogajanje na trgu in
- kompleksnost nekaterih naložbenih orodij, npr. uporabe vzvoda, ki od vlagatelja zahteva boljše poznavanje trenutnih tržnih razmer kot pri običajnih vzajemnih skladih.

2.1.5 Obdavčitev donosov naložbenih certifikatov

Naložba v certifikate je ugodna tudi z davčnega vidika. V Nemčiji so dobički naložbenih certifikatov neobdavčeni po preteku špekulativnega roka, ki znaša 1 leto (Verbole, 2007c). V Sloveniji pa v skladu z 32. členom Zakona o dohodnini fizičnim osebam ni potrebno plačati dohodnine od dobička od odsvojitve izvedenih finančnih instrumentov, med katere spadajo tudi naložbeni certifikati (Zakon o dohodnini, 2006). Vlagatelj je torej v nasprotju z naložbo v osnovni instrument neobdavčen tudi pri vnovčitvi dobička pred 20 leti (Bobnar, 2006). Za pravne osebe pa ta oprostitev ne velja in je v skladu z 12. členom Zakona o davku od dohodkov pravnih oseb dobiček od naložbenih certifikatov obdavčen kot vsak drugi (Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb, 2006).

2.2 Klasifikacija in statistični podatki o trgovanju z naložbenimi certifikati

2.2.1 Klasifikacija naložbenih certifikatov

V diplomskem delu izhajam iz klasifikacije Nemškega združenja za izvedene papirje (DDI – Deutsches Derivate Institut, 2007), ki loči:

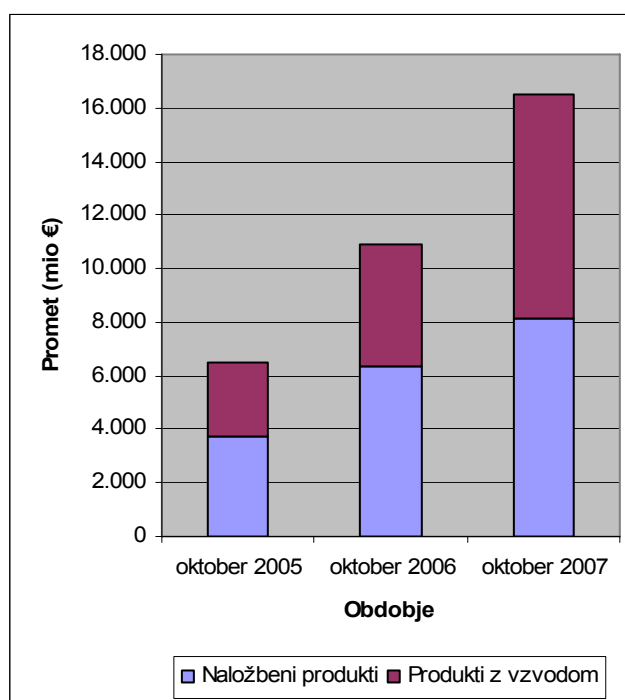
➤ naložbene produkte (nem. Anlageprodukte): Naložbeni produkti se naprej delijo na delniške obveznice (nem. Aktienleihen) in klasične naložbene certifikate (nem. Anlagezertifikate), med katere štejemo: indeksne oz. udeležbene certifikate, strateške certifikate, bonus certifikate, diskontne certifikate, garantirane certifikate, certifikate z delno zaščito, »express« certifikate, »outperformance« certifikate in šprint certifikate (vsako posamezno vrsto klasičnih naložbenih certifikatov bom podrobneje predstavila v poglavju 3.1).

➤ produkti z vzvodom (nem. Hebelprodukte): Med produkte z vzvodom pa uvrščamo opcije (nem. Optionsscheine), »knock-out« certifikate (nem. Knock-Outs) in druge eksotične produkte (v okviru te kategorije se bom osredotočila na »knock-out« certifikate v poglavju 3.2).

2.2.2 Statistični podatki o trgovanju z naložbenimi certifikati

Promet z naložbenimi certifikati se iz leta v leto hitro povečuje. Z namenom vpogleda v sam obseg trgovanja s tovrstno naložbeno obliko sem primerjala promet na nemških borzah (v Stuttgartu, Frankfurtu in Berlinu) v oktobru 2005, oktobru 2006 in oktobru 2007 (Statistiken, 2007). Tako je promet z naložbenimi produkti v oktobru 2007 znašal 8.108 milijonov €, kar pomeni 27,9% rast v primerjavi s predhodnim letom in kar 116,3% povečanje v primerjavi z letom 2005. Promet produktov z vzvodom pa je v proučevanem obdobju dosegel še višje stopnje rasti – tako je v oktobru 2007 znašal 8.403 milijonov €, kar je 83,9% več kot v predhodnem letu ter kar 206,8% več v primerjavi z letom 2005. Delež produktov z vzvodom se je v skupnem prometu ves čas povečeval (glej Sliko 1 na str. 7 in Prilogo 2).

Slika 1: Promet z naložbenimi produkti in produkti z vzvodom na nemških borzah v posameznih obdobjih (v mio €)

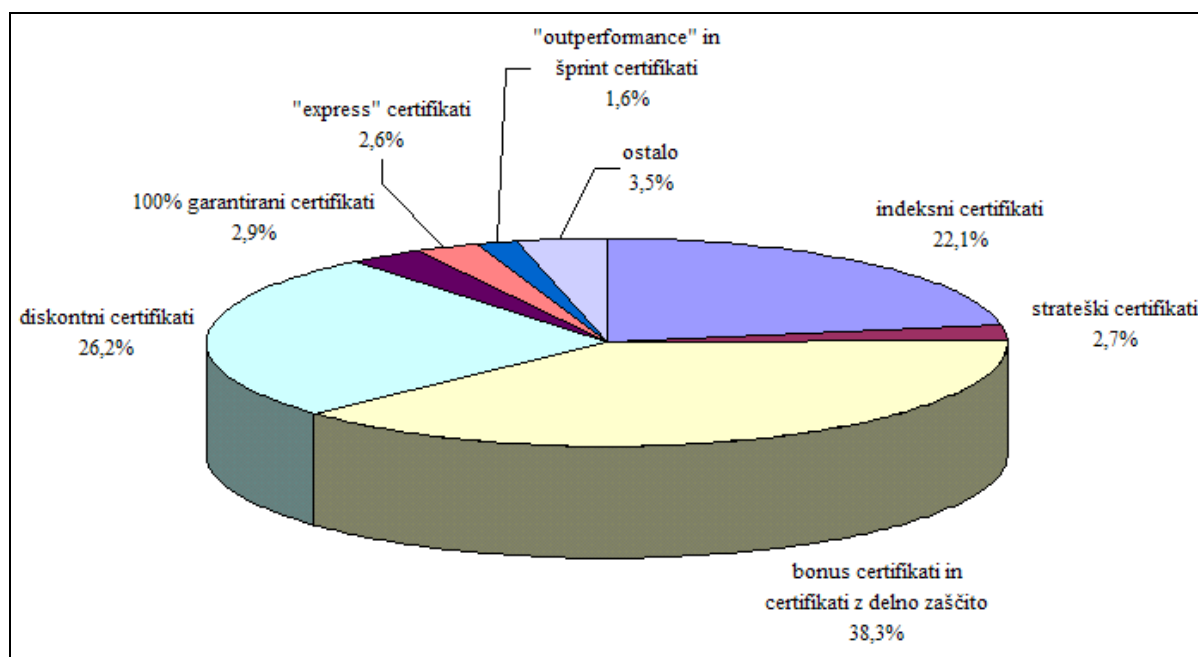


Vir: Statistiken, 2007; Lasten prikaz.

V diplomskem delu se bom v okviru naložbenih produktov osredotočila na klasične naložbene certifikate, torej indeksne, strateške, bonus certifikate in certifikate z delno zaščito, diskontne, 100% garantirane, »express«, »outperformance« in šprint certifikate; od produktov z vzvodom pa bom največ pozornosti namenila »knock-out« certifikatom. Promet s klasičnimi naložbenimi certifikati je v oktobru 2007 znašal 8.004 milijonov €, kar predstavlja 98,7% celotnega prometa z naložbenimi produkti, med katere, kot že omenjeno, prištevamo še delniške obveznice. Čedalje večje zanimanje pa beležijo tudi »knock-out« certifikati, ki jih uvrščamo med produkte z vzvodom – promet s tovrstnimi certifikati je v oktobru 2007 znašal 5.251 milijonov €, kar je 76,8% več kot v letu 2006 in kar 240,3% več v primerjavi z oktobrom 2005, ko je promet znašal 1.543 milijonov € (glej Prilogo 2).

Pri strukturi prometa s klasičnimi naložbenimi certifikati je bilo v vseh treh proučevanih obdobjih največ prometa z indeksnimi certifikati, bonus certifikati in certifikati z delno zaščito ter diskontnimi certifikati (glej Sliko 2 na str. 8 in Prilogo 2). V oktobru 2007 je bilo tako največ prometa z bonus certifikati in certifikati z delno zaščito – 3.065 milijonov € (38,3% delež v skupnem prometu z vsemi vrstami klasičnih naložbenih certifikatov), sledili pa so diskontni certifikati s prometom v višini 2.096 milijonov € (26,2% delež) in indeksni certifikati, katerih promet je znašal 1.769 milijonov € (22,1% delež). Najvišjo stopnjo rasti prometa od oktobra 2006 do oktobra 2007 so dosegli diskontni certifikati (40,2%), največji padec pa outperformance in šprint certifikati (-35,9%). Od oktobra 2005 do oktobra 2006 pa je najvišjo rast zabeležil promet z bonus certifikati in certifikati z delno zaščito (148,3%), medtem ko je bila rast najnižja pri indeksnih certifikatih (32,9%).

Slika 2: Struktura prometa s posameznimi vrstami klasičnih naložbenih certifikatov na nemških borzah v oktobru 2007



Vir: Statistiken, 2007; Lasten prikaz.

Opomba: Promet nekaterih vrst klasičnih naložbenih certifikatov sem zaradi razpoložljivosti podatkov združila.

3 VRSTE NALOŽBENIH CERTIFIKATOV

3.1 Naložbeni produkti

3.1.1 Indeksni oz. udeležbeni certifikati

Profil vlagatelja in kdaj so tovrstni certifikati primerni

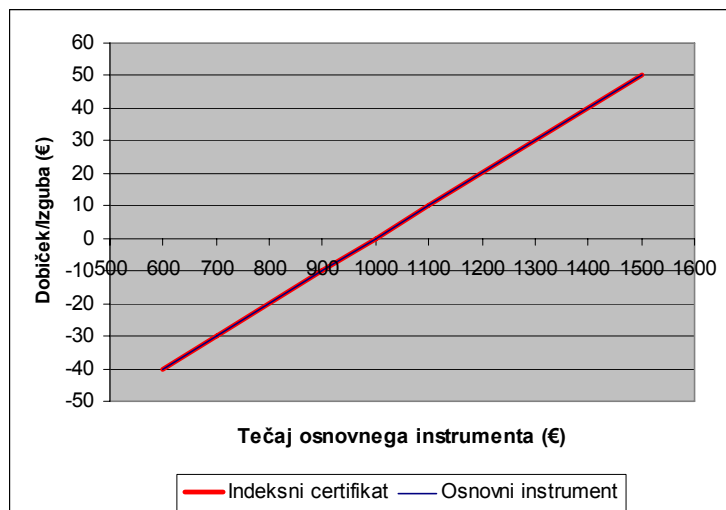
Indeksni certifikati so primerni za vlagatelje, ki še nimajo veliko izkušenj s trgovanjem ter želijo razpršiti tveganje in iščejo stroškovno ugodnejše naložbene alternative (Investmentprodukte, 2007; Valenčič, 2006c). Vlagatelj naj se odloči za nakup indeksnega certifikata, če pričakuje dolgoročno rast indeksa in hoče biti pri tem udeležen. K sami izbiri indeksa pa nedvomno botruje dejstvo, koliko je investitor pripravljen tvegati: certifikati na širše zastavljene indekse, kot je npr. EuroStoxx50, razpršijo oz. minimirajo tveganje; pri certifikatih na indekse posameznih tržnih segmentov, ko je npr. TecDAX, pa je seveda tveganje ustrezno višje (Zertifikateanalyse, Derivate, Aktienleihen, Discount-, Hebel-, Index- und Basket-Zertifikate, 2007).

Opredelitev certifikata

Indeks povezuje tečaje večjega števila delnic, pri čemer ob sestavi indeksa veljajo točno določena pravila, katere vrednosti pridejo v poštev, kakšne so uteži in v kakšnih časovnih zamikih se preverja sestavo indeksa (Zertifikate, 2007a). Z nakupom indeksnega certifikata pridobi vlagatelj možnost udeležbe pri gibanju indeksa v razmerju 1:1, pri čemer je treba upoštevati tudi udeležbeno razmerje (ang. ratio, nem. Bezugsverhältnis). To razmerje se uporablja tudi pri drugih vrstah naložbenih certifikatov, kjer ima osnovni instrument visoko vrednost; namen udeležbenega razmerja pa je zagotoviti dostopnost tudi povprečnemu vlagatelju. Udeležbeno razmerje 1: 100 tako npr. pomeni, da je za nakup ene enote osnovnega instrumenta potrebno kupiti 100 certifikatov (Verbole, 2007c), cena certifikata pa je seveda stokrat nižja, kot bi bila ob udeležbenem razmerju 1:1.

Logiko delovanja indeksnih naložbenih certifikatov najbolje ponazorimo na primeru (glej Sliko 3). Če je stanje nekega indeksa ob nakupu 1.000 točk in je udeležbeno razmerje 1:10 oz. 0,1, potem je cena certifikata 100 € ($= 1.000 * 0,1$). Če indeks naraste na 1.500 točk, se ustrezno poveča tudi vrednost certifikata na 150 € (imetnik certifikata ima dobiček v višini 50 €); ob padcu indeksa na 700 točk pa se seveda zmanjša tudi vrednost certifikata na 70 € (vlagatelj ima izgubo v višini -30 €). Iz zgoraj zapisanega in Slike 3 je razvidno, da dobiček oz. izguba indeksnega certifikata povsem sledi osnovnemu instrumentu, tj. določenemu indeksu.

Slika 3: Dobitek oz. izguba indeksnega certifikata in osnovnega instrumenta (indeksa) v odvisnosti od tečaja osnovnega instrumenta (stanja indeksa)



Vir: Lasten prikaz.

Produktne različice¹

Za investitorja je zelo pomembno, ali je osnova konkretnega certifikata »Kurs« (»Price«) ali »Performance« indeks (ZertifikateJournal, 2007). Certifikati, katerih cena je odvisna od »Kurs« indeksov (npr. EuroStoxx50), spremljajo le gibanje tečajev delnic v indeksu in ne odražajo tudi dividend, ki izvirajo iz teh delnic. Nasprotno pa je pri indeksnih certifikatih, ki sledijo »Performance« indeksu (npr. DAX), kjer se vse dividende reinvestirajo, kar pomeni, da je imetnik takega certifikata udeležen pri dividendah tistih delnic, ki so zajete v indeksu (Gruppe Deutsche Börse, 2007). Zaradi lažje primerjave obeh vrst indeksov se pri »Kurs« indeksih paralelno izračunavajo t.i. »Total-Return« indeksi, ki so v smislu dividend primerljivi s »Performance« indeksi, saj je poleg stopnje rasti cen delnic, zajetih v indeksu, upoštevana tudi dividendna donosnost (Elton, Gruber, 1995, str. 23).

Med indeksnimi oz. udeležbenimi certifikati so tudi takšni, katerih dobiček je navzgor omejen – gre za t.i. indeksne certifikate s kapico oz. indeksne certifikate z omejitvijo pri rasti vrednosti (Valenčič, 2006c). Tovrstni certifikati so cenejši v primerjavi s klasičnimi indeksnimi certifikati, saj je imetnik certifikata udeležen pri pozitivnem gibanju indeksa le do vnaprej določene meje – s tem je omejen njegov maksimalen možen donos. Na drugi strani pa izguba ni omejena in sledi gibanju indeksa.

Zanimiva različica indeksnih certifikatov so tudi t.i. medvedji indeksni certifikati (nem. Bär Index-Zertifikate; v praksi se pogosto uporablja tudi izraz »put« oz. »short« indeksni certifikati), ki so primerni takrat, kadar investitor pričakuje padanje tečajev na borzah in hoče pri tem profitirati (Zertifikate, 2007). Naj ponazorim na primeru: če je stanje indeksa ob nakupu 5.000 točk, osnova medvedjega indeksnega certifikata (nem. Bär Basis) 10.000 točk, udeležbeno razmerje pa 1:100 oz. 0,01, je torej cena certifikata 50 € in če indeks pade na 4.500 točk, potem je vrednost certifikata 55 € ($(10.000 - 4.500) * 0,01$) – torej ima vlagatelj dobiček v višini 5 € na certifikat. Obratna je situacija pri rasti indeksa – takrat ima imetnik medvedjega indeksnega certifikata izgubo.

Nenazadnje pa naj izpostavim še eno produktno različico oz. podskupino, in sicer so to certifikati na košarico (v praksi velikokrat naletimo tudi na izraz »basket« certifikati). Njihova funkcija je enaka kot pri klasičnih indeksnih certifikatih, vendar v tem primeru certifikat ne sledi določenemu indeksu, ampak košarici (ang. basket, nem. Korb) izbranih vrednosti, ki jo sestavi izdajatelj. S tem je vlagateljem omogočena udeležba pri prirejenih delniških portfeljih določenih področij, ki bi jih sicer sam sestavil težko in z velikim kapitalskim vložkom. Zaradi fiksne sestave danes certifikati na košarico ne igrajo več tako pomembne vloge in so prešli v skupino strateških certifikatov (glej točko 3.1.2), pri katerih osnovna vrednost prav tako sestoji iz izbora delnic ali drugih instrumentov, vendar pa se sestava v določenih časovnih intervalih spreminja in prilagaja razmeram na trgu (ZertifikateJournal, 2007).

¹ Produktne različice, ki veljajo za vse vrste naložbenih certifikatov, sem opisala v točki 2.1.1.

Prednosti in slabosti

Indeksni certifikati imajo številne prednosti (Investmentprodukte, 2007; Valenčič, 2006c; Verbole, 2007c; Zertifikate, 2007a; ZertifikateJournal, 2007):

- velika možnost izbire, saj se indeksni certifikati glasijo na vse znane indekse, kot so DAX, TecDAX, EuroStoxx50, Dow Jones Industrial Average, S&P 500, Nikkei 225 itd., kar pomeni širok asortiman, ki investitorju ponuja vse možnosti izgradnje svetovnega portfelja, ki je v skladu z njegovimi željami, z nizkimi stroški in maksimalno učinkovitostjo;
- z uporabo udeležbenega razmerja omogočajo udeležbo pri vrednostih, ki povprečnemu vlagatelju sicer ne bi bile dostopne;
- neomejena udeležba pri donosu indeksa (razen pri indeksnih certifikatih s kapico – glej razdelek »Produktne različice«);
- razpršitev premoženja na podlagi večjega števila vrednosti, ki so zajete v indeks in s tem povezano nižje tveganje;
- nižji stroški za vlagatelja, saj ni potrebno aktivno upravljanje in
- transparentnost.

Na drugi strani pa se pojavljajo tudi določena tveganja oz. slabosti (Zertifikate, 2007; Zertifikate, 2007b):

- možnost izgube ob negativnem gibanju indeksa – ni garancije na ohranitev začetnega kapitalskega vložka;
- pri »Kurs« indeksu ni upoštevano izplačilo dividend in
- tveganje je skladno indeksu.

3.1.2 Strateški certifikati

Profil vlagatelja in kdaj so tovrstni certifikati primerni

Strateški certifikati so primerna naložba za zmerno konzervativne vlagatelje, in sicer takrat, kadar se pričakuje stabilnost ali rast tečaja osnovnega instrumenta. V splošnem so tovrstni certifikati primerni za srednje- ali dolgoročno obdobje (ZertifikateJournal, 2007).

Opredelitev certifikata

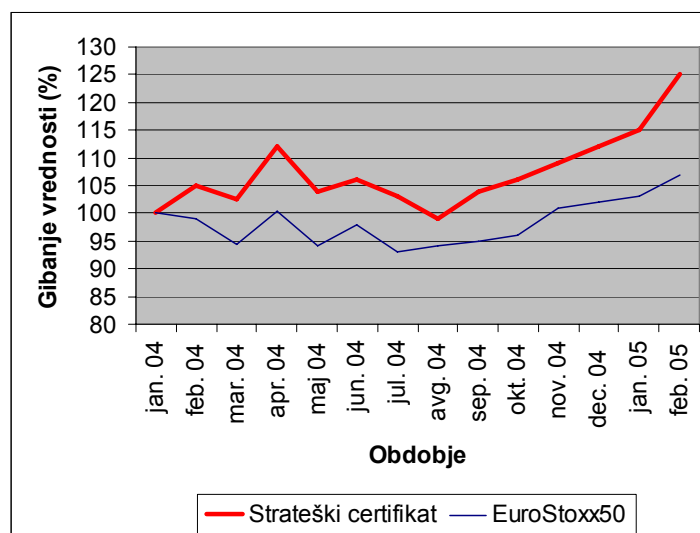
Strateški certifikati odražajo vrednost določene delniške košarice, ki je bila sestavljena na podlagi določenih kriterijev, pri čemer se sestava te košarice redno spreminja in na novo usklajuje s sistematično in transparentno strategijo (Derivate, Zertifikate, Optionsscheine und Aktienleihen, 2007). Upošteva se zgolj kvantitativni model, ki največkrat temelji na znanstvenih študijah in je podkrepjen z lastnim znanjem ter izkušnjami izdajatelja (Optionsscheine und Zertifikate, 2007; ZertifikateJournal, 2007).

Cilj je vedno ta, da se doseže boljša rast vrednosti kot primerjalni indeks. Prav v ta namen se sestava košarice redno prerazporeja (gre torej za aktivno upravljanje), zato mora vlagatelj tudi plačati določeno manjšo provizijo za upravljanje, ki se praviloma giblje med 1,0 in 1,5% letno (ZertifikateJournal, 2007).

Naj podam še konkreten primer iz prakse, in sicer strateški certifikat European Sector Rotation II Open End. Ta certifikat lahko uvrstimo na področje pristopa z rastjo (za opis te strategije glej razdelek »Produktne različice«). Najprej je bila izvedena analiza od zgoraj navzdol (ang. top-down analysis), katere cilj je bil poiskati najbolj perspektivne sektorje, pri čemer so bili odločilni temeljni ekonomski indikatorji, kot so npr. tveganje delniškega trga, donosnost itd. Nato pa je sledila analiza od spodaj navzgor (ang. bottom-up analysis) s ciljem izbire posameznih delnic vsakega sektorja, pri čemer pa je bil kriterij (v skladu s strategijo) najvišja pozitivna revizija pri napovedi dobička. Tako je bila določena košarica delnic za naslednje 3 mesece, nato pa se je proces izbire začel znova (ZertifikateJournal, 2007).

Slika 4 prikazuje gibanje vrednosti obravnavanega certifikata in primerjalnega indeksa EuroStoxx50. Razvidno je, da je bila donosnost certifikata ves čas višja od indeksa.

Slika 4: Gibanje vrednosti strateškega certifikata European Sector Rotation II Open End in primerjalnega indeksa EuroStoxx50



Vir: ZertifikateJournal, 2007; Lasten prikaz.

Produktne različice

Obstajajo zelo raznoliki strateški certifikati, ki se ločijo po tem, kakšno strategijo zasledujejo. Strategijo izdajatelj razkrije; v grobem tako ločimo naslednje strategije (Zertifikate, 2007; ZertifikateJournal, 2007):

➤ sezonska strategija (nem. Saisonstrategie): Pri tej strategiji se investira v delniške trge samo v času tradicionalno dobrih donosov, to je od novembra do aprila.

- pristop z zagonom (nem. Momentum-Ansätze): Ta strategija deluje po principu, da kar je bilo utečeno do sedaj, bo tako potekalo tudi v prihodnje. Tako so ob usklajevalnih terminih v košarico vključene tiste delnice, ki so v zadnjem opazovalnem obdobju zabeležile najvišjo rast tečaja; delnice z najslabšim gibanjem tečaja pa so izločene iz košarice.
- pristop z vrednostjo (nem. Value-Ansätze): Strategije v tej skupini temeljijo predvsem na kriteriju dividendnega donosa – iščejo se delnice z visokim dividendnim donosom, saj visoko pričakovano izplačilo dividend nekoliko zavaruje tečaj delnice pred padcem.
- pristop z rastjo (nem. Growth-Ansätze): Pri tej strategiji oz. pristopu se kot kriterij upošteva rast rezultatov, npr. rast čistega dobička. Marsikdo se zgleduje tudi po spremembah v napovedih glede dobičkov s strani analitikov.
- pristop s tehnično analizo (nem. Technische-Analyse-Ansätze): Kot pove že samo ime, je pri tej strategiji ključnega pomena tehnična analiza. Teorija tehnične analize predpostavlja, da preteklo gibanje cene vrednostnega papirja vsebuje informacije, na podlagi katerih lahko sodimo, kako se bo cena gibal v prihodnosti – zgodovina se ponavlja, zato se bodo cenovni vzorci iz preteklosti pojavljali v prihodnosti (Groznič, 2007). Ponudba na tem področju je trenutno še bolj slaba. Izredno enostavni pristopi, ki so bili do sedaj uporabljeni s strani tehničnih analitikov, namreč odpirajo zelo vprašljive možnosti za uspeh.

Prednosti in slabosti

Naložba v strateški certifikat ima naslednje prednosti (Zertifikate, 2007; Zertifikate, 2007b; ZertifikateJournal, 2007):

- višji donosi glede na primerjalni indeks, kar je odvisno od ustreznosti strategije oz. košarice delnic;
- redno upravljanje, ki upošteva spremembe na trgu;
- polna udeležba pri široko razpršenem portfelju z nizkim kapitalnim vložkom in
- visoka transparentnost.

Pojavljajo pa se seveda tudi nekatere slabosti (Zertifikate, 2007; ZertifikateJournal, 2007):

- možna je kapitalna izguba;
- vlagatelj ima nekoliko višje stroške zaradi plačila provizije za upravljanje, saj se košarica delnic aktivno upravlja in
- večinoma le kratkoročna uspešnost strategije – nobena strategija ne more dobro delovati v vsaki borzni fazi.

3.1.3 Bonus certifikati

Profil vlagatelja in kdaj so tovrstni certifikati primerni

Bonus certifikati so primerni za vlagatelje, ki želijo določeno stopnjo varnosti naložbe in hkrati doseči visoke donose (Dolenc, 2006, str. 3) ter so že imeli prve izkušnje s trgovanjem in pričakujejo rahlo padajoč, stabilen ali naraščajoč trend tečajev na finančnih trgih (Investmentprodukte, 2007; Valenčič, 2006d). Ta vrsta certifikatov je torej primerna za obdobja, ko se na trgih ne dogajajo veliki pretresi in je smer gibanja manj jasna. Naložbeni horizont je srednje- do dolgoročen (ZertifikateJournal, 2007).

Opredelitev certifikata

Delnice prinašajo dolgoročno visoke donose, vendar pa so možna močna nihanja tečajev, zato pri vlagateljih obstaja strah pred izgubami zaradi padcev tečaja (Zertifikate und Optionsscheine, 2007). Prav iz tega razloga so za investitorja zanimivi bonus certifikati, saj kombinirajo atraktivne donose pri stabilnem in rahlo padajočem gibanju tečajev ter blažilec tveganja (Zertifikate & Hebelprodukte, 2007).

Bonus certifikati se ob izdaji ponavadi prodajajo po ceni, kot jo takrat dosega osnovni instrument (Kodrič, 2006). Pomembna pa sta zlasti dva podatka, in sicer: spodnja oz. varnostna meja, v literaturi najdemo tudi izraz bariera (nem. Schutzbarriere), in zgornja meja oz. nivo bonusa (nem. Bonus-Level). Dokler tečaj osnovnega instrumenta v času trajanja certifikata ne doseže ali prebije varnostne meje, ima vlagatelj ob zapadlosti certifikata pravico do izplačila v višini bonusa, ob predpostavki, da se tečaj osnovnega instrumenta takrat nahaja med spodnjo mejo in nivojem bonusa. Če je tečaj ob zapadlosti višji od zgornje meje, je vlagatelj neomejeno udeležen pri donosu. S prebojem varnostne meje pa zapade pravica do izplačila bonusa, kar pomeni, da se vrednost bonus certifikata giblje enako kot tečaj osnovnega instrumenta (Verbole, 2007c).

Uresničitev mehanizma bonus certifikata pa ima seveda svojo ceno – izdajatelj zase zadrži dividende, ki jih prinaša osnovni instrument. Na podlagi zadržanih dividend je izdajatelju omogočeno financiranje pripadajočih mehanizmov izplačil (Valenčič, 2006d).

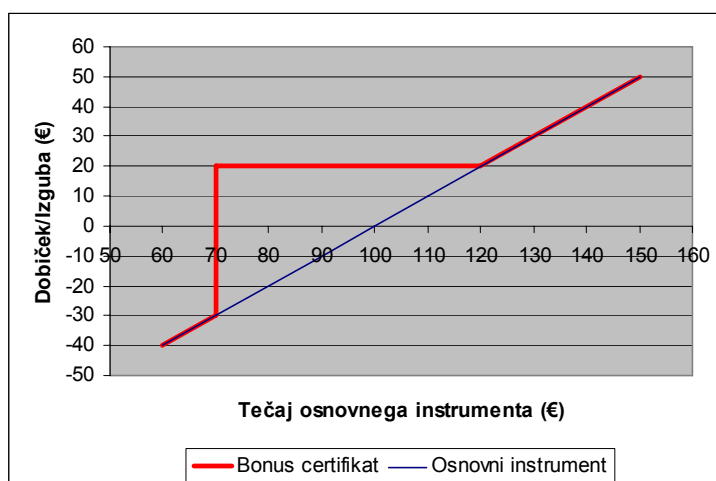
Logiko delovanja bonus certifikatov lahko najbolje ponazorimo na primeru z analizo možnih scenarijev (glej Tabelo 1 na str. 15 in Sliko 5 na str. 15). Vhodni podatki, uporabljeni v primeru, so naslednji: začetni tečaj delnice je enak ceni certifikata ob nakupu in znaša 100 €, spodnja oz. varnostna meja je 70 €, nivo bonusa pa je na višini 120 €. Če tečaj delnice ne pade pod nivo 70 €, ki predstavlja spodnjo mejo, dobi imetnik certifikata ob zapadlosti izplačano višino bonusa, tj. 120 €. V primeru, da pa tečaj delnice pade pod spodnjo mejo, je imetnik bonus certifikata deležen enakega izplačila, kot če bi imel v lasti delnico.

Tabela 1: Analiza možnih scenarijev in primerjava donosnosti osnovnega instrumenta (delnice) in bonus certifikata ob zapadlosti

Spodnja meja v času trajanja	Tečaj delnice v času trajanja	Tečaj delnice ob zapadlosti (donosnost)	Izplačilo bonus certifikata ob zapadlosti (donosnost)
ni bila prebita	je narasel in ostal nad nivojem bonusa	150 € (+ 50%)	150 € (+50%)
	se je gibal med spodnjo mejo in nivojem bonusa	110 € (+10%)	120 € (+20%)
je bila prebita	padel pod spodnjo mejo in zopet rahlo narasel	90 € (-10%)	90 € (-10%)
	padel pod spodnjo mejo in zopet močno narasel	150 € (+50%)	150 € (+50%)

Vir: Zertifikate, 2007.

Slika 5: Dobiček oz. izguba bonus certifikata in osnovnega instrumenta (delnice) v odvisnosti od tečaja osnovnega instrumenta



Vir: Lasten prikaz.

Opomba: Graf bonus certifikata prikazuje gibanje dobička, če spodnja meja v času trajanja certifikata ni bila prebita. Če pa je bila spodnja meja v času trajanja certifikata prebita, je graf bonus certifikata enak grafu osnovnega instrumenta.

Indikatorji

Kot že omenjeno, sta pri bonus certifikatih pomembna dva podatka: varnostna meja in nivo bonusa. V zvezi s tema podatkom se lahko izračunavajo določeni indikatorji, ki so za vlagatelja pomembni ob izbiri certifikata (Zertifikate & Hebelprodukte, 2007; ZertifikateJournal, 2007).

Prvi tak indikator je letna donosnost do nivoja bonusa oz. letna donosnost bonusa (nem. Bonus-Rendite p.a.), ki je odločilni parameter še posebej takrat, ko vlagatelj pričakuje, da bo

tečaj osnovnega instrumenta ostal nespremenjen. Vlagatelj mora vsekakor računati tudi na to, da lahko visoka donosnost bonusa pri hkratnem nizkem razmiku do varnostne meje pomeni večjo nevarnost, da bo varnostna meja prebita in s tem ne bo upravičen do izplačila bonusa. Kazalec je izračunan na letni osnovi, kar omogoča lažjo primerjavo različnih bonus certifikatov, ki se glasijo na enak osnovni instrument.

$$\text{letna donosnost bonusa} = \frac{\text{nivo bonusa}}{\text{nakupna cena certifikata}} \frac{1}{\text{preostali čas trajanja v letih}} - 1$$

Če vzamemo podatke iz primera v razdelku »Opredelitev certifikata« (torej zakupna cena certifikata 100 €, nivo bonusa 120 € in spodnja meja 70 €) in hkrati predpostavimo, da je preostali čas trajanja certifikata 2 leti, potem lahko ob uporabi zgornje formule ugotovimo, da znaša letna donosnost bonusa 0,095 oz. 9,5%. To donosnost bo imetnik certifikata realiziral ob zapadlosti le v primeru, da tečaj delnice nikoli v času trajanja certifikata ne pade pod spodnjo mejo 70 €.

Naslednji indikator je razmik do spodnje meje (nem. Abstand zur Schutzbarriere), s katerim lahko ocenimo, kakšno je tveganje za prebitje spodnje meje. Višja kot je vrednost tega kazalca, bolj je investitor zavarovan pred tveganjem izgube in toliko večja je možnost, da dobi ob zapadlosti izplačano vsaj višino bonusa. Formula za izračun je sledeča:

$$\text{razmik do spodnje meje} = 1 - \frac{\text{spodnja meja}}{\text{cena osnovnega instrumenta}}$$

Če je npr. trenutni tečaj oz. cena osnovnega instrumenta 110 €, spodnja meja pa na višini 70 €, je razmik do spodnje meje enak 0,364 oz. 36,4%, kar pomeni, da če tečaj osnovnega instrumenta pade za 36,4% ali več, imetnik certifikata nima več pravice do izplačila bonusa.

Ekvivalentno zgornjemu kazalcu se izračunava tudi razmik do nivoja bonusa (nem. Abstand zum Bonus-Level). Ta indikator pove, koliko mora narasti tečaj oz. cena osnovnega instrumenta, da bo dosežen nivo bonusa.

$$\text{razmik do nivoja bonusa} = \frac{\text{nivo bonusa}}{\text{cena osnovnega instrumenta}} - 1$$

Produktne različice

Bonus certifikati so dokaj heterogena produktna skupina, ki obsega veliko produktnih različic. Klasični bonus certifikati se lahko razlikujejo glede na strategijo, ki jo želi vlagatelj zasledovati. Poznamo tri strategije (Zertifikate und Optionsscheine, 2007):

➤ usmerjenost v donos (nem. Rendite orientiert): Pri tej strategiji investitor stavi na naraščajoče ali stabilne tečaje – varnostna meja je le malenkostno pod tečajem ob dnevu izdaje. Če spodnja meja ni prebita, se lahko vlagatelj veseli izplačila visokega bonusa, v vsakem primeru pa je 100% udeležen pri pozitivnem gibanju tečaja osnovnega instrumenta.

➤ varnost in donos (nem. Sicherheit und Rendite): Pri tej strategiji vlagatelj pričakuje rahlo padajoče ali rahlo naraščajoče tečaje – varnostna meja leži kar dosti nižje od aktualnega tečaja. Tako je imetnik certifikata tudi ob večjem padcu (maksimalno do spodnje meje) upravičen do izplačila bonusa.

➤ »globok« bonus (nem. Deep Bonus): Za to strategijo je značilno, da varnostna meja leži bistveno pod aktualnim tečajem. Tovrstni certifikati omogočajo tako udeležbo pri pozitivnem gibanju tečaja, kot tudi reducirajo izgubo pri padcih tečaja osnovnega instrumenta.

Poleg različnih strategij pri klasičnih bonus certifikatih pa poznamo tudi bonus certifikate s kapico, ki delujejo podobno kot klasični bonus certifikati, edina razlika je fiksno določena zgornja meja: ob pozitivnem gibanju tečaja osnovnega instrumenta vlagatelj nad to mejo ni več udeležen pri donosu, s čimer je torej že ob izdaji določena maksimalna možnost donosa (Investmentprodukte, 2007; Zertifikate, 2007). Zaradi omejitve zgornjega donosa so tovrstni certifikati cenejši v primerjavi s klasičnimi bonus certifikati.

Nenazadnje pa naj omenim še »short« bonus certifikate, pri katerih imetnik certifikata profitira pri padajočih tečajih in ima istočasno pravico do izplačila bonusa ob stabilnem ali rahlo naraščajočem gibanju na trgu (Zertifikate und Optionsscheine, 2007).

Prednosti in slabosti

Bonus certifikati imajo sledeče prednosti (Zertifikate, 2007; Zertifikate, 2007a):

- neomejena udeležba pri donosu osnovnega instrumenta (razen pri bonus certifikatih s kapico – glej razdelek »Produktne različice«) in možnost atraktivnih donosov tudi ob stabilnih tečajih;
- zmanjšan riziko, saj so tudi pri blagih padcih tečaja še možni pozitivni donosi;
- nikoli slabši donosi kot pri direktni naložbi v osnovni instrument;
- visoka likvidnost ter fleksibilnost in
- visoka transparentnost.

Slabosti bonus certifikatov pa so naslednje (ZertifikateJournal, 2007):

- odpoved izplačilu dividend, ki bi lahko v slučaju močnega padca tečaja pod varnostno mejo vsaj nekoliko omilile vlagateljevo izgubo in
- polna udeležba pri izgubah tečajev osnovnega instrumenta, če je varnostna meja v času trajanja certifikata prebita.

3.1.4 Diskontni certifikati

Profil vlagatelja in kdaj so tovrstni certifikati primerni

Diskontni certifikati so namenjeni tistim vlagateljem, ki že imajo izkušnje s trgovanjem in predpostavljajo, da se tečaj osnovnega instrumenta v prihodnosti ne bo veliko spreminjal (Investmentprodukte, 2007; Verbole, 2007c). Za imetnika diskontnega certifikata je tako optimalno rahlo naraščanje, stabilnost ali rahlo padanje cene osnovnega instrumenta. Naložbeni horizont je kratko- do srednjeročen (ZertifikateJournal, 2007).

Opredelitev certifikata

Izdajatelj prodaja diskontni certifikat s popustom oz. diskontom glede na trenutno vrednost osnovnega instrumenta, v zameno za to pa kupec sprejme omejitev potencialnega donosa (v nadaljevanju kapica – tj. maksimalna vrednost, v praksi pa pogosto naletimo na izraz »CAP«). Torej tudi če tečaj osnovnega instrumenta močno naraste, imetnik certifikata ne bo deležen celotnega donosa, vendar le do višine kapice (Kodrič, 2006). Vendar pa z znižano nakupno ceno v primerjavi z borzno kotacijo osnovnega instrumenta investitor doseže dve prednosti: prvič, blaženje tveganja, saj ima ob zapadlosti izgubo šele takrat, ko tečaj osnovnega instrumenta pade pod nakupno ceno certifikata, in drugič, deležen je donosa pri nespremenjenih ter rahlo padajočih tečajih osnovnega instrumenta (ZertifikateJournal, 2007).

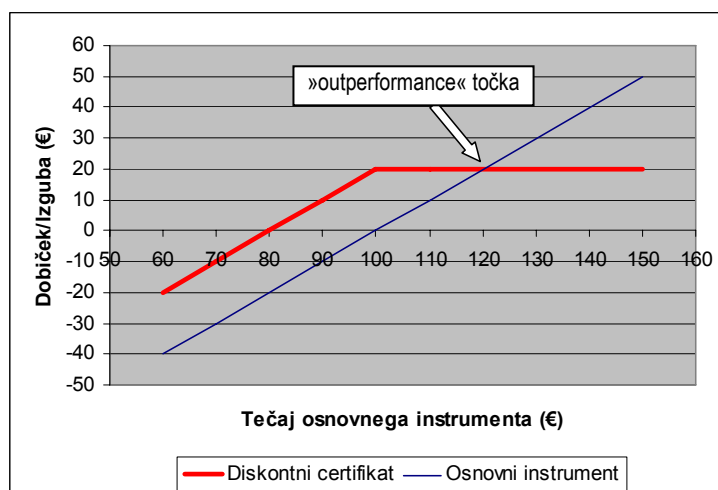
Zgoraj opisano logiko delovanja diskontnih certifikatov lahko najboljše ponazorimo na primeru z analizo možnih scenarijev (glej Tabelo 2 in Sliko 6 na str. 19). Vhodni podatki, uporabljeni v primeru, so naslednji: začetni tečaj delnice znaša 100 €, cena diskontnega certifikata ob izdaji je 80 €, kapica pa je na višini 100 €. Na tem mestu naj še omenim, da si izdajatelj pridružuje pravico do izplačila v obliki osnovne vrednosti ali pa v višini njegove maksimalne vrednosti – kapice, kar je tudi razvidno iz primera.

Tabela 2: Analiza možnih scenarijev in primerjava donosnosti osnovnega instrumenta (delnice) in diskontnega certifikata ob zapadlosti

Tečaj delnice ob zapadlosti (donosnost)		Izplačilo diskontnega certifikata ob zapadlosti (donosnost)
leži nad začetnim tečajem	130 € (+30%)	100 € (+25%)
	120 € (+20%)	
	110 € (+10%)	
je enak začetnemu tečaju	100 € (0%)	dostava delnice (+25%)
leži pod začetnim tečajem	90 € (-10%)	dostava delnice (+12,5%)
	80 € (-20%)	dostava delnice (0%)
	70 € (-30%)	dostava delnice (-12,5%)

Vir: Zertifikate, 2007.

Slika 6: Dobiček oz. izguba diskontnega certifikata in osnovnega instrumenta (delnice) v odvisnosti od tečaja osnovnega instrumenta



Vir: Lasten prikaz.

Iz Slike 6 je razvidno, da je imetnik diskontnega certifikata vedno uspešnejši kot pri direktni naložbi, razen v primeru, ko tečaj osnovnega instrumenta močno naraste. Točko, kjer se sekata graf dobička oz. izgube diskontnega certifikata in graf osnovnega instrumenta, imenujemo »outperformance« točka (nem. Outperformance-Punkt) – samo nad to točko je donosnost osnovnega instrumenta večja od donosnosti diskontnega certifikata.

$$\text{»outperformance« točka} = \frac{\text{kapica}}{\text{nakupna cena certifikata}} * \text{cena osnovnega instrumenta}$$

Indikatorji

Ob izbiri diskontnega certifikata so lahko vlagatelju v pomoč različni indikatorji, s katerimi lahko hitro oceni možnosti in tveganja te naložbene oblike (Zertifikate & Hebelprodukte, 2007; ZertifikateJournal, 2007).

Eden izmed takih indikatorjev je maksimalna letna donosnost (nem. Maximale Rendite p.a.), ki pove, kakšna je maksimalna možna donosnost diskontnega certifikata – maksimalen donos certifikata je namreč omejen s kapico. S pomočjo tega kazalca je lažje primerjati papirje z različnimi zapadlostmi, saj se izenačijo učinki različnih zapadlosti.

$$\text{maksimalna letna donosnost} = \frac{\text{kapica}}{\text{nakupna cena certifikata}} \frac{1}{\text{preostali čas trajanja v letih}} - 1$$

Če je nakupna cena certifikata 80 €, kapica 100 €, in hkrati predpostavimo, da je preostali čas trajanja certifikata 3 leta, potem lahko ob uporabi zgornje formule ugotovimo, da znaša maksimalna letna donosnost certifikata 0,077 oz. 7,7%.

Zanimiv kazalec je tudi letna donosnost pri nespremenjeni osnovni vrednosti (nem. Seitswärtsrendite p.a.). Imetnik diskontnega certifikata ima pozitiven donos tudi v primeru, ko je osnovna vrednost oz. tečaj osnovnega instrumenta ob zapadlosti enak začetnemu tečaju osnovnega instrumenta, saj je kupil certifikat s popustom glede na začetni tečaj osnovnega instrumenta. Letna ocena pa omogoča tudi primerjavo različnih diskontnih certifikatov. Formula za izračun tega kazalca je sledeča:

$$\frac{\min(\text{cena osn. instrumenta}, \text{kapica})}{\text{nakupna cena certifikata}} \frac{1}{\text{preostali čas trajanja v letih}} - 1$$

Če vzamemo podatke iz primera v razdelku »Opredelitev certifikata« (torej nakupna cena certifikata 80 € in kapica 100 €), poleg tega pa hkrati predpostavljamo, da je preostali čas trajanja certifikata 3 leta, je vrednost tega kazalca enaka maksimalni letni donosnosti, tj. 0,077 oz. 7,7%, saj gre v tem primeru za nevtralno strategijo (za natančnejšo opredelitev strategij glej razdelek »Produktne različice«). Pri tej in pri konzervativni strategiji v obeh primerih v števcu predstavlja minimum kapica, ki predstavlja maksimalen donos za imetnika certifikata, zato je vrednost tega kazalca enaka maksimalni letni donosnosti. Pri ofenzivni strategiji pa je letna donosnost pri nespremenjeni osnovni vrednosti nižja od maksimalne letne donosnosti, saj minimum v števcu predstavlja cena osnovnega instrumenta.

Naslednji indikator je popust oz. diskont v % (nem. Discount in %). Kot že omenjeno, je vlagatelj ob nakupu diskontnega certifikata deležen popusta glede na trenutno borzno kotacijo osnovnega instrumenta. Z upoštevanjem dneva zapadlosti dobimo ustrezno blaženje tveganja.

$$\text{diskont v \%} = \frac{\text{cena osnovnega instrumenta} - \text{nakupna cena certifikata}}{\text{cena osnovnega instrumenta}} * 100$$

Nenazadnje pa je za vlagatelja uporaben tudi indikator razmik do nivoja kapice (nem. Cap-Abstand), ki kaže, za koliko odstotkov mora narasti ali pasti cena osnovnega instrumenta, da ob času zapadlosti kotira točno na nivoju kapice in je torej dosežen maksimalni donos diskontnega certifikata.

$$\text{razmik do nivoja kapice} = \frac{\text{kapica}}{\text{cena osnovnega instrumenta}} - 1$$

Produktne različice

Podobno kot pri bonus certifikatih poznamo tudi pri diskontnih certifikatih veliko produktnih različic. Klasični diskontni certifikati se lahko razlikujejo glede na strategijo, ki jo želi vlagatelj zasledovati – tako ločimo naslednje tri različice oz. strategije (Zertifikate & Hebelprodukte, 2007; ZertifikateJournal, 2007):

➤ konzervativna strategija (nem. Konservativ): Investitor pri tej strategiji pričakuje padajoče tečaje osnovnega instrumenta do zapadlosti – diskontni certifikati, ki so značilni za to strategijo, imajo nivo kapice pod trenutnim tečajem osnovnega instrumenta ter posledično visok diskont (nem. Deep Discount). Maksimalni donos je dosežen v primeru, ko je tečaj osnovnega instrumenta ob zapadlosti enak ali višji od nivoja kapice.

➤ nevtralna strategija (nem. Neutral): Pri tej strategiji je nivo kapice enak višini tečaja osnovnega instrumenta, značilen pa je tudi sorazmerno visok popust. Maksimalni donos je tako realiziran v primeru, če tečaj osnovnega instrumenta na dan zapadlosti kotira na začetnem ali višjem nivoju.

➤ ofenzivna strategija (nem. Offensiv): Vlagatelj pri tej strategiji pričakuje naraščajoče tečaje osnovnega instrumenta do zapadlosti – nivo kapice je nad trenutno kotacijo tečaja osnovnega instrumenta. Investitor tako doseže maksimalni donos šele v primeru, če tečaj osnovnega instrumenta ob zapadlosti naraste vsaj do nivoja kapice. Pri tem pa je treba paziti na diskont – če je namreč nivo kapice bistveno višji od začetnega tečaja osnovnega instrumenta, se lahko diskont zelo zniža, kar pa lahko pomeni izničenje prednosti certifikata.

Poleg različnih strategij pri klasičnih diskontnih certifikatih poznamo tudi diskontne »plus« certifikate (v literaturi imenovani tudi »protect« diskontni certifikati). Pri tej vrsti diskontnih certifikatov je določena tudi varnostna meja, ki služi kot blažilec tveganja. Če varnostna meja v času trajanja certifikata ni prebita, bo vlagatelj vedno dobil izplačano višino kapice ne glede na to, ali je tečaj osnovnega instrumenta ob zapadlosti višji ali nižji od nivoja kapice. Če pa je spodnja meja v času certifikata prebita, se diskontni »plus« certifikat spremeni v klasičen diskontni certifikat: če ob zapadlosti tečaj osnovnega instrumenta kotira nad nivojem kapice, bo vlagatelj dobil izplačano višino kapice; če pa je ob zapadlosti tečaj osnovnega instrumenta nižji od nivoja kapice, pa bo investitor dobil dostavljeno osnovno vrednost (Derivate, Zertifikate, Optionsscheine und Aktienleihen, 2007; Optionsscheine und Zertifikate, 2007).

Dokaj pogosta produktna različica pa so tudi t.i. »rolling« diskontni certifikati, ki ponujajo redno avtomatsko prilagajanje – v določenih časovnih intervalih (npr. enega meseca) so prilagojeni pogoji certifikata z namenom zagotoviti visoko fleksibilnost. Tako se ob prilagoditvi spremeni nivo kapice glede na tečaj osnovnega instrumenta v skladu z izbrano strategijo – konzervativno, nevtralno ali ofenzivno (Optionsscheine und Zertifikate, 2007).

Prednosti in slabosti

Diskontni certifikati imajo z vidika vlagatelja naslednje prednosti (Zertifikate, 2007; ZertifikateJournal, 2007):

- prednost donosa zaradi diskonta, poleg tega pa diskont služi kot blažilec tveganja – imetnik certifikata utrpí manjšo izgubo v primerjavi z direktno naložbo in
- možnost pozitivnega donosa ob stagnantnem ali rahlo padajočem trgu.

Seveda pa obstajajo tudi določene slabosti (Verbole, 2007c; Zertifikate, 2007b):

- omejitev zgornjega donosa v višini kapice in s tem povezani zamujeni maksimalni dobički;
- možna je kapitalska izguba in
- ni izplačila dividend.

3.1.5 *Garantirani certifikati*

Profil vlagatelja in kdaj so tovrstni certifikati primerni

Garantirani certifikati so primerni za zelo konzervativne vlagatelje, saj ti certifikati zagotavljajo pravico do 100% izplačila vloženega kapitala, istočasno pa je v primeru višje donosnosti osnovnega instrumenta omogočena tudi delna udeležba pri dobičku (Verbole, 2007c). Pričakovanja o gibanju tečaja osnovnega instrumenta pri tej vrsti certifikatov nimajo večjega pomena. Naložbeni horizont je srednje- do dolgoročen (ZertifikateJournal, 2007).

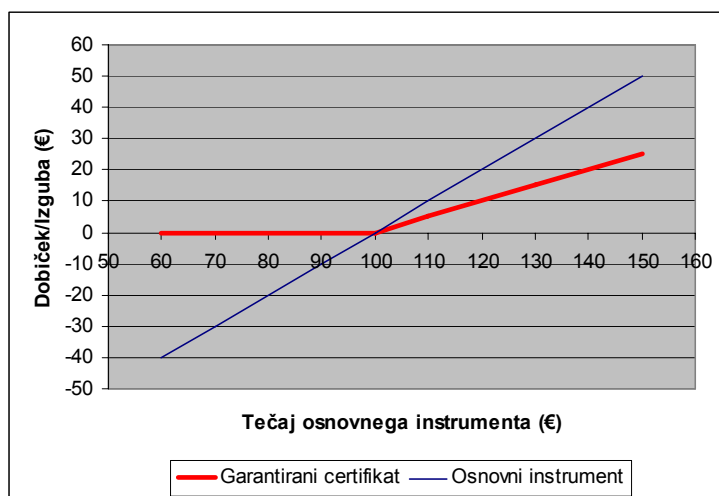
Opredelitev certifikata

Garantirani certifikati, imenovani tudi certifikati s 100% kapitalsko garancijo, investitorju ob zapadlosti povrnejo najmanj vloženo glavnico ne glede na to, ali je tečaj osnovnega instrumenta ob zapadlosti ali v času trajanja certifikata nižji od tečaja, ki je veljal na dan izdaje certifikata. Na tem mestu naj poudarim, da garancija vložka velja le, če imetnik drži certifikat do zapadlosti. Poleg tega pa imajo vlagatelji pravico do delne udeležbe pri pozitivnem gibanju tečajev (Valenčič, 2006b).

S ciljem zagotoviti delovanje zgoraj opisanega mehanizma, so garantirani certifikati sestavljeni iz dveh komponent. Prva komponenta je brezkuponska obveznica, ki zagotavlja minimalno izplačilo in s tem varnost investitorjevega vložka, saj ob zapadlosti povrne celotno nominalno vrednost, kupuje pa se pod njo (Valenčič, 2006b; Zertifikate und Optionsscheine, 2007). Druga komponenta pa je nakupna opcijska na nek osnovni instrument (izdajatelj zanj namenil razliko med nakupno ceno brezkuponske obveznice in njeno nominalno vrednostjo), ki naj bi prinesla potencialni donos (gre za t.i. »performance« komponento). Ta komponenta torej poveča vrednost garantiranega certifikata, pri negativnem razvoju tečaja osnovnega instrumenta pa brez vrednosti propade (Verbole, 2007c). Izpostavim naj še, da je imetnik garantiranega certifikata pri pozitivnem donosu udeležen le delno – ta delež določa t.i. stopnja udeležbe (nem. Partizipationsrate), ki je vedno nižja od 1.

Logiko delovanja garantiranih certifikatov lahko najboljše ponazorimo na primeru (glej Sliko 7 na str. 23). Vhodni podatki, uporabljeni v primeru, so naslednji: tečaj delnice je enak ceni certifikata ob izdaji in znaša 100 €, stopnja udeležbe pa je 0,5 oz. 50%, kar pomeni, da se v primeru rasti osnovnega instrumenta dobiček množi s stopnjo udeležbe 0,5 in pridemo do dobička garantiranega certifikata.

Slika 7: Dobiček oz. izguba garantiranega certifikata in osnovnega instrumenta (delnice) v odvisnosti od tečaja osnovnega instrumenta



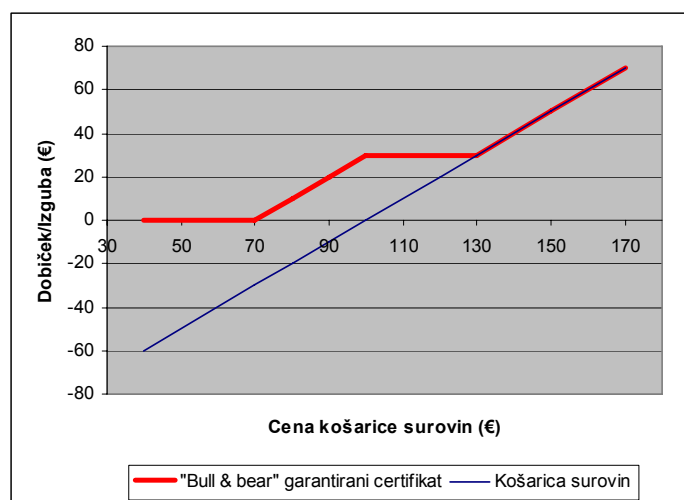
Vir: Lasten prikaz.

Produktne različice

Garantirani certifikati so od vseh vrst naložbenih certifikatov najbolj neenotna skupina, kar je razvidno že pri imenih, ki se praviloma določajo posebej za vsak posamezni papir (ZertifikateJournal, 2007). V tej točki sem opisala certifikate s popolno, 100% garancijo na vplačani vložek, poznamo pa tudi certifikate, ki zagotavljajo nižjo kapitalsko garancijo, npr. od 80–90% vplačanih sredstev. Pri tej vrsti certifikatov je stopnja udeležbe višja, kar pomeni, da omogočajo višje donose (Verbole, 2007c; Zertifikate, 2007).

Zanimiva produktna različica so tudi »bull & bear« garantirani certifikati – primer takega certifikata je »Bull & Bear Commodity Guarantee Certificate« izdajatelja Raiffeisen Centrobank, ki se nanaša na košarico surovin (Raiffeisen Centrobank, 2007). Besedi »bull & bear« v nazivu certifikata nakazujeta na inovativen način izplačila, ki investitorju zagotavlja privlačne donose tudi v primeru padajočih tečajev (Valenčič, 2006b). V tem primeru je struktura izplačila sledeča. Prvič, če je ob zapadlosti certifikata povprečna donosnost košarice surovin med 0 in 30 odstotkov, dobi vlagatelj izplačanih 130% začetnega vložka, vendar le ob pogoju, da drži certifikat do dneva zapadlosti. Drugič, v primeru, ko je donosnost košarice ob zapadlosti višja od 30 odstotkov, ima investitor pravico do udeležbe pri donosih košarice v razmerju 1:1. Tretjič, če pride do izgube in je le-ta manjša od 30 odstotkov, dobi investitor 130% vložka, zmanjšanega za odstotek izgube. In četrtič, če znaša izguba košarice več kot 30 odstotkov, pa investitor še vedno dobi 100% nominalne vrednosti investicije (glej Sliko 8 na str. 24).

Slika 8: Dobiček oz. izguba »bull & bear« garantiranega certifikata in osnovnega instrumenta (košarice surovin) v odvisnosti od cene košarice surovin



Vir: Lasten prikaz.

Sorodni garantiranim certifikatom so tudi certifikati z delno zaščito ter »express« certifikati, ki so opisani v točkah 3.1.6 in 3.1.7.

Prednosti in slabosti

Garantirani certifikati zagotavljajo investitorju naslednje prednosti (Zertifikate, 2007b; ZertifikateJournal, 2007):

- garancija ohranitve najmanj začetnega kapitalskega vložka ob zapadlosti;
- delna udeležba pri dobičku osnovnega instrumenta in
- pregledne možnosti zaslužka.

Na drugi strani pa obstajajo tudi nekatere slabosti (Zertifikate, 2007; Valenčič, 2006b):

- garancija na ohranitev začetnega kapitalskega vložka velja le ob zapadlosti in
- nizek dobiček, realno možna celo izguba ob upoštevanju inflacije.

3.1.6 Certifikati z delno zaščito

Profil vlagatelja in kdaj so tovrstni certifikati primerni

Certifikati z delno zaščito (v praksi naletimo tudi na izraz »airbag« certifikati) so namenjeni vlagateljem, ki že imajo izkušnje s trgovanjem in so primerni takrat, ko je pričakovan rastoč trend tečajev osnovnega instrumenta, ne izključuje pa se blagih tečajnih izgub, pred katerimi hočejo biti investitorji zavarovani (Investmentprodukte, 2007). Naložbeni horizont je pretežno srednjeročen (ZertifikateJournal, 2007).

Opredelitev certifikata

Ob izdaji certifikata z delno zaščito se najprej določi spodnja oz. varnostna meja, ki se nahaja pod tečajem osnovnega instrumenta in predstavlja blažilec tveganja. Nadalje izdajatelj določi stopnjo udeležbe, s katero certifikat z delno zaščito sledi rasti tečajev osnovnega instrumenta nad začetnim nivojem. Stopnja udeležbe je lahko enaka 100%, možno pa je, da je tudi nižja ali višja – odvisno od preostalega časa trajanja certifikata, višine varnostne meje, nestanovitnosti ter dividendnega donosa delnice. Nenazadnje pa je pomemben podatek tudi faktor izplačila (nem. Tilgungsfaktor), preko katerega je vlagatelju v najslabšem primeru, če pride do tečajnih izgub osnovnega instrumenta, zagotovljena nižja izguba v primerjavi z direktno naložbo, saj se tečaj osnovnega instrumenta ob zapadlosti množi s tem faktorjem, ki je večji od 1. Na tem mestu naj še poudarim, da za uresničitev mehanizma delne zaščite izdajatelj zadrži dividende (Investmentprodukte, 2007; ZertifikateJournal, 2007).

Ob zapadlosti so možni trije scenariji. Prvič, če je tečaj osnovnega instrumenta višji od cene certifikata ob izdaji, je izplačilo certifikata skladno tečaju osnovnega instrumenta, pomnoženega s stopnjo udeležbe. Drugič, če je tečaj osnovnega instrumenta ob zapadlosti nižji od cene certifikata ob izdaji, a hkrati višji od spodnje oz. varnostne meje, dobi imetnik certifikata povrnjen začetni vložek. In tretjič, če je tečaj osnovnega instrumenta nižji od varnostne meje, pa deluje mehanizem delne zaščite s faktorjem izplačila, kar pomeni, da je investitor le podproporcionalno udeležen pri izgubi (Zertifikate, 2007a).

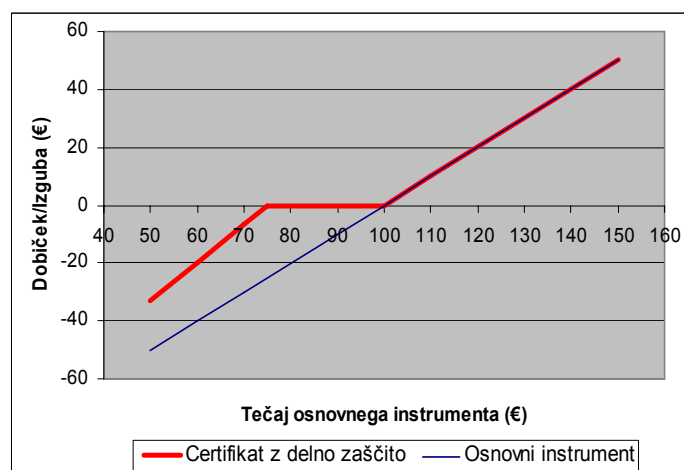
Zgoraj opisano logiko delovanja certifikatov z delno zaščito lahko najboljše ponazorimo na primeru (glej Tabelo 3 in Sliko 9 na str. 26). Vhodni podatki, uporabljeni v primeru, so naslednji: začetni tečaj delnice je enak ceni certifikata ob izdaji in znaša 100 €, spodnja meja je v višini 75 €, stopnja udeležbe je 100%, faktor izplačila pa je enak 1,33.

Tabela 3: Analiza možnih scenarijev in primerjava donosnosti osnovnega instrumenta (delnice) in certifikata z delno zaščito ob zapadlosti

Tečaj delnice ob zapadlosti (donosnost)		Izplačilo certifikata z delno zaščito ob zapadlosti (donosnost)
leži pod začetnim tečajem	120 € (+20%)	120 € (+20%)
	110 € (+10%)	110 € (+10%)
leži pod začetnim tečajem, a nad spodnjo mejo	80 € (-20%)	100 € (0%)
leži pod spodnjo mejo	70 € (-30%)	93,1 € (-6,9%)
	60 € (-40%)	79,8 € (-20,2%)

Vir: Lasten prikaz.

Slika 9: Dobiček oz. izguba certifikata z delno zaščito in osnovnega instrumenta (delnice) v odvisnosti od tečaja osnovnega instrumenta



Vir: Lasten prikaz.

Indikatorji

Podobno kot pri bonus certifikatih je tudi pri certifikatih z delno zaščito ob izbiri z vidika vlagatelja zanimiv indikator razmik do spodnje meje (nem. Abstand zur Schutzbarriere). Investitor lahko na podlagi tega kazalca ugotovi, kako nizek je lahko tečaj osnovnega instrumenta ob zapadlosti, da kot imetnik certifikata še ne bo utrpel izgube. Večji kot je razmik do spodnje meje, večje je blaženje tveganja za vloženi kapital (ZertifikateJournal, 2007).

$$\text{razmik do spodnje meje} = 1 - \frac{\text{spodnja meja}}{\text{cena osnovnega instrumenta}}$$

Če je npr. spodnja meja 75 € in je trenutni tečaj oz. cena osnovnega instrumenta 110 €, je razmik do spodnje meje 0,318 oz. 31,8%. To pomeni, da če tečaj osnovnega instrumenta ne bo padel za več kot 31,8%, imetnik certifikata ne bo utrpel izgube – v najslabšem primeru bo dobil povrnjen začetni kapitalski vložek.

Produktne različice

Kot zanimivo produktno različico naj omenim »plus« certifikate z delno zaščito (nem. Airbag Plus Zertifikate), ki kombinirajo dva varnostna mehanizma: dokler tečaj osnovnega instrumenta v času trajanja ne pade pod varnostno mejo, uživa vlagatelj prednosti bonus certifikata; če pa je spodnja meja v času trajanja certifikata prebita, se bonus certifikat spremeni v običajen certifikat z delno zaščito (Zertifikate, 2007a).

Prednosti in slabosti

Certifikati z delno zaščito vlagatelju ponujajo sledeče prednosti (Investmentprodukte, 2007; Zertifikate, 2007a):

- možnost udeležbe ob naraščajočih tečajih osnovnega instrumenta;
- v primeru zmernega padca tečajev zagotovljen kapitalski vložek in
- pri močnih padcih tečajev osnovnega instrumenta izguba manjša v primerjavi z direktno naložbo.

Slabosti tovrstnih certifikatov pa so naslednje (Investmentprodukte, 2007; ZertifikateJournal, 2007):

- v primeru, ko je stopnja udeležbe certifikata z delno zaščito bistveno nižja od 100% in tečaj osnovnega instrumenta naraste, je imetnik certifikata le delno udeležen pri donosu – v tem primeru bi bil bolj primeren diskontni ali bonus certifikat;
- udeležba pri tečajnih izgubah osnovnega instrumenta, čeprav so le-te omiljene;
- cena certifikata, ki je višja od tečaja osnovnega instrumenta, lahko poveča tveganje izgube in
- ni pravice do izplačila dividend.

3.1.7 »Express« certifikati

Profil vlagatelja in kdaj so tovrstni certifikati primerni

»Express« certifikati so primerni za previdne investitorje, ki pričakujejo rahlo rast, stagniranje ali celo rahlo padanje tečajev – imetniki tovrstnih certifikatov imajo namreč pri naštetih tržnih scenarijih možnost atraktivnih donosov (Optionsscheine und Zertifikate, 2007).

Opredelitev certifikata

Pri »express« certifikatih se ponavadi enkrat letno ob t.i. opazovalnih dnevih (nem. Stichtag) preveri stanje osnovnega instrumenta. Če je tečaj osnovnega instrumenta na ta dan najmanj na višini začetnega nivoja, sledi avtomatsko izplačilo, ki je vnaprej določeno. Če pa je tečaj osnovnega instrumenta nižji od začetnega nivoja, se trajanje certifikata podaljša do naslednjega opazovalnega dne in procedura se ponovi. Če je tečaj osnovnega instrumenta vse opazovalne dneve nižji od začetnega nivoja, sta ob zapadlosti možna dva scenarija. Prvič, če je tečaj ob zapadlosti nižji od začetnega nivoja, a hkrati višji od varnostne meje, ki je bila določena ob izdaji certifikata, potem je veljaven varnostni mehanizem in imetnik »express« certifikata dobi povrnjen začetni vložek. Drugič, v primeru da je tečaj osnovnega instrumenta ob zapadlosti nižji od varnostne meje, pa je vlagatelj udeležen pri tečajnih izgubah – njegov certifikat sledi gibanju osnovnega instrumenta v razmerju 1:1 (Zertifikateanalyse, Derivate, Aktienleihen, Discount-, Hebel-, Index- und Basket-Zertifikate, 2007).

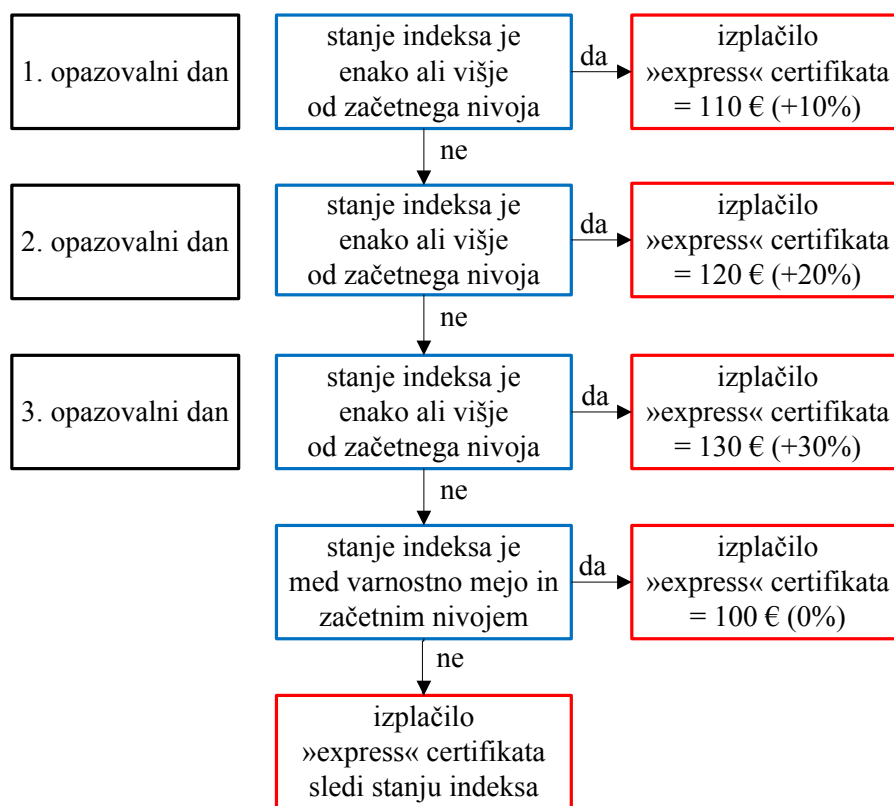
Logiko delovanja »express« certifikatov lahko najbolje ponazorimo na primeru (glej Tabelo 4 in Sliko 10). Vhodni podatki, uporabljeni v primeru, so sledeči: gre za »express« certifikat na indeks, pri čemer je cena certifikata ob izdaji 100 €, začetni nivo indeksa je enak 100 točk, varnostna meja je na višini 60 €, čas trajanja certifikata maksimalno 3 leta, potencialna izplačila ob opazovalnih dnevih pa so naslednja: ob 1. opazovalnem dnevu 110 €, ob 2. opazovalnem dnevu 120 € in ob 3. opazovalnem dnevu 130 €.

Tabela 4: Analiza možnih scenarijev in primerjava donosnosti osnovnega instrumenta (indeksa) in »express« certifikata

Stanje indeksa (donosnost)		Izplačilo »express« certifikata (donosnost)
1. opazovalni dan	105 točk (+5%)	110 € (+10%) – certifikat predčasno zapade
	95 točk (-5%)	trajanje certifikata se podaljša
2. opazovalni dan	105 točk (+5%)	120 € (+20%) – certifikat predčasno zapade
	95 točk (-5%)	trajanje certifikata se podaljša
3. opazovalni dan	150 točk (+50%)	130 € (+30%)
	80 točk (-20%)	100 € (0%)
	50 točk (-50%)	50 € (-50%)

Vir: Lasten prikaz.

Slika 10: Analiza možnih scenarijev in donosnost »express« certifikata



Vir: Zertifikateanalyse, Derivate, Aktienleihen, Discount-, Hebel-, Index- und Basket-Zertifikate, 2007.

Produktne različice

Pri »express« certifikatih obstaja široka paleta produktnih različic – naj omenim le nekatere, pri čemer ohranjam kar izvirna imena. »Best express« certifikati se od klasičnih »express« certifikatov razlikujejo po tem, da ponujajo polno udeležbo pri pozitivnem razvoju tečaja osnovnega instrumenta. Ta produktna različica je torej primerna takrat, ko investitor pričakuje rahlo ali močno naraščajoče, stabilne ali rahlo padajoče gibanje tečajev. Čas trajanja teh certifikatov je v povprečju od 1 do 4 let.

Pri »express bonus« certifikatih ima vlagatelj ob zapadlosti pravico do izplačila bonusa ob pogoju, da varnostna meja v času trajanja certifikata ni bila prebita. Tovrstni certifikati so primerni takrat, ko je pričakovan rahlo naraščajoč, stabilen ali rahlo padajoč trend tečajev na finančnih trgih. Čas trajanja je podobno kot pri prejšnji produktni različici v povprečju od 1 do 4 let.

»Easy express« certifikati so posebni v tem, da je njihov čas trajanja krajši, in sicer od 1 do 2 let, izplačilo pa je možno le ob zapadlosti.

»Garant express« certifikati pa ponujajo 100% kapitalsko zaščito ob zapadlosti in so primerna naložba takrat, ko vlagatelj pričakuje rahlo naraščajoče, stabilne ali rahlo padajoče tečaje osnovnega instrumenta. Čas trajanja je v povprečju približno 5 let (Zertifikateanalyse, Derivate, Aktienleihen, Discount-, Hebel-, Index- und Basket-Zertifikate, 2007).

Prednosti in slabosti

»Express« certifikati imajo kot naložbena oblika z vidika investitorja naslednje prednosti (Zertifikate, 2007b; Zertifikateanalyse, Derivate, Aktienleihen, Discount-, Hebel-, Index- und Basket-Zertifikate, 2007):

- možnost atraktivnega donosa že ob stabilnih ali rahlo naraščajočih tečajih osnovnega instrumenta;
- pregleden čas trajanja z možnostjo hitre realizacije dobička s predčasnim izplačilom;
- varnostna meja predstavlja blažilec tveganja;
- transparentnost in
- fleksibilnost.

Seveda pa imajo »express« certifikati tudi svoje slabosti (Zertifikate, 2007b):

- ni garancije na ohranitev začetnega kapitalskega vložka in
- ni pravice do izplačila dividend.

3.1.8 »Outperformance« certifikati

Profil vlagatelja in kdaj so tovrstni certifikati primerni

»Outperformance« certifikati so namenjeni tistim investitorjem, ki stavijo na rast tečajev in že imajo izkušnje s trgovanjem (Investmentprodukte, 2007). Tveganje certifikata je skladno tveganju osnovnega instrumenta. Naložbeni horizont je pretežno srednjeročen (ZertifikateJournal, 2007).

Opredelitev certifikata

»Outperformance« certifikat, ki se glasi na določen osnovni instrument, omogoča vlagatelju dodatno in neomejeno udeležbo pri naraščajočih tečajih. Pri tovrstnih certifikatih so pomembni trije podatki, in sicer osnovna cena, stopnja udeležbe in čas trajanja, ki je omejen. Osnovna cena je tisti tečaj, nad katerim je investitor s finančnim vzvodom čezmerno udeležen pri rasti tečaja in je ponavadi enaka tečaju osnovnega instrumenta ob izdaji. Delovanje vzvoda pa definira stopnja udeležbe, ki je vedno večja od 1. Za uresničitev tega mehanizma izplačil pa izdajatelj zadrži dividende (Verbole, 2007c; ZertifikateJournal, 2007).

Če je ob zapadlosti tečaj osnovnega instrumenta nad osnovno ceno, se razlika med tečajem in osnovno ceno pomnoži s stopnjo udeležbe, kar se nato prišteje k osnovni ceni in dobimo višino izplačila »outperformance« certifikata. V primeru, da pa je tečaj osnovnega instrumenta ob zapadlosti nižji od osnovne cene, pa vrednost certifikata sledi gibanju tečaja osnovnega instrumenta – tveganja torej niso povišana.

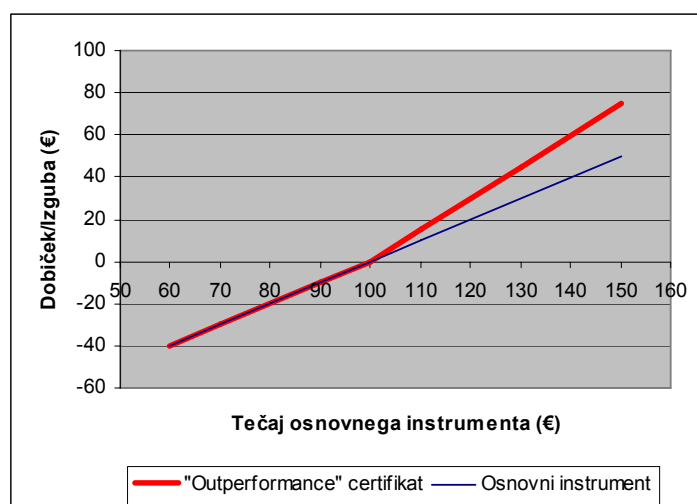
Zgoraj opisano logiko delovanja »outperformance« certifikatov lahko najbolje ponazorimo na primeru (glej Tabelo 5 in Sliko 11 na str. 31). Vhodni podatki, uporabljeni v primeru, so naslednji: osnovna cena certifikata je enaka tečaju osnovnega instrumenta (delnice) ob izdaji in znaša 100 €, stopnja udeležbe pa je enaka 1,5.

Tabela 5: Analiza možnih scenarijev in primerjava donosnosti osnovnega instrumenta (delnice) in »outperformance« certifikata ob zapadlosti

Tečaj delnice ob zapadlosti (donosnost)		Izplačilo »outperformance« certifikata ob zapadlosti (donosnost)
leži nad osnovno ceno	130 € (+30%)	145 € (+45%)
	120 € (+20%)	130 € (+30%)
	110 € (+10%)	115 € (+15%)
leži pod osnovno ceno	90 € (-10%)	90 € (-10%)
	80 € (-20%)	80 € (-20%)
	70 € (-30%)	70 € (-30%)

Vir: Lasten prikaz.

Slika 11: Dobiček oz. izguba »outperformance« certifikata in osnovnega instrumenta (delnice) v odvisnosti od tečaja osnovnega instrumenta



Vir: Lasten prikaz.

Nenazadnje naj nekaj besed namenim še tistim »outperformance« certifikatom, ki so na trgu prisotni že dalj časa. Če tečaj osnovnega instrumenta naraste nad začetni nivo, certifikat tečajnemu dobičku še ne sledi z določeno stopnjo udeležbe, saj ta mehanizem deluje šele ob zapadlosti. Cena certifikata bo verjetno že nekaj višja od tečaja osnovnega instrumenta, kar pa posledično pomeni povišano tveganje za izgubo: v najslabšem primeru vrednost certifikata ob zapadlosti ustreza tečaju osnovnega instrumenta in upoštevajoč višjo nakupno ceno certifikata je torej izguba večja. Podobno velja tudi za primer, ko tečaj osnovnega instrumenta pade pod začetni nivo (ZertifikateJournal, 2007). V splošnem torej lahko trdimo, da če je »outperformance« certifikat, ki je na trgu prisoten že dalj časa, dražji od tečaja osnovnega instrumenta, se poveča možnost za izgube. V primeru, da je certifikat možno kupiti po nižji ceni v primerjavi s tečajem osnovnega instrumenta, pa so tveganja celo nižja kot pri direktni naložbi.

Indikatorji

Tudi ob izbiri »outperformance« certifikata so z vidika investitorja zanimivi nekateri indikatorji. Prvi tak kazalec je razmik tečaja osnovnega instrumenta do začetnega tečaja (nem. Abstand Basiswert vom Startkurs). Vlagatelj na podlagi tega kazalca ugotovi, ali se tečaj osnovnega instrumenta nahaja v »outperformance« območju, tj. območju, kjer se dobički osnovnega instrumenta povečajo v skladu s stopnjo udeležbe. Negativna vrednost tega indikatorja tako pomeni, da tečaj osnovnega instrumenta kotira pod začetnim nivojem.

$$\text{razmik do začetnega tečaja} = \frac{\text{cena osnovnega instrumenta}}{\text{zač. cena osnovnega instrumenta}} - 1$$

Če je npr. trenutni tečaj oz. cena osnovnega instrumenta 120 €, začetna cena osnovnega instrumenta oz. osnovna cena pa je bila 100 €, znaša razmik do začetnega tečaja 0,2 oz. 20% – vrednost kazalca je v tem primeru pozitivna, kar pomeni, da bo imetnik certifikata deležen povišanega donosa (v primerjavi z osnovnim instrumentom) v skladu s stopnjo udeležbe.

Naslednji indikator pa je cena certifikata v primerjavi s tečajem osnovnega instrumenta (nem. Zertifikatspreis gegenüber Kurs der Basiswerts). Ta kazalec je zlasti zanimiv v primeru, da se vlagatelj odloča za nakup »outperformance« certifikata, ki je že dalj časa prisoten na trgu. Tekom trajanja certifikat pri padcu tečaja osnovnega instrumenta izgubi nekaj manj, pri rasti pa še ne reagira s polno udeležbo, kar pomeni, da bo cena certifikata nekaj višja od tečaja osnovnega instrumenta. To pa kot že omenjeno posledično vodi do povišanega tveganja za izgubo (Zertifikate & Hebelprodukte, 2007; ZertifikateJournal, 2007).

$$\text{cena certifikata v primerjavi s tečajem} = \frac{\text{cena certifikata}}{\text{cena osnovnega instrumenta}} - 1$$

Produktne različice

Zanimiva produktna različica so »outperformance plus« certifikati (v literaturi imenovani tudi »protect outperformance« certifikati), ki so primerni za previdne vlagatelje, ki pričakujejo rastoče tečaje. Za to vrsto certifikatov je značilno, da vključujejo mehanizem delne zaščite. Ob zapadlosti bo izplačana osnovna cena tudi v primeru, če je tečaj osnovnega instrumenta nižji od tega nivoja, vendar pod pogojem, da varnostna meja, določena ob izdaji tovrstnega certifikata, v času trajanja ni bila nikoli prebita. Nad osnovno ceno pa veljajo povišani donosi, vendar pa je stopnja udeležbe zaradi delne zaščite nižja (Investmentprodukte, 2007; Zertifikate & Hebelprodukte, 2007).

Prednosti in slabosti

Prednosti »outperformance« certifikatov so (Zertifikate, 2007):

- nadproporcionalna in neomejena udeležba pri rasti tečaja osnovnega instrumenta;
- izgube niso povečane ter sledijo osnovnemu instrumentu in
- rezultat »outperformance« certifikata ni torej nikoli slabši kot pri direktni naložbi.

Na drugi strani pa imajo »outperformance« certifikati naslednje slabosti (Investmentprodukte, 2007; Verbole, 2007c):

- popolna udeležba pri izgubah osnovnega instrumenta;
- ni izplačila dividend;
- ponavadi se glasijo na delnice, pri katerih ni pričakovana večja rast tečajev, in
- izdani so za relativno kratek čas.

3.1.9 Šprint certifikati

Profil vlagatelja in kdaj so tovrstni certifikati primerni

Šprint certifikati so smiselni takrat, ko vlagatelji pričakujejo rahlo naraščajoč trend tečajev osnovnega instrumenta (Zertifikate, 2007a). Podobno kot pri »outperformance« certifikatih je tveganje certifikata skladno tveganju osnovnega instrumenta; naložbeni horizont pa je pretežno srednjeročen (ZertifikateJournal, 2007).

Opredelitev certifikata

Ob izdaji certifikata je določen začetni tečaj, ki je praviloma enak takratnemu tečaju osnovnega instrumenta, čemur običajno v enaki višini sledi tudi nakupna cena certifikata. Od začetnega tečaja se imetniku šprint certifikata ob zapadlosti podvojijo dobički osnovnega instrumenta. Da pa je ta povečan donos mogoče financirati, izdajatelj zadrži dividende in določi nivo kapice (tj. omejitev pri rasti vrednosti), ki mehanizmu podvojitve postavi zgornjo mejo in s tem omeji donos certifikata. Če pa v najslabšem primeru pride do padca tečaja osnovnega instrumenta, dobi investitor dostavljeno osnovno vrednost. Pri tečajnih izgubah so torej tveganja certifikata enaka kot pri osnovnem instrumentu (ZertifikateJournal, 2007).

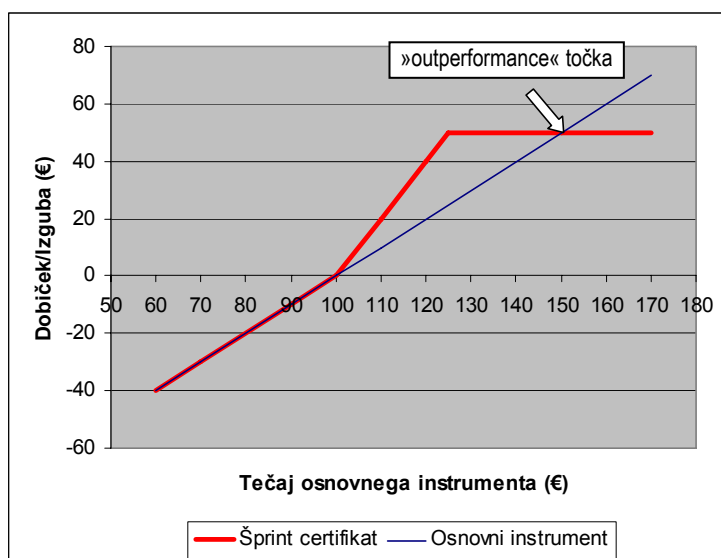
Logiko delovanja šprint certifikatov lahko najbolje ponazorimo na primeru z analizo možnih scenarijev (glej Tabelo 6 in Sliko 12 na str. 34). Vhodni podatki, uporabljeni v primeru, so naslednji: začetni tečaj je enak nakupni ceni certifikata in tečaju delnice ob izdaji ter znaša 100 €, kapica pa je na višini 125 €, kar pomeni, da maksimalno izplačilo šprint certifikata v skladu z mehanizmom podvojitve znaša 150 € ($= 100 \text{ €} + 2 * (125 \text{ €} - 100 \text{ €})$). Na tem mestu naj še omenim, da si izdajatelj pridružuje pravico do izplačila v obliki osnovne vrednosti ali pa v višini maksimalne vrednosti – kapice, kar je tudi razvidno iz primera.

Tabela 6: Analiza možnih scenarijev in primerjava donosnosti osnovnega instrumenta (delnice) in šprint certifikata ob zapadlosti

Tečaj delnice ob zapadlosti (donosnost)		Izplačilo šprint certifikata ob zapadlosti (donosnost)
leži nad nivojem kapice	170 € (+70 %)	150 € (+50%)
	150 € (+50%)	
je enak nivoju kapice	125 € (+25%)	dostava delnice + dodatno izplačilo 25 € (+50%)
leži med začetnim tečajem in nivojem kapice	110 € (+10%)	dostava delnice + dodatno izplačilo 10 € (+20%)
je enak začetnemu tečaju	100 € (0%)	dostava delnice (0%)
leži pod začetnim tečajem	90 € (-10%)	dostava delnice (-10%)

Vir: Zertifikate, 2007.

Slika 12: Dobiček oz. izguba šprint certifikata in osnovnega instrumenta (delnice) v odvisnosti od tečaja osnovnega instrumenta



Vir: Lasten prikaz.

Iz Slike 12 je razvidno, da je rezultat imetnika šprint certifikata enak ali celo višji kot pri direktni naložbi, razen v primeru, ko tečaj osnovnega instrumenta močno naraste. Točko, kjer se sekata graf dobička oz. izgube šprint certifikata in graf osnovnega instrumenta, imenujemo (podobno kot pri diskontnih certifikatih) »outperformance« točka – samo nad to točko je bolj donosen nakup osnovnega instrumenta.

$$\text{»outperformance« točka} = (1 + \text{max donosnost certifikata}) * \text{cena osnovnega instrumenta}$$

Nenazadnje naj nekaj besed namenim nakupu šprint certifikatov po dnevu izdaje. Če tečaj osnovnega instrumenta naraste nad začetni nivo, certifikat še ni podvojeno dosegel tečajnega dobička, saj mehanizem podvojitve deluje šele ob zapadlosti. Cena certifikata bo verjetno nekaj višja od tečaja osnovnega instrumenta, kar pa posledično pomeni povišano tveganje za izgubo. Kot je razvidno iz zgoraj zapisanega, je logika enaka kot pri »outperformance« certifikatih, ki so na trgu prisotni že dalj časa (glej točko 3.1.8, razdelek »Opredelitev certifikata«). Torej, če je cena šprint certifikata višja od tečaja osnovnega instrumenta, je povečana možnost za izgube in obratno.

Indikatorji

Pri izbiri šprint certifikata so z vidika vlagatelja zanimivi različni indikatorji, ki so večinoma podobni indikatorjem diskontnih certifikatov, opisanih v točki 3.1.4 v razdelku »Indikatorji«, zato bom na tem mestu povzela le bistvene stvari in specifične pri šprint certifikatih (Zertifikate & Hebelprodukte, 2007; ZertifikateJournal, 2007).

Prvi tak indikator je maksimalna donosnost (nem. Maximale Rendite), ki je omejena z nivojem kapice. Formula za ta indikator je sledeča:

$$\frac{\text{zač. cena osnovnega instrumenta} + 2 * (\text{kapica} - \text{zač. cena osnovnega instrumenta})}{\text{nakupna cena certifikata}} - 1$$

Naslednji kazalec je donosnost pri nespremenjeni osnovni vrednosti (nem. Seitwärtsrendite), ki je zanimiv v primeru, ko je šprint certifikat že dalj časa prisoten na trgu. Formula za izračun tega kazalca je naslednja:

$$\frac{\text{zač. cena osn. instrum.} + 2 * [\min(\text{cena osn. instrum.}, \text{kapica}) - \text{zač. cena osn. instrum.}]}{\text{nakupna cena certifikata}} - 1$$

Za investitorja je uporaben tudi indikator razmik osnovne vrednosti do nivoja kapice (nem. Abstand Basiswert bis Cap), ki mu omogoča oceniti verjetnost, da bo ob zapadlosti realiziran maksimalni donos šprint certifikata. Kazalec je zanimiv tudi pri tistih šprint certifikatih, ki so na trgu že dalj časa in katerih tečaj osnovnega instrumenta je po močno naraščajočem trendu že narasel nad nivo kapice. V tem primeru ima ta kazalec negativno vrednost, ki pove, koliko lahko pade tečaj osnovnega instrumenta, da bo ob zapadlosti še vedno realiziran maksimalni donos certifikata.

$$\text{razmik osnovne vrednosti do nivoja kapice} = \frac{\text{kapica}}{\text{cena osnovnega instrumenta}} - 1$$

Nenazadnje pa naj omenim še en kazalec, in sicer ceno certifikata v primerjavi s tečajem osnovnega instrumenta (nem. Zertifikatspreis vs. Aktienkurs), ki pa smo ga srečali že pri »outperformance« certifikatih (glej točko 3.1.8, razdelek »Indikatorji«) ter je aktualen ob kasnejšem nakupu certifikata kot ob izdaji.

$$\text{cena certifikata v primerjavi s tečajem} = \frac{\text{cena certifikata}}{\text{cena osnovnega instrumenta}} - 1$$

Prednosti in slabosti

Šprint certifikati so za vlagatelja zanimivi zaradi naslednjih prednosti (Zertifikate, 2007a; ZertifikateJournal, 2007):

- podvojen dobiček pri zmerni rasti tečaja osnovnega instrumenta in
- ni dodatnega tveganja izgube v primerjavi z osnovnim instrumentom.

Slabosti šprint certifikatov pa so (Zertifikate, 2007):

- omejena udeležba pri dobičkih iz naslova rasti tečajev;
- možne so kapitalske izgube in
- ni izplačila dividend.

3.2 Produkti z vzvodom

3.2.1 »Knock-out« certifikati

Profil vlagatelja in kdaj so tovrstni certifikati primerni

»Knock-out« certifikati, pogosto imenovani tudi turbo certifikati, spadajo v skupino produktov s finančnim vzvodom in s tem med visoko špekulativne naložbene produkte, ki nudijo možnost za nadproporcionalno udeležbo pri spremembah tečaja osnovnega instrumenta (ZertifikateWeb, 2007). Namenjeni so torej vlagateljem, ki so naklonjeni tveganju (Valenčič, 2006a).

Opredelitev certifikata

»Knock-out« certifikati so se v zadnjem času neverjetno hitro uveljavili in prav to je morda vzrok, da žal še ne obstaja enotno poimenovanje te naložbene oblike – tako se npr. uporabljajo izrazi »turbo« certifikati, »Wave«, »Mini-future«, »Smart-unlimited«, »Long/Short sprinter«, »Best bull/bear« itd. – kar lahko povzroča zmedo pri investitorjih. Ne glede na to zmedo pa vsi ti produkti sledijo istemu cilju: vlagatelj ima na voljo vzvod, kar pomeni, da je s tovrstnimi certifikati mogoče iztržiti visoke dobičke, možne pa so tudi visoke izgube (Zertifikateanalyse, Derivate, Aktienleihen, Discount-, Hebel-, Index- und Basket-Zertifikate, 2007).

»Knock-out« certifikati se bistveno razlikujejo od ostalih vrst certifikatov, zato naj z namenom lažjega razumevanja delovanja teh certifikatov najprej opredelim nekatere temeljne pojme. Osnovna cena je tista višina vrednosti, ki jo financira izdajatelj certifikata in je osnova za izračun aktualne vrednosti »knock-out« certifikata. V literaturi (npr. Zertifikate, 2007a) se uporablja tudi sinonim raven financiranja (nem. Finanzierungslevel). Notranja vrednost certifikata je razlika med tečajem osnovnega instrumenta ter osnovno ceno in predstavlja, kot bomo videli v nadaljevanju, vlagateljev vložek. Pribitek (nem. Aufgeld) pa pomeni strošek financiranja – strošek, v katerega so vključeni stroški kreditiranja in nakupa osnovnega instrumenta, zmanjšani za izplačila dividend (Verbole, 2007c).

Poenostavljeno rečeno si lahko »knock-out« certifikat predstavljamo kot kredit na nek osnovni instrument. Kupec certifikata namreč plača le notranjo vrednost certifikata. Prav zaradi manjšega vložka v primerjavi z direktno naložbo je lahko imetnik certifikata deležen

bistveno večjega dobička ali bistveno večje izgube. Pomemben podatek pri tej vrsti certifikatov pa je tudi »knock-out« ovira (nem. Knock-out-Barriere): če tečaj osnovnega instrumenta doseže ali prebije to mejo, certifikat propade in imetnik utрпи bodisi 100% izgubo, če gre za »knock-out« certifikat brez »stop-loss« ovire, bodisi dobi izplačano razliko med osnovno ceno in »knock-out« oviro, če gre za certifikat s »stop-loss« oviro (za podrobnejšo razlago »knock-out« certifikatov z in brez »stop-loss« ovire glej razdelek »Produktne različice«). Na tem mestu naj poudarim, da certifikat propade v trenutku, ko je prebita »knock-out« ovira, ne glede na poznejše gibanje tečaja.

Kot sem omenila že v prejšnjem odstavku, je cena »knock-out« certifikata vedno enaka notranji vrednosti, tj. razliki med tečajem osnovnega instrumenta in osnovno ceno, pri čemer se upošteva tudi udeležbeno razmerje. Izračun pa se nekoliko razlikuje med certifikati z omejenim časom trajanja in certifikati z neomejenim časom trajanja. Pri certifikatih z omejenim časom trajanja se stroški financiranja obračunajo naenkrat. Stroški kot pribitki (pri »long« certifikatih) in odbitki (pri »short« certifikatih) pritekajo k vrednosti certifikata (za podrobnejšo razlago »long« in »short knock-out« certifikatov glej razdelek »Produktne različice«). Pribitek se do zapadlosti konstantno znižuje.

*cena »long« certifikata = (tečaj osn. instrum. – osnovna cena) * udeležb. razmerje + pribitek*
*cena »short« certifikata = (osnovna cena – tečaj osn. instrum.) * udeležb. razmerje + pribitek*

Pri »knock-out« certifikatih z neomejenim časom trajanja pa morajo izdajatelji zaradi konstrukcije certifikata upoštevati stroške financiranja na drug način. Tako se cena »knock-out« certifikata izračunava po sledeči formuli:

*cena »long« certifikata = (tečaj osn. instrum. – osnovna cena) * udeležb. razmerje*
*cena »short« certifikata = (osnovna cena – tečaj osn. instrum.) * udeležb. razmerje*

Aktualni tečaj certifikata in osnovna cena se dnevno prilagajata dnevni stroški financiranja. Formula za izračun zneska dnevne prilagoditve osnovne cene (nem. täglicher Anpassungsbetrag des Basispreis) je sledeča:

$$\text{osnovna cena prejšnjega dne} * \sqrt[360]{1 + \text{stroški financiranja}}$$

Osnovna cena se torej iz dneva v dan povečuje, kar pri »long« certifikatih pomeni, da se notranja vrednost in s tem cena certifikata znižuje. Pri »short knock-out« certifikatih pa je situacija ravno obratna: z večanjem osnovne cene se notranja vrednost in posledično tudi cena certifikata zvišuje (Zertifikate, 2007a).

Sočasno z osnovno ceno pa se dnevno prilagaja tudi »knock-out« ovira, in sicer tako, da ostaja relativni razmik med osnovno ceno in »knock-out« oviro nespremenjen (Zertifikate &

Hebelprodukte, 2007). Vendar pa veliko izdajateljev zaradi enostavnosti in večje preglednosti za vlagatelja prilagaja »knock-out« nivo le enkrat mesečno (Verbole, 2007c).

Naj ponazorim logiko delovanja »knock-out« certifikatov še na primeru (glej Tabela 7). Gre za »long knock-out« certifikat z omejenim časom trajanja; vhodni podatki pa so naslednji: tečaj osnovnega instrumenta ob nakupu certifikata je enak 40 €, osnovna cena je enaka »knock-out« oviri in je na višini 30 €, pribitek znaša 1,5 €, udeležbeno razmerje pa je 1:1. To pomeni, da je cena certifikata ob nakupu 11,5 € (= 40 € - 30 € + 1,5 €).

Tabela 7: Analiza možnih scenarijev in primerjava donosnosti osnovnega instrumenta (delnice) in »long knock-out« certifikata z omejenim časom trajanja

Tečaj delnice (donosnost)	Izplačilo »knock-out« certifikata (donosnost)
50 € (+25%)	20,0 € (+73,9%)
45 € (+12,5%)	15,0 € (+30,4%)
30 € (-25%)	certifikat propade (-100%)

Vir: Lasten prikaz.

Indikatorji

Kot pri ostalih certifikatih je tudi pri nakupu »knock-out« certifikata za investitorja smotno, da upošteva nekatere indikatorje (Verbole, 2007c). Prvi tak indikator je pri »knock-out« certifikatih nedvomno vzvod (nem. Hebel). Prav vzvod je namreč tisti, zaradi katerega je ta vrsta certifikatov še posebej zanimiva. Pove nam, za koliko odstotkov se poveča/zmanjša cena »knock-out« certifikata, če se tečaj osnovnega instrumenta poveča/zmanjša za 1 odstotek. Formula za izračun je:

$$\text{vzvod} = \frac{\text{cena osnovnega instrumenta} * \text{udeležbeno razmerje}}{\text{prodajna cena certifikata}}$$

Višina vzvoda pa je bistveno odvisna od bližine »knock-out« ovire: bližje kot je aktualna cena oz. tečaj osnovnega instrumenta »knock-out« oviri, višji je vzvod, seveda pa je na drugi strani tudi večja nevarnost, da bo certifikat propadel (v borznem žargonu »knock-out-iran«). Zato je pomemben kazalec tudi razmik do »knock-out« ovire (nem. Abstand zur Knock-out-Barriere), ki je lahko izražen absolutno – pri »long knock-out« certifikatu kot razlika med trenutno ceno osnovnega instrumenta in »knock-out« oviro – ali relativno, pri čemer je formula za razmik do »knock-out« ovire za »long« certifikat naslednja:

$$\frac{\text{trenutna cena osnovnega instrumenta} - \text{"knock – out" ovira}}{\text{"knock – out" ovira}}$$

Pri »short« certifikatu je izračun analogen, le da od »knock-out« ovire odštejemo trenutno ceno osnovnega instrumenta (Boerse Stuttgart, 2007).

Prav tako pa je pred nakupom »knock-out« certifikatov smiselno primerjati razpon med nakupnim (ang. bid, nem. Geldkurs – tečaj, po katerem lahko vlagatelj vrednostni papir proda) in prodajnim tečajem (ang. ask, nem. Briefgeld – tečaj, po katerem lahko vlagatelj vrednostni papir kupi) različnih izdajateljev. Ker se udeležbeno razmerje »knock-out« certifikatov od izdajatelja do izdajatelja razlikuje, je smiselni izračun homogeniziranega razpona (nem. Homogenisierte Spread).

$$\text{homogeniziran razpon} = (\text{prodajni tečaj} - \text{nakupni tečaj}) * \text{udeležbeno razmerje}$$

Produktne različice

Že v prejšnjih razdelkih smo videli, da obstaja pri »knock-out« certifikatih več produktnih različic. Osnovna delitev je – glede na to, ali imajo določen rok zapadlosti ali ne – na certifikate z omejenim časom trajanja ter certifikate z neomejenim časom trajanja (open end), ki se razlikujejo že v sami določitvi cene certifikata.

Nadaljnja delitev pa je na podlagi razmerja med osnovno ceno in »knock-out« oviro – tako ločimo »knock-out« certifikate brez »stop-loss« ovire in »knock-out« certifikate s »stop-loss« oviro. Pri »knock-out« certifikatih brez »stop-loss« ovire je »knock-out« ovira enaka osnovni ceni certifikata, kar pomeni, da če tečaj osnovnega instrumenta doseže ali prebije »knock-out« oviro, certifikat v trenutku propade brez vrednosti oz. izdajatelj iz davčnih razlogov povrne vlagatelju minimalen znesek, ponavadi 0,001 € za vsak posamezni certifikat. Pri »knock-out« certifikatih s »stop-loss« oviro pa je omejena izguba kapitalskega vložka. »Stop-loss« ovira, ki je v bistvu »knock-out« ovira, se pri tej produkti različici nahaja nad (pri »long« certifikatu) oz. pod (pri »short« certifikatu) osnovno ceno certifikata. V primeru, ko certifikat propade (če tečaj osnovnega instrumenta doseže ali prebije »knock-out« oviro), izdajatelj imetniku certifikata izplača razliko med osnovno ceno in »knock-out« oviro (Verbole, 2007c).

Pomembna pa je seveda tudi že večkrat omenjena delitev na »long« in »short knock-out« certifikate. »Long« certifikati (imenovani tudi »Call« ali »Bull«) prinašajo zaslužek ob rastočih tečajih. Osnovna cena je nižja od tečaja osnovnega instrumenta; »knock-out« ovira je enaka osnovni ceni (pri certifikatih brez »stop-loss« ovire) ali višja (pri certifikatih s »stop-loss« oviro), a hkrati še vedno nižja od tečaja osnovnega instrumenta. Certifikat pa preneha takrat, ko tečaj osnovnega instrumenta pade na nivo »knock-out« ovire ali nižje oz. na dan zapadlosti. »Short« certifikati (imenovani tudi »Put« ali »Bear«) pa prinašajo zaslužek ob naraščajočih tečajih in je torej vse ravno obratno kot pri »long« certifikatih (Gomboc, 2007).

Nenazadnje pa naj zgolj omenim še eno produktno različico, in sicer »rolling knock-out« certifikate. Gre za produkte s finančnim vzvodom, ki so tako prilagojeni tržnemu gibanju, da

je lahko investitor udeležen pri tečaju osnovnega instrumenta ob nespremenjenem vzvodu (Hebelprodukte, 2007).

Prednosti in slabosti

»Knock-out« certifikati imajo sledeče prednosti (Derivate, Zertifikate, Optionsscheine und Aktienleihen, 2007; Verbole, 2007c):

- nižji kapitalski vložek;
- visok vzvod in s tem možnost doseganja bistveno večjih dobičkov v primerjavi z direktno naložbo in
- možnost donosa tako pri naraščajočih (z »long« certifikati) kot tudi pri padajočih tečajih osnovnega instrumenta (s »short« certifikati).

Na drugi strani pa je investitor soočen z naslednjimi slabostmi (Derivate, Zertifikate, Optionsscheine und Aktienleihen, 2007):

- visoko tveganje in
- vzvod povečuje tudi izgube, ne samo dobičke.

4 NALOŽBENI CERTIFIKATI NA SLOVENSKEM TRGU

Za slovenski trg naložbenih certifikatov bi lahko rekli, da je v fazi razvoja, vsekakor pa se mu napoveduje svetla prihodnost (Raktelj, 2007, str. 32). V preteklih letih se je namreč okrepilo povpraševanje po naložbenih certifikatih, čemur je sledila tudi ponudba – na trgu je tako vse več certifikatov, ki se nanašajo na gibanje tečajev slovenskih delnic. Za izdajo naložbenih certifikatov na slovenske delnice so se zaenkrat (v času pisanja diplomskega dela) odločile štiri tuje banke: Raiffeisen Centrobank, ABN Amro, Erste Bank in Société Générale (Boerse Stuttgart, 2007; Grmek, 2007; Verbole, 2007b). Spisek naložbenih certifikatov, ki se nanašajo na slovenske delnice, je v Prilogi 3.

Ponudba naložbenih certifikatov na slovenske delnice tako zaenkrat obsega diskontne certifikate, ki se nanašajo na gibanje cen delnic večjih slovenskih podjetij – Gorenja, Krke, Luke Koper, Mercatorja, Merkurja, Petrola, Pivovarne Laško ter Telekom in so vsi izdani s strani Raiffeisen Centrobank (Boerse Stuttgart, 2007).

Nadalje je možen tudi nakup »slovenskih« indeksnih certifikatov – na voljo so trije tovrstni certifikati, ki so jih izdale Raiffeisen Centrobank, ABN Amro in Erste Bank. Naj namenim nekaj besed indeksnemu certifikatu SBI TOP, ki ga je konec leta 2006 izdala Raiffeisen Centrobank v sodelovanju z Raiffeisen Krekovo banko. Certifikat zasleduje gibanje borznega indeksa SBI TOP, ki ga sestavlja šest najbolj likvidnih delnic ljubljanske borze: Krka, Petrol, Mercator, Gorenje, Pivovarna Laško in Telekom. Certifikat je izdan za nedoločen čas, z njim

pa se trguje na borzi v Stuttgartu in na Dunaju (SBI TOP, 2007; Valenčič, 2006e). V januarju 2007 je bilo samo s tem certifikatom opravljenih za več kot 5 milijonov € prometa (Verbole, 2007).

Največji delež v ponudbi pa predstavljajo »knock-out« certifikati, ki prinašajo izjemno visoke donose, seveda pa so tudi zelo tvegani. Tako je bilo iz trgovanja izločenih že več certifikatov – sredi avgusta 2007 so bili izločeni štirje »knock-out« certifikati izdajatelja ABN Amro, od katerih se je eden nanašal na delnico Krke, dva na Telekom in eden na Istrabenz (Verbole, 2007b). Sredi oktobra je bil izločen certifikat na delnico Telekoma izdajatelja ABN Amro (Rozman, 2007); v sredini novembra 2007 pa so bili izločeni še certifikat na delnico Mercatorja izdajatelja Erste Bank ter certifikata na Gorenje in Telekom izdajatelja ABN Amro (Černetič, Lipnik, 2007; Kačič, 2007). Na tem mestu naj še omenim, da so bili avgusta leta 2007 s strani ABN Amro izdani tudi prvi »short knock-out« certifikati na delnice Krke in Telekoma, s katerimi je možno služiti ob padcu tečajev (Verbole, 2007a).

Na slovenski borzi nakup naložbenih certifikatov zaenkrat (v času pisanja diplomskega dela) še ni možen; od slovenskih bank pa tudi še nobena ni izdajatelj naložbenih certifikatov, več pa jih je takih, ki svojim strankam vendarle omogočajo nakupe. Tako npr. v SKB banki ponujajo različne vrste naložbenih certifikatov, ki jih je izdala Société Générale. S posredovanjem Raiffeisen Krekove banke lahko investitor nalaga sredstva v vse vrste naloženih certifikatov, ki kotirajo na tujih borzah, pa tudi tiste, ki jih v okviru javnih ponudb ponuja Raiffeisen Centrobank – primera takih sta že omenjeni indeksni certifikat SBI TOP in garantirani certifikat CECExt Winner, ki pa sledi gibanju indeksa CECExt, ki ga izračunava dunajska borza ter ponuja naložbo na dinamične trge srednje, vzhodne in jugovzhodne Evrope (CECExt Winner, 2007; Valenčič, 2006e). Omenjena naložbena certifikata je bilo novembra leta 2006 mogoče vplačati neposredno na slovenskem trgu. Volksbank – Ljudska banka pa trži in zbira vplačila v naložbene certifikate, ki jih izdaja Österreichische Volksbank (Solan, 2007, str. 27). V letu 2007 je bilo tako npr. možno vplačilo v naložbeni certifikat Volksbank Garant Top 20, ki sledi gibanju cen delnic najmočnejših podjetij na svetu, kot so Apple, Google, Bank of America, Citigroup itd. in ob zapadlosti garantira 100% povračilo glavnice (Naložbeni certifikat Volksbank Garant Top 20, 2007).

SKLEP

V zadnjem obdobju so vlagatelji doživeli poplavo različnih naložbenih oblik, med katerimi so tudi naložbeni certifikati. Slednji spadajo v skupino strukturiranih produktov, katerih osnovni namen je ponuditi investitorju želeno razmerje med potencialnim donosom, tveganjem in likvidnostjo; pri čemer pa imetnik naložbenega certifikata ni posredni lastnik premoženja, na katerega se certifikat navezuje. Tovrstni naložbeni produkti torej nimajo nič skupnega niti s privatizacijskimi certifikati, kot jih v Sloveniji poznamo iz obdobja začetka privatizacije, niti z bančnimi potrdili o depozitih.

Naložbeni certifikati beležijo visoke stopnje rasti prometa: tako je npr. promet z naložbenimi certifikati (tako z naložbenimi produkti kot tudi produkti z vzvodom) na nemških borzah od oktobra 2007 v primerjavi z oktobrom 2006 v povprečju narasel za 51,4%, od oktobra 2005 do oktobra 2006 pa je povprečna rast prometa znašala kar 68,2%. Izpostavim lahko več razlogov za tako visok porast zanimanja za to naložbeno obliko. Prvič, z naložbenimi certifikati se da zaslužiti na najrazličnejše načine – ne samo ob rasti tečajev osnovnega instrumenta, pač pa tudi ob stagnantnem ali padajočem trendu na finančnih trgih. Drugič, nekatere vrste certifikatov vsebujejo tudi blažilec tveganja, kar pomeni, da so izgube imetnika naložbenega certifikata manjše v primerjavi z direktno naložbo v osnovni instrument. Tretjič, v večini držav velja, da donosi naložbenih certifikatov za fizične osebe niso obdavčeni – naložba v certifikate je torej ugodna tudi z davčnega vidika. Četrto, stroški nakupa certifikata so dokaj nizki, saj pri borznem trgovanju vključujejo samo borzne oz. posredniške provizije ter razpon med nakupnim in prodajnim tečajem; pri izvenborznem trgovanju pa so stroški še nekoliko nižji, saj izdajatelj certifikata služi zgolj na razponu med nakupnim in prodajnim tečajem. Nenazadnje pa je eden izmed razlogov za visoko rast prometa s certifikati tudi preprosta zakonodajna ureditev, ki omogoča hiter nastanek novih produktov.

Na trgu tako obstaja široka paleta najrazličnejših naložbenih certifikatov, od najbolj preprostih do bolj kompleksnih. V diplomskem delu sem se od naložbenih produktov osredotočila na klasične naložbene certifikate (indeksne oz. udeležbene, strateške, bonus, diskontne, garantirane, certifikate z delno zaščito, »express«, »outperformance« ter šprint certifikate), od produktov z vzvodom pa sem največji poudarek namenila »knock-out« certifikatom. Indeksni in strateški certifikati so dokaj preprosti ter od vlagatelja ne zahtevajo toliko znanja s področja financ. Pri bonus in diskontnih certifikatih je logika delovanja že nekoliko bolj zapletena, primerni pa so takrat, ko se pričakuje rahlo padajoč, stabilen ali (rahlo) naraščajoč trend tečajev osnovnega instrumenta. Garantirani certifikati so namenjeni najbolj konzervativnim investitorjem, saj ob zapadlosti jamčijo povračilo začetnega vložka. Certifikati z delno zaščito in »express« certifikati pa ponujajo le delno zaščito ter na drugi strani tudi možnost donosov. »Outperformance« in šprint certifikati so primerna naložba takrat, ko investitorji pričakujejo rast tečajev in hočejo biti pri tem nadproporcionalno udeleženi. Nenazadnje pa »knock-out« certifikati prav tako ponujajo možnost visokih dobičkov, vendar pa so možne tudi visoke izgube, zato se tovrstni produkti štejejo za ene najbolj tveganih.

Menim, da so naložbeni certifikati zaradi opisanih številnih prednosti oz. ugodnosti, ki so jih deležni imetniki naložbenih certifikatov, vsekakor ena izmed naložbenih oblik, ki bo tudi v prihodnosti krojila dogajanja na svetovnih finančnih trgih.

LITERATURA

1. Abbott Susan et al.: Options: essential concepts and trading strategies. New York : Irwin, 1990. 403 str.
2. Bobnar Luka: Kaj so naložbeni certifikati?.
[URL: <http://www.donos.net/client/index.php?table=articles&ID=450>], 24. 4. 2006.
3. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus J. Alan: Investments. Boston : McGraw-Hill/Irwin, 2002. 1015 str.
4. Černetič Brina, Lipnik Karel: Nokavtu Telekomu in Mercatorja lahko sledi še Gorenje. Finance, Ljubljana, 15. 11. 2007.
5. Dolenc Goran: Naložbeni certifikati – »Kaj pa je to?«. Moj Broker, Kranj, 10(2006), 2, str. 2–3.
6. Elton J. Edwin, Gruber J. Martin: Modern portfolio theory and investment analysis. New York : John Wiley & Sons, 1995. 715 str.
7. Fabozzi J. Frank, Modigliani Franco: Capital markets: institutions and instruments. Englewood Cliffs : Prentice-Hall International, 1992. 726 str.
8. Gomboc Roman: Predstavitev in primerjava izvedenih finančnih instrumentov: warranti, certifikati in CFD-ji.
[URL: <http://www.poteza.si/bin?bin.svc=obj&bin.id=4C1615D8-2A3A-6450-8336-252100B73C81>], 24. 4. 2007.
9. Grmek Gregor: S slovenskimi delnicami do velikega dobička v Nemčiji. Finance, Ljubljana, 31. 1. 2007.
10. Huber Rok: Naložbeni certifikati brez obdavčitve. Manager, Ljubljana, 17(2006), 5, str. 70–72.
11. Jakhel Črt: Poplava naložbenih oblik – joj, kam bi del.
[URL: <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=6220>], 10. 1. 2007.
12. Jazbec Saša: Gradivo za vaje za Mednarodne finance. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2006. 31 str.

13. Kačič Matej: Pokazali so se prvi znaki okrevanja.
[URL: <http://www.finance.si/196545>], 15. 11. 2007.
14. Kodrič Sandi: Naložbeni certifikati – kaj so in za koga so aktualni.
[URL: <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=3606>], 6. 3. 2006.
15. Mrak Mojmir: Mednarodne finance. Ljubljana : Založba GV, 2002. 682 str.
16. Mramor Dušan: Uvod v poslovne finance. Ljubljana : Gospodarski vestnik, 1993. 381 str.
17. Raktelj Peter: Garantirani naložbeni produkti. Diplomsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2007. 41 str.
18. Rozman Jure: Nokavt certifikati pritiskajo na delnico Telekoma. Finance, Ljubljana, 19. 10. 2007.
19. Solan Anci: Naložbeni certifikati: zanimivi za konservativne in špekulante. Delo FT, Ljubljana, 2007, 58, str. 27.
20. Valenčič Boštjan: Naložbeni certifikati – alternativa, ki ponuja več.
[URL: <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=5050>], 31. 7. 2006.
21. Valenčič Boštjan: Kako postati »turbo« zmagovalec – ali poraženec.
[URL: <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=5164>], 14. 8. 2006a.
22. Valenčič Boštjan: Garantirani certifikati – zaščita za težke čase.
[URL: <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=5341>], 4. 9. 2006b.
23. Valenčič Boštjan: Indeksni in udeležbeni certifikati.
[URL: <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=5559>], 2. 10. 2006c.
24. Valenčič Boštjan: Bonus certifikati in certifikati z delno zaščito.
[URL: <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=5819>], 31. 10. 2006d.
25. Valenčič Boštjan: Certifikati: indeksni SBI TOP in garantirani CECExt Winner.
[URL: <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=5925>], 13. 11. 2006e.
26. Verbole Tine: Naložbeni certifikati premikajo slovensko borzo?
[URL: <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=6527>], 18. 1. 2007.
27. Verbole Tine: Prvi slovenski short certifikati.
[URL: <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=8443>], 17. 8. 2007a.

28. Verbole Tine: Slovenski certifikat letos s 432-odstotnim donosom.
[URL: <http://anubis.finance-on.net/189298>], 24. 8. 2007b.
29. Veselinovič Draško: Opcije in drugi terminski (izvedeni) finančni instrumenti. Ljubljana: Gospodarski vestnik, 1998. 341 str.

VIRI

1. Boerse Stuttgart. [URL: <http://www.euwax.de/>], 11. 10. 2007.
2. CECEXt Winner. Raiffeisen.
[URL: http://www.raiffeisen.si/nalozbe/certifikati/cecext_winner], 28. 10. 2007.
3. DDI – Deutsches Derivate Institut. [URL: <http://www.ddi.de/ddi/>], 9. 10. 2007.
4. Derivate, Zertifikate, Optionsscheine und Aktienleihen. Sal. Oppenheim.
[URL: <http://www.oppenheim-warrants.de/DE/showpage.asp?bldisc=true>], 22. 10. 2007.
5. Groznik Peter: Zapiski predavanj pri predmetu Finančni trgi. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2007.
6. Gruppe Deutsche Börse.
[URL: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/kir/gdb_navigation/home], 8. 10. 2007.
7. Hebelprodukte. Goldman Sachs.
[URL: http://www.goldman-sachs.de/isin/list/producttype_leveraged/], 27. 10. 2007.
8. Investmentprodukte. BHF-Bank.
[URL: <https://www.bhf-bank.com/w3/IPServlet>], 12. 10. 2007.
9. Naložbeni certifikat Volksbank Garant Top 20.
[URL: http://www.volksbank.si/podjetja/strukturirani_produkti/nalozbeni_certifikat.asp], 28. 10. 2007.
10. Optionsscheine und Zertifikate. Deutsche Bank X Markets.
[URL: <http://www.de.x-markets.db.com/DE/showpage.asp?pageid=33>], 21. 10. 2007.
11. Raiffeisen Centrobank. [URL: <http://www.rcb.at/Start.start.0.html?&L=DE>], 24. 10. 2007.
12. SBI TOP. Raiffeisen.
[URL: http://www.raiffeisen.si/nalozbe/certifikati/sbi_top], 28. 10. 2007.

13. Statistiken. DDI – Deutsches Derivate Institut.
[URL: <http://www.ddi.de/ddi/aktuelles.htm?u=0&k=0&seite=statistiken>], 13. 11. 2007.
14. Verbole Tine: Enostavno. Naložbeni certifikati. Spletni blog.
[URL: <http://certifikati.blogspot.com/>], 2. 10. 2007c.
15. Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb (Uradni list RS, št. 117/2006).
16. Zakon o dohodnini (Uradni list RS, št. 117/2006).
17. Zertifikate & Hebelprodukte. BNP Paribas.
[URL: <http://derivate.bnpparibas.com/de/index.aspx>], 19. 10. 2007.
18. Zertifikate und Optionsscheine. ABN Amro.
[URL: <http://www.abnamrozertifikate.de/DE/Showpage.aspx?pageID=3>], 17. 10. 2007.
19. Zertifikate. Landesbank Berlin.
[URL: <http://www.zertifikate.lbb.de/Zertifikate/>], 17. 10. 2007.
20. Zertifikate. Société Générale. [URL: <http://www.sg-zertifikate.de/>], 14. 10. 2007a.
21. Zertifikate. WestLB. [URL: <http://www.westlb-zertifikate.de/>], 21. 10. 2007b.
22. Zertifikateanalyse, Derivate, Aktienleihen, Discount-, Hebel-, Index- und Basket-Zertifikate. OnVista. [URL: <http://zertifikate.onvista.de/>], 11. 10. 2007.
23. ZertifikateJournal. [URL: <http://www.zertifikatejournal.de/>], 10. 10. 2007.
24. ZertifikateWeb. [URL: <http://www.zertifikateweb.de/>], 15. 10. 2007.

SLOVARČEK SLOVENSKIH PREVODOV TUJIH IZRAZOV

Tuj izraz	Slovenski prevod
Airbag-Zertifikate	certifikati z delno zaščito
Aktie, e	delnica
Aktienkorb, r; Aktienbasket	delniška košarica
Anleger, r	vlagatelj
Barriere-Abstand, r	razdalja do spodnje oz. varnostne meje
Basket-Zertifikate	certifikati na košarico
Basispreis, r, Strike	osnovna cena
Basiswert, r; Underlying	osnovni instrument, osnovna vrednost
Bezugsverhältnis, s; Ratio	udeležbeno razmerje
Bonus-Zertifikate	bonus certifikati
Cap	kapica; omejitev pri rasti vrednosti
Direktanlage, e	direktna naložba
Discount-Zertifikate	diskontni certifikati
Emittent, r	izdajatelj
Express-Zertifikate	»express« certifikati
Garantie-Zertifikate	garantirani certifikati
Gewinnausschüttung, e	izplačilo dividend
Gewinnzone, e	območje dobička
Hebel, r	vzvod
Index-Zertifikate	indeksni certifikati
Kapitaleinsatz, r	kapitalski vložek
Knock-Outs	»knock-out« certifikati
Laufzeit, e	čas trajanja
Laufzeitende, e	zapadlost
Mindestrendite, e	minimalni donos
Open-End Index-Zertifikate, pl	časovno neomejeni indeksni certifikati
Optionsschein, r	opcija
Outperformance, e	boljši rezultati poslovanja; še bolj uspešno
Outperformance-Punkt, r	»outperformance« točka
Outperformance-Zertifikate	»outperformance« certifikati
Partizipationsrate, e	stopnja udeležbe
Performance, e	uspešnost, rezultati poslovanja, donos
Rendite, e	donos, donosnost
Risikopuffer, r	blažilec tveganja
Schutzbarriere, e	varnostna oz. spodnja meja
Spread zwischen An- und Verakufskurs	razpon med nakupnim in prodajnim tečajem
Sprint-Zertifikate	šprint certifikati
Strategie-Zertifikate	strateški certifikati

PRILOGE

Priloga 1: Seznam borz, na katerih je možen nakup naložbenih certifikatov, in seznam izdajateljev naložbenih certifikatov

Borze	Izdajatelji
Stuttgart (segment EUWAX) Frankfurt Berlin Dunaj Zürich	ABN Amro Barclays Bank Bayerische Landesbank Bear Stearns BHF-Bank BNP Paribas Calyon S.A. Citigroup Commerzbank Credit Suisse Deutsche Bank Dresdner Bank DZ Bank DWS GO Erste Bank ETF Securities Goldman Sachs HSBC Trinkaus & Burkhardt HSH Nordbank Hypovereinsbank J.P. Morgan Lang & Schwarz Landesbank Berlin Landesbank Baden-Württemberg Lehman Brothers Lyxor International Asset Merrill Lynch Nomura International Österreichische Volksbanken Rabobank International Raiffeisen Centrobank SachsenLux S.A. Sal. Oppenheim SEB Société Générale UBS UniCredit Vontobel Europe WestLB WGZ Bank ostali izdajatelji

Vir: Kodrič, 2006; Statistiken, 2007.

Priloga 2: Statistika trgovanja z naložbenimi certifikati

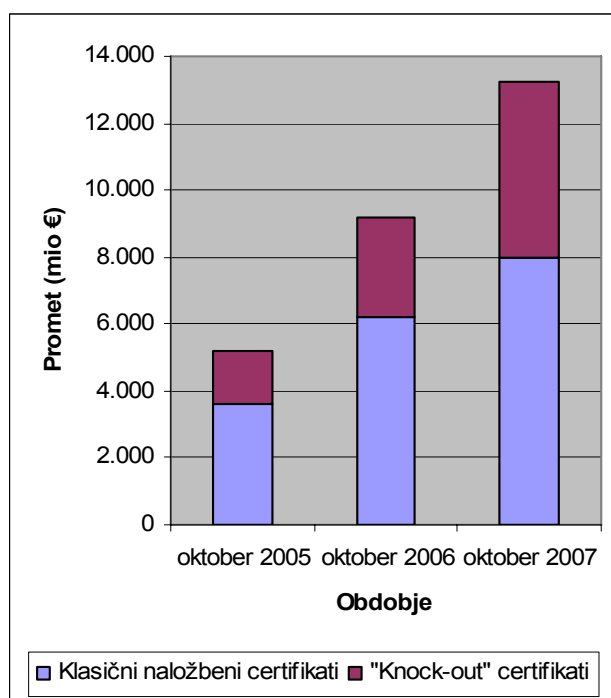
Promet z naložbenimi produkti in produkti z vzvodom na nemških borzah

Obdobje	okt. 2005		okt. 2006		okt. 2007		rast	
	mio €	%	mio €	%	mio €	%	2006/2005	2007/2006
Naložbeni produkti	3.748	57,8%	6.338	58,1%	8.108	49,1%	69,1%	27,9%
Produkti z vzvodom	2.739	42,2%	4.570	41,9%	8.403	50,9%	66,8%	83,9%
Skupaj	6.487	100,0%	10.908	100,0%	16.511	100,0%	68,2%	51,4%

Vir: Statistiken, 2007.

Promet s klasičnimi naložbenimi certifikati in »knock-out« certifikati na nemških borzah

Obdobje	okt. 2005		okt. 2006		okt. 2007		rast	
	mio €	%	mio €	%	mio €	%	2006/2005	2007/2006
Klasični naložbeni certifikati	3.622	70,1%	6.204	67,6%	8.004	60,4%	71,3%	29,0%
»Knock-out« certifikati	1.543	29,9%	2.970	32,4%	5.251	39,6%	92,5%	76,8%
Skupaj	5.165	100,0%	9.174	100,0%	13.255	100,0%	77,6%	44,5%

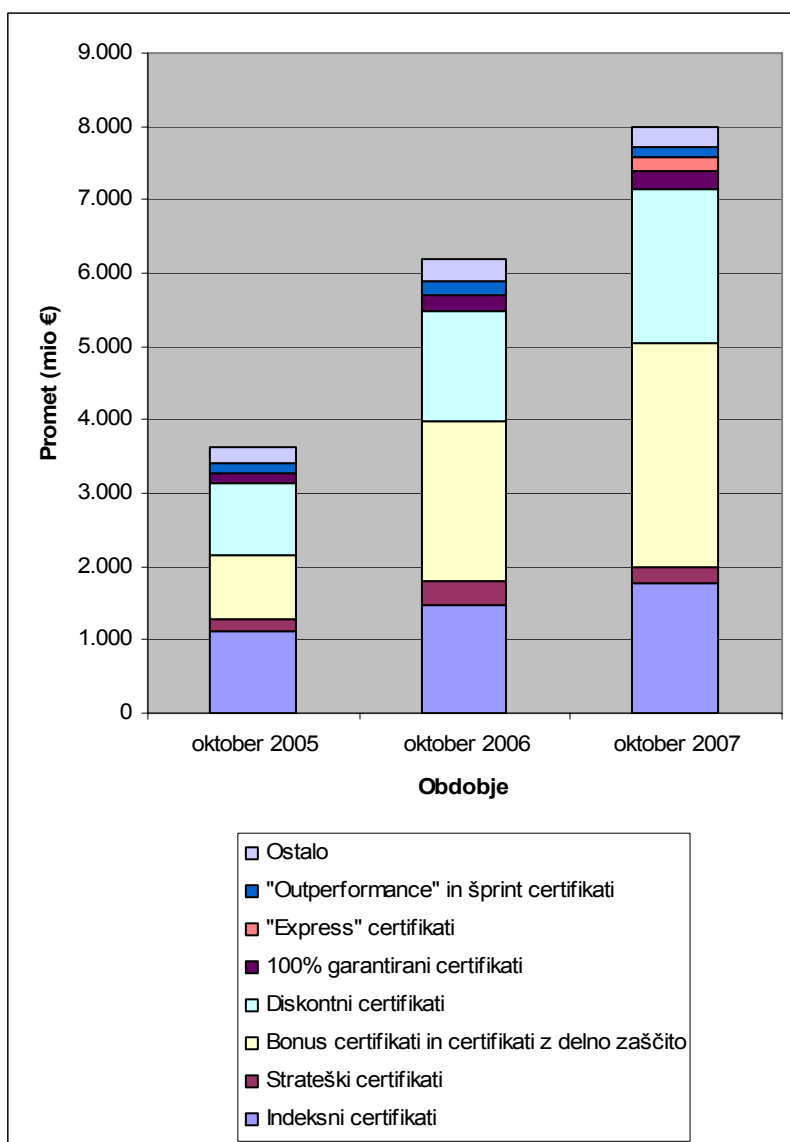


Vir: Statistiken, 2007; Lasten prikaz.

Promet s posameznimi vrstami klasičnih naložbenih certifikatov na nemških borzah

Vrsta produkta	Oktober 2005		Oktober 2006		Oktober 2007		Rast	
	mio €	%	mio €	%	mio €	%	2006/2005	2007/2006
Indeksni certifikati	1.108	30,6%	1.473	23,7%	1.769	22,1%	32,9%	20,1%
Strateški certifikati	174	4,8%	322	5,2%	215	2,7%	85,1%	-33,2%
Bonus certifikati in certifikati z delno zaščito	882	24,4%	2.190	35,3%	3.065	38,3%	148,3%	40,0%
Diskontni certifikati	962	26,6%	1.495	24,1%	2.096	26,2%	55,4%	40,2%
100% garantirani certifikati	142	3,9%	215	3,5%	235	2,9%	51,4%	9,3%
»Express« certifikati	0	0,0%	0	0,0%	210	2,6%	0,0%	*
»Outperformance« in šprint certifikati	132	3,6%	206	3,3%	132	1,6%	56,1%	-35,9%
Ostalo	222	6,1%	303	4,9%	282	3,5%	36,5%	-6,9%
Skupaj	3.622	100,0%	6.204	100,0%	8.004	100,0%	71,3%	29,0%

* Stopnja rasti pri »express« certifikatih v tem obdobju je matematično gledano neskončna. Tovrstni certifikati so se namreč pojavili šele v začetku leta 2007.



Vir: Statistiken, 2007; Lasten prikaz.

Priloga 3: Spisek naložbenih certifikatov na slovenske delnice (stanje 15. novembra 2007)

»Knock-out« certifikati

Oznaka	Tip	Osnovni instrument	Osnovna cena (€)	»Knock-out« ovira (€)	Zapadlost	Udeležb. razmerje	Izdajatelj
EB6DT3	Call	Gorenje	19,2000	20,8600	31. 03. 2008	0,1	Erste Bank
AA0L4B	Call	Gorenje	28,9000	32,4000	open end	0,1	ABN-Amro
EB7X2V	Call	Gorenje	30,0000	33,0000	30. 09. 2008	0,1	Erste Bank
EB7XUM	Call	Gorenje	26,5000	29,0000	30. 09. 2008	0,1	Erste Bank
RCB47X	Call	Gorenje	12,1900	13,7700	18. 07. 2008	0,1	Raiffeisen Centrobank
RCB7N5	Call	Gorenje	19,5300	21,7000	18. 07. 2008	0,1	Raiffeisen Centrobank
AA0L4A	Call	Gorenje	32,1600	36,0000	open end	0,1	ABN-Amro
AA0L4E	Call	Intereuropa	32,1600	36,0000	open end	0,1	ABN-Amro
AA0PPY	Call	Intereuropa	28,8500	32,3000	open end	0,1	ABN-Amro
AA0P22	Call	Istrabenz	75,6200	84,9000	open end	0,1	ABN-Amro
AA0L4H	Call	Istrabenz	84,1700	94,2000	open end	0,1	ABN-Amro
EB6DUL	Call	Krka	66,7670	70,1050	31. 03. 2008	0,1	Erste Bank
EB7X2W	Call	Krka	80,0000	87,0000	30. 09. 2008	0,1	Erste Bank
EB7XUQ	Call	Krka	75,5000	80,0000	30. 09. 2008	0,1	Erste Bank
EB8PM5	Call	Krka	71,0000	75,5000	31. 03. 2008	0,1	Erste Bank
RCB42X	Call	Krka	50,0800	58,4200	18. 07. 2008	0,1	Raiffeisen Centrobank
RCB42Y	Call	Krka	40,9000	50,0800	18. 07. 2008	0,1	Raiffeisen Centrobank
RCB7N6	Call	Krka	67,6010	75,1100	18. 07. 2008	0,1	Raiffeisen Centrobank
EB6DUM	Call	Krka	68,8530	73,0260	31. 03. 2008	0,1	Erste Bank
SG0BZP	Call	Krka	77,3860	88,4600	open end	0,1	Société Générale
AA0LW4	Call	Krka	66,8400	74,8000	open end	0,1	ABN-Amro
AA0LS3	Call	Krka	90,7900	101,6000	open end	0,1	ABN-Amro
AA0L4N	Put	Krka	167,0100	146,1000	open end	0,1	ABN-Amro
AA0L4M	Put	Krka	152,0100	133,0000	open end	0,1	ABN-Amro
AA0L4K	Call	Krka	66,0900	74,0000	open end	0,1	ABN-Amro
AA0J8H	Call	Krka	74,3100	83,2000	open end	0,1	ABN-Amro
AA0J8G	Call	Krka	82,6100	92,4000	open end	0,1	ABN-Amro
SG0BZQ	Call	Krka	86,2300	98,5700	open end	0,1	Société Générale
EB7XUS	Call	Luka Koper	69,0000	75,0000	30. 09. 2008	0,1	Erste Bank
EB8JMA	Call	Luka Koper	40,5000	44,5000	31. 03. 2008	0,1	Erste Bank
RCB7N7	Call	Luka Koper	36,4300	40,4800	18. 07. 2008	0,1	Raiffeisen Centrobank
RCB7N8	Call	Mercator	171,0900	191,9500	18. 07. 2008	0,1	Raiffeisen Centrobank
RCB7HR	Call	Mercator	91,8000	103,4900	18. 07. 2008	0,1	Raiffeisen Centrobank
EB8JMC	Call	Mercator	170,0000	187,0000	31. 03. 2008	0,01	Erste Bank
EB7XUU	Call	Mercator	230,0000	250,0000	30. 09. 2008	0,01	Erste Bank
AA0PPZ	Call	Mercator	240,9200	269,7000	open end	0,1	ABN-Amro
AA0P25	Call	Mercator	216,5300	242,9000	open end	0,1	ABN-Amro
RCB7N9	Call	Merkur	129,3600	146,0500	18. 07. 2008	0,1	Raiffeisen Centrobank
RCB7PA	Call	Petrol	417,2900	467,3700	18. 07. 2008	0,01	Raiffeisen Centrobank
AA0L30	Call	Petrol	714,4400	799,1000	open end	0,01	ABN-Amro
AA0L31	Call	Petrol	643,2000	719,4000	open end	0,01	ABN-Amro
EB7XVC	Call	Petrol	465,0000	510,0000	30. 09. 2008	0,01	Erste Bank
EB8JMK	Call	Petrol	400,0000	440,0000	31. 03. 2008	0,01	Erste Bank
RCB7HS	Call	Petrol	233,6800	259,9700	18. 07. 2008	0,01	Raiffeisen Centrobank
AA0L3Z	Call	Petrol	793,8200	887,9000	open end	0,01	ABN-Amro
AA0L34	Call	Pivovarna Laško	65,9500	73,8000	open end	0,1	ABN-Amro
AA0L33	Call	Pivovarna Laško	73,2800	82,0000	open end	0,1	ABN-Amro
AA0P28	Call	Pivovarna Laško	53,2600	59,8000	open end	0,1	ABN-Amro
AA0PP0	Call	Pivovarna Laško	59,3000	66,4000	open end	0,1	ABN-Amro
EB7XVD	Call	Pivovarna Laško	50,0000	55,0000	30. 09. 2008	0,1	Erste Bank
EB8JML	Call	Pivovarna Laško	30,5000	33,5000	31. 03. 2008	0,1	Erste Bank
RCB7HT	Call	Pivovarna Laško	17,9400	20,2400	18. 07. 2008	0,1	Raiffeisen Centrobank

(nadaljevanje tabele s prejšnje strani)

Oznaka	Tip	Osnovni instrument	Osnovna cena (€)	»Knock-out« ovira (€)	Zapadlost	Udeležb. razmerje	Izdajatelj
RCB7PB	Call	Pivovarna Laško	33,3800	37,5600	18. 07. 2008	0,1	Raiffeisen Centrobank
AA0PV0	Call	SBI 20	1.767,8600	1.979,6000	open end	0,01	ABN-Amro
AA0PVZ	Call	SBI 20	1.964,1800	2.199,4000	open end	0,01	ABN-Amro
RCB7PC	Call	Telekom Slovenije	221,1700	246,2000	18. 07. 2008	0,1	Raiffeisen Centrobank
EB8PNV	Call	Telekom Slovenije	300,0000	330,0000	31. 03. 2008	0,01	Erste Bank
EB8JMS	Call	Telekom Slovenije	250,0000	275,0000	31. 03. 2008	0,01	Erste Bank
AA0PP1	Call	Telekom Slovenije	279,2100	312,6000	open end	0,01	ABN-Amro
AA0LW5	Call	Telekom Slovenije	310,5700	347,4000	open end	0,01	ABN-Amro
AA0L4R	Put	Telekom Slovenije	700,0500	612,5000	open end	0,01	ABN-Amro
AA0L4Q	Put	Telekom Slovenije	640,0400	560,0000	open end	0,01	ABN-Amro
AA0L4P	Put	Telekom Slovenije	580,0400	507,5000	open end	0,01	ABN-Amro
EB7XWY	Call	Telekom Slovenije	340,0000	370,0000	30. 09. 2008	0,01	Erste Bank

Vir: Boerse Stuttgart, 2007.

Diskontni certifikati

Oznaka	Tip	Osnovni instrument	Kapica (€)	Zapadlost	Udeležb. razmerje	Izdajatelj
RCB7PT	Call	Gorenje	25,04	18. 07. 2008	0,1	Raiffeisen Centrobank
RCB45M	Call	Krka	70,94	21. 12. 2007	0,1	Raiffeisen Centrobank
RCB45L	Call	Krka	62,59	21. 12. 2007	0,1	Raiffeisen Centrobank
RCB7PU	Call	Luka Koper	62,59	18. 07. 2008	0,1	Raiffeisen Centrobank
RCB7PV	Call	Mercator	216,99	18. 07. 2008	0,1	Raiffeisen Centrobank
RCB7PW	Call	Merkur	200,30	18. 07. 2008	0,1	Raiffeisen Centrobank
RCB7PX	Call	Petrol	625,94	18. 07. 2008	0,01	Raiffeisen Centrobank
RCB7PY	Call	Pivovarna Laško	50,08	18. 07. 2008	0,1	Raiffeisen Centrobank
RCB7PZ	Call	Telekom Slovenije	312,97	18. 07. 2008	0,1	Raiffeisen Centrobank

Vir: Boerse Stuttgart, 2007.

Indeksni certifikati

Oznaka	Tip	Osnovni instrument	Zapadlost	Udeležb. razmerje	Izdajatelj
AA0DMM	Call	SBI TOP	open end	0,1	ABN-Amro
RCB7J9	Call	SBI TOP	open end	1	Raiffeisen Centrobank
EB5575	Call	SI Basket	open end	0,1	Erste Bank

Vir: Boerse Stuttgart, 2007.