

Del 4 Emittenten



STRUKTUR
AKADEMIN

EN DEL AV STRUKTURINVEST FONDKOMMISSION



 STRUKTURINVEST
FONDKOMMISSION

Innehåll

Implicita risker och tillgångar	3
Emittenten	3
Obligationer	3
Prissättning på obligationer	3
Effekt på villkoren	4
Marknadsrisk och kreditrisk	4
Implicit kreditrisk	4
Ratinginstituten	4
Cds-marknaden	4
Handla kreditrisk	4
Emittenten och strukturerade produkter	5

Emittenten är mycket viktig för en strukturerad produkt då det är denna som garanterar avkastningen. Emittentens förmåga att fullgöra sina åtaganden påverkar villkoren samt även värdet på placeringen under löptiden. Emittenten har alltså en central roll vid handel i strukturerade produkter.

IMPLICITA RISKER OCH TILLGÅNGAR

Som vi skrivit i tidigare delar av strukturakademien finns det flera implicita risker att ta hänsyn till som investerare. Tidigare nämnda risker är volatilitet, korrelation och aktieutdelningar. Genom att isolera dessa risker och utnyttja dem på rätt sätt, kan man som investerare skapa sig nya möjligheter att tjäna pengar. I den fjärde delen av Strukturakademien lär vi oss genom en förståelse för emittenten i en strukturerad produkt innebörden av begreppet kreditrisk – ett mycket viktigt begrepp för obligationer och i förlängningen strukturerade produkter.

EMITTENTEN

Emittenten är den juridiska entitet som ger ut och garanterar en strukturerad produkt. I en kapitalskyddad placering förbinder sig emittenten att på slutdagen betala investeraren det kapitalskyddade beloppet samt eventuella avkastning från derivatet. I en icke kapitalskyddad placering förbinder sig emittenten att på slutdagen återbetala den avkastning som investeraren enligt placeringen har rätt till. Kapitalskyddet och avkastningsmöjligheten är således beroende av emittentens finansiella förmåga att på slutdagen fullgöra sina åtaganden varför emittenten är viktig för en strukturerad produkt.

OBLIGATIONER

En obligation är en typ av skuldebrev där emittenten, i enlighet med villkoren för obligationen, är skyldig att betala innehavaren ränta samt återbetala det nominella beloppet vid ett senare tillfälle. En obligation är alltså en typ av lån där emittenten under en viss på förhand bestämd tidsperiod lånar pengar av investeraren. Obligationer emitteras vanligen av nationer, kommuner, kreditinstitut och enskilda företag. Det finns i huvudsak två typer av obligationer, kupongobligationer och nollkupongsobligationer. En kupongobligation

PRISSÄTTNING PÅ OBLIGATIONER

Priset för en obligation, dvs. hur mycket obligationer som

måste köpas för att ett visst nominellt belopp skall vara garanterat på slutdagen, beror i huvudsak på fyra faktorer:

Den aktuella riskfria räntan

Löptiden för obligationen

Emittenten och dess kreditrisk samt

Emittentens behov av kapital

En högre ränta leder till ett lägre obligationspris. En lägre ränta leder till ett högre obligationspris. Vid en högre ränta växer investerat kapital snabbare, varför endast en mindre summa behöver placeras för att återfå ett visst nominellt belopp på slutdagen.

En längre löptid leder till ett lägre obligationspris och vice versa. Vid en längre löptid hinner investerat kapital växa mer än under en kortare löptid om räntan är densamma.

En högre kreditrisk gör att obligationen blir billigare då investeraren i en obligation som anses mer riskfylld kompenseras med en högre avkastning än i en obligation med lägre kreditrisk. För en nollkupongsobligation innebär det att det diskonterade priset är lägre. För en kupongobligation innebär det att kupongerna är större.

En emittent som är i behov av kapital är villig att sälja obligationer till en högre ränta (lägre pris om nollkupongsobligation) än en emittent som ej är i behov av kapital. En enkel formel för prissättning av en nollkupongsobligation kan se ut enligt figur 1.

FIGUR 1

$$Pris = \frac{\text{Nominellt Belopp}}{(1+r+\text{spread})^T}$$

Där T är löptiden i år, r är den riskfria räntan och spread är den extra ränta utöver den riskfria räntan som investerare kräver för att köpa obligationer utgivna av en viss emittent.

EFFEKT PÅ VILLKOREN

Utifrån formeln ovan kan utläsas att emittenten alltså har en viktig roll för villkoren i en strukturerad produkt. Efter som obligationspriset avgör hur mycket som finns kvar att investera i optionen så påverkar valet av emittent villkoren för placeringen. En emittent med en större spread ger, allt annat lika, en bättre deltagandegrad och en emittent med en mindre spread ger, allt annat lika, en sämre deltagandegrad. För att få bästa möjliga villkor i en strukturerad produkt bör man som investerare överväga att välja strukturerade produkter innehållande lågt värderade obligationer. Huruvida en obligation är lågt värderad eller inte är inte alltid helt enkelt, men kort kan sägas att av två obligationer med likvärdig kreditrisk som handlas till olika spread så är den med den större spreaden relativt sett lägre värderad.

MARKNADSRISK OCH KREDITRISK

Genom en strukturerad produkt tar investeraren grovt beskrivet två typer av risker. Den ena är marknadsrisken som investeraren accepterar genom den option som skapar den eventuella överavkastningen. Den andra risken är kreditrisken. Kreditrisken är risken att emittenten på slutdagen inte klarar av att uppfylla sina åtaganden att återbetala det kapitalskyddade beloppet samt den eventuella avkastningen. Kreditrisken och förändringen i denna påverkar även investeringens värde under löptiden av placeringen. Individuella företag anses generellt sett ha en högre kreditrisk än till exempel nationer, men från tid till annan stämmer inte denna relation.

IMPLICIT KREDITRISK

Implicit kreditrisk är den kreditrisk som går att observera i marknaden utifrån aktuella nivåer på obligationer och så kallade Credit Default Swaps. Denna implicita kreditrisk är ett mått på marknads förväntningar för en specifik emittent. En indikation om kreditrisken kan också fås från kreditvärdigheten, som är ett betyg som sätts av kreditvärderingsinstitutet.

RATINGINSTITUTEN

Kreditvärderingsinstitut såsom Standard & Poors, Moody's och Fitch är företag som sätter kreditbetyg på bl.a. obligationer och andra typer av skuldebrev. Kreditbetyget är en indikation på kreditrisken i eller för en viss typ av

skuldebrev utgivna av en viss emittent. Betyget, som är satt utefter emittentens förväntade förmåga att återbetala sina skulder, påverkar indirekt priset (spreaden) på obligationen och i förlängningen alltså villkoren på en strukturerad produkt. Viktigt att komma ihåg är att kreditvärderingen är indikativ och subjektiv och att en komplett bild av kreditrisken endast fås om man som investerare själv analyserar obligationen samt studerar hur marknaden upplever kreditrisken.

CDS-MARKNADEN

En Credit Default Swap (CDS) är ett finansiellt kontrakt genom vilket köparen av kontraktet gör ett antal periodvisa betalningar till säljaren och i gengäld erhåller en utbetalning om den underliggande så kallade referensentiteten genomgår ett kreditevent under löptiden av kontraktet. Kontraktet kan således jämföras med en försäkring där köparen försäkrar sig emot att t.ex. en bank som denne lånat ut pengar till, dvs. köpt obligationer eller andra skuldebrev i går i konkurs. Priset, även kallat spreaden, på CDS-kontrakten indikerar hur stor den årliga betalningen är för att skydda en viss summa. En spread på 100 baspunkter innebär att det för en investerare som vill skydda 10 MSEK kostar $1\% \times 10 \text{ MSEK} = 100\,000 \text{ SEK}$ årligen att köpa CDS-kontraktet. Prissättningen av CDS-kontrakten sker i finansmarknaden och nivåerna för kontrakten kan alltså användas som en indikation på marknads förväntningar på kreditrisk. Till exempel så är spreaden för femåriga kontrakt, per 3 mars 2010, ca 100 baspunkter för Ericsson och ca 320 baspunkter för grekiska staten. Bara för att marknaden handlar ett visst CDS-kontrakt på en viss nivå och därigenom bedömer att en viss emittent har en viss kreditrisk betalar inte emittenten nödvändigtvis denna spread på sina obligationer. Om emittenten för tillfället inte har behov av mer kapital betalar denna ofta en lägre spread än vad den rent marknadsmässigt borde.

HANDLA KREDITRISK

Precis som för flera av de andra implicita tillgångsslag vi tidigare gått igenom i strukturakademien så går det att handla tillgångsslaget kreditrisk om man som investerare har en specifik vy på hur denna skall utvecklas. Detta görs, förutom den självklara möjligheten att köpa och sälja obligationer, ofta med hjälp av CDS-kontrakt. CDS-kontraktens konstruktion möjliggör för investerare att handla i både företags och nationers kreditrisk, antingen i ett spekulativt syfte eller för att skydda befintliga innehav i t.ex. obligationer. Köpare av CDS-kontrakt tror på en stigande kreditrisk och större sannolikhet för att ett företag eller en nation skall genomgå ett kreditevent,

samtidigt som säljare tror på en sjunkande kreditrisk och en lägre sannolikhet att ett företag eller en nation skall genomgå ett kreditevent. En investerare som köper ett CDS-kontrakt samtidigt som denne är ägare av obligationer i samma entitet använder CDS-marknaden för att skydda (hedga) sin risk.

EMITTENTEN OCH STRUKTURERADE PRODUKTER

Villkoren i en strukturerad produkt, är som vi sett tidigare, beroende av priset på obligationen samt priset på optionen. Priset på obligationen är i sin tur beroende av löptiden, räntan och kreditrisken. Eftersom dessa tre påverkar obligationen och därmed villkoren vid köp, påverkar de också värdet på placeringen under löptiden. Till exempel så leder en stigande ränta eller en ökande kreditrisk till ett lägre obligationspris (och tvärtom) samt en kortare återstående löptid till ett högre obligationspris. Värdet på en strukturerad produkt kan alltså på grund av stigande (sjunkande) kreditrisk teoretiskt sett sjunka (stiga) trots att den underliggande marknaden som optionen har exponering mot stigit (sjunkit).

