

Del 5 Marknads- warranter och häv- stångs- certifikat



STRUKTUR
AKADEMIN

EN DEL AV STRUKTURINVEST FONDKOMMISSION



STRUKTURINVEST
FONDKOMMISSION



Innehåll

Marknadswarranter och hävstångscertifikat.....	3
Avkastningsgrundande belopp	3
Deltagandegrad	3
Användningsområden	3
Riskhantering och riskreducering	4
Underliggande exponering	4
Prissättning	4
Andrahandsmarknad	5
Värde på slutdagen.....	5
Delta	5
Warranter och emittenten	5

I Strukturakademin del 5 tar vi steget från implicita tillgångar till att studera en specifik grupp av strukturerade produkter – hävstångscertifikat och marknadswarranter. Warranter är finansiella instrument med mycket stora möjligheter att skapa önskvärd exponering och avkastningsprofil, varför de bör finnas med i alla investerarens verktygslåda.

MARKNADSWARRANTER OCH HÄVSTÅNGSCERTIFIKAT

Marknadswarranter och hävstångscertifikat är två olika namn på samma typ av värdepapper. Vi benämner dem i denna del av Strukturakademin hädanefter som warranter. Warranter är finansiella instrument – med av emittenten angivna villkor – som är utställda på och därmed följer en eller flera underliggande tillgångar under en viss på förhand bestämd tidsperiod. Tillgångarna kan vara allting från enskilda aktier till råvaror och olika typer av strategier. Warranter är nära besläktade med optioner, med de huvudsakliga skillnaderna att de inte är standardiserade utan istället skräddarsydda, har en emittent och vanligtvis en längre löptid än optioner. En placering i optioner ger investeraren en möjlighet, men ej skyldighet att köpa (köpoption) eller sälja (säljoption) en underliggande tillgång till ett på förhand bestämt pris på ett visst framtida datum. För denna rättighet betalar köparen en premie till säljaren. Detta kan likställas med teckningskursen för en warrant.

Warranter medför dock, till skillnad från optioner, ingen rätt att köpa den underliggande tillgången på slutdagen. Istället utbetalas en kontant ersättning till investeraren som är direkt baserad på den underliggande marknadens utveckling från start- till slutdag. Det finns två huvudsakliga kategorier av warranter:

- Köpwarranter, som är de mest använda, ökar i värde när den underliggande tillgången stiger i värde.
- Säljwarranter, som i flera fall används för riskreduktion och hedging, ökar istället i värde när den underliggande tillgången sjunker i värde.

AVKASTNINGSGRUNDANDE BELOPP

Warranters konstruktion möjliggör exponering mot önskvärda marknader till ett investeringsbelopp som är lägre än vad som krävs för en likvärdig exponering i till exempel fonder och/eller kapitalskyddade placeringar. Möjligheten att välja marknader och tillgångsslag samt det, i

förhållande till alternativen, låga investeringsbeloppet gör warranterna till attraktiva placeringsinstrument. Ett centralt begrepp, för att jämföra en warrant med andra placeringar, är warrantens avkastningsgrundande belopp. Det avkastningsgrundande beloppet beskriver hur stor den exponering är som investerare erhåller mot den valda marknaden genom att investera i warranten. Vanligtvis är detta 100 000 SEK per warrant, vilket innebär att en investerare som köper en warrant har rätt till en avkastning baserat på en investering om 100 000 SEK (utan att för den skull investera 100 000 SEK).

DELTAGANDEGRAD

Precis som för kapitalskyddade placeringar och indexbevis kan en warrant ha en deltagandegrad som skiljer sig från 100 procent. Vanligtvis är den genom warrantkonstruktionen bestämd till 100 procent, men om marknaden rör sig på ett sätt som gör de underliggande optionerna billigare (dyrare) kan deltagandegraden precis som för kapitalskyddade placeringar och indexbevis höjas (sänkas) även för warranter. För att beskriva den exponering en investerare har i en warrant med en deltagandegrad som skiljer sig från 100 procent multipliceras det avkastningsgrundande beloppet med deltagandegraden.

ANVÄNDNINGSSOMRÅDEN

Warranter ger investeraren ett stort utrymme att anpassa sin portfölj till rådande marknadsförhållanden. Exempelvis kan investeraren genom warranter uppnå exponering mot svåråtkomliga marknader och därigenom åstadkomma en bättre diversifiering i portföljen. Samtidigt kan warranterna användas för att på ett kapitaleffektivt sätt erhålla en viss exponering i marknaden då investeraren, genom den lägre investeringen i en warrant, lösgör kapital för att investera i andra tillgångar. Vid en stark övertygelse om kommande marknadsutveckling, kan warranter även användas för att avsevärt öka exponeringen genom

hävstången, och därmed även potentialen till avkastning (och naturligtvis risken), i portföljen.

RISKHANTERING OCH RISKREDUCERING

Warranter förknippas ofta felaktigt med hög risk eftersom hela det investerade beloppet kan gå förlorat om marknaden utvecklas ogynnsamt. Med rätt strategier för val av warranter kan instrumenten emellertid minska risken i en portfölj snarare än att höja den. En investerare som exempelvis vill ha 100 000 SEK investerade i en tillväxtmarknad kan välja att köpa en fond och/eller aktier för ett värde om 100 000 SEK mot önskad marknad. Alternativt kan samma investerare istället köpa en warrant med ett avkastningsgrundande belopp på 100 000 SEK mot samma marknad för en investering om ca 10 000 – 30 000 SEK (vi återkommer till priser för warranter senare). Därigenom uppnås samma exponering mot önskad marknad, samtidigt som risken är begränsad till den ursprungligt lägre investeringen. Om investeraren sedan tidigare äger fonder/aktier lösgör denna därigenom kapital och kan på så sätt säkra eventuella vinster som kan placeras i andra tillgångar. Investeraren kan även använda warranter för att hedga sina innehav i en portfölj. Vid en tro på negativ marknadsutveckling kan en investerare, istället för att avyttra sina innehav, köpa en säljwarrant som stiger i värde när marknaden faller.

UNDERLIGGANDE EXPONERING

Warranter är strukturerade produkter, vilket gör att möjligheterna för val av underliggande exponering och avkastningskonstruktion är stora. Instrumenten lämpar sig inte bara för att investera på ett kapitaleffektivt sätt, utan också för att kunna skapa exponering mot annars svårtillgängliga marknader. Underliggande exponering för warranter kan vara allting från enskilda aktier, index, råvaror, valutor, räntor och strategier till korgar och/eller kombinationer av samtliga dessa. Begränsningen som finns är att det måste finnas en marknad för den valda exponeringen som utställaren av warranten kan handla på för att hedga sin risk.

PRISSÄTTNING

Prissättning av warranter sker vanligen med hjälp av en Monte Carlo-simulering. Genom simuleringen erhålls ett sannolikhetsviktat nuvärde för warranten baserat på ett antal olika faktorer som påverkar den förväntade utvecklingen för den underliggande marknaden. De huvudkomponenter som vanligen fungerar som indata vid prissättning med hjälp av simulering är:

- Volatilitet
- Löptid
- Terminkurvan (ränta, eventuella utdelningar och forwardpris)
- Valuta
- Avkastningskonstruktion

Högre (lägre) volatilitet har, precis som nämndes i första delen av Strukturakademien, vanligtvis en positiv (negativ) effekt på priset på en warrant. Detta beror på att warranter inte kan anta ett negativt värde men vanligtvis inte heller har någon övre gräns (beroende på avkastningskonstruktion), vilket medför att större prissvängningar resulterar i en högre förväntad avkastning. Som vi skrev i Strukturakademien del 3, har högre (lägre) utdelningar en negativ (positiv) påverkan på köpwarranter och positiv (negativ) inverkan på säljwarranter om den underliggande marknaden är aktier eller aktieindex. En högre (lägre) ränta leder vanligen till ett högre (lägre) pris på warranten. För att förstå varför, kan man jämföra warranten med att istället äga, och därmed finansiera hela investeringen i, den underliggande tillgången. Eftersom det krävs en mindre investering för att med warranten få samma exponering är en investerare villig att betala mer (mindre) för denna möjlighet när räntan är hög (låg). Ju längre löptid en warrant har ju högre pris har den. Detta beror på att sannolikheten ökar för att den underliggande tillgången hinner röra sig långt över startkursen ju längre tid som återstår. Ett valutaskydd kan, beroende på ränteläge, korrelation och volatilitet för de aktuella valutorna, både göra warranterna dyrare och billigare. Om en warrant är valutaskyddad kommer dock valutarörelser ej att påverka placeringens värde under löptiden. Vi kommer att behandla valutaeffekterna mer ingående i ett senare avsnitt av Strukturakademien – håll utkik på vår hemsida! Till sist påverkar även avkastningskonstruktionen priset på en warrant. Med avkastningskonstruktion menas exempelvis raka warranter, select best och warranter på underliggande med en förutbestämd begränsad uppgång, och priset på warranten ändras därmed eftersom avkastningskonstruktionen ändrar den förväntade avkastningen i placeringen.

Parameter	Utveckling	Köpwarrant	Säljwarrant
Underliggande tillgång	↑(↓)	↑(↓)	↓(↑)
Volatilitet	↑(↓)	↑(↓)	↑(↓)
Ränta	↑(↓)	↑(↓)	↓(↑)
Utdelning	↑(↓)	↓(↑)	↑(↓)
Återstående tid	↑(↓)	↑(↓)	↑(↓)

Tabell 1 visualiserar hur warranters pris påverkas av rörelser i de olika parametrarna.

ANDRAHANDSMARKNAD

Värdet på en warrant är under hela löptiden beroende av samma faktorer som används när den initialt prissätts. Därför kan en värdering under löptiden avsevärt skilja sig mot vad som kallas det teoretiska slutvärdet för placeringen. Även om den underliggande tillgången har ökat i värde, behöver en warrant (med en positiv marknadsexponering) inte nödvändigtvis ha stigit i värde. Marknadspriset för en warrant kan till och med sjunka även om marknaden stigit om volatiliteten samtidigt sjunkit och förväntningarna på framtida utdelningar ökat. Det teoretiska slutvärdet för en warrant beskriver vilken utbetalning en investerare i en viss warrant skulle erhålla om det var slutdag för warranten idag. En warrant som t.ex. har 120 procent deltagandegrad mot en marknad som stigit med 30 procent har ett teoretiskt slutvärde på 36 procent (120 procent x 30 procent) av avkastningsgrundande belopp. Det teoretiska slutvärdet kan under löptiden vara både högre och lägre än det aktuella värdet på warranten. Dessa två konvergerar mot varandra ju närmre slutdagen warranten kommer. Precis som för flertalet strukturerade produkter, är warranten i första hand konstruerade för att innehåsa fram till slutdagen för att därigenom få en möjlighet att realisera det teoretiska slutvärdet. De kan dock, under normala marknadsförhållanden, alltid säljas och/eller struktureras om i förtid.

VÄRDE PÅ SLUTDAGEN

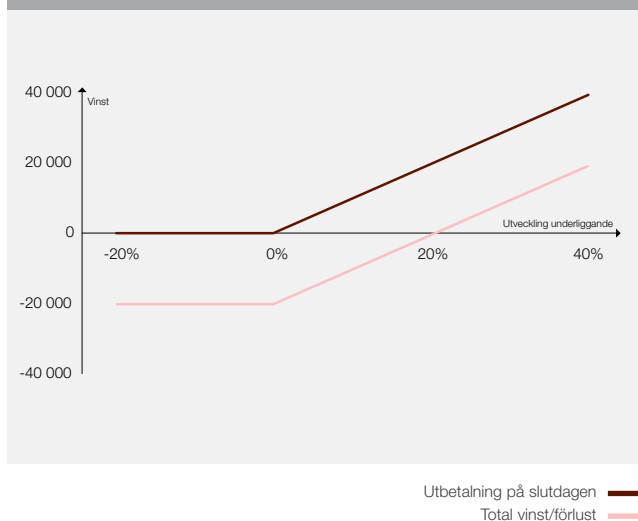
En traditionell köpwarrants värde på slutdagen beror, till skillnad från vid start och under löptiden, enbart på fyra variabler - starkurs och slutkurs för underliggande marknad samt deltagandegrad och avkastningsgrundande belopp enligt figur 1 (där AB är avkastningsgrundande belopp och DG är deltagandegrad):

FIGUR 1

$$Pris = AB \times DG \times \max \left[\frac{Slutkurs - Startkurs}{Startkurs}; 0 \right]$$

I figur 2 nedan fås en uppfattning om hur utbetalningen och vinsten kan se ut för en warrant på slutdagen. I exemplet antas en warrant med avkastningsgrundande belopp om 100 000 SEK, en deltagandegrad om 100 procent samt en teckningskurs om 20 000 SEK (exklusive courtage).

FIGUR 2



DELTA

Eftersom det med bland annat tidigare nämnda parametrar går att räkna fram en warrants teoretiska värde, så är det naturligtvis även möjligt att beräkna hur värdet på warranten ändras om det sker en förändring i någon av de tidigare nämnda parametrarna. Med hjälp av de så kallade känslighetsmått (delta, vega, gamma, theta och rho) kan investeraren uppskatta hur priset på en warrant påverkas när någon av parametrarna (priset på underliggande, volatiliteten, deltat självt, tiden eller räntan) förändras. Det för många mest välkända/användbara känslighetsmättet är delta. Deltat förklarar ungefär hur mycket en warrants pris förändras när den underliggande tillgången rör sig 1 procent. Deltat är även ett mått på sannolikheten att den underliggande tillgången ligger över (under) sin startkurs på slutdagen. Delta för traditionella köpwarranter antar värden mellan 0 och +1 och för säljwarranter värden mellan -1 och 0. Ett delta på 0,5 innebär att en köpwarrant med ett avkastningsgrundande belopp på 100 000 SEK bör stiga med ca 500 SEK i värde om den underliggande marknaden stigit med 1 procent. Om priset på den underliggande tillgången är under lösenkursen/startkursen (out-of-the-money), är deltat lägre än om priset är över lösenkursen/startkursen (in-the-money). Deltat ökar alltså placeringens känslighet mot marknadsrörelser när den underliggande marknaden stiger och minskar känsligheten när den underliggande marknaden faller. I de fall när den underliggande tillgången befinner sig kring lösenpriset (at-the-money) är deltat vanligen runt 0,5 för köpwarranter och -0,5 för säljwarranter. Detta innebär i teorin att en vanlig warrant initialt rör sig ungefär hälften mot vad den underliggande marknaden gör (bortsett från effekterna av de andra parametrarna). För warranter med råvaror (och andra mer

alternativa/ exotiska tillgångar) som underliggande kan deltat i större utsträckning initialt skilja sig från 0,5 än vad det vanligtvis gör för till warranter på exempel aktier och aktieindex. Detta beror främst på att de är tillgångar som det kan finnas flera varianter av. Det finns exempelvis bara en typ av Ericsson B-aktier, men det går att köpa olja för leverans idag, imorgon, om 3 månader och om 1 år. Beroende på priserna på dessa framtida leveranser (forwardpriset) relativt priset idag (spotpriset) kan deltat vara både högre och lägre än 0,5. Deltat påverkas också av avkastningskonstruktionen i den aktuella warranten. En traditionell köpwarrant har som tidigare skrivet oftast ett initialt delta på ca 0,5. Omavkastningskonstruktionen är av typen select best eller innehåller begränsningar i uppgången för de individuella tillgångarna i en underliggande korg är deltat dock lägre än så. För att få ett delta som är högre än 0,5 måste investeraren antingen köpa warranter som redan från början är in-the-money eller har en deltagandegrad som är högre än 100 procent. Detta gör dock warranten dyrare eftersom sannolikheten att warranten har ett högre värde på slutdagen då ökar.

WARRANTER OCH EMITTENTEN

Precis som för kapitalskyddade placeringar och indexbevis har warranter en emittent. Som vi skrev i förra delen av Strukturakademin är emittenten är den juridiska entitet som ger ut och garanterar en strukturerad produkt. I en icke kapitalskyddad placering, så som warranter, förbinder sig emittenten att på slutdagen återbetala den avkastning som investeraren enligt placeringen har rätt till. Avkastningsmöjligheten är således beroende av emittentens finansiella förmåga att på slutdagen fullgöra sina åtaganden, varför emittenten är viktig även för icke kapitalskyddade placeringar.

