

Del 13 Andra- hands- marknaden



STRUKTUR
AKADEMIN

EN DEL AV STRUKTURINVEST FONDKOMMISSION

 STRUKTURINVEST
FONDKOMMISSION



Innehåll

Produktens värde på slutdagen	3
Produktens värde under löptiden	3
Köp- och säljspread	3
Obligationspriset under löptiden	4
Optionspriset under löptiden	4
Fler strukturer	5
Teoretiskt slutvärde	5
Vinstsäkring.....	6

Strukturerade placeringar har en förutbestämd löptid och är framtagna för att i första hand innehas fram till slutdagen. Under normala marknadsförhållanden är det dock möjligt att sälja placeringarna i förtid. Beroende på placeringens konstruktion och den underliggande marknaden kan det ibland till och med vara mer lämpligt att sälja eller omstrukturera placeringen i förtid. I Strukturakademin del 13 tittar vi närmare på vad som påverkar värdet på en strukturerad placering under löptiden och beskriver kort hur andrahandsmarknaden fungerar.

PRODUKTENS VÄRDE PÅ SLUTDAGEN

På slutdagen beräknas placeringens avkastning genom en på förhand bestämd formel och är endast beroende av de förutbestämda villkoren för placeringen, utvecklingen i den underliggande exponeringen (marknaden/marknaderna), och i vissa fall även utvecklingen i en eller flera olika valutor. Det är också först på slutdagen som kapitalskyddet i en kapitalskyddad placering träder i kraft. Detta då kapitalskyddet skapas genom att en del av det investerade kapitalet placeras i en nollkuponobligation som – vilket namnet tydligt beskriver – inte betalar några kuponger utan istället köps till en kurs som understiger den till viken obligationen förfaller på slutdagen. Det är alltså inte förrän på slutdagen som obligationens värde har uppnått obligationens nominella värde och därmed gäller inte placeringens 100-procentiga kapitalskydd förrän på slutdagen.

Utbetalningen i en "vanlig" kapitalskyddad placering kan på slutdagen beskrivas med formeln:

$$Utbetalning = NB + NB \times DG \times MAX(0; Marknadsutveckling)$$

Där NB är nominellt belopp och DG är deltagandegrad.

Formeln max av noll och marknadsutveckling beskriver att placeringens marknadsexponering på slutdagen alltid är det största av noll och marknadsutvecklingen – och alltså ej kan bli negativ.

PRODUKTENS VÄRDE UNDER LÖPTIDEN

Den strukturerade placeringens värde under löptiden beror på dess konstruktion, ingående komponenter och vedertagna värderingsmodeller för dessa komponenter (optioner och obligationer). De ingående komponenternas värde bestäms med hjälp av använda värderingsmodeller och baseras på aktuella marknadsrörelser. Det är emittenten som under löptiden, via produktarrangören, ställer marknadskurserna. Priserna som publiceras via arrangörerna är vanligen indikativa och den faktiska säljkursen kan vid försäljning skilja sig från indikativa värden. Slutlig säljkurs beror på värdet på placeringen och köp/sälj-spreaden på placeringen.

KÖP- OCH SÄLJSREAD

Handel med finansiella instrument (och även andra produkter) sker så snart köpare och säljare möts och alltså kommer överrens om ett pris till vilket den specifika transaktionen skall se. Köparna erbjuder köpkurser (BID) och säljarna erbjuder säljkurser (ASK). Skillnaden mellan köp- och säljkurserna benämns spread (Bid – Ask Spread) och denna beskriver något förenklat hur likviditeten i den aktuella marknaden ser ut.

Spreaden är den kostnad som en investerare betalar om denna köper ett värdepapper till säljkursen (ASK) i marknaden för att sedan direkt sälja samma värdepapper till köpkursen (BID). För exempelvis Ericsson B, som är en mycket likvid aktie på Stockholmsbörsens Large Cap-lista, är denna per januari 2012 ca 0,1% under normala marknadsförhållanden. För RnB, en aktie på small cap-listan, är samma spread ca 1,5% och för Micropos Medi-

cal på Aktietorget är spreaden hela 25%¹.

Spreaden är beroende av likviditeten i underliggande instrument och för strukturerade placeringar kan detta översättas i komplexiteten i konstruktionen på placeringen tillsammans med hur exotisk den underliggande marknaden är. En komplicerad strukturerad placering handlar normalt till en större spread än en mindre komplicerad. En strukturerad placering med exponering mot en exotisk marknad handlar på samma sätt normalt till en högre spread än en mindre exotisk marknad.

Spreaden för ett finansiellt instrument är inte heller alltid konstant. Ett och samma finansiella instruments spread varierar ofta med volatiliteten i det underliggande instrumentet. En volatil marknad leder vanligtvis till en större spread samtidigt som en lugnare marknad leder till en mindre spread.

Eftersom en strukturerad placering består av en obligation och en option tillsammans beror spreaden i placeringen på summan av spreaden i optionen och i obligationen tillsammans. Om en mer riskfylld obligation (hög volatilitet och sämre kreditrating) kombineras med en exotisk marknad för optionen blir spreaden alltså större än om en obligation med låg risk (låg volatilitet och högre kreditrating) kombineras med en mycket likvid marknad för optionen.

En strukturerad placering som tecknas vid start till säljkurs kan alltså, precis som samtliga andra finansiella instrument, säljas tillbaka till aktuell köpkurs. Kostnaden för detta blir då skillnaden i köp- och säljkurs – dvs. spreaden.

OBLIGATIONSPRISET UNDER LÖPTIDEN

Värdet på obligationen under löptiden bestäms något förenklat av den återstående löptiden, marknadsräntan och emittentens kreditrisk och deras eventuella behov av kapital.

- Återstående löptid. Obligationen stiger i värde i takt med att slutdagen närmar sig. Priset på en nollkuponobligation beräknas som nuvärdet av det nominella belopp som betalas ut då obligationen förfaller. I takt med att den återstående löptiden krymper minskar således skillnaden mellan värdet idag och värdet på slutdagen.
- Räntan. Räntan anger vilken diskonteringsfaktor som ska användas vid nuvärdesberäkningen. Ju högre räntan är desto större är skillnaden mellan värdet idag och värdet på slutdagen, vilket betyder att en

stigande ränta leder till ett fallande obligationspris och vice versa.

- Emittentens kreditrisk. En högre kreditrisk innebär att marknaden ser en högre risk att emittenten inte kommer kunna fullfölja sina åtaganden på förfalldagen. En emittent med högre risk måste kompensera investeraren med en högre ränta, vilket medför att en höjd kreditrisk leder till ett fallande obligationspris och vice versa.
- Behov av kapital. Emittentens kreditbetyg hänger inte alltid nödvändigtvis ihop med emittentens behov av kapital. En emittent med stort behov av kapital är mer villig att betala en högre ränta på utställda obligationer än en emittent som inte har ett lika stort behov av kapital. Ökar emittentens behov av kapital kan således obligationspriset falla.

Viktigt att komma ihåg är att obligationen inte har någon koppling till den underliggande tillgången och påverkas därmed inte av marknadsutvecklingen.

OPTIONSPRISET UNDER LÖPTIDEN

Värdet på optionen under löptiden beror något förenklat bland annat på utvecklingen i den underliggande marknaden, volatiliteten, räntan och eventuella utdelningar (aktier och aktieindex). Nedan beskrivs påverkan på optionspriset för en "vanlig" köpoption beroende på underliggande marknadsrörelser.

- *Utvecklingen i underliggande marknad.* För en köpoption leder en positiv marknadsutveckling till en stigande optionspris och för en säljoption gäller det motsatta. Optionens delta bestämmer hur mycket optionspriset förändras när priset på den underliggande tillgången förändras och beror bland annat på vilken typ av option som används.
- *Volatilitet.* En stigande volatilitet leder till ett stigande optionspris eftersom sannolikheten för extrema positiva utfall på slutdagen ökar. Eftersom värdet på optionen inte kan bli negativt ökar den potentiella uppsidan, men inte nedsidan, när volatiliteten stiger.
- *Räntan.* En högre ränta leder normalt sett till ett högre optionspris. Att äga en köpoption kan likställas med att äga den underliggande tillgången, men med skillnaden att en direktinvestering i den underliggande tillgången kräver att köpet finansieras. En högre finansieringskostnad gör det mer attraktivt att investera i optionen istället, och därmed stiger optionspriset. Räntan är samtidigt, tillsammans med eventuella utdelningar, en drivande faktor i det framtida förväntade priset (forwardpriset) för den underliggande tillgången. En högre ränta ger ett högre forwardpris, allt

1) Källa: Avanza, www.avanza.se. Aktier har valts slumpmässigt för att påvisa skillnader i spread beroende på likviditet mellan de olika aktielistorna. Det finns aktier med både mindre och större spread på respektive lista än valda exempel.

annat lika, och alltså en dyrare option.

- *Utdelningar.* Höjda utdelningar leder normalt till lägre optionspriser. Eftersom innehavaren av en option, till skillnad från innehavaren av en aktie, inte får ta del av utdelningar, kräver innehavaren av optionen kompensation för uteblivna utdelningar.

FLER STRUKTURER

För mer komplexa strukturer är också värderingarna på andrahandsmarknaden ofta mer komplicerade.

- *Fixed Best.* Fixed best strukturer följer utvecklingen i en korg av tillgångar där ett visst antal av de underliggande tillgångarna har en förutbestämd avkastning. Den faktiska utvecklingen i de underliggande med bäst utveckling är således inte direkt relevant eftersom dessa redan är kända. Under löptiden styrs därför värderingen på andrahandsmarknaden framförallt av utvecklingen av de underliggande med sämst utveckling samt korrelationen mellan de underliggande tillgångarna i korgen.
- *Indexbevis.* Optionsdelen i placeringar med en riskreducering, som till exempel indexbevis, konstrueras av en kombination av köp- och säljoptioner där en utställd säljoption med barriär (se Strukturakademins del 7) skapar placeringens riskreducering. En placering mot en korg av ett flertal underliggande tillgångar har ofta en riskreducering kopplad till utvecklingen i den tillgång med sämst utveckling i korgen. Säljoptionen är alltså då utställd på den tillgång med sämst utveckling i korgen och inte på korgen som helhet.

Värdet under löptiden bestäms som tidigare nämnt av värdet av placeringens komponenter och man måste därför både ta hänsyn till köpoptionens utveckling (korgutvecklingen) och säljoptionens utveckling (utvecklingen i sämsta tillgången). Har en tillgång i korgen fallit påverkar det marknadsvärdet då sannolikheten att säljoptionen har ett värde på slutdagen ökar. Har exempelvis korgen stigit i värde, men den tillgång med sämst utveckling samtidigt sjunkit, kan placeringens värde ha sjunkit trots att marknaden vid en första anblick utvecklats positivt. Utvecklingen i den tillgång med sämst utveckling kan alltså bidra negativt till utvecklingen i underliggande marknad även innan barriären har brutits. På slutdagen har emellertid utvecklingen i sämsta tillgång ingen påverkan på avkastningen förrän barriären faktiskt har brutits.

- *Autocalls.* Värdet på en traditionell autocall styrs enbart av utvecklingen i den tillgång med sämst utveckling, då det är den som avgör om villkoren för förtida förfall, eventuell kupongutbetalning och återbetalning på slutdagen. Värdet på andrahandsmark-

naden styrs därför också till stor del just av utvecklingen av den tillgång som utvecklats sämst. Liksom i ett indexbevis kan nedgångar därför få stor effekt på andrahandsmarknadsvärdet också innan en barriär har brutits.

TEORETISKT SLUTVÄRDE

Vid värderingar under löptiden anges ofta utöver marknadsvärdet även det teoretiska slutvärdet. Det teoretiska slutvärdet anger hur mycket produkten skulle betala ut om det vore slutdag idag, dvs utbetalning givet den aktuella utvecklingen i den/de underliggande tillgången/tillgångarna. Värdet beräknas genom att sätta in marknadsutvecklingen i formeln för utbetalning på slutdagen.

Antag att en marknadswarrant på OMXS 30 Index har en löptid på tre år och tecknades för 15 000 kr exklusive courtage. Warrantens avkastning på slutdagen beräknas enligt följande formel:

$$\text{Avkastningsgrundande belopp} \times \text{deltagandegrad} \times \text{MAX}(\text{Indexutveckling}; 0)$$

Där det avkastningsgrundande beloppet är 100 000 kr per warrant och deltagandegraden är 100 %.

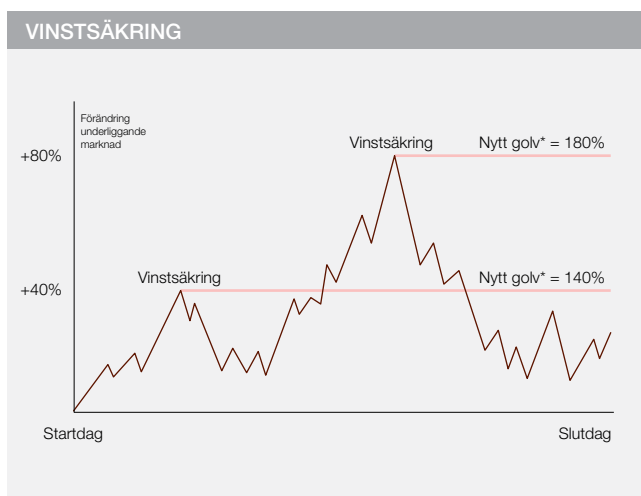
Efter ett år har underliggande marknad fallit 5 % sedan startdagen. Sätter vi in -5 % i formeln ovan ser vi att det teoretiska slutvärdet är noll, vilket innebär att ingen utbetalning skulle ske om det vore slutdag idag. Det aktuella marknadsvärdet är dock inte noll eftersom warrantens värde idag inte är noll, utan speglar utvecklingen i tidigare nämnda parametrar som påverkar optionspriserna.

Antag istället att det varit ett bra börsår och att indexet efter ett års löptid har stigit med 30 %. Det teoretiska slutvärdet beräknas med hjälp av formeln till 30 000 kr och anger att investeraren om det vore slutdag idag skulle få tillbaka dubbelt så mycket som han eller hon betalade för warranten. Detta betyder dock inte att det aktuella marknadsvärdet har stigit med lika mycket.

En investerare som har för avsikt att hålla placeringen till slutdagen fäster normalt större vikt vid det teoretiska slutvärdet än vid det aktuella marknadsvärdet.

VINSTSÄKRING

För kapitalskyddade placeringar kan det efter en tids kraftig värdestegring finnas skäl att säkra hem en vinst, om placeringens aktuella marknadsvärde befinner sig långt över den nivå som är kapitalskyddad på slutdagen. Genom att avyttra placeringen i förtid och återinvestera kapitalet i en ny motsvarande placering, kan nivån för det kapitalskyddade beloppet höjas (därigenom sänks risken), samtidigt som en fortsatt tillväxtpotential möjliggörs. Genom aktiv förvaltning med kapitalskyddade placeringar och kontinuerlig vinsthemtagning kan det skyddade kapitalet stegvis höjas ("vinsthemtagningstrappa").



OMVÄND VINSTSÄKRING

Vid en omvänd vinstsäkring avyttras en kapitalskyddad placering, i vilken underliggande marknad fallit, i förtid och kapitalet återinvesteras i en ny strukturerad placering. Skälet för detta kan vara att man bedömer att det kapital som därmed frigörs har bättre förutsättningar till avkastning i en ny placering. En kapitalskyddad placering kan aldrig vara mindre värd än värdet i den underliggande obligationen. Vid en kraftig nedgång i en marknad kommer den förlust som uppstår i den kapitalskyddade placeringen att vara mindre än om kapitalet hade direktinvesterats i den underliggande marknaden. Genom att i det läget göra en omvänd vinstsäkring återinvesteras kapitalet till aktuella indexnivåer och en efterföljande uppgång i marknaden får därmed fullt genomslag på det återinvesterade beloppet.

