

Vysoká škola ekonomická v Praze
Fakulta financí a účetnictví



BAKALÁŘSKÁ PRÁCE

2012

Jana Rychtaříková

Vysoká škola ekonomická v Praze
Fakulta financí a účetnictví
Katedra bankovníctví a pojišťovnictví
Studijní obor: Finance



Analýza investičních certifikátů na českém trhu

Autor bakalářské práce:

Jana Rychtaříková

Vedoucí bakalářské práce:

doc. RNDr. Jarmila Radová, Ph.D.

Rok obhajoby:

2012

Čestné prohlášení:

Prohlašuji, že bakalářskou práci na téma „Analýza investičních certifikátů na českém trhu“ jsem vypracovala samostatně a veškerou použitou literaturu a další prameny jsem řádně označila a uvedla v příloženém seznamu.

V dne.....

podpis

Poděkování

Na tomto místě bych ráda poděkovala paní doc. RNDr. Jarmile Radové, Ph.D. za vedení mé bakalářské práce, její odbornou pomoc a cenné rady, které mi pomohly při zpracování bakalářské práce.

Anotace

Tato bakalářská práce se zabývá investičními certifikáty na českém burzovním trhu. Nejprve se vypořádává s charakteristikou několika základních druhů certifikátů se zaměřením na druhy, které se obchodují právě v České republice. Jsou zde popsány hlavní rysy jejich fungování a vztah k podkladovému aktivu. Výnosnost je pro přehlednost vždy znázorněna grafem. V prakticky orientované části jsou nejprve představeny certifikáty kótované na Burze cenných papírů Praha a.s. z hlediska jejich základních vlastností jako jsou data emise a splatnosti, emitent, poměr odběru a podkladové aktivum. Poslední kapitola se pak věnuje výnosnosti jednotlivých certifikátů ve vzájemné komparaci a srovnání s přímou investicí do podkladového aktiva. Nechybí ani zmínka o historické zkušenosti s již splacenými certifikáty.

Obsah

Úvod.....	6
1 Charakteristika investičních certifikátů	7
1.1 Druhy investičních certifikátů	8
1.1.1 Indexové certifikáty	8
1.1.2 Basket certifikáty	9
1.1.3 Diskont certifikáty.....	9
1.1.4 Bonus certifikáty	10
1.1.5 Sprint certifikáty.....	11
1.1.6 Outperformance certifikáty	12
1.1.7 Garantované certifikáty	13
1.1.8 Airbag certifikáty	13
1.1.9 Turbo certifikáty.....	14
1.2 Právní úprava investičních certifikátů	15
2 Nabídka certifikátů na českém burzovním trhu	17
2.1 Indexové a komoditní certifikáty.....	17
2.2 Basket certifikáty	18
2.3 Diskont certifikáty	19
2.4 Bonus certifikáty	19
2.5 Garantované certifikáty	20
2.6 Turbo certifikáty	20
3 Srovnání certifikátů na českém trhu	22
3.1 Diskont certifikáty	22
3.2 Bonus certifikáty	23
3.3 Garantované certifikáty	25
3.4 Turbo certifikáty	27
3.5 Historická zkušenost s certifikáty na českém trhu	27
Závěr	29
Seznam použité literatury.....	30
Seznam tabulek	32
Seznam grafů.....	32

Úvod

Kapitálové trhy v současné době nabízí mnoho instrumentů, pomocí kterých je možné zhodnotit volné peněžní prostředky. Jedním z novějších produktů, který se v posledních letech objevuje na trhu, jsou investiční certifikáty. Právě tomuto nástroji jsou věnovány následující stránky.

Díky své strukturované povaze mohou investiční certifikáty nabýt nejrůznějších vlastností. Teorie rozlišuje několik základních druhů, jejichž charakteristika je obsažena v první kapitole. S ohledem na geografické zaměření této práce je pozornost orientována zejména na typy certifikátů, které se obchodují na českém trhu. Rozmanitost investičních certifikátů je ve světovém měřítku daleko širší. Je totiž v rukou emitenta, jak se rozhodne nastavit vlastnosti svého produktu. Omezen je pouze poptávkou a právním rámcem, v němž se pohybuje. Právní úprava je proto věnován závěr kapitoly.

Investiční certifikáty jsou obchodovány jak na burze, tak i mimo regulovaný trh. Vzhledem k rozsahovým možnostem práce je však mimoburzovní obchodování opominuto. Druhá kapitola postupně v členění podle druhů představuje certifikáty, které jsou aktuálně kótovány na burze. Zabývá se vlastnostmi jednotlivých certifikátů kromě výnosnosti, které je věnována až kapitola třetí. V ní jsou srovnány výnosové možnosti jednotlivých certifikátů vzájemně mezi sebou, ale také v komparaci s přímými investicemi do podkladových aktiv, na nichž jsou certifikáty založeny. Kapitulu třetí zakončuje oddíl hodnotící výsledky již splacených certifikátů.

Tato práce si dává za cíl shrnout základní znaky a druhy investičních certifikátů, popsat jejich fungování a představit současnou nabídku těchto instrumentů na českém burzovním trhu. Snaží se identifikovat výhody, které certifikáty nabízí a zároveň upozornit na možná rizika, která jsou s nimi spojená. Jedná se spíše o prvotní přiblížení tématu, než o zevrubnou analýzu problematiky.

1 Charakteristika investičních certifikátů

Investiční certifikáty patří mezi strukturované finanční instrumenty. Jedná se o dlužní úpisy založené na určitém podkladovém aktivu. Tím mohou být jak jednotlivé akcie či komodity, tak i akciové koše, burzovní indexy, měny atp. Investiční certifikáty jsou emitovány finančními institucemi, zejména bankami, které přicházejí na trh se stále novými produkty, které lépe odpovídají poptávce investorů. Původně investiční certifikát vznikl na německém trhu, kde je zatím nejrozšířenější. Druhý největší trh s certifikáty je v Hong Kongu, třetí pak ve Švýcarsku. Téměř se nevyskytuje ve Spojených státech amerických, kde existuje určitá forma garantovaných investičních certifikátů, která je však vnímána jako depozitní nástroj s příslušnou úrokovou mírou.¹

Investiční certifikáty jsou obchodovány jak na burze, tak i mimoburzovně. Cena tohoto instrumentu se odvozuje od ceny podkladového aktiva. Splatnost je určena emitentem, ale v současné době se taktéž objevují certifikáty typu open-end s nestanovenou dobou splatnosti.

Díky své struktuře mají investiční certifikáty vlastnosti dluhopisů, ale i derivátů.² Mezi jejich specifika a přednosti patří zejména transparentnost, to znamená, že investor zná jak cenu instrumentu, tak podkladového aktiva většiny certifikátů. Likvidita je zajištěna samotným emitentem, který se zavazuje dělat svému produktu market-making. Certifikáty mohou dosahovat výnosu i při mírně klesajícím trhu, což je způsobeno mimo jiné i tím, že podléhají měkčí právní úpravě například oproti podílovým fondům. Díky svým hodnotám jsou přístupné i malým investorům. Jejich cena se pohybuje od 10 do 100 EUR za kus. S investičními certifikáty jsou také spojeny nižší náklady, neboť se většinou jedná o pasivní investice, a tak s sebou nenesou náklady na aktivní správu investic. S ohledem na to, že se jedná o dluhový nástroj, jedním z faktorů je také rating emitenta a jeho schopnost splácet. De facto jde o komplikovanější instrument, který klade požadavky na zkušenost a znalost investora.

Současným trendem při používání certifikátů je dosáhnout diverzifikace rizika, zajištění se proti měnovým pohybům, optimalizace výnosů a zajištění kompletní správy portfolia pomocí jednoho cenného papíru.³

Podle závislosti pohybu cen certifikátů na pohybu ceny podkladového aktiva lze rozdělit certifikáty na investiční certifikáty pákové a nepákové. Cena nepákových investičních certifikátů se pohybuje ve stejném rozsahu jako podkladové aktivum a ve stejném (v případě call certifikátů), respektive opačném (v případě put certifikátů) směru.

¹ Matyáš (2010, s. 20).

² Veselá (2011, s. 268).

³ Chovancová (2006, s. 389-390).

Pákové investiční certifikáty představují rizikovější formu, neboť vývoj jejich cen je relativně větší než vývoj cen podkladových aktiv. Zisk nebo ztráta těchto instrumentů je tedy násobena pákovým efektem.

1.1 Druhy investičních certifikátů

Možnost kombinace pákových a nepákových efektů dala vzniknout různým druhům investičních certifikátů. Ty můžeme zařadit do jednotlivých skupin podle garance vloženého kapitálu. První skupinou jsou investiční certifikáty bez garance investovaného kapitálu. Sem patří indexové, basket, sprint, outperformance a turbo certifikáty. Další skupinou jsou investiční certifikáty s částečnou garancí investovaného kapitálu, kam zahrnujeme diskontované, bonusové a airbag certifikáty. Poslední skupina je reprezentována certifikáty s plnou garancí investovaného kapitálu, jejichž zástupcem jsou garantované certifikáty. V následujících částech budou rozebrány jednotlivé typy certifikátů.

1.1.1 Indexové certifikáty

Podkladovým aktivem indexových certifikátů jsou celé indexy, ať už jde o indexy akciové, dluhopisové, komoditní nebo odvětvové.⁴ Obvykle se jedná o nepákové certifikáty, jejichž cena se mění přímo úměrně pohybu podkladového indexu. Certifikáty jsou vydávány v předem stanoveném emisním poměru. Tzn. má-li index hodnotu 6 000 bodů a emisní poměr je 1:100, cena certifikátu je 60 Kč. Ve stejném poměru se pak odráží změny hodnot. Klesne-li například hodnota indexu o 500 bodů, poklesne cena certifikátu o 5 Kč.

Indexové certifikáty umožňují investorovi pomocí jednoho instrumentu vytvořit portfolio, které přesně kopíruje složení indexu. To je výhodné jednak díky úspoře času a transakčních nákladů, které tím investor dosáhne.⁵ Druhým důvodem je dlouhodobá zkušenost, že jen málokterý investor dokáže vytvořit portfolio, které je výnosnější než benchmark, proto se většinou investice přímo do průměru vyplatí.

Indexové certifikáty se vyskytují ve dvou hlavních formách, a to jako růstové (performance) nebo cenové (price). V případě růstového certifikátu jsou investorovi připisovány dividendy, zatímco u cenového si je emitent ponechává za poskytnutí slevy. Ta ovšem nikdy nedosahuje výše dividendy.

Různá je i velikost spreadu. Ten je ovlivňován zejména likviditou instrumentu. Můžeme si povšimnout, že u nejvíce obchodovaných certifikátů je téměř zanedbatelný (okolo 0,1%), zatímco u méně obvyklých instrumentů se pohybuje okolo 5-7%.⁶

Na grafu 1 je vztah podkladového indexu a indexového certifikátu vyobrazen pro zjednodušení v poměru 1:1. Na ose y sledujeme vývoj zisků a ztrát v závislosti na

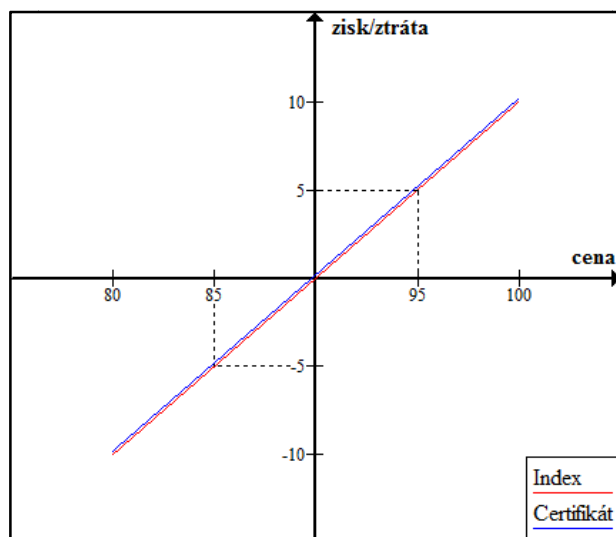
⁴ Veselá (2011, s. 268).

⁵ Veselá (2011, s. 269).

⁶ Svoboda (2001, s. 69).

změnách ceny instrumentů. Předpokládáme nákup certifikátu za 90 jednotek při hodnotě indexu 90 bodů. Proto při realizační ceně 90 jednotek nedochází k žádnému zisku ani ztrátě. Při poklesu indexu 5 bodů, dochází ke ztrátě ve výši 5 jednotek, při růstu naopak k zisku ve stejné výši.

Graf 1



Zdroj: Vlastní zpracování

V případě, že investor investuje v cizí měně, podstupuje i kursové riziko. To může být eliminováno nákupem certifikátů, které jsou proti kursovému riziku pojištěny. Jedná se o tzv. Quato-certifikáty.⁷ Toto jištění funguje proti volatilitě kursu, takže se takto investor může i připravit o kursový zisk, kterého by dosáhl v případě příznivého vývoje kursu.

1.1.2 Basket certifikáty

Tyto certifikáty se skládají z koše cenných papírů, jehož složení vytvořil emitent. Většinou se jedná o akcie podniků z jednoho odvětví, či území. Je proto vhodný pro investory, kteří očekávají růst určité oblasti (ať už geografické či ekonomické) a nepřejí si investovat do jednotlivých firem. Tento certifikát jim umožní diverzifikovat riziko případných ztrát jedné společnosti na jinak úspěšném trhu.

1.1.3 Diskont certifikáty

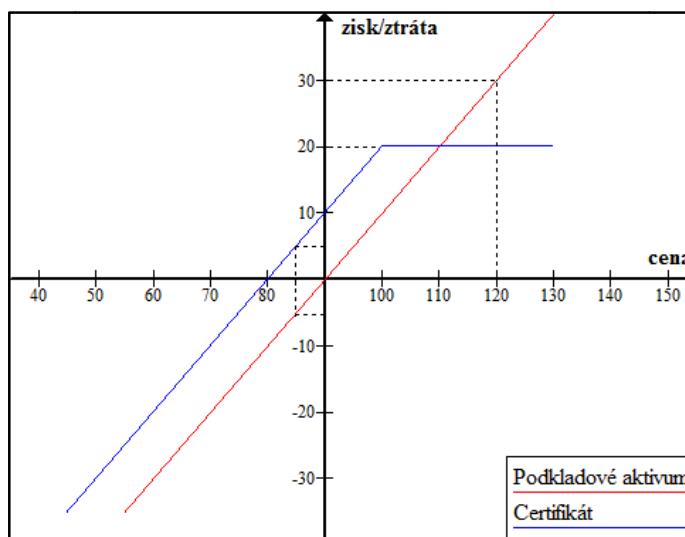
Jak název napovídá, diskont certifikáty se prodávají za cenu nižší, než dosahuje podkladové aktivum. Splatnost mívají od 3 měsíců do 3 let. Zároveň je stanovena hodnota cap, která představuje nejvyšší možný výnos. To znamená, že pokud je v době splatnosti cena podkladového aktiva vyšší nebo na stejné úrovni jako cap, bude vyplacena hodnota ve výši cap. V případě, že je hodnota podkladového aktiva nižší, je

⁷ Svoboda (2001, s. 68).

zúčtována tato cena. Je tak omezen výnos, kterého lze dosáhnout. Výhoda spočívá v tom, že je možné dosáhnout zisku i v případě, že podkladové aktivum stagnuje, nebo dokonce mírně klesne. Ztráta nastane až v případě, že se cena podkladového aktiva sníží o více než diskont. Emitent proto při emisi diskont certifikátu používá kupní opce. Nakoupí podkladové aktivum a zároveň prodá kupní opci ve výši diskontu.⁸

Jak je vidět na grafu 2, který splňuje stejné předpoklady o emisním poměru, osách a ceně podkladu v době nákupu jako graf 1, certifikát byl nakoupen s diskontem ve výši 10 jednotek. To umožňuje investorovi realizovat zisk ve výši 10 jednotek ve chvíli, kdy bude v době splatnosti podkladové aktivum stále na 90 jednotkách. Přímá investice by znamenala nulový výnos. Dokonce i při poklesu ceny na 85 bude investor realizovat zisk ve výši 5 jednotek. Investice do certifikátů by byla oproti přímé investici nevýhodná pouze v případě prudkého zhodnocení kursu na více než 110 jednotek, což je hodnota cap. Jak je znázorněno na grafu, při ceně 120 je zisk z certifikátu stále jen ve výši 20 jednotek, zatímco podkladové aktivum se zhodnotilo o 30 jednotek.

Graf 2



Zdroj: Vlastní zpracování

1.1.4 Bonus certifikáty

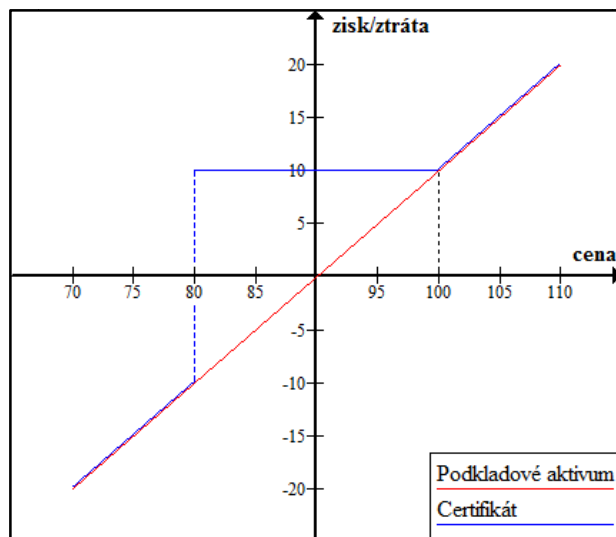
Bonus certifikáty mají jako podkladové aktivum nejčastěji index nebo akcie. Investor na počátku zaplatí nominální hodnotu certifikátu. Zároveň je stanovena výše bonusu a ochranná bariéra, která představuje minimální hranici, jíž se certifikát nesmí během svého života dotknout. Pokud se certifikát během svého života dotkne této hranice nebo klesne pod ni, bude v době splatnosti vyplacena cena, kterou bude mít podkladové aktivum. V opačném případě bude vyplacena buď nominální hodnota certifikátu a k ní navíc bonus, nebo cena podkladového aktiva za předpokladu, že bude vyšší.

Tyto certifikáty jsou vhodné při spekulaci na stagnaci, mírný růst nebo i prudký vzestup. Současně představují zajištění proti ztrátám při mírném poklesu ceny aktiva.

⁸ Chovancová (2006, s. 394).

Na grafu 3 je zobrazen vývoj bonus certifikátu, který má stanoven bonus level ve výši 100 jednotek a ochrannou bariéru 80 jednotek. Pokud se cena podkladového aktiva nezmění, bude výnos z certifikátu ve výši 10 jednotek. To nastane také, pokud cena klesne až do hodnoty 80 jednotek nebo bude růst do hodnoty 100. Přímá investice by v těchto případech byla vždy méně výhodná. Vzroste-li cena až na 100 jednotek a více, bude výnos stejný v obou případech. Pokud cena podkladového aktiva během svého života dosáhne ochranné bariéry, začne se certifikát chovat jako indexový certifikát.⁹

Graf 3



Zdroj: Vlastní zpracování

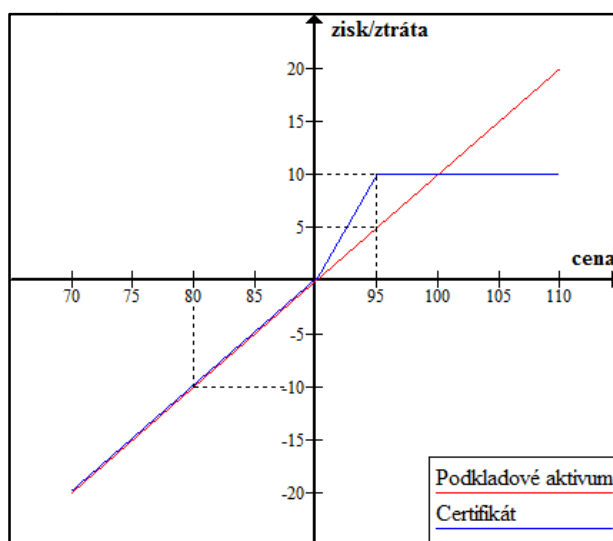
1.1.5 Sprint certifikáty

Sprint certifikáty umožňují dosahovat většího zisku než přímá investice do podkladového aktiva. Při růstu se totiž hodnota podkladového aktiva násobí koeficientem stanoveným emitentem. Naopak v případě poklesu se ztráty nemultiplikují. Maximální zisk je však omezen hranicí, při jejímž překročení dostane investor pouze tuto stanovenou hodnotu bez ohledu na další růst aktiva.

Graf 4 znázorňuje případ, kdy certifikát v rozmezí ceny podkladového aktiva od 90 do 95 participuje na zhodnocení 200%, v dalším zhodnocení je omezen capem ve výši 100 jednotek za kus. Maximální možný zisk je tedy 10 jednotek. Při poklesu ceny podkladového aktiva na 80 jednotek se v obou případech realizuje ztráta 10 jednotek.

⁹ Viz graf 1 na str. 9.

Graf 4



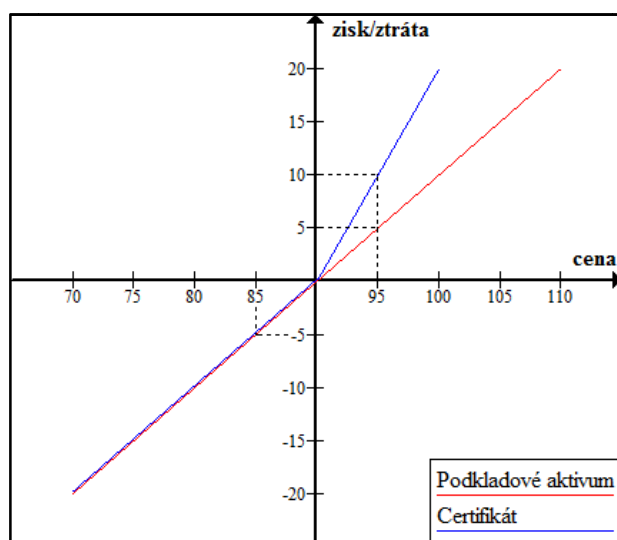
Zdroj: Vlastní zpracování

1.1.6 Outperformance certifikáty

Outperformance certifikáty podobně jako sprint certifikáty umožňují větší participaci na růstu podkladového aktiva, ale na rozdíl od nich nejsou omezeny hranicí maximálního možného výnosu. Od turbo certifikátů se pak liší tím, že na případný pokles podkladového aktiva nereagují s pákovým efektem, ale stejně jako sprint certifikáty se na něm podílejí stoprocentně.

Tuto závislost dokládá i graf 5. Při zhodnocení aktiva o 5 jednotek dochází k realizaci zisku z certifikátu ve výši 10 jednotek. Při poklesu však tato multiplikace nenastává a ztráta 5 jednotek na podkladovém aktivu představuje stejnou ztrátu i v případě certifikátu.

Graf 5



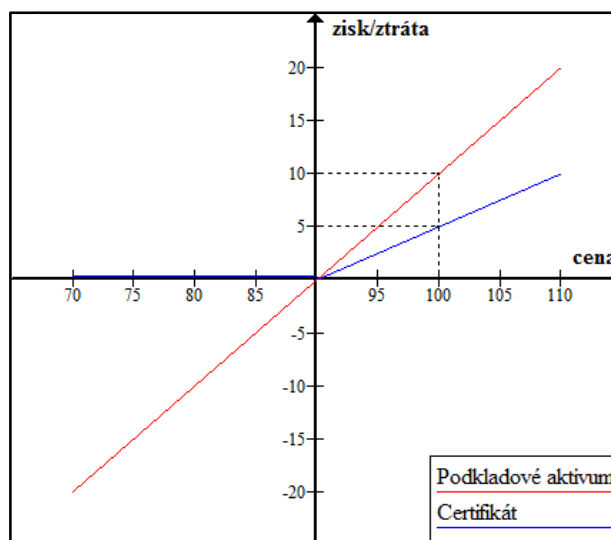
Zdroj: Vlastní zpracování

1.1.7 Garantované certifikáty

Tyto certifikáty se skládají ze dvou složek, garantované a performance. Garantovaná složka mívá jako podkladové aktivum dluhopisy, které zajišťují návratnost investovaného kapitálu buď v plné výši, nebo do určitého předem daného procenta. To je zajištěno tím, že je za určitou část investice nakoupen dluhopis v ceně pod pari, který bude mít v době dospělosti cenu ve výši, která je emitentem garantována. Performance složka potom zajišťuje případný zisk. Podkladovým aktivem jsou většinou opce na index. Na jejich vývoji se certifikát podílí pouze do určitého participačního faktoru.

Na příkladu znázorněném grafem 6 vidíme, že je garantována stoprocentní návratnost investice bez ohledu na to, jak moc se znehodnotí podkladové aktivum. Podíl na růstu je 50%. To znamená, že při zhodnocení podkladového aktiva o 10 na 100 jednotek, bude certifikát přinášet zisk pouze poloviční oproti přímé investici do podkladového aktiva, tedy 5 jednotek.

Graf 6



Zdroj: Vlastní zpracování

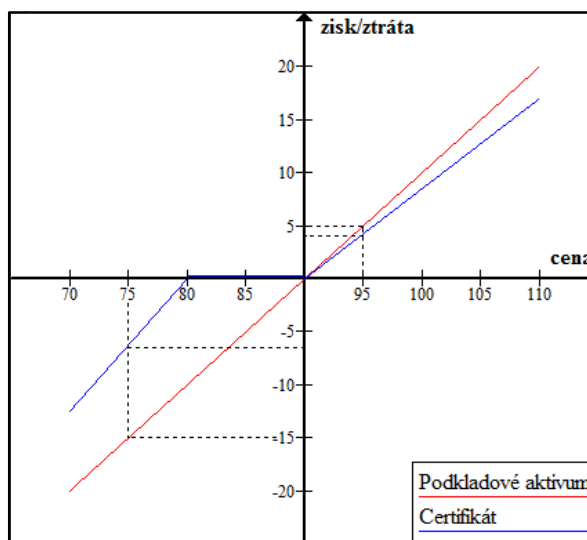
1.1.8 Airbag certifikáty

Určitou umírněnější formou garantovaného certifikátu je airbag certifikát, který taktéž zajišťuje plnou návratnost původní investice, ale pouze do určité míry poklesu ceny podkladového aktiva. To je pro emitenta méně nákladné, a proto umožňuje investorovi získat větší podíl na růstu podkladového aktiva než u garantovaných certifikátů.

Graf 7 názorně zobrazuje tento vztah. Při zhodnocení podkladového aktiva z původních 90 jednotek na 95 nedosahuje výnos z certifikátu plných 5 jednotek. Na druhou stranu až do poklesu podkladového aktiva na 80 jednotek, je investorovi vyplaceno 90 jednotek. Pouze při větším znehodnocení se dostává do ztráty i majitel investičního certifikátu. Jeho ztráta je ale díky garanci návratnosti menší, než ztráta majitele podkladového aktiva. Proto při ceně 75 jednotek není prodělek 15 jednotek

jako při přímé investici, ale pouze 6,25 jednotek. Velikost ztráty z obou alternativ by se s klesající cenou přibližovala, až by se teoreticky střetla při nulové ceně.

Graf 7



Zdroj: Vlastní zpracování

1.1.9 Turbo certifikáty

Turbo nebo také knock-out certifikáty jsou pákovým instrumentem, který se do určité míry podobá warrantům. To umožňuje investorovi získat několikanásobné zisky oproti přímé investici do podkladového aktiva, ale na druhé straně zde figuruje značné riziko ztráty celého investovaného kapitálu. Důležité kritérium těchto certifikátů představuje knock-out hranice, při jejímž prolomení dochází k ukončení platnosti certifikátu a jeho vypořádání často pouze v minimální účetní hodnotě 0,0001 EUR.

Pákový efekt je zapříčiněn tím, že je splacena pouze část ceny podkladového aktiva. To znamená, že v absolutních hodnotách stejně velký pohyb způsobí relativně větší zisk nebo ztrátu. Například při ceně podkladového aktiva 100 je emitován certifikát v hodnotě 10, který se ale nepodílí na pohybech aktiva v poměru 1:10, ale 1:1. Tak začne fungovat pákový efekt, kdy při zhodnocení podkladového aktiva o 10 jednotek, tedy 10%, dojde ke zhodnocení certifikátu taktéž ve výši 10 jednotek, což je ale ve vztahu k původní investici zhodnocení o 100%.

Při poklesu aktiva o 10% a více se ale dostáváme s turbo certifikátem pod knock-out hranici, neboť ztrácíme celou původní investici. Cena certifikátu nemůže být záporná, takže certifikát pozbývá platnosti a přestává se obchodovat.

Cena turbo certifikátu není závislá na volatilitě kursu podkladového aktiva, jako je tomu u warrantů, ale odvíjí se pouze od vnitřní hodnoty a ceny prémie. Vnitřní hodnota certifikátu se spočítá jako rozdíl ceny podkladového aktiva a realizační ceny¹⁰ násobený

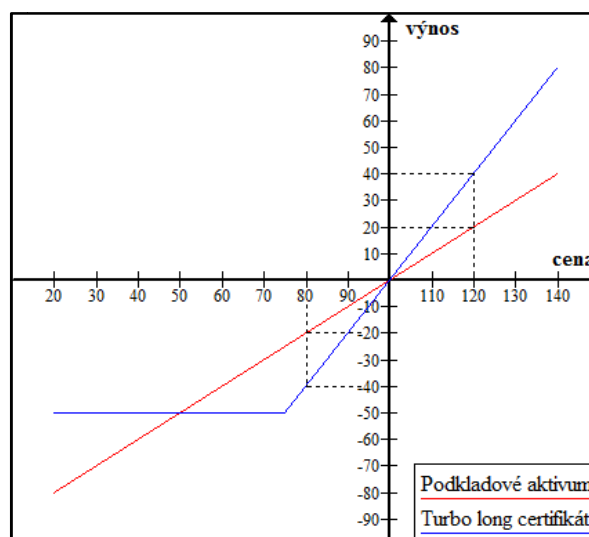
¹⁰ Respektive rozdíl realizační ceny a ceny podkladového aktiva v případě short certifikátu.

poměrem odběru. Realizační cena bývá u call certifikátů stanovena emitentem pod knock-out bariérou, zatímco u short certifikátů je tomu naopak.

Turbo certifikáty představují nákup cenných papírů na úvěr. Cena za tento úvěr je vyčíslena premií, která se postupně snižuje s přibližující se dobou splatnosti.

Na grafu 8 je znázorněna výnosnost turbo long certifikátu s cenou 50 při ceně podkladového aktiva 100 jednotek. Knock-out hranice je 75 a poměr odběru 1:1. Efekt finanční páky je 2. Ten dopočítáme jako podíl ceny podkladového aktiva a ceny certifikátu vynásobený poměrem odběru. Na grafu jsou patrné dopady těchto účinků. Při zhodnocení podkladového aktiva o 20 jednotek, bude certifikát dosahovat zisku znásobeného pákou, tzn. 40 jednotek. Stejně tak při poklesu podkladového aktiva na 80 jednotek, bude ztráta turbo certifikátu 40 a nikoli pouze 20 jednotek. Při poklesu pod knock-out hranici 75 dochází ke ztrátě celé investované částky a ztráta už se dále neprohlubuje.

Graf 8



Zdroj: Vlastní zpracování

1.2 Právní úprava investičních certifikátů

Investiční certifikáty nejsou v českém právním řádu definovány. Zákon o cenných papírech¹¹ v § 1 odst. 1 obsahuje deklaratorní výčet cenných papírů, kde však investiční certifikáty absentují. Podle Svobody¹² lze „pod cenným papírem rozumět listinu, se kterou je spojeno určité právo, které lze uplatnit právě a jen prostřednictvím takové listiny.“ Tím se rozumí i listiny v zaknihované podobě, tzn. existující pouze jako záznam v určité evidenci cenných papírů. Z toho je dovozeno, že investiční certifikáty jsou cennými papíry. S investičními certifikáty je také spojeno právo obdržet od emitenta v budoucnosti určitou částku, jejíž velikost je dána emisními podmínkami. Díky tomu patří investiční certifikáty mezi dluhové cenné papíry.

¹¹ Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech, ve znění pozdějších předpisů.

¹² Svoboda (2012, s. 15).

České předpisy nestanovují výslovně údaje, které musí být součástí investičního papíru. Pouze zakotvují obecný požadavek na jeho jednoznačnou identifikaci. Obyčejně je uváděn název cenného papíru (tj. investiční certifikát), identifikační označení podle mezinárodního systému číslování pro identifikaci cenných papírů (tzv. ISIN), údaje o emitentovi, jmenovitá hodnota, výnos a způsob stanovení jeho výše, datum emise, číselné označení, datum splatnosti, způsob, místo a podmínky výplaty.¹³

Pro účely obchodování na kapitálových trzích zařazujeme investiční certifikáty podle § 3 odst. 2 zákona o podnikání na kapitálovém trhu¹⁴ do kategorie investičních cenných papírů. Investiční certifikáty mohou být obchodovány jak na regulovaných, tak na neregulovaných trzích. Podmínky přijetí k obchodování na regulovaných trzích upravuje jednak zákon o podnikání na kapitálových trzích, ale také pravidla stanovená samotným zřizovatelem regulovaného trhu. V České republice jsou to například pravidla stanovená Burzou cenných papírů Praha a.s., nebo společností RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů a.s.

Investiční certifikáty mohou nabízet pouze obchodníci s cennými papíry nebo investiční zprostředkovatelé. Tyto osoby musí mít povolení České národní banky. Pokud investiční certifikát obsahuje derivátovou složku (např. turbo certifikát), nemůže být poskytován investičním zprostředkovatelem, ale pouze obchodníkem s cennými papíry.

Zákon o podnikání na kapitálových trzích rozlišuje profesionálního a neprofesionálního investora a podle této diverzifikace ukládá emitentovi rozsah informační povinnosti. Dostatečné informace jsou poskytovány v oblasti kreditního rizika. Emitent musí zveřejňovat údaje související s jeho schopností splácet závazky, avšak další data spojená s ostatními riziky investičních certifikátů nejsou vyžadována do dostatečné hloubky. Sami emitenti však mají zájem na transparentnosti. Jen tak totiž mohou získat investory ochotné vložit své volné peněžní prostředky do jejich produktů.

Právní úprava týkající se obchodování s investičními certifikáty patří do plně harmonizované oblasti práva Evropské unie. Je proto možné investovat po celé Evropě za stejných právních podmínek a investor tak má větší možnosti při tvorbě svého portfolia.

¹³ Svoboda (2012, s. 16).

¹⁴ Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů.

2 Nabídka certifikátů na českém burzovním trhu

Na burzovním trhu v České republice je v současné době¹⁵ kótováno pouze 50 investičních certifikátů dvou emitentů. Přičemž velkou většinu z nich emitovala Raiffeisen Centrobank AG a pouze 6 emitovala Österreichische Volksbanken-Aktiengesellschaft. Na Burze cenných papírů Praha a.s. (dále jen Burza cenných papírů Praha) se investiční certifikáty obchodují na volném trhu a jsou zařazeny do obchodní skupiny č. 8, která je obchodována s účastí specialisty. Raiffeisen Centrobank AG (dále též RCB) jako specialistu využívá Raiffeisenbank a.s. a certifikáty Österreichische Volksbanken-Aktiengesellschaft (dále též ÖVAG) jsou obchodovány pomocí BH Securities a.s. Na RM-SYSTÉM, české burze cenných papírů a.s. (dále jen RM-SYSTÉM) je obchodován pouze jeden certifikát, a to PX index certifikát.

Všechny transakce s investičními certifikáty na českých burzách probíhají v českých korunách, a to i přesto že původně jsou na zahraničních burzách (v Německu a Rakousku zejména) obchodovány v euru.

2.1 Indexové a komoditní certifikáty

Nejpočetnější druh nepákových investičních certifikátů obchodovaných na Burze cenných papírů Praha a.s. jsou indexové certifikáty. Do této skupiny jsou v burzovní klasifikaci zařazeny i certifikáty komoditní. V současné době je v této kategorii kótováno 18 certifikátů. Jejich podkladovými aktivy, jak je vidět v tabulce 1, jsou nejen indexy různých burz, ale i index nemovitostní, zlato a futures na ropu Brent. Až na dvě výjimky jsou všechny certifikáty typu call. Na pokles podkladového aktiva spekulují pouze Brent Index Short a Gold Index Short.

Dokladem toho, že se jedná o mladý investiční produkt je i stáří jednotlivých certifikátů. Nejstarším indexovým certifikátem na Burze cenných papírů Praha je DJ EURO STOXX 50 emitovaný 11. 6. 2002 obchodovaný na burze od 14. 12. 2006. Naproti tomu můžeme zároveň pozorovat určitou stagnaci na tomto trhu, neboť nejmladším indexovým certifikátem je CEETX Index Long,¹⁶ který byl emitován 21. 9. 2009 a na burze byl kótován 5. 10. 2009. Všechny indexové certifikáty jsou open-end, tedy nemají stanoven datum splatnosti.

Burza též uveřejňuje stupeň rizikovosti každého instrumentu. Stupnice má rozmezí 1-5, kde 1 představuje nejméně rizikovou investici. Indexové certifikáty se pohybují v prvních dvou kategoriích. Ve druhé skupině jsou certifikáty emitované Österreichische Volksbanken-Aktiengesellschaft, jejichž podkladovými aktivy jsou indexy východoevropských burz. Ostatní certifikáty mají stupeň rizikovosti jedna.

¹⁵ Ke dni 17. 5. 2012.

¹⁶ Nebo též CEETX@EUR.

Tab. 1

Název	ISIN	Podklad	Emitent	Emisní poměr
BRENT CRUDE OIL	AT0000489778	Brent Crude Oil - Future	RCB	0,0763
BRENT INDEX SHORT	AT0000A07SD6	Brent Crude Oil - Future	RCB	1,0000
CECE EUR INDEX CERTIFICATE	AT000B054705	CECE Composite Index	ÖVAG	0,0100
CECEXT	AT0000A00M07	index CECExt	RCB	0,0100
CEETX INDEX LONG	AT0000A0F7M9	index CEESEG EUR	RCB	0,0100
CROX INDEX CERTIFICATE	AT000B054358	Croatian Traded Index	ÖVAG	0,0100
CSS INDEX CERTIFICATE	AT000B054085	S-BOX CSS Index	ÖVAG	1,0000
CTX	AT0000454186	index CTX	RCB	0,0100
DAX INDEX LONG	AT0000A04QY3	index DAX	RCB	0,0100
DJ EURO STOXX 50	AT0000340146	in. DJ Euro STOXX 50	RCB	0,0100
GOLD	AT0000489398	trojská unce zlata	RCB	0,1000
GOLD INDEX SHORT	AT0000A0AN24	trojská unce zlata	RCB	0,1000
PX INDEX CERTIFICATE	AT000B054721	index PX	ÖVAG	0,1000
RDX	AT0000481221	index RDX	RCB	0,0100
ROTX INDEX LONG	AT0000481403	index ROTX (EUR)	RCB	0,0100
S-BOX DIMAX	AT0000A04KP4	index nemovitostní	RCB	1,0000
SETX INDEX LONG	AT0000A00BF2	index SETX (EUR)	RCB	0,0100
SRX INDEX CERTIFICATE	AT000B054515	Serbian Traded Index	ÖVAG	0,0100

Zdroj: Vlastní zpracování dat dostupných z <http://www.pse.cz>

2.2 Basket certifikáty

Basket certifikát je na Burze cenných papírů Praha kótován pouze jeden. Jde o INDUSTRY BASKET¹⁷ emitovaný Raiffeisen Centrobank AG. Tento certifikát byl vydán na konci roku 2007 bez určení data splatnosti. Jeho podkladovým aktivem je koš akcií nemovitostních firem, jejichž přehled s množstvím zastoupení v certifikátu je uveden v tabulce 2. Vůči všem akciím pak byl určen emisní poměr 1:10.

¹⁷ ISIN certifikátu je AT0000A07N66.

Tab. 2

Akcie	ISIN	Měna	Burza	Počet akcií
VINCI	FR0000125486	EUR	Paris	0,1740
SKANSKA B	SE0000113250	SEK	Stockholm	0,7416
HOCHTIEF	DE0006070006	EUR	Xetra	0,1060
BAM GROEP	NL0000337319	EUR	AEX	0,5682
NCC B	SE0000117970	SEK	Stockholm	0,6209
POLIMEXMS	PLMSTSD00019	PLN	Warsaw	3,5580
KELLER GROUP	GB0004866223	GBX	LIFFE	0,6161
VEIDEKKE	NO0005806802	NOK	Oslo	1,4486
BUDIMEX	PLBUDMX00013	PLN	Warsaw	0,5044
STRABAG SE	AT0000000STR1	EUR	Vienna	0,1823

Zdroj: http://rcb.at/fileadmin/user_upload/rcb/Emissionsbedingungen/upload/FT_212_ConstructionIndBasket.pdf

2.3 Diskont certifikáty

Diskontovaných certifikátů je na Burze cenných papírů Praha kótováno celkem šest. Míra rizikovosti je u nich vyšší, než u předchozí skupiny. Jedná se o roční certifikáty splatné 23. 11. 2012. Podkladovými aktivy jsou akcie Erste Group Bank, Komerční banky a.s. a New World Resources Plc (dále jen NWR). Od každého podkladového aktiva existují dva certifikáty, které se liší pouze výší hodnoty cap a tím pádem i velikostí diskontu. Detailnějšímu rozboru poměru diskontu a maximální možné výnosnosti je věnována kapitola 3.1.

2.4 Bonus certifikáty

Stejně jako v předchozí kategorii zde nalezneme roční certifikáty se splatností 23. 11. 2012 založené na akciích Erste Group Bank, Komerční banky a.s. a NWR. Také tyto certifikáty jsou označeny na burze 3. stupněm rizikovosti. Vzájemně se v rámci dvojic se stejným podkladovým aktivem liší pouze hodnotami bonusu a ochrannou bariérou. V kapitole 3.2 bude podrobně rozebrána výnosnost a ochrana proti ztrátě, kterou certifikáty poskytují. Tabulka 3 poskytuje přehled kótovaných bonus certifikátů a jejich podkladových aktiv.

Tab. 3

Název	ISIN	Podkladové aktivum
ERSTE BON 415 CAP	AT0000A0S9U3	akcie Erste Group Bank
KOMB BON 3600CAP	AT0000A0S9X7	akcie Komerční banky
KOMB BON 3800CAP	AT0000A0S9Y5	akcie Komerční banky
NWR BON 155CAP	AT0000A0SA03	akcie NWR
NWR BON 165CAP	AT0000A0SA11	akcie NWR
China Bonus Performer III	AT000B054275	The Hang Seng China Enterprises Index

Zdroj: Vlastní zpracování dat dostupných z <http://www.pse.cz>

Kromě výše jmenovaných certifikátů patří mezi bonus certifikáty obchodované na Burze cenných papírů Praha certifikát China Bonus Performer III. Ten se od ostatních bonus certifikátů liší v mnoha ohledech. Jeho podkladem nejsou akcie, ale index. Na našem trhu se navíc jedná o poměrně exotický index: Hang Seng China Enterprises Index. Tento index je sledován od roku 1994. Skládá se z akcií 40 firem vedených v Hong Kongu. Akcie se vybírají podle tržní kapitalizace a čistého volného toku tržní kapitalizace. Báze indexu se obnovuje pravidelně každé tři měsíce.

Kromě podkladového aktiva se liší China Bonus Performer III délkou života, která je pět let a datum splatnosti nastane 15. 7. 2012. Jeho zahajovací cena nebyla stanovena emisním poměrem jako u ostatních bonus certifikátů, ale byla určena na 100 EUR¹⁸ s tříprocentní emisní přírůžkou. Vzhledem k tomu, že již prolomil ochrannou bariéru, začal se chovat jako indexový certifikát. Podrobněji bude tato událost vysvětlena v kapitole 3.2.

2.5 Garantované certifikáty

Na českém burzovním trhu v současné době není kótován žádný garantovaný certifikát. Posledním obchodovaným certifikátem byl Bonus Garant CZK,¹⁹ jehož splatnost nastala 10. 5. 2012 po vypršení jeho tři a půl roku dlouhé životnosti.

Jeho podkladovým aktivem byl koš čtyř indexů: S&P 500 Index, Dow Jones Euro STOXX 50 Index, Nikkei 225 Index a CECE EUR Index. Šlo o quanto certifikát – tedy certifikát zajištěný proti kursovému riziku. V kapitole 3.3 je vykreslen výnosový graf a vyhodnocení skutečného výnosu, jehož bylo dosaženo.

2.6 Turbo certifikáty

Na Burze cenných papírů Praha je nabízeno celkem 19 turbo certifikátů. Z toho je 13 typu long a 6 typu short. Jsou založeny na rozličných podkladových aktivech, mezi kterými nalezneme akcie různých firem, indexy, komodity i deriváty. Jejich přehled je v tabulce 4. Možnost dosažení velkých zisků, ale i úplných ztrát reflektuje i míra rizikovosti, která je na burze označena číslem 5, tedy nejvyšším možným.

¹⁸ Na Burze cenných papírů Praha jsou však transakce vypořádávány v CZK.

¹⁹ ISIN AT000B057427.

Tab. 4

Název	ISIN	Druh	Podkladové aktivum
BRENT TL	AT0000A0CU64	long	futures na ropu Brent
BRENT TL +	AT0000A0BNV7	long	futures na ropu Brent
BRENT TS 151,07	AT0000A09JM2	short	futures na ropu Brent
CEETX TL 800	AT0000A0F7K3	long	index CEESEG EUR
CEZ TL 450	AT0000A0SAN5	long	akcie ČEZ
CEZ TL 520	AT0000A0SAP0	long	akcie ČEZ
CEZ TS 1050	AT0000A0SBB8	short	akcie ČEZ
CEZ TS 980	AT0000A0SBC6	short	akcie ČEZ
ERSTE TL 220	AT0000A0SAR6	long	akcie Erste Group Bank
GOLD TURBO LONG	AT0000A00BQ9	long	trojská unce zlata
KOMB TL 2000	AT0000A0SAY2	long	akcie Komerční banky
KOMB TL 2300	AT0000A0SAX4	long	akcie Komerční banky
KOMB TS 4500	AT0000A0SBG7	short	akcie Komerční banky
NWR TL 80	AT0000A0SB10	long	akcie NWR
NWR TL 95	AT0000A0SB28	long	akcie NWR
O2 TL 230	AT0000A0SB85	long	akcie Telefónica O2 CR
O2 TL 270	AT0000A0SB93	long	akcie Telefónica O2 CR
O2 TS 500	AT0000A0SBJ1	short	akcie Telefónica O2 CR
O2 TS 540	AT0000A0SBK9	short	akcie Telefónica O2 CR

Zdroj: Vlastní zpracování dat dostupných z <http://www.pse.cz>

Certifikáty nemají stanovenou dobu splatnosti, takže jejich platnost může skončit dosažením knock-out hranice, nebo stažením z trhu emitentem.

3 Srovnání certifikátů na českém trhu

Tato kapitola je věnována rozboru výnosnosti a rizikovosti konkrétních produktů představených v předchozí kapitole. Indexové a basket certifikáty s hlediska výnosnosti a rizikovosti kopírují zcela přesně vývoj podkladového aktiva. Jejich vzájemné srovnání by tak bylo v podstatě shodné s komparací těchto aktiv, a proto zde tyto certifikáty nebudou více rozebrány.

3.1 Diskont certifikáty

Jak již bylo uvedeno výše, výnosnost diskont certifikátů je omezena hodnotou cap, tj. nejvyšší možnou hranicí výnosnosti. Tato nevýhoda je nahrazena slevou poskytnutou při nákupu certifikátu, která umožňuje realizovat zisk i při stagnaci či mírném poklesu ceny podkladového aktiva. V tabulce 5 je přehled diskont certifikátů kótovaných na Burze cenných papírů Praha. Všechny certifikáty byly emitovány v poměru 1:10 vůči podkladovému aktivu, jak je patrné z tabulky. V rámci dvojic se stejným podkladovým aktivem si lze povšimnout, že větší diskont s sebou nese větší omezení maximálního možného výnosu. Tyto hodnoty jsou ovlivněny i jinými faktory, například volatilitou podkladového aktiva, proto se může stát, že se na trhu nachází současně certifikáty, které mají vyšší maximální výnosnost a zároveň i vyšší diskont. Důkazem jsou hodnoty ERSTE DISC 415 CAP a KOMB DISC 3500 CAP, kde certifikát založený na akcích Erste Group Bank nabízí nejvyšší dosažitelný výnos o zhruba 7,5 p.b. vyšší za současně nepatrně vyššího diskontu. Zde ale hraje roli i fakt, že cena akcií Komerční banky je téměř 10x vyšší, takže v absolutních číslech je diskont od nich odvozených certifikátů bezmála 8x větší než diskont ERSTE DISC 415 CAP.

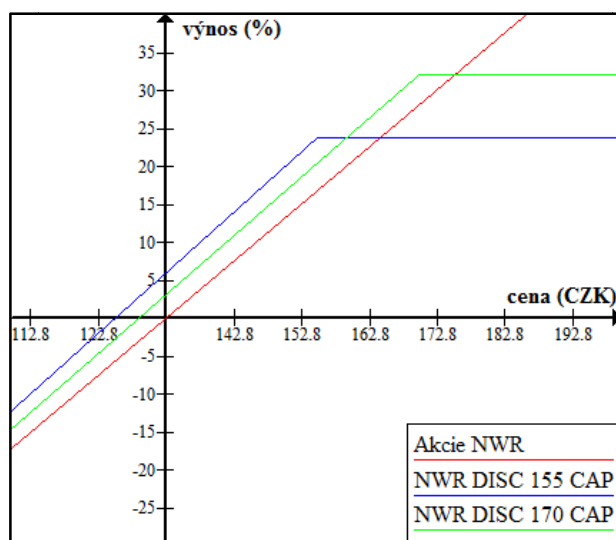
Tab. 5

Název	ISIN	Podkladové aktivum	CAP	Cena podkladu (CZK)	Emisní cena (CZK)	Diskont	Nejvyšší možný výnos
ERSTE DISC 415CAP	AT0000A0SA52	akcie Erste Group Bank	415	340,5	32,70	3,96%	26,91%
ERSTE DISC 440CAP	AT0000A0SA60	akcie Erste Group Bank	440	340,5	33,26	2,32%	32,29%
KOMB DISC 3500CAP	AT0000A0SAA2	akcie Komerční banky	3 500	3 042,0	293,46	3,53%	19,27%
KOMB DISC 3800CAP	AT0000A0SA94	akcie Komerční banky	3 800	3 042,0	296,11	2,66%	28,33%
NWR DISC 155CAP	AT0000A0SAE4	akcie NWR	155	132,8	12,53	5,65%	23,70%
NWR DISC 170CAP	AT0000A0SAD6	akcie NWR	170	132,8	12,88	3,01%	31,99%

Zdroj: Vlastní zpracování dat dostupných z <http://www.pse.cz>

Graf 9 na příkladu instrumentů spojených s NWR znázorňuje vztah mezi podkladovým aktivem a certifikáty od něj odvozenými. Pro lepší názornost jsou certifikáty zobrazovány v balících po 10 kusech, aby se ceny dostaly do poměru 1:1. Na grafu je znázorněn vývoj zisků a ztrát v procentech v závislosti na změnách cen. Akcie NWR byla v době emise obchodována za 132,80 Kč, na červené linii tedy vidíme, že pokud se cena nezmění, výnos z akcií bude nulový, zatímco výnos z certifikátů bude ve výši diskontu. Investor je také chráněn při mírném poklesu ceny. Nulového výnosu totiž dosáhne až při poklesu ceny akcií o výši diskontu, tedy na cenu, kterou investor zaplatil při nákupu certifikátu.

Graf 9



Zdroj: Vlastní zpracování

Patrný je také vztah mezi velikostí diskontu a nejvyššího možného výnosu. Výnosové přímky pod hodnotou cap nejsou rovnoběžné, ale protínají se logicky v ceně 0 Kč, kde ztráta dosahuje 100% ve všech případech.

Nejvyššího výnosu umožňuje dosáhnout ERSTE DISC 440 CAP až 32,29% při ceně akcie Erste Group Bank 440,00 Kč. Kurs se v současné době pohybuje pod touto hodnotou. V březnu ji dokonce i překročil. Kde se bude pohybovat za přibližně půl roku v době splatnosti je však otázka. Maximum za poslední rok totiž bylo dosaženo 4. 7. 2011 ve výši 886,00 Kč za akcii.

3.2 Bonus certifikáty

Bonus certifikáty fungují na poněkud odlišném principu. Certifikát je prodáván za cenu vyšší, než je hodnota podkladového aktiva. Rozdíl činí tzv. emisní přírážka, která je cenou za možnost získat bonus v případě nepříznivého vývoje cen. V tabulce 6 jsou údaje vztahující se k bonus certifikátům Erste Group Bank, Komerční banky a NWR. Žádný z těchto certifikátů dosud neprolomil ochrannou bariéru. Procentuální znehodnocení podkladového aktiva, při kterém se cena dotkne ochranné bariéry je počítána z ceny podkladového aktiva, nikoli emisní ceny (tedy ceny investice). Pro

hodnocení investice je totiž relevantní, o kolik se změní podkladové aktivum, od něhož se odvíjí výnosnost. Naopak výnos při vyplacení bonusu je kalkulován z ceny včetně emisní příirážky, protože právě to je skutečný zisk, kterého investor dosáhne.

V rámci dvojic založených na stejném podkladovém aktivu můžeme opět pozorovat jisté souvislosti. Čím větší je emisní příirážka, tím níže je stanovena ochranná bariéra. To samozřejmě vyplývá z faktu, že za větší ochranu proti ztrátě je požadována vyšší cena.

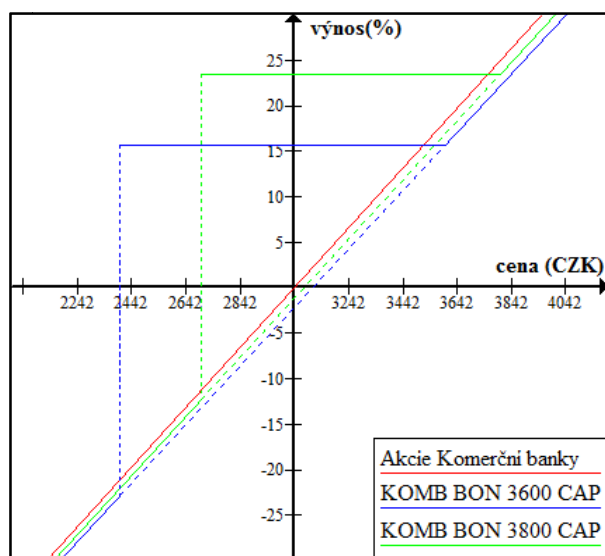
Tab. 6

Název	Cena podkladu (CZK)	Emisní cena vč. příirážky (CZK)	Bonus level (CZK)	Bariéra (CZK)	Emisní příirážka	Výnos bonusu	Změna k dosažení bariéry
ERSTE BON 415CAP	340,5	348,31	415	260	2,29%	19,15%	-23,64%
KOMB BON 3600CAP	3 042,0	3 111,88	3 600	2 400	2,30%	15,69%	-21,10%
KOMB BON 3800CAP	3 042,0	3 078,83	3 800	2 700	1,21%	23,42%	-11,24%
NWR BON 155CAP	132,8	135,19	155	95	1,80%	14,65%	-28,46%
NWR BON 165CAP	132,8	134,01	165	110	0,91%	23,13%	-17,17%

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat dostupných z <http://www.pse.cz>

Ještě lépe jsou tyto vztahy vidět na grafu 10. Certifikát KOMB BON 3800 CAP má menší emisní příirážku a vyšší bonus, ale ochranná bariéra je vyšší než bariéra certifikátu KOMB BON 3600 CAP.

Graf 10



Zdroj: Vlastní zpracování

Na burze cenných papírů Praha je kótován ještě China Bonus Performer III. Tento certifikát byl zafixován k závěrečné hodnotě Hang Seng China Enterprises Index dne 13. 7. 2007, která byla 13 200,57 bodů. Bariéra byla stanovena ve výši 65% z počáteční fixace, tj. 8 580,37 bodů. Jak je vidět na grafu 11, v listopadu 2008 byla tato hranice prolomena, takže certifikát ztratil svůj charakter bonus certifikátu a chová se nyní jako indexový certifikát.

Graf 11



Zdroj: <http://www.bloomberg.com/quote/HSCEI:IND/chart/>

3.3 Garantované certifikáty

Bonus Garant CZK²⁰ představuje zvláštní hybrid mezi garantovaným a bonus certifikátem. Byl emitován 11. 11. 2008 v hodnotě 100 Kč + 2,5% emisní přírážky za kus. Garance se vztahovala na 100% investované částky, tedy 100 Kč. Byl stanoven bonus ve výši 10% a participace na růstu podkladu přesahující velikost bonusu ve výši 60%.

²⁰ ISIN AT000B057427.

Emisní cena byla zafixována pro indexy ke dni 10. 11. 2008. Pro určení vypořádací ceny se hledí vždy na nejhorší z podkladových indexů v rozhodný den, jímž byl 7. 5. 2012. V tabulce 7 jsou uvedeny hodnoty jednotlivých podkladových indexů k oběma relevantním datům. Můžeme si tedy povšimnout, že nejhorším byl Dow Jones Euro STOXX 50 Index.²¹

Tab. 7

Indexy	Hodnota k 10. 11. 2008	Hodnota k 7. 5. 2012	Podíl původní hodnoty (%)
S&P 500 Index	919,21	1 369,58	149
Dow Jones Euro STOXX 50 Index	2 625,84	2 283,09	87
Nikkei 225 Index	9 081,43	9 119,14	100
CECE EUR Index	1 454,54	1 626,06	112

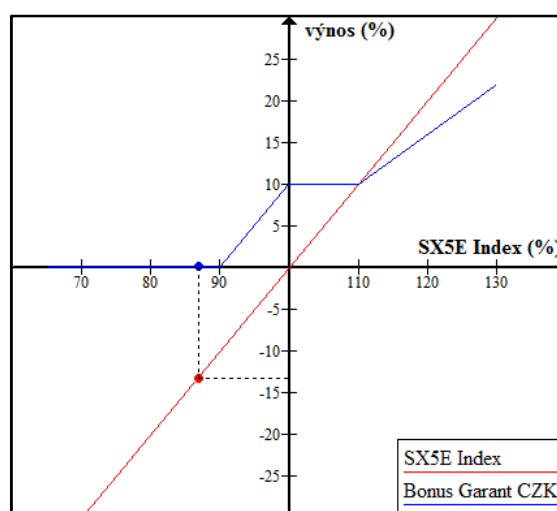
Zdroj: Vlastní zpracování dat dostupných z <http://www.marketwatch.com>

Pro výplatu byla stanovena tato pravidla:²²

1. Pokud nejhorší z indexů bude dosahovat méně než 90% původní hodnoty, bude vyplaceno 100% investovaného kapitálu.
2. Pokud bude nejhorší z indexů v rozmezí 90% - 100% původní hodnoty, bude vyplaceno 110% mínus velikost znehodnocení indexu.
3. Pokud bude mít nejhorší z indexů hodnotu mezi 100% - 110%, bude vyplaceno 110%. Jinými slovy garantovaná plná výše investice a 10% bonus.
4. Pokud na tom bude nejhorší z indexů lépe o více než 10%, bude vyplaceno 110% a k tomu 60% z dalšího zhodnocení.

Na grafu 12 je vykreslena výnosová křivka certifikátu a situace při dosažení dospělosti certifikátu. Investorům tedy bylo vyplaceno 100% garantované částky.

Graf 12



Zdroj: Vlastní zpracování

²¹ V grafu 12 je použita zkratka indexu SX5E Index.

²² Term sheet Bonus Garant CZK dostupný z http://www.bhs.cz/Documents/Index_Basket_bonus_GARANT_CZK_TermSheet.pdf.

3.4 Turbo certifikáty

Několik turbo certifikátů z kapitoly 2.6 bude nyní rozebráno podrobněji. Nejprve bude představena skupina 4 certifikátů založených na akciích společnosti ČEZ a.s. Všechny tyto certifikáty mají shodné vstupní parametry, proto jsou vhodné pro vzájemné srovnání. Byly emitovány v poměru 1:1. při ceně akcie ČEZ 745,90 Kč dne 18. 11. 2011 s neomezenou dobou trvání. V tabulce 8 jsou komparována data, v nichž se certifikáty liší.

Tab. 8

Název	Realizační cena ²³	Knock-out bariéra	Emisní cena	Vnitřní hodnota	Prémie	Prémie (%)	Pákový efekt
CEZ TL 450	450	500	308	304,9	3,1	1,02	2,45
CEZ TL 520	520	570	238	234,9	3,1	1,32	3,17
CEZ TS 1050	1 050	1 000	302	295,1	6,9	2,34	2,50
CEZ TS 980	980	930	232	225,1	6,9	3,07	3,25

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z <http://www.pse.cz>

První dva certifikáty spekulují na býčí trend, odlišují se velikostí páky, která je odvislá z poměru ceny akcie a emisní ceny certifikátu. Stejně tak medvědí dvojice certifikátů nabízí větší a menší pákový efekt. Dále vidíme, že short certifikáty jsou zatíženy více než dvojnásobnou prémie. To je způsobeno mimo jiné tím, že short certifikáty jsou podloženy opcemi, které jsou nákladnější než přímý nákup akcií.

V tabulce 9 je druhá skupina certifikátů postavená na akciích společnosti Telefonica O₂ ČR. Byly také emitovány v poměru 1:1 v pátek 18. 11. 2011 bez stanovení data splatnosti. Cena podkladové akcie byla v době fixace 393 Kč. Rozdíl velikosti prémie mezi short a long certifikáty není v absolutním vyjádření patrný. Při vztažení prémie k emisní ceně se tento vztah ozřejmuje.

Tab. 9

Název	Realizační cena	Knock-out bariéra	Emisní cena	Vnitřní hodnota	Prémie	Prémie (%)	Pákový efekt
O2 TL 230	230	260	165,8	163	2,8	1,72	2,37
O2 TL 270	270	300	125,0	123	2,0	1,63	3,14
O2 TS 500	500	470	109,6	107	2,6	2,43	3,59
O2 TS 540	540	510	150,4	147	3,4	2,31	2,61

Zdroj: Vlastní zpracování na základě dat z <http://www.pse.cz>

3.5 Historická zkušenost s certifikáty na českém trhu

Trh s investičními certifikáty je v České republice poměrně mladý. Existuje proto jen malé množství certifikátů, které již dospěly a je možné zhodnotit jejich vývoj a komparovat je s alternativní přímou investicí do podkladového aktiva.

²³ Všechny ceny jsou uvedeny v CZK.

Indexové a basket certifikáty kopírovaly věrně vývoj svých podkladových aktiv, jak vyplývá z jejich podstaty, proto není opodstatněné poměřovat výhodnost přímé investice s nákupem certifikátu.

Diskont certifikáty mají pouze dva zástupce, kteří dosáhli splatnosti. Jedním z nich je certifikát podložený akciemi společnosti Telefonica O₂ ČR.²⁴ Jeho diskont více méně pokryl mírné znehodnocení akcií. Zatímco přímá investice utrpěla mírnou ztrátu, certifikát si zachoval svou hodnotu. Druhý představitel diskont certifikátu²⁵ byl postaven na akciích Komerční banky a.s., které se za dobu života certifikátu natolik zhodnotily, že daleko přesáhly míru nejvyššího možného výnosu certifikátu. Přímá investice proto byla téměř dvojnásobně výhodnější, než koupě certifikátu, jehož výnos se zastavil na hodnotě cap.

Bonus certifikáty jsou zastoupeny o něco širší skupinou reprezentantů, nicméně většina z nich prolomila ochrannou bariéru a dosáhla tak stejné ztráty jako jejich podkladové aktivum. Pouze TOP český bon²⁶ dosáhl výplaty bonusu ve výši 40% při současném znehodnocení rozhodujícího podkladového aktiva. Zhodnocení zaznamenal také PX Bonus 127 CAP,²⁷ ale jeho výnos byl omezen nejvyšším možným výnosem 27%. Výhodnější by proto byla přímá investice do aktiv indexu PX, který se zhodnotil o bezmála 50%.

Kromě nedávno dospělého certifikátu Bonus Garant CZK, bylo v minulosti na Burze cenných papírů Praha kótováno dalších pět garantovaných certifikátů. Žádný z nich nepřinesl svému majiteli zisk. Vždy byla vyplacena úplná garantovaná částka. To znamená současně i nulovou ztrátu, ale pouze pokud odhlédneme od transakčních nákladů (např. emisní přírážka) a časové hodnoty peněz.

Turbo certifikáty potvrzují teorii, která je řadí mezi spekulativní investiční nástroje. Svým investorům přinesly jak výnosy v řádech stovek procent, tak i celkové ztráty. Na rozdíl od garantovaných, bonus, diskont a podobných certifikátů se u turbo certifikátů nepředpokládá jejich trvalá držba od emise do splatnosti, ale krátkodobější spekulace. Knock-out hranici prolomily pouze 4 z 21 turbo certifikátů. Z ostatních sedmnácti dosáhly zisku všechny až na jeden.

Investiční certifikáty se mohou stát více i méně výhodným instrumentem. Záleží na zvolené strategii a vývoji kapitálových trhů. Rozhodující jsou však vlastnosti certifikátu. Existují takové kombinace vlastností, které umožňují vydělat na jakémkoli vývoji podkladového aktiva.

²⁴ ISIN AT0000A0E418.

²⁵ ISIN AT0000A0E384.

²⁶ ISIN AT000B059225.

²⁷ ISIN AT0000A0BUV2.

Závěr

Investiční certifikáty si i přes svou krátkou historii získaly velkou oblibu na německých kapitálových trzích a začaly se šířit do dalších zemí. Současný stav v České republice však nenaznačuje, že zde bude probíhat podobný vývoj. Za poslední dva roky se počet kótovaných certifikátů snížil téměř o třetinu a obchody s nimi jsou na burze uzavírány pouze marginálně. Přesto práce dochází k závěru, že se jedná o zajímavý investiční produkt, který má potenciál prosadit se i na českém trhu.

Investiční certifikáty díky široké škále investičních strategií umožňují investorům dosahovat výnosů na jakkoli performujících trzích. Lze spekulovat nejen na zhodnocení či znehodnocení, ale v určitých případech i na stagnaci cen. Zároveň je možno se více či méně zajistit proti ztrátám, nebo naopak využít pákového efektu ke znásobení pohybů kursu. Některé z těchto principů byly popsány a graficky znázorněny v první kapitole.

Český trh nabízí poněkud omezený výběr certifikátů a soustředí se pouze na nejzákladnější druhy. Nepouští se do experimentů ani ve výběru podkladových aktiv. To se odráží i ve výsledcích, které nejsou nikterak šokující. Vzhledem k tomu, že cílovou skupinou zejména nepákových certifikátů jsou spíše drobnější investoři, nebyly by nepředvídatelné a výrazně volatilní výsledky ani žádoucí.

Jak je možné pozorovat na historických datech, investiční certifikáty mohou dosáhnout větších i menších zisků či ztrát než podkladová aktiva. Je potřeba uvážlivě odhadovat vývoj investičních instrumentů a na základě vlastních preferencí volit produkt, který nejlépe vyhovuje nárokům investora.

Jestli převáží výhody, které v sobě certifikáty inkorporují, nebo naopak zvítězí nedůvěra vůči novému produktu a rizika s certifikáty spojená, je otázka nadcházejících let. Na základě zjištěných údajů doufám, že se i investoři na českém trhu naučí s těmito produkty zacházet a budou je více využívat.

Seznam použité literatury

HIRSCH, T. a kol. *Alokace aktiv: Základní fakta o certifikátech* [online]. 1. vydání. Vídeň : Raiffeisen Centrobank AG, 2006 [cit. 2012-05-11]. 49 s. Dostupný z WWW: <http://www.rb.cz/attachements/pdf/financni-trhy/cenne-papiry/certifikaty/brozura-certifikaty.pdf>

CHOVANCOVÁ, B. a kol. *Finančný trh – nástroje, transakcie, inštitúcie*. 1. vydání. Bratislava : IURA EDITION, 2006. 611 s. ISBN 80-8078-089-7.

Investment products – investing in certificates [online]. 1. vydání. Frankfurt : Scoach Europa AG, 2009 [cit. 2012-05-11]. 24 s. Dostupný z WWW: http://www.scoach.de/MediaLibrary/Document/RZ_Anlageprodukte_GB_290709.pdf

Leverage products – warrants and knock-outs [online]. 1. vydání. Frankfurt : Scoach Europa AG, 2009 [cit. 2012-05-11]. 24 s. Dostupný z WWW: http://www.scoach.de/MediaLibrary/Document/RZ_Hebelprodukte_GB_280709.pdf

MATYÁŠ, R. *Analýza moderních instrumentů na kapitálových trzích* [online]. Diplomová práce. VŠE Praha, 2010.

POLOUČEK, S. a kol. *Peníze, banky, finanční trhy*. 1. vydání. Praha : C. H. Beck, 2009. 415 s. ISBN 978-80-7400-152-9.

SVOBODA M. a kol. *Strukturované investiční nástroje a investiční certifikáty* [online]. 1. vydání. Brno : Svoboda Martin, 2012 [cit. 2012-05-11]. 40 s. ISBN 978-80-260-1132-3. Dostupný z WWW: <http://www.bbh.cz/Documents/Publications/Strukturovane%20investicni%20nastroje.pdf>

SVOBODA, M. *Indexové investice*. 1. vydání. Brno : Dimension, 2001. 274 s. ISBN 80-238-7634-1.

SVOBODA, M., ROZUMEK, D. *Investiční certifikáty* [online]. 1. vydání. Praha : Komise pro cenné papíry [cit. 2012-05-11]. 52 s. ISBN 80-239-5317-6. Dostupný z WWW: <https://www.patria-direct.cz/Dokumenty/Certifikaty.pdf>

VESELÁ, J. *Investování na kapitálových trzích*. 2., rozšířené a aktualizované vydání. Praha : Wolters Kluwer ČR, 2011. 792 s. ISBN 978-80-7357-647-9.

Elektronické zdroje

BH Securities. <http://www.bhs.cz>

Bloomberg – Business, Financial & Economic News, Stock Quotes. <http://www.bloomberg.com>

Burza cenných papírů Praha, a.s. <http://www.pse.cz>

Hang Seng Indexes. <http://www.hsi.com.hk/HSI-net>

Indices.cc : : Wiener Börse. <http://www.en.indices.cc>

Investiční certifikáty. <http://www.icertifikaty.eu>

MarketWatch – Stock Market Quotes, Business News, Financial News. <http://www.marketwatch.com>

Raiffeisen CENTROBANK. <http://www.rcb.at>

RM SYSTÉM česká burza cenných papírů. <http://www.rmsystem.cz>

Volksbank Investments. <http://www.cz.volksbankinvestments.com>

Zertificatejournal – inteligentní investice. <http://www.zertificatejournal.cz>

Seznam tabulek

Tab. 1.....	18
Tab. 2.....	19
Tab. 3.....	19
Tab. 4.....	21
Tab. 5.....	22
Tab. 6.....	24
Tab. 7.....	26
Tab. 8.....	27
Tab. 9.....	27

Seznam grafů

Graf 1	9
Graf 2	10
Graf 3	11
Graf 4	12
Graf 5	12
Graf 6	13
Graf 7	14
Graf 8	15
Graf 9	23
Graf 10	24
Graf 11	25
Graf 12	26