

## INFORMASJON TIL KUNDER OM EGENSKAPER OG RISIKO KNYTTET TIL FINANSIELLE INSTRUMENTER OG ULIKE INVESTERINGSSTRATEGIER

*Viktig: Dette er ikke en uttømmende fremstilling av egenskapene til alle finansielle instrumenter og alle risikoelementer som kan tenkes knyttet til disse, men kun utvalgte elementer ved utvalgte finansielle instrumenter som Cenzia AS ønsker å gjøre særskilt oppmerksom på. Dokumentet er sist oppdatert januar 2018 og det vil bli rutinemessig gjennomgått og oppdatert på årlig basis deretter. Dette betyr at det vil kunne være utviklinger i regelverk og/eller markedsforhold som ikke er reflektert i dokumentet.*

### 1. HANDEL MED FINANSIELLE INSTRUMENTER

Handel med finansielle instrumenter, som aksjer, egenkapitalbevis, obligasjoner, sertifikater, finansielle derivatinstrumenter eller andre rettigheter og forpliktelser som er beregnet for handel i verdipapirmarkedet, skjer normalt i en organisert form i et handelssystem. Med handelssystem menes her regulert marked, en MHF, en OHF en SI, en prisstiller eller annen likviditetsstiller eller enhet som utfører en funksjon i et tredjeland som ligner de funksjoner som noen av de forannevnte aktørene utfører.

På et *regulert marked* (herunder børs) handles ulike typer finansielle instrumenter. På Oslo Børs handles aksjer, egenkapitalbevis, obligasjoner, sertifikater, enkelte fondsandeler og en rekke ulike finansielle derivatinstrumenter. Utfyllende informasjon med hensyn til hvor og hvordan disse instrumentene handles vil bli behandlet nedenfor.

Kursinformasjon om de finansielle instrumenter som handles på det regulerte markedet, publiseres regelmessig via deres hjemmeside, i aviser eller gjennom andre media.

### 2. RISIKO KNYTTET TIL HANDEL MED FINANSIELLE INSTRUMENTER

#### 2.1 Generelt om risiko

Finansielle instrumenter gir normalt *avkastning* i form av *utbytte* (aksjer og fondsandeler) eller *rente* (rentebærende instrument). I tillegg kan prisen (kursen) på instrumentet øke eller reduseres i forhold til det prisen var på det tidspunktet investeringen ble gjort. I beskrivelsen nedenfor brukes ordet investering også om eventuelle negative posisjoner i instrumentet (short posisjon, se punkt 7 nedenfor). Den totale avkastningen er summen av utbytte/rente og prisendring på instrumentet.

Naturligvis søker investor en total avkastning som er positiv, dvs. som gir *gevinst*. Men det finnes også en *risiko* for at den totale avkastningen blir negativ dvs. at det blir et *tap* på investeringen. Risikoen for tap varierer mellom ulike instrumenter. Vanligvis er sjansen for gevinst på en investering i et finansielt instrument koblet til risikoen for tap. Desto lengre tidsperspektiv man har for investeringen, desto større er sjansen for gevinst eller tap. I plasseringssammenheng brukes ofte ordet risiko som uttrykk både for risiko for tap og for muligheten for gevinst. I beskrivelsen nedenfor brukes imidlertid ordet risiko kun i ett eller noen

få finansielle instrumenter. Disse instrumentene bør da ha egenskaper som innebærer en *spredning av risiko* og ikke samle risiko som kan utløses samtidig.

Ved handel med utenlandske finansielle instrumenter oppstår også en *valutarisiko*.

Investeringer i finansielle instrumenter er forbundet med økonomisk risiko, hvilket vil bli nærmere beskrevet nedenfor. Kunden er selv ansvarlig for denne risikoen og må derfor gjøre seg kjent med de for å beskrive risikoen for tap. Det finnes ulike måter å investere i finansielle instrumenter for å redusere risikoen. Vanligvis er det bedre risikomessig å investere i flere forskjellige finansielle instrumenter enn

vilkår, prospekter eller lignende som gjelder for handel med slike instrumenter og om instrumentenes særskilte risiki og egenskaper. Kunden må også fortløpende overvåke sine investeringer i slike instrumenter. Dette gjelder selv om kunden har fått individuell rådgivning i forbindelse med investeringen. Informasjon til bruk for overvåking av priser og dermed verdiutviklingen på egne investeringer kan fåes i kurslister som offentliggjøres gjennom massemedia, som for eksempel aviser, internett, tekst-TV og i noen tilfeller fra verdipapirforetaket selv. Om nødvendig bør kunden av egen interesse reagere raskt, for eksempel ved å avhende investeringer som utvikler seg negativt eller å stille ytterligere sikkerhet ved investeringer som er finansiert med lån og hvor sikkerhetsverdien reduseres.

## 2.2 Ulike typer av risikobegrep

I forbindelse med den risikovurdering som investor bør foreta seg ved investeringer og handel med finansielle instrumenter, og videre foreta seg fortløpende under hele investeringsperioden, finnes mange ulike risikotyper og andre faktorer som kunden bør være oppmerksom på.

Nedenfor følger noen av de viktigste risikotyper:

**Markedsrisiko** – risikoen for at markedet i sin helhet, eller visse deler av markedet, hvor kunden har gjort sin investering, går ned (eksempelvis det norske aksjemarkedet).

**Kredittrisiko** – risikoen for sviktende betalingsevne hos utsteder eller en motpart.

**Prisvolatilitetsrisiko** – risikoen for at store svingninger i kursen/prisen på et finansielt instrument påvirker investeringen negativt.

**Kursrisiko** – risikoen for at kursen/prisen på et finansielt instrument går ned.

**Skatterisiko** – risikoen for at skatteregler og/eller skattesatser er uklare eller kan endres.

**Valutarisiko** – risikoen for at en utenlandsk valuta som investeringen er knyttet til reduseres i verdi (eksempelvis visse fondsandeler i et verdipapirfond som er plassert i amerikanske verdipapir notert i USD).

**Gearingeffektrisiko** – konstruksjonen av et derivatinstrument som gjør at det finnes en risiko for at prisutviklingen på det underliggende får et større negativt gjennomslag i kursen/prisen på derivatinstrumentet.

**Juridisk risiko** – risikoen for at relevante lover og regler er uklare eller endres.

**Selskapsspesifikk risiko** – risikoen for at et selskap går dårligere enn forventet eller at selskapet blir rammet av en negativ hendelse slik at de finansielle instrumenter som er knyttet til selskapet dermed kan falle i verdi.

**Bransjespesifikk risiko** – risikoen for at en spesifikk bransje går dårligere enn forventet eller blir rammet av en negativ hendelse slik at de finansielle instrumenter som er knyttet til selskapene i den aktuelle bransjen dermed kan falle i verdi.

**Likviditetsrisiko**– risikoen for at man ikke kan selge et finansielt instrument på et tidspunkt man måtte ønske fordi omsetningen og kjøpsinteressen i det finansielle instrumentet er lav.

**Renterisiko** – risikoen for at det finansielle instrumentet det er investert i reduseres i verdi på grunn av endringer i markedsrenten.

### 3. AKSJER OG AKSJERELATERTE INSTRUMENTER

#### 3.1 Generelt om aksjer

##### 3.1.1 Aksjer og aksjeselskap

Aksjer i et aksjeselskap gir eieren rett til en andel av selskapets **aksjekapital**. Hvis selskapet går med overskudd, gir normalt selskapet **utbytte** på aksjene. Aksjer gir også **stemmerett** på generalforsamlingen, som er det øverste besluttede organet i selskapet. Jo flere aksjer eieren har, desto større andel av kapitalen, utbytte og stemmene har normalt aksjeeieren. Stemmeretten kan variere avhengig av hvilken kategori aksjene har. Det finns to typer aksjeselskap i Norge, **allmennaksjeselskap (ASA)** og **aksjeselskap (AS)**.

##### 3.1.2 Aksjekursen

**Kursen** (prisen) på en aksje påvirkes for en stor del av **selskapets fremtidsutsikter**. En aksjekurs kan gå opp eller ned avhengig av aktørenes analyser og vurderinger av selskapets muligheter for å gjøre **fremtidsgevinster**. Den fremtidige eksterne utviklingen av konjunkturer, teknikk, lovgivning, konkurranse osv. avgjør hvilken etterspørsel det blir etter selskapets produkter eller tjenester og det er derfor også av grunnleggende betydning for kursutviklingen på selskapets aksjer.

Det **generelle rentenivået** (markedsrenten) spiller også en avgjørende rolle for kursutviklingen. Hvis markedsrenten stiger, kan rentebærende finansielle instrumenter som utstedes samtidig, gi bedre avkastning. Normalt faller da kursene på noterte aksjer og på allerede utestående rentebærende instrumenter med lavere rente. Årsaken er at den økende avkastningen på nyutstedte rentebærende instrumenter relativt sett kan bli bedre enn avkastningen på aksjer, og på utestående rentebærende instrumenter. Dessuten påvirkes aksjekursene negativt av at renten på selskapets gjeld øker, fordi dette reduserer de fremtidige gevinstmulighetene for selskapet.

Også **andre faktorer som er knyttet direkte til selskapet**, f.eks. endringer i selskapets ledelse og organisasjon, produksjonsavbrudd med mer kan påvirke selskapets fremtidige evne til å skape gevinster, både på kort og lang sikt. Selskaper kan i verste fall gå så dårlig at det må erklæres **konkurs**. Aksjekapitalen, d.v.s. aksjeeiernes investerte kapital, har siste prioritet til å få utbetalt noe fra konkursboet. Først må selskapets øvrige gjeld være innfridd i sin helhet. Dette

resulterer ofte i at det ikke er midler igjen i selskapet etter betaling av gjeld slik at aksjene i selskapet blir verdiløse.

Også kursutviklingen på finansielle instrumenter notert på større *utenlandske* regulerte markeder og andre handelssystem påvirker kursutviklingen i Norge, blant annet fordi flere norske selskap også er notert på utenlandske regulerte markeder eller handles i andre handelssystem. Prisutjevninger (arbitrasje) skjer da mellom markedene. Kursen på aksjer i selskap som tilhører samme bransje/sector påvirkes ofte av forandringer i kursen hos andre selskap innenfor samme bransje/sector. Denne påvirkningen kan også gjelde for selskap i ulike land.

Aktørene i finansmarkedet har ofte ulike oppfatninger om hvordan aksjekurser vil utvikle seg. Disse faktorer, som også innbefatter hvordan selskapet blir verdsatt, bidrar til at det finnes både kjøpere og selgere. Hvis investorene har den samme oppfatningen om kursutviklingen vil de enten kjøpe, og da oppstår et kjøpspress fra mange kjøpere eller så vil de selge, og da oppstår det et salgspress fra mange selgere. Ved kjøpspress stiger kursen, og ved salgspress faller den.

**Omsetningen**, dvs. hvor mye som kjøpes eller selges av en bestemt aksje, påvirker aksjekursen. Ved høy omsetning reduseres forskjellen, også kalt "*spread*", mellom den kurs kjøperne er villige til å betale (kjøpskursen) og den kursen selgerne forlanger (salgskursen). En aksje med høy omsetning, der store beløp kan omsettes uten større innvirkning på kursen, har en god *likviditet* og er derfor lett å kjøpe og selge. Selskap som er notert på et regulert marked, som eksempelvis Oslo Børs og Oslo Axess, har normalt høy likviditet.

**Rammebetingelser** for næringsvirksomhet, både de nasjonale og de internasjonale, kan også påvirke aksjekursene. Endringer i skatte- og avgiftsnivå nasjonalt og i andre land påvirker selskapenes kostnadsnivå og dermed konkurransesituasjonen. Internasjonale avtaler mellom land om toll og avgifter ved import og eksport av varer og tjenester påvirker konkurransesituasjonen mellom selskaper og dermed aksjekursene. Voldsomme hendelser som katastrofer, terroraksjoner og krig kan gi store utslag i aksjekursene på børser verden over.

### 3.1.3 Aksjehandel – herunder handelssystemer

Bare aksjer utstedt av allmennaksjeselskap (ASA) eller tilsvarende utenlandske selskap kan noteres på et regulert marked (herunder børs) i Norge. Det stilles i tillegg krav til selskapets størrelse, selskapets virksomhetshistorie eier spredning samt offentlig publisering av selskapets økonomi og virksomhet forøvrig.

I Norge finnes det i dag to *regulerte markeder* for handel med aksjer; Oslo Børs og Oslo Axess. Det er kun Oslo Børs som har konsesjon som *børs* ([www.oslobors.no](http://www.oslobors.no)). Oslo Axess ([www.osloaxess.no](http://www.osloaxess.no)) er i det alt vesentlige underlagt de samme regler som gjelder for Oslo Børs med hensyn til oppfølging, overvåkning og sanksjonering ved overtredelse av det regelverket som gjelder for handel på regulert marked. Handel i norske aksjer kan også skje på regulerte markeder i utlandet, hvor flere norske selskaper er notert.

I tillegg har Oslo Børs etablert Merkur Market for handel med aksjer. Merkur Market er en multilateral handelsfasilitet (MHF).

Handel i aksjer som ikke er notert på et regulert marked skjer i det såkalte OTC-markedet. I dette markedet foregår handel i stor grad basert på informasjon om priser og interesser som meglerforetakene oppgir til hverandre. Den mest benyttede metode er at meglerforetaket legger inn kjøps eller salgsinteresser i et handelsstøttesystem som drives av Fondsmeglernes

Informasjonstjeneste AS. OTC-listen deles inn i en A-liste og en B-liste. Det er kun selskap som er registrert på A-listen som er pålagt å viderebringe kursrelevant informasjon av vesentlig betydning til markedet. For mer informasjon om OTC – listen, se [www.notc.no](http://www.notc.no). Dersom en aksje verken er notert på et regulert marked eller i et handelstøttesystem vil omsetning normalt skje ved at meglerforetakene søker å bistå kunden ved å kontakte potensielle kunder som kan være interessert å gå inn som motpart. Investering i denne type aksjer er forbundet med vesentlig likviditetsrisiko.

Handel på et regulert marked eller i andre handelssystem utgjør **annenhåndsmarkedet** for aksjer, egenkapitalbevis og obligasjoner som et selskap allerede har utstedt. I tillegg fungerer OTC - listen som et annenhåndsmarked for aksjer. Dersom annenhåndsmarkedet fungerer bra, dvs. det er lett å finne kjøpere og selgere og det fortløpende noteres tilbudspriser fra kjøpere og selgere, samt sluttkurser på utførte handler, har selskapene en fordel ved at det blir lettere å utstede nye aksjer og dermed skaffe mer kapital til selskapets virksomhet. **Førstehåndsmarkedet**, eller primærmarkedet, kalles det markedet der handel/tegning av nyutstedte aksjer, egenkapitalbevis og obligasjoner skjer.

Aksjer registrert på et regulert marked eller i et annet handelssystem inndeles normalt i ulike lister avhengig av selskapets markedsverdi eller selskapets likviditet. Disse listene publiseres gjerne på handelssystemets hjemmeside, i aviser og gjennom andre media. Selskapene som er notert på Oslo Børs er inndelt i fem ulike segmenter avhengig av selskapets likviditet; henholdsvis **Utvalg OBX, OM Match, OB Standard, OB Nye og OB Egenkapitalbevis**. Ulike aksjer kan i løpet av dagen eller over lengre perioder vise ulik stabilitet i kursene (**volatilitet**) dvs. hyppighet og størrelse på kursendringene. Aksjer på lister med høy likviditet anses normalt å kunne innebære lavere risiko enn aksjer notert på lister med lavere likviditet.

### 3.1.4 Ulike aksjeklasser

Aksjer kan finnes i ulike **klasser**, vanligvis A- og B-aksjer, som normalt har betydning for utøvelse av stemmerett på selskapets generalforsamling. Det er bare et fåtall av de norske børsnoterte selskapene som har ulike aksjeklasser. A-aksjer gir normalt en stemme, mens B-aksjer normalt gir begrenset eller ingen stemmerett. Forskjellene i stemmerett kan for eksempel skyldes at man ved eierspredning vil verne om de opprinnelige grunnleggerne og eiernes innflytelse over selskapet ved å gi dem en sterkere stemmerett.

### 3.1.5 Pålydende, split og spleis av aksjer

En aksjes **pålydende** er den verdi som hver aksje representerer av selskapets aksjekapital. Summen av alle aksjer i et selskap multiplisert med pålydende på hver aksje utgjør selskapets aksjekapital. Iblant vil selskapet endre pålydende, f.eks. fordi markedsprisen på aksjen har steget betydelig. Ved å dele opp hver aksje på to eller flere aksjer, en såkalt **split**, reduseres pålydende og samtidig reduseres kursen på aksjene. Aksjeeieren har derimot sin kapital uendret etter en split, men den er fordelt på flere aksjer som har et lavere pålydende og en lavere kurs.

Omvendt kan en **spleis** (omvendt split) utføres for eksempel dersom kursen faller betydelig. Da slås to eller flere aksjer sammen til en aksje. Aksjeeieren har dog samme kapital etter en spleis, men fordelt på færre aksjer som har et høyere pålydende og en høyere kurs.

### 3.1.6 Børsintroduksjon, privatisering og oppkjøp

**Børsintroduksjon** innebærer at aksjer i et aksjeselskap blir notert på et regulert marked (herunder børs). Allmennheten kan bli tilbudt å **tegne** (kjøpe) aksjer i selskapet i denne

forbindelse. Oftest dreier det seg om et eksisterende selskap, som ikke tidligere har vært børsnotert, der eierne har besluttet å øke antall aksjonærer samt lette handelen i selskapets aksjer. Om et statlig eid selskap introduseres på en børs kalles det for **privatisering** eller delprivatisering avhengig av hvor stor eierandel i selskapet staten tilbyr å selge til allmennheten.

**Oppkjøp** foregår som regel på den måten at en eller flere investorer tilbyr aksjonærene i et selskap å selge sine aksjer på visse vilkår. Hvis kjøperen får 90 % eller mer av aksjekapitalen og stemmene i selskapet, kan kjøperen begjære **tvangsinnløsning** av de gjenstående aksjene fra de eierne som ikke har akseptert oppkjøpstilbudet.

### 3.1.7 Emisjoner

Dersom et aksjeselskap vil utvide virksomheten, kreves ofte ytterligere kapital. Dette skaffer selskapet seg ved å utstede nye aksjer gjennom en **emisjon**. Som oftest får de gamle eierne **tegningsretter** som gir forkjøpsrett til å tegne aksjer i emisjonen. Antall aksjer som kan tegnes settes da i forhold til hvor mange aksjer eieren hadde tidligere. Tegneren må betale en pris (emisjonskurs) for de nyutstedte aksjene som ofte kan være lavere enn markedskursen. Straks etter at tegningsrettighetene - som normalt har en viss markedsverdi - blir skilt ut fra aksjene, synker vanligvis kursen på aksjene. De aksjeeiere, som har tegningsretter men som ikke tegner, kan under tegningstiden (som ofte pågår noen uker) selge sine tegningsrettigheter på den markedsplassen der aksjene er notert. Etter utløpet av tegningstiden og tildelingen forfaller tegningsrettighetene og blir dermed ubrukelige og verdiløse.

Aksjeselskap kan også gjennomføre en såkalt **rettet emisjon** som gjennomføres som en emisjon, men bare rettet mot en begrenset gruppe investorer. Ved en rettet emisjon skjer en såkalt **utvanning** av eksisterende aksjeeieres andel av antall stemmer og aksjekapital i selskapet, men antall eide aksjer påvirkes ikke og markedsverdien på den investerte kapital påvirkes normalt heller ikke.

## 3.2 Generelt om aksjerelaterte instrumenter

Nær knyttet til aksjer er egenkapitalbevis (tidligere grunnfondsbevis), konvertible obligasjoner, aksjeindeksobligasjoner/ indeksobligasjoner, warrants, aksjeopsjoner og aksjeindeksopsjoner, og depotbevis. Handel med disse instrumentene skjer normalt på et regulert marked (herunder børs), men OTC-handel forekommer også for denne type finansielle instrumenter.

### 3.2.1 Egenkapitalbevis

Egenkapitalbevis har klare likhetstrekk med aksjer. Forskjellen knytter seg først og fremst til eierrett til selskapsformuen og innflytelse i utstederens organer. Det er også satt visse restriksjoner på utbyttetildelingen. De børsnoterte egenkapitalbevis i Norge er utstedt av sparebanker. Mer informasjon om egenkapitalbevis finnes på [www.egenkapitalbevis.no](http://www.egenkapitalbevis.no).

### 3.2.2 Konvertible obligasjoner

Konvertible obligasjoner er rentebærende verdipapirer som innen en viss tidsperiode kan byttes i aksjer. Avkastningen på de konvertible obligasjonene, dvs. renten, er normalt høyere enn



utbytte på utbytteaksjene. Kursen på de konvertible obligasjonene følger normalt aksjekursen og uttrykkes i prosent av pålydende på den konvertible obligasjonen.

### 3.2.3 Aksjeindeksobligasjoner/Indeksobligasjoner

Aksjeindeksobligasjoner/Indeksobligasjoner er obligasjoner, der avkastningen vanligvis er avhengig av utviklingen i en aksjeindeks. Hvis indeksen utvikler seg positivt, følger også avkastningen etter. Ved en negativ indeksutvikling kan avkastningen utebli. Obligasjonen etterbetales alltid med sitt nominelle beløp på forfallsdagen og har således en begrenset tapsrisiko sammenlignet med aksjer og fondsandeler. Risikoen med en plassering i en aksjeindeksobligasjon kan bortsett fra en eventuell overkurs, defineres som den alternative renteinntekten, dvs den rente investeringen kunne ha fått hvis beløpet hadde blitt investert på en annen måte.

### 3.2.4 Warrants

Handel forekommer også med visse kjøps- og salgsopsjoner med lengre løpetid enn de standardiserte kjøpsopsjoner, vanligvis kalt **warrants**. Warrants kan utnyttes for å kjøpe underliggende aksjer eller gi kontantoppgjør dersom gevinst er oppnådd som følge av at kursen på den underliggende aksje er høyere enn den avtalte fremtidige kjøpskursen/innløsningskursen.

### 3.2.5 Aksjeopsjoner og aksjeindeksopsjoner

Det finnes ulike slags **aksjeopsjoner**. Ervervede (kjøpte) kjøpsopsjoner (call options) gir eieren rett til innen en viss tidsperiode å kjøpe allerede utstedte aksjer til en forhåndsbestemt pris. Ervervede (kjøpte) salgsopsjoner (put options) gir innehaveren rett til å selge aksjer innenfor en viss tidsperiode til en forhåndsbestemt pris. Mot hver **ervert** opsjon tilsvarende en **utstedt** (solgt) opsjon. Risikoen for den som erverver en opsjon er at den reduseres i verdi eller forfaller verdiløs på bortfallsdagen. Utstederen av en opsjon løper en risiko som, om man ikke tar spesielle forholdsregler, kan være ubegrenset stor.

Indeksopsjoner gir gevinst eller tap knyttet til utviklingen av den underliggende indeks. Kursen på opsjoner (premie/pris) følger normalt utviklingen i kursen på tilsvarende underliggende aksjer eller indeks.

### 3.2.6 Depotbevis

Depotbevis er et bevis på at aksjer er oppbevart i et depot og gir eieren samme rettigheter som å eie selve aksjen. Depotbevis omsettes som aksjer, og prisutviklingen følger normalt prisutviklingen på det regulerte markedet i utlandet, hvor aksjen omsettes.

## 4. RENTEÆRENDE FINANSIELLE INSTRUMENTER (OBLIGASJONER)

### 4.1 Generelt

Et rentebærende finansielt instrument er en **fordringsrett** på utsteder av et lån. Avkastningen gis normalt i form av **rente (kupong)**. Det finnes ulike former for rentebærende instrumenter avhengig av hvem som er utsteder, den **sikkerhet** som utsteder har stilt for lånet, **løpetiden** fram til forfallsdato og formen for utbetaling av renten.

Renten (kupongen) utbetales vanligvis enten som fast eller flytende rente. På et fastrente lån settes ("fixes") renten normalt for 1 år av gangen. For lån med flytende rente settes ("fixes")

renten normalt 4 ganger per år for 3 måneder av gangen basert på NIBOR-renten. På visse lån utbetales det ingen rente, men kun pålydende ved lånets forfallsdag (nullkuponger). Kjøp av nullkupong papirer skjer til en betydelig underkurs som gjør at effektiv rente er lik papirer med løpende kupongrente. Eksempelvis er all gjeld som staten utsteder i Statskasseveksler (Statssertifikater) nullkuponger.

**Risikoen** på et rentebærende instrument består dels av den kursendring som kan inntreffe under løpetiden fordi markedsrenten forandres og dels av risiko for at utsteder ikke klarer å tilbakebetale lånet. Lån der fullgod sikkerhet for tilbakebetaling er stilt, er således mindre risikofylte enn lån uten sikkerhet. Helt generelt kan man si at risikoen for tap på rentebærende instrumenter anses å være lavere enn for aksjer.

Markedsrenten bestemmes hver dag, både på instrumenter med kort løpetid (mindre enn ett år) f.eks. **sertifikater** og på instrument med lengre løpetider f.eks. **obligasjoner**. Dette skjer i penge- og obligasjonsmarkedet. Markedsrentene påvirkes av analyser og vurderinger som Norge Bank og andre større institusjonelle markedsaktører gjør med hensyn til hvordan utviklingen av økonomiske faktorer som inflasjon, konjunktur, renteutviklingen i Norge og i andre land kommer til å utvikle seg på kort og lang sikt. Norge Bank foretar også operasjoner i penge- og valutamarkedet med formål å styre utviklingen av markedsrenten slik at inflasjonen ikke stiger over eller synker under et visst fastsatt mål.

Dersom markedsrenten går opp, vil kursen på allerede utstedte rentebærende finansielle instrument falle forutsatt at de har en fast rente, ettersom nye lån utstedes med en rentesats som følger aktuell markedsrente og dermed gir høyere rente enn hva de allerede utstedte instrumentet gjør. Omvendt vil kursen på allerede utstedte instrumenter stige når markedsrenten går ned.

Lån utstedt av stat, fylkeskommune og kommune (eller garantert av slike organisasjoner) anses for å være tilnærmet risikofrie med hensyn til innfrielse til den forhåndsbestemte verdien på forfallsdato.

## 4.2 Handel

En rekke obligasjoner er børsnoterte og således skjer handel med disse finansielle instrumenter i likhet med børsnoterte aksjer på et regulert marked. I tillegg tilbyr Oslo Børs en alternativ markeds plass for handel i obligasjoner og sertifikater - **Alternative Bond Market (ABM)**. ABM er en egen markeds plass som ikke er regulert av eller underlagt konsesjon i henhold til børsloven, men som administreres og organiseres av Oslo Børs.

Handel med obligasjoner skjer normalt på andre måter enn for aksjer. I praksis anses rente- og valutamarkedet som **kvoteringsmarked** eller **prisdrevet marked**, i motsetning til aksjemarkedet som er et ordredrevet marked.

Ved handel i standardiserte opsjoner, obligasjoner, valuta- og rentederivater stiller verdipapirforetak normalt priser som markedet maker og offentliggjør kjøps- og salgskurser ut fra egne vurderinger av markedsforholdene. Markedet vil som regel være veldig transparent, da prisene offentliggjøres på foretakets webside eller hos en informasjonsdistributør. Kundene kan således sammenligne priser mellom de ulike foretak. Disse prisene vil enten være indikative eller bindende for et bestemt volum per transaksjon. Dersom prisene er indikative vil foretaket gi kunden en bindende pris ved henvendelser til foretaket. Ved henvendelse til foretaket står kunden fritt til å akseptere eller avvise tilbudet. Dersom kunden aksepterer prisen vil foretaket



bli motpart i transaksjonen. Dersom kunden aksepterer prisen, vil foretaket bli motpart i transaksjonen.

### 4.3 Særskilt om egenskaper og risiko knyttet til fondsobligasjoner

En fondsobligasjon eller «hybridobligasjon» er et usikret rentebærende finansielt instrument og utgjør således en ikke-forfalt fordring på utstederen som normalt vil være en bank eller annen institusjon som er underlagt regelverket om kapitalkrav og annen finanslovgivning. Her er det fondsobligasjoner utstedt av banker som beskrives. Både forretningsbanker og sparebanker kan være utsteder ("Utsteder") av fondsobligasjoner. Formålet med utstedelse av denne type obligasjoner, vil for bankene være å oppfylle de offentlig fastsatte kravene til kapitaldekning, eventuelt å skaffe seg en høyere kapitaldekning enn minimumskravene. Dersom en bank eventuelt skulle bli avvirket vil eierne av fondsobligasjoner ha prioritet foran eierne av egenkapitalinstrumenter (aksjer eller egenkapitalbevis), men bak eierne av ansvarlig lån, senior obligasjoner og innskytere mv.

Fondsobligasjon må oppfylle krav fastsatt i forskrift<sup>1</sup> for å få status som «annen godkjent kjernekapital». Forskriften er basert på EU-regler. Internasjonalt omtales obligasjoner med tilsvarende egenskaper for «contingent convertible securities», forkortet «CoCos». Fondsobligasjoner regnes som et komplekst finansielt instrument fordi det har egenskaper som gjør at det kan være vanskelig å vurdere risikoen. Dette kan også påvirke prisingen. Som kunde må du være kjent med at: handel med fondsobligasjoner skjer på din egen risiko, du må sette deg inn i og ha en god forståelse av regulering, vilkår og betingelser (herunder låneavtalen) for den aktuelle fondsobligasjonen du investerer i og dens egenskaper og risiko, du må sette deg inn i og ha en god forståelse av hvilken type institusjon utstederen av fondsobligasjonen er, du har selv ansvaret for å overvåke verdiendringer på de fondsobligasjoner du har posisjoner i, du må selv løpende vurdere dine investeringer og foreta de endringer som er nødvendig for å tilpasse disse til din investeringsstrategi og risikoprofil annenhåndsmarkedet.

Fondsobligasjoner ligger risikomessig nær opptil aksjer eller egenkapitalbevis. Ved den løpende prisingen av fondsobligasjonen vil generelle svingninger i verdipapirmarkedet, varierende likviditet i fondsobligasjonene, samt selskapsspesifikke faktorer virke inn.

Finanstilsynet er av den oppfatning at fondsobligasjoner i utgangspunktet er et lite egnet eller hensiktsmessig investeringsprodukt for «forbrukere», og gir uttrykk for at det kreves betydelig kunnskap om og erfaring med komplekse finansielle instrumenter for å være i stand til å forstå risikoen forbundet med fondsobligasjoner.

Følgende risikoelementer gjelder særskilt for fondsobligasjoner:

**Risiko for endring i regulering** - Forskriftene kan endres etter at en fondsobligasjon er utstedt, noe som direkte kan påvirke fondsobligasjonens egenskaper og risiko, siden eventuelle endringer i forskriften kan påvirke fondsobligasjonens egenskaper og risiko, utgjør eventuelle endringer i forskriften i seg selv en risiko for at fondsobligasjonens egenskaper og derav risiko endres.

**Risiko for nedskrivning eller konvertering** - Utsteder må enten (avhengig av låneavtalen) skrive ned verdien av fondsobligasjonen eller konvertere kapital til ren kjernekapital dersom bankens rene kjernekapitaldekning faller under en fastsatt prosentsats. Denne prosentsatsen kan imidlertid endres ved forskriftsendring, som enten er fastsatt nasjonalt eller av EU.

Finanstilsynet kan også instruere Utsteder om nedskrivning eller konvertering av fondsobligasjonen.

**Risiko for tap av rente** - Utsteder kan velge å ikke betale renter (kupong) uten at dette skal betraktes som mislighold. Finanstilsynet kan også pålegge Utsteder å stoppe renteutbetaling. Dersom Utsteder kommer i brudd med kapitalkrav vil renteutbetaling normalt måtte forventes å bli stoppet. Det er ingen akkumulering av renter som ikke utbetales.

**Risiko for at investeringshorisonten blir lengre eller kortere enn forventet** - Lånet er evigvarende, men Utsteder kan på visse betingelser kjøpe tilbake hele eller deler av lånet eller innfri fondsobligasjonen etter 5 år dersom Finanstilsynet samtykker. Utsteder kan velge å ikke benytte muligheten til innfrielse eller tilbakekjøpe (calle) lånet. Utsteder kan etter samtykke fra Finanstilsynet innfri eller tilbakekjøpe av fondsobligasjonen dersom regelendring fører til at kapitalen (helt eller delvis) ikke lenger kan regnes som «annen kjernekapital» eller dersom den skattemessig behandling av fondsobligasjoner for Utsteder endres vesentlig.

**Risiko for unnlatt oppskrivning** - Dersom Utsteder har måttet skrive ned verdien på fondsobligasjonen, kan Utsteder skrive opp verdien igjen ved at den tillegges en andel av akkumulert overskudd. Det er regler for hvor raskt Utsteder kan skrive opp igjen fondsobligasjonen. Disse knytter seg blant annet til den andel av resultatet som tilsvarer andelen av kapitalen fondsobligasjonen utgjorde før nedskrivningen.

## 5. FOND

### 5.1 Generelt

Et fond er en ”portefølje” av ulike finansielle instrumenter, eksempelvis aksjer og/eller obligasjoner. Det finnes ulike slags fond med ulike investeringsstrategi og risikoprofil.

Det finnes ulike lover og regler som regulerer fond. UCITS-fond er fond som er etablert i henhold til et EU-regelverk, og som derfor er godkjent for markedsføring i hele EØS-området. UCITS-fond (og nasjonale fond) er regulert av verdipapirfondloven. Alternative investeringsfond er alle andre typer fond enn UCITS-fond. Disse kan være etablert som aksjeselskaper, indre selskaper eller kommandittselskaper. Alternative investeringsfond er regulert av lov om forvaltning av alternative investeringsfond (AIF-loven).

Fond klassifiseres også ut fra investeringsmandatet. Nedenfor følger en kort beskrivelse av de mest vanlige fondene ut i fra mandat<sup>1</sup>:

**Aksjefond** - et verdipapirfond som normalt skal investere minst 80 prosent av fondets forvaltningskapital i aksjer (eller andre egenkapitalinstrumenter) og som normalt ikke skal investere i rentebærende papirer.

**Kombinasjonsfond** - et verdipapirfond som ikke defineres som et rent aksjefond eller rentefond. Et kombinasjonsfond kan ha en tilnærmet fast overvekt av aksjer eller rentepapirer, men andelen av ulike papirer kan også endres i løpet av fondets levetid.

**Rentefond** - et verdipapirfond som skal plassere midler i andre verdipapirer enn aksjer. Rentefondene deles inn i obligasjonsfond og pengemarkedsfond.

**Indeksfond** – et verdipapirfond som forvaltes relativt passivt i forhold til fondets referanseindeks.

**Fond-i-fond** - et verdipapirfond som investerer sine midler i ett (eller eventuelt flere) underliggende verdipapirfond.

**Hedgefond (spesialfond)** – det finnes ingen eksakt definisjon av begrepet hedgefond, og variasjonen mellom de enkelte hedgefondene kan være meget stor med hensyn til investeringsvalg og risikoprofil. Et hedgefond kan ta høy risiko, og er derfor et produkt for investorer med tilsvarende risikovilje og -evne. Hedgefond benytter gjerne investeringsteknikker som utstrakt bruk av derivater, shortsalg, lånefinansiering og åpne valutaposisjoner.

En av ideene med et fond er å plassere i flere ulike finansielle instrumenter. Dette medfører at risikoen for andelseierne reduseres i forhold til risikoen for de aksjeeierne som plasserer bare i en eller i ett fåtall aksjer. Andelseierne slipper å velge ut, kjøpe og selge samt overvåke aksjene og drive annet forvaltningsarbeid rundt dette. For mer informasjon om verdipapirfond, se [www.vff.no](http://www.vff.no).

### 5.2 Børshandlede fond

ETP (Exchange Traded Products) er en fellesbetegnelse for ETF (Exchange Traded Funds) og ETN (Exchange Traded Notes). Disse produktene handles gjennom ulike handelssystemer som

---

<sup>1</sup> Kilde: [www.vff.no](http://www.vff.no)

for eksempel Oslo Børs. Produktene gjør det mulig å få eksponering mot aksjer, indekser, valutaer, råvarer eller liknende. Noen av produktene er bygd opp med et gearing-element. Eksponeringen kan enten være mot et fallende marked (short) eller et stigende marked (long). Det vil kunne være store variasjoner i hvordan disse produktene er strukturert, så det kreves at investor setter seg godt inn i produktet som velges.

En ETN utstedes normalt av en finansinstitusjon (bank/meglerhus) og omsettes i annenhåndsmarkedet på lik linje med en aksje. Ved denne typen produkter påtar man seg normalt en kredittrisiko mot utsteder. Kredittrisiko er risikoen for sviktende betalingsevne hos utsteder eller en motpart. Det innebærer at dersom utsteder ikke klarer å innfri sine forpliktelser, kan verdipapirene bli verdiløse.

En ETF er fondsandeler utstedt av et verdipapirfond. Dette innebærer at investor gjennom sitt eierskap i fondsandelene har direkte eierskap til underliggende aktiva, og på den måten ikke har noen kredittrisiko mot utsteder.

Flere av ETPene inneholder derivatelementer og/eller har innebygget gearing som kan gi produktet en høy markedsrisiko. Dette betyr at kursene på disse vil kunne svinge mer enn underliggende aktiva og at produktene normalt har en større risiko for tap enn en investering direkte i underliggende; for eksempel i aksjer. I tillegg rebalanseres de gearede produktene daglig. Dette betyr at avkastningen over lengre perioder vil avvike fra markedsutviklingen hensyntatt gearingfaktoren. Avkastningen kan bli negativ selv om underliggende har samme verdi ved kjøps- og salgstidspunktet. Disse egenskapene gjør at de gearede produktene er mindre egnet som langsiktige investeringsalternativer.

Det faktum at underliggende ofte er omsatt i andre markeder og notert i annen valuta enn NOK gjør også at man må være oppmerksom på en eventuell valutarisiko. Dette kan innebære at selv om underliggende utvikling skulle tilsi at verdipapiret skulle gi positiv avkastning, kan avkastningen reduseres, falle bort, eller bli negativ som følge av valutakursutviklingen.

ETP har normalt en eller flere likviditetsgarantister (market makere) som har forpliktet seg til å stille kjøps- og salgskurser i verdipapiret. I visse perioder kan det likevel være vanskelig å utføre handel i den aktuelle ETP. Dette kan for eksempel være ved liten likviditet eller dersom handelen på den aktuelle markedsplass er stengt.

## **5.3 Alternative investeringsfond**

### **5.3.1 Generelt**

Alternative investeringsfond er alle fond som ikke er UCITS-fond regulert av verdipapirfondloven. Alternative investeringsfond reguleres av AIF-loven.

Private Equity Fond er en vanlig underkategori av alternative investeringsfond. Et annet eksempel på alternative investeringsfond er eiendomsfond, infrastrukturfond mv.

Vi vil i det følgende se litt nærmere på Private Equity Fond.

### **5.3.2 Om Private Equity**

Private Equity benyttes ofte som en samlebetegnelse på investeringer i unoterte (ikke-børsnoterte) aksjer (som motstykke til "public equity" – noterte aksjer). I forlengelsen av dette benyttes benevnelsen Private Equity Fond ofte som en henvisning til ulike former for

investeringsselskaper (også kalt "fond") som investerer eiernes innskutte midler i ikke-børsnoterte selskaper. Slike fond vil typisk investere i en rekke selskaper, og eierne i fondet oppnår dermed en diversifisering i forhold til en direkteinvestering i ett enkelt selskap.

Private Equity omtales ofte som "aktiv" (eller "intelligent") eierkapital fordi fondenes finansielle investering i et selskap ytes i kombinasjon med aktiv deltagelse i selskapets drift og utvikling. Dette gjelder særlig operative og finansielle forhold, strategiske beslutninger, kommersialisering og internasjonalisering. Av samme grunn omtales Private Equity også som "langiktig" kapital, i den forstand at fondene gjerne har en tidshorisont på opptil 4-6 år for sine investeringer.

Det finnes ingen eksakte definisjoner for de ulike deler av Private Equity-markedet. Grovt sett kan markedet inndeles som følger:

- (i) Såkornkapital er den første kapitalen som utvikler en virksomhet. Denne kapitalens rolle er ofte å ferdigutvikle og tilpasse teknologier og forretningskonsepter, samt bedømme kundepotensialet. Denne rollen løper normalt frem til bedriften har vist at den har et produkt og et marked. Denne fasen er kjennetegnet av svært høy risiko, men ofte relativt lite kapitalbehov. På grunn av den høye risikoen vil et såkornfond normalt søke å investere begrenset kapital over flest mulige prosjekter. Dette er normalt de minste fondene, med størrelse rundt NOK 100-1.000 millioner.
- (ii) Venturekapital kommer som oftest inn når kommersialisering av virksomheten starter. Det vil si at selskapet har vist at det eksisterer et kundegrunnlag for sine teknologier eller produkter, som er tilstrekkelig til å oppnå lønnsom drift. Ofte går dette parallelt med videreutvikling av teknologien, produktene mv. I økende grad skjer dette på en internasjonal arena, slik at internasjonaliseringen kommer på et tidlig tidspunkt i virksomhetens utvikling. Venturekapitalen vil ofte være involvert frem til det er oppnådd lønnsom drift. Venturefasen er normalt en kapitalintensiv periode, med den følge at fondene ofte investerer større beløp i et mer begrenset antall virksomheter. Dette er normalt større fond enn i såkornfasen, ofte i størrelsesorden NOK 300-3.000 millioner.
- (iii) Senfase venture/ekspansjonskapital har ofte som siktemål å bringe allerede etablerte (lønnsomme) bedrifter frem til en stor aktør som egner seg for det børsnoterte kapitalmarkedet. Følgelig står økt, internasjonal ekspansjon og oppkjøp sentralt. Kapitalbehovet er her større enn for ventureprosjekter. Slike fond er ofte i størrelsesorden NOK 500-5.000 millioner.

Sen modning/buy out-kapital fokuserer gjerne på oppkjøp av børsnoterte selskaper og familieselskaper samt utkjøp ("spin off") av virksomheter fra andre industribedrifter. Fellesnevner er ofte omstrukturering av eksisterende virksomheter og optimalisering av drift, hvor fokusering og fornyet satsing skal skape forbedret lønnsomhet og vekst. Kapitalbehovet er betydelig og slike fond vil ofte være i størrelsesorden NOK 1-100 milliarder.

### 5.3.3 Kort om Private Equity Fond

Private Equity Fond etableres i Norge primært som aksjeselskaper, kommandittselskaper eller indre selskaper, hvor investoren erverver en aksje eller tilsvarende selskapsandel for sin

investering. Internasjonalt benyttes tilsvarende eller sammenliknbare selskapsformer ved organiseringen av Private Equity Fond.

Tradisjonelt er Private Equity Fond ikke-børsnoterte investeringsselskaper hvis kjennetegn er begrenset tegningsperiode (typisk 6-18 måneder) og ingen eller begrenset adgang for investorene til å innløse eller omsette fondsandelene (såkalte "lukkede strukturer"). Typisk levetid for et Private Equity Fond er 8-12 år.

Et kjennetegn ved investeringer i Private Equity Fond er at investorene kommitterer seg til å innbetale sin totale investering (kommittert kapital) i flere transjer og over en periode ofte omtalt som "investeringsperioden" (3-5 år). Fondet kaller løpende inn kapital fra investorene, etter hvert som behovet for kapital oppstår, for eksempel etter som investeringer skal gjennomføres. Et Private Equity Fond anses normalt som fullinvestert når 50-70 % av kommittert kapital er innbetalt, med den følge at mellom 30 % og 50 % av fondets kommitterte kapital utestår når investeringsperioden avsluttes (størrelsen på gjenværende kapital vil avhenge av type fond og kostnader i fondets levetid ("foredlings- og realisasjonsperiode") benyttes til å videreutvikle eksisterende investeringer, gjennom oppfølgingsinvesteringer mv. frem til de realiseres ved videresalg, børsnotering mv. Tilbakebetaling av kommittert kapital til investorene samt annen utdeling av inntekter og avkastning fra fondets investeringer skjer normalt fortløpende ettersom investeringer realiseres frem til endelig avvikling av fondet.

Private Equity Fond vil regelmessig være tilknyttet en rådgiver eller forvalter hvis oppgaver er å bistå fondet ved å gi råd og anbefalinger vedrørende plassering av og andre disposisjoner over fondets midler, gi råd om, kontrollere og rapportere om porteføljeselskapenes resultater, fremdrift og utvikling samt følge opp selskapets ledelse. Ofte stiller også rådgiver ansatte til disposisjon for styreverv og strategisk rådgivning i porteføljeselskapene. Rådgiver mottar gjerne et løpende honorar for sin bistand overfor fondet regulert gjennom en rådgivningsavtale. Rådgiver vil ofte også være berettiget et suksesshonorar dersom fondet genererer en meravkastning utover en på forhånd definert rente.

Venturefondene går vanligvis inn med eierandel på mellom 20-50 % i sine porteføljeselskaper, mens Buy Out-fondene går inn med mellom 50-100 %. Porteføljeselskapets ledelse og nøkkelpersoner besitter vanligvis en betydelig eierandel, for å sikre den nødvendige forankring



og motivasjon blant selskapets ansatte for å gjennomføre fondenes investeringsfilosofi og oppnå de fastsatte investeringsmål.

Private Equity Fondene (eller riktigere, dets rådgivere eller forvaltere) etablerer ofte fond fortløpende. Det er vanlig å reise et nytt fond når det forrige fondet er fullinvestert.

#### **5.3.4 Særlig om risiko**

En investor som vurderer å investere i Private Equity bør være klar over følgende:

- (i) Det er ofte bindingstider og svært begrenset likviditet forbundet med investeringene;
- (ii) En investering i Private Equity kan innebære en høy grad av risiko; og
- (iii) Det er ofte høye krav til minste kommittering i slike fond.

### **6. SHORTHANDEL**

”Shorthandel” betyr å selge finansielle instrumenter som man ikke eier (ved å låne aksjer av verdipapirforetaket eller på annen måte). Samtidig binder lånetaker seg til å gi långiveren tilbake instrumenter av samme slag på et senere avtalt tidspunkt.

Shorthandel blir gjerne benyttet som investeringsstrategi når det forventes at aksjen skal gå ned i verdi. På salgstidspunktet regner låntakeren med å kunne kjøpe de lånte instrumentene på markedet til en lavere pris på tidspunktet for tilbakegivelsen enn den prisen disse instrumentene ble solgt for. Skulle prisen i stedet gå opp, oppstår det et tap, som ved en kraftig prisforhøyelse kan bli vesentlig.

Ofte inneholder avtaler om lån av finansielle instrumenter bestemmelser om at långiver når som helst kan kreve tilbakelevering med to-tre dagers frist. Dette øker risikoen ved shortsalg.

### **7. LÅNEFINANSIERT HANDEL**

Finansielle instrumenter kan i mange tilfeller kjøpes for delvis lånt kapital. Da både egen innskutt kapital samt den lånte kapitalen påvirker avkastningen kan kunden gjennom lånefinansieringen få en større gevinst om investeringen utvikles positivt sammenlignet med en investering som kun er gjort med egen innskutt kapital. Gjelden som er knyttet til den lånte kapitalen påvirkes ikke av om kursene på de kjøpte instrumentene endres i positiv eller negativ retning, hvilket er en fordel ved en positiv kursutvikling. Derimot hvis kursen på de kjøpte instrumentene utvikles i negativretning medfører dette en lignende ulempe ettersom gjelden forblir uendret. Ved et kursfall kan derfor den egne innskutte kapitalen helt eller delvis gå tapt samtidig som gjelden må betales helt eller delvis gjennom salgsinntektene fra de finansielle

instrumentene som har falt i verdi. Gjelden må også betales selv om salgsinntektene ikke dekker hele gjelden.

Risikoen med lånefinansierte aksjekjøp øker med graden av lånefinansiering. For eksempel vil en portefølje med 80 % lånefinansiering tape hele egenkapitalen ved et kursfall på 20 %. Dersom porteføljen er 60 % lånefinansiert vil egenkapitalen være tapt ved et kursfall på 40 %.

Egenkapitalavkastningen i en delvis lånefinansiert portefølje vil svinge mer enn i en tilsvarende egenkapitalfinansiert portefølje, og kun når avkastningen på investeringene er høyere enn lånerenten vil lånefinansieringen gi meravkastning.

## **8. HANDELSHYPPIGHET OG KOSTNADER**

Jo hyppigere handel, jo høyere vil kurtasjekostnadene bli, da det normalt påløper kostnader ved hver enkelt handel (kjøp eller salg). Dersom kurtasjekostnadene over tid er større enn avkastningen, vil dette gi et tap for kunden. Det presiseres også at det påløper kurtasjekostnader for lånefinansiert handel.

Ved handel med verdipapirer påløper det kurtasjekostnader som normalt øker proporsjonalt med størrelsen på handelen som gjøres. Selger kunden for eksempel aksjer til en verdi av NOK 50.000 og kurtasjesatsen eksempelvis er 0,2 %, koster salget NOK 100. Selges det derimot aksjer for NOK 500.000, vil kurtasjekostnaden bli NOK 1.000. Det opereres også med minimumskurtasjer, slik at salg eller kjøp av verdipapirer for et mindre beløp kan bli prosentvis dyrere enn ved salg/kjøp for et større beløp.

## **9. DERIVATINSTRUMENTER**

### **9.1 Bruk av derivatinstrumenter**

Derivatinstrumenter er en form for avtale (kontrakt), der selve avtalen er gjenstand for handel på kapitalmarkedet for finansielle instrumenter. Derivatinstrumentet er knyttet til et underliggende aktiva eller til en underliggende verdi. Dette aktiva eller denne verdien (i fortsettelsen bare kalt aktiva) kan utgjøres av et annet finansielt instrument, et annet aktiva med økonomisk verdi (for eksempel valuta eller råvarer) eller en form for verdibarometer (f. eks en indeks). Derivatinstrumenter kan brukes for å beskytte seg mot en forventet ufordelaktig prisutvikling på det underliggende aktiva. De kan også brukes for å oppnå gevinst eller avkastning med en mindre kapitalinnsats enn hva som kreves for å gjøre en tilsvarende handel direkte i det underliggende aktiva. Derivatinstrumenter kan også brukes av andre grunner. Bruken av derivatinstrumenter bygger på en viss forventning om hvordan prisen på det underliggende aktiva kommer til å utvikle seg over en viss tidsperiode. Før handelen med derivatinstrumenter starter, er det viktig at kunden er klar over formålet og hvilken prisutvikling på det underliggende aktiva som kan forventes, og på dette grunnlag velger riktig derivatinstrument eller kombinasjon av slike instrumenter.

### **9.2 Risiko**

Handel med derivatinstrumenter er forbundet med særskilt risiko. Kunden må sette seg nøye inn i de vilkår som gjelder for handel med slike instrumenter og om instrumentenes egenskaper

samt den særskilte risiko som er knyttet til disse instrumentene. Kundene må også fortløpende overvåke sine posisjoner i slike instrumenter.

Enkelte derivathandler vil kunne medføre at kunden må stille særskilt sikkerhet (marginkrav), eksempelvis på salg av opsjoner uten å eie underliggende aksje eller tilsvarende opsjoner, kjøp og salg av terminer (futures og forwards) og swap-avtaler. Marginkravet vil variere avhengig av det underliggende verdipapir, type instrument, instrumentets løpetid og volatilitet. Marginkravet kan også variere fra dag til dag. Kunden bør av egen interesse være klar til straks å foreta handlinger, for eksempel å stille ytterligere sikkerhet (for å oppfylle et eventuelt marginkrav) eller å avslutte sine plasseringer i derivatkontrakter (stenge sine posisjoner) gjennom kjøp eller salg av (motvirkende) kontrakter, dersom det skulle vise seg nødvendig.

### 9.3 Ulike typer derivatinstrumenter

Hovedtypene av derivatinstrumenter er opsjoner, terminer og swap-avtaler.

#### 9.3 Opsjon

En **opsjon** er en avtale som innebærer at den ene parten (utstederen av en opsjonskontrakt) forplikter seg til å kjøpe eller selge det underliggende aktiva til den andre parten (innehaveren av kontrakten) til en forhåndsavtalt pris (exercise price). Tidspunktet for når man kan utøve rettigheten kan avhenge av hvilken type opsjon det dreier seg om. Ved en **amerikansk opsjon** kan rettigheten utøves under hele løpetiden. Ved en **eupeisk opsjon** kan rettigheten bare utøves på bortfallsdagen. Innehaveren betaler en premie til utstederen og får rett til å utøve rettigheten i kontrakten, men har ingen plikt til å gjøre det. Utstederen er derimot pliktig til å innfri kontrakten hvis innehaveren krever det. Kursen på opsjonen følger normalt prisen på den underliggende aktiva. Risikoen for den som erverver en opsjon er at den reduseres i verdi eller blir verdiløs på bortfallsdagen. Utstederen av en opsjon løper en risiko som, om ikke spesielle forholdsregler tas, kan være ubegrenset stor.

##### 9.3.1 Kjøpsopsjoner

Ved å **kjøpe** en kjøpsopsjon får man en **rett** til å kjøpe underliggende aktiva på et fremtidig tidspunkt til en forhåndsbestemt pris. Når man kjøper en kjøpsopsjon, betaler man en opsjonspremie samt kostnader i forbindelse med omsetning og administrasjon av opsjonsavtalen.

Det maksimale man som innehaver av en kjøpsopsjon kan tape er begrenset til opsjonspremien og de betalte kostnader. Maksimalt tap oppstår når kursen på det underliggende finansielle instrument forblir lavere eller lik strikekurs.

Gevinstpotensialet er i teorien ubegrenset. Gevinsten er verdien av de underliggende finansielle instrumenter på innløsningstidspunktet fratrukket strikekurs og opsjonspremien inklusive kostnader.

Ved å **utstedelse** en kjøpsopsjon får man en **plikt** til å selge (dersom innehaver krever og kjøpe) de underliggende aktiva på et fremtidig tidspunkt til en forhåndsbestemt pris. Når man

selger en kjøpsopsjon, mottar man en opsjonspremie fratrukket kostnader i forbindelse med omsetning og administrasjon av opsjonsavtalen.

Gevinstpotensialet ved en utstedelse er begrenset til netto opsjonspremie. Dersom strikekurs forblir høyere eller lik markedskursen på det underliggende finansielle instrumentet, får man beholde opsjonspremien uten at innehaver normalt krever å få kjøpe verdipapirene.

Dersom man har sikret seg ved å eie de underliggende finansielle instrumenter, oppstår intet tap ved kursstigning, men man går glipp av verdistigningen ut over opsjonspremien. Ved kursfall oppstår tap når kursen på det underliggende verdipapir synker under kostprisen for verdipapiret fratrukket den mottatte opsjonspremien.

Dersom man ikke har sikret seg ved å eie de underliggende finansielle instrumenter, har man et ubegrenset tapspotensial ved kursstigning. Dersom innehaveren krever opsjonen innløst må utsteder kjøpe de finansielle instrumentene i markedet til markedspris. Tapet beregnes som markedsverdien av de underliggende finansielle instrumenter minus strikekurs og opsjonspremie.

### 9.3.2 Salgsopsjoner

Ved å **kjøre** en salgsopsjon får man en **rett** til å selge underliggende aktiva på et fremtidig tidspunkt til en forhåndsbestemt pris. Når man kjøper en salgsopsjon, betaler man en opsjonspremie samt kostnader i forbindelse med omsetning og administrasjon av opsjonsavtalen.

Det maksimale man som Innehaver av en Salgsopsjon kan tape er begrenset til opsjonspremien og de betalte kostnader. Maksimale tap oppstår når kursen på det underliggende finansielle instrument forblir høyere eller lik strikekurs.

Gevinstpotensialet er begrenset til strikekursen fratrukket opsjonspremien inklusive kostnader. Gevinsten er strikekursen fratrukket verdien av det underliggende finansielle instrument på innløsningstidspunktet og opsjonspremien inklusive kostnader.

Ved å **utstedelse** en salgsopsjon får man en **plikt** til å kjøpe (dersom innehaver krever å selge) de underliggende aktiva på et fremtidig tidspunkt til en forhåndsbestemt pris. Når man

selger en salgsopsjon, mottar man en opsjonspremie fratrukket kostnader i forbindelse med omsetning og administrasjon av opsjonsavtalen.

Gevinstpotensialet ved en utstedelse er begrenset til netto opsjonspremie. Dersom strikekurs forblir lavere eller lik kursen på det underliggende finansielle instrumentet, får man beholde opsjonspremien uten at innehaver normalt krever å få selge verdipapirene.

Ved kursfall oppstår tap når verdien på de underliggende finansielle instrumenter er lavere enn strikekurs minus netto opsjonspremie. Tapet er begrenset til strikekurs minus netto opsjonspremie.

## 9.4 Termin

En **termin** innebærer at partene inngår en gjensidig bindende avtale om kjøp eller salg av det underliggende aktiva til en forhåndsavtalt pris og med levering eller annen fullbyrdelse av avtalen på et nærmere angitt tidspunkt.

Ved terminforretninger betales ingen opsjonspremie, men den avtalte terminkurs vil normalt bli fastsatt som spotkurs (dagens markedspris) på det underliggende finansielle instrumentet pluss rentekostnaden frem til terminens oppgjørsdag. I tillegg må man betale kostnader i forbindelse med omsetning og administrasjon av terminkontrakten.

Ved terminhandel har **kjøperen** i sin helhet overtatt kursrisikoen på det underliggende finansielle instrumentet. Dersom kursen faller, oppstår et tap lik forskjellen mellom verdien på det underliggende finansielle instrumentet og terminkursen. Dersom kursen stiger, oppstår tilsvarende en gevinst lik forskjellen mellom verdien på det underliggende finansielle instrumentet og terminkursen. I tillegg har kjøperen en kredittrisiko på at selgeren leverer de avtalte finansielle instrumenter på oppgjørsdagen.

En **selger som eier** de underliggende finansielle instrumenter har ingen risiko knyttet til kursutviklingen på det underliggende finansielle instrument, kun en kredittrisiko på at kjøperen kan gjøre opp det avtalte beløp på oppgjørsdagen.

Dersom **selgeren ikke eier** de underliggende finansielle instrumenter, har han i prinsippet et ubegrenset tapspotensial ved kursstigning. Tapet beregnes som verdien av de underliggende finansielle instrumenter minus avtalt terminkurs. Tilsvarende har selgeren ved kursfall et gevinstpotensial som beregnes som terminkursen minus verdien av de underliggende finansielle instrumenter. Selgeren har også en kredittrisiko på at kjøperen kan gjøre opp det avtalte beløp på oppgjørsdagen.

## 9.5 Swap-avtale

En **swap-avtale** innebærer at partene blir enige om fortløpende å foreta innbetalinger til hverandre, for eksempel beregnet på en fast eller en flytende rente (rente-swap), eller på et visst tidspunkt bytte (swap) et aktivum med hverandre, for eksempel ulike slag av valutaer (valuta-swap).

## 9.6 Karakteristiske egenskaper ved derivatinstrumenter

Man kan beskrive handel med derivatinstrumenter som handel med eller flytting av risiko. Den som eksempelvis forventer en prisnedgang i markedet kan kjøpe salgsoptjoner som øker i verdi om markedet faller. For å redusere eller unngå risiko for kursnedgang betaler kjøperen en premie, dvs hva optjonen koster.

Konstruksjonen av et derivatinstrument gjør at prisutviklingen på det underliggende aktiva får gjennomslag i kursen eller prisen på derivatinstrumentet. Dette prisgjennomslaget er ofte kraftigere i forhold til innsatsen enn hva verdiforandringen er på det underliggende aktiva. Prisdifferensialen kalles derfor gearingeffekt (hevestangeeffekt) og kan føre til større gevinst på innsatt kapital enn om plasseringen hadde blitt gjort direkte i det underliggende aktiva. På den annen side kan gearingeffekten medføre større tap på derivatinstrumentet sammenlignet med verdiforandringen på det underliggende aktiva, dersom prisutviklingen på det underliggende aktiva blir annerledes enn forventet. Gearingeffekten, dvs muligheten til gevinst eller risikoen for tap, varierer avhengig av derivatinstrumentets konstruksjon og anvendelsesområde. Store krav stilles derfor til overvåkingen av prisutviklingen på derivatinstrumentet og på det underliggende aktiva.

Den part som påtar seg en forpliktelse ved å utstede en optjon eller inngå en terminavtale er fra starten nødt til å stille sikkerhet for sin posisjon. I takt med at prisen på det underliggende aktiva går opp eller ned og dermed verdien på derivatinstrumentet øker eller reduseres, endres også kravet til sikkerhet. Ytterligere sikkerhet i form av en tilleggssikkerhet kan derfor måtte kreves. Gearingeffekten gjør seg således gjeldende også på sikkerhetskravet, som kan endre seg raskt og radikalt. Hvis ikke den part som har utstedt optjonen eller inngått terminavtalen stiller tilstrekkelig sikkerhet har clearingorganisasjonen eller verdipapirforetaket rett til, uten dennes samtykke, å avslutte plasseringen (stenge posisjonen) for å redusere tapet.

Løpetiden for derivatinstrumenter kan variere fra meget kort tid til opp til flere år. Den relative prisendringen er ofte størst på instrumenter med kort (gjenværende) løpetid. Prisen på for eksempel en innehatt optjon reduseres i alminnelighet raskere mot slutten av løpetiden ettersom tidsverdien avtar.

## 9.7 Standardiserte og ikke-standardiserte derivatinstrumenter

Derivatinstrumenter handles i standardiserte og ikke-standardiserte former.



## 9.7.1 Standardiserte derivatinstrumenter

Handel med **standardiserte** derivatinstrumenter skjer på regulerte markeder og følger avtaler og vilkår, som standardiseres av en børs eller en clearingorganisasjon. På det norske derivatmarkedet tilbyr for eksempel Oslo Børs handel med standardiserte opsjoner og terminer. Følgende regulerte marked i Norge tilbyr handel med standardiserte derivatinstrumenter:

- **Oslo Børs ASA (cleares av SIX x-clear og London Clearing House)** – handel med standardiserte opsjoner og terminer
- **NASDAQ OMX Oslo ASA** - handel og clearing av varederivater, herunder fysiske og finansielle kraftkontrakter, samt fraktderivater
- **Fish Pool ASA (cleares av NASDAQ OMX Oslo ASA)** – handel med laksekontrakter
- **Norexco ASA (cleares av European Commodity AG)** – handel av varederivater med papir og papirmasse som underliggende

Handel med utenlandske standardiserte derivatinstrumenter følger normalt de regler og vilkår i det land der børshandelen og clearingen er organisert. Det er viktig å merke seg at disse utenlandske reglene og vilkår ikke behøver å sammenfalle med de som gjelder i Norge.

## 9.7.2 Ikke-standardiserte derivatinstrumenter

En del verdipapirforetak tilbyr egne former for derivatinstrumenter, som ikke handles på regulerte markeder. Det er slike derivatinstrumenter som betegnes som **ikke-standardiserte** derivatinstrumenter (OTC-derivater). Den som ønsker å handle denne type derivatinstrumenter bør særskilt nøye sette seg inne i de avtaler og vilkår som regulerer handel av disse.

## 9.8 Clearing

Ved clearing av derivater trer clearinginstitusjoner inn som motpart mellom kjøper og selger av derivatkontrakter, og garanterer for oppgjør av kontrakten. Clearinginstitusjonen opptrer som selger mot kjøper og som kjøper mot selger. I det standardiserte derivatmarkedet cleares gjerne derivatkontrakter av en sentral motpart (CCP) med konsesjon. I OTC-markedet er det gjerne verdipapirforetaket som har denne rollen.

Slik CCP'er virker i dag gir de ingen direkte beskyttelse til sluttinvestor. Så vel ved CCP-clearede handler som ved OTC-handler har investor risiko på sitt verdipapirforetak for at kontrakten blir oppfylt. Investor som ikke ønsker risiko på sitt verdipapirforetak kan inngå avtale om en segregert konto i clearingsentralen. En slik løsning krever et eget avtaleverk og medfører økte kostnader, og passer best for større institusjonelle investorer.

## 9.9 Definisjoner

**Opsjon.** En avtale som gir den ene part (Innehaveren) i en gitt tidsperiode en rett, men ingen plikt til å kjøpe (Kjøpsopsjon) eller selge (Salgsopsjon) en avtalt mengde finansielle instrumenter til en på forhånd avtalt pris av/til den annen part (Utstederen).

**Termin.** En avtale hvor både kjøper og selger er bundet til at en avtalt mengde av finansielle instrumenter skal overdras fra selger til kjøper til en avtalt pris på en avtalt dato som ligger lenger inn i fremtiden enn den normale oppgjørsfrist for det underliggende finansielle instrument avtalen omfatter.

**Opsjon med variabel strikekurs.** Dette er i prinsippet en terminkontrakt, men hvor marginsikkerheten blir betalt i form av opsjonspremie. Kjøp av produktet inneholder i tillegg til kjøp av en amerikansk kjøpsopsjon også salg av en europeisk salgsopsjon med samme strike. Den europeiske salgsopsjonen bortfaller hvis kjøpsopsjonen innløses eller stenges. I tillegg inneholder produktet en opsjon for selgeren til, ved et nærmere bestemt kursfall på det underliggende finansielle instrument, å kunne kreve stengning av opsjonen mot samtidig utstedelse av en ny opsjon med lavere strike og tilsvarende høyere premie.

**Indeksopsjon/Indekstermin.** En avtale hvor den underliggende verdi ikke er et verdipapir, men en indeksverdi. En slik avtale gjøres ikke opp med levering av finansielle instrumenter, men med en avregning av avtalens verdi i penger.

**Pris-swap.** En avtale som risikomessig er helt tilsvarende en terminforretning, men hvor det ikke skal foretas levering av de underliggende finansielle instrumenter ved bortfall. Ved bortfall foretas et pengeoppgjør basert på forskjellen mellom swap-kursen og markedskursen på bortfallsdagen.

**Short-salg.** Salg av finansielle instrumenter som man ikke eier, men har lånt inn for å gjennomføre riktig oppgjør. De finansielle instrumenter må kjøpes inn på et senere tidspunkt og leveres tilbake til lånegiver.

**Verdipapirswap** er en sammenstilling av (minst) to finansielle instrumenter, der man kjøper det ene instrumentet (long-posisjonen) og selger det andre short (short-posisjonen).

**Underliggende finansielle instrument(er).** Dette er det/de finansielle instrument(er) opsjonen gir Innehaveren rett til å selge eller kjøpe, eller det/de finansielle instrument(er) som er avtalt omsatt i en terminforretning, eller det/de finansielle instrument(er) som er avtalt som avregningsgrunnlag i en pris-swap.

**Innløsning** av en opsjon vil si å kreve handel av det underliggende finansielle instrument i henhold til opsjonsavtalen. Normalt vil Innehaver kunne kreve delinnløsning av opsjonen samtidig som opsjonen opprettholdes for restantallet.

**Bortfallsdagen.** Den dagen en opsjon enten må kreves innløst eller bortfaller verdiløs. Bortfallsdagen for en termin er den dag avtalen gjøres opp ved at den endres til en handel med ordinær oppgjørsfrist for levering av underliggende finansielle instrument mot betaling av kjøpesum.

**Oppgjørsdagen.** Den dagen en termin, opsjon eller pris-swap blir endelig avsluttet ved at de underliggende finansielle instrumenter blir levert mot den avtalte kjøpesum, eller den

pengemessige avregning forfaller til betaling. Oppgjørsdagen er normalt tre børsdager etter bortfallsdagen.

**Amerikansk opsjonstermin.** En opsjon/termin hvor Innehaveren kan kreve innløsning, helt eller delvis, når som helst i tiden frem til det avtalte tidspunkt på bortfallsdagen.

**Europeisk opsjonstermin.** En opsjon/termin som kun kan kreves innløst på bortfallsdagen.

**Spotpris/Spotkurs.** Den kurs verdipapiret omsettes til for normal levering den tredje børsdag etter handelsdagen.

**Strikepris/Strikekurs.** Den avtalte pris ved innløsning av en opsjon.

**Terminpris/Terminkurs.** Den avtalte pris ved oppgjør av en terminforretning.

**Swapppris/Swapkurs.** Den avtalte pris som skal benyttes ved avregning av en pris-swap.

**Opsjonspremie.** Det beløp Innehaveren har betalt Utstederen for kjøpet av opsjonen.

**Sikringsaksjer/Hedge.** Dersom en selger av en opsjon/termin/swap ikke ønsker å ha kursrisiko kjøper/shortselger han et antall av det underliggende verdipapir slik at den eventuelle verdiøkning av det solgte derivat utlignes med en tilsvarende verdiøkning på de underliggende verdipapirer. De verdipapirer som på denne måten sikrer utsteder mot kursrisiko kalles ofte sikringsaksjer eller hedge.