



HANDELSHÖGSKOLAN

vid Göteborgs Universitet

Företagsekonomiska institutionen

Seminariearbete D-nivå



Aktieindexobligationer

- en lönsam sparform?

Handelshögskolan vid Göteborgs universitet 2005-01-10

Seminariearbete D-nivå i
Industriell och finansiell ekonomi
Höstterminen 2004
Handledare: Gert Sandahl

Författare:
Sebastien Argillet 790507
Jonas Hartog 790630
Jonas Rutgerson 790313

Sammanfattning

Uppsatsens titel: Aktieindexobligationer – *En lönsam sparform?*

Seminariedatum: 2005-01-14

Ämne/Kurs: Magisteruppsats i Industriell och finansiell ekonomi, 10 poäng

Författare: Sebastien Argillet, Jonas Hartog, Jonas Rutgeron

Handledare: Gert Sandahl

Företag: Föreningssparbanken, Handelsbanken, Nordea, SEB

Fem nyckelord: Aktieindexobligation, obligation, option, bank, risk

Syfte: Uppsatsens syfte är att få en ökad förståelse för aktieindexobligationer samt att se om aktieindexobligationer är en förmånlig sparform, ur spararens perspektiv.

Metod: Uppsatsen är uppbyggd utifrån en kvantitativ ansats. Först insamlades information om aktieindexobligationer via litteraturstudier. Sedan insamlades empiriskt material via de uppsökta bankerna. Materialet var av sådant slag som historiskt data samt intervjumaterial. Dessa sammanställdes varefter analys och slutdiskussion blev möjliga att genomföra.

Slutsatser: Aktieindexobligationers (AIO) popularitet är förankrad i dess låga risktagande med möjligheten till en ökad avkastning. Efter flera års börsnedgång har sparformen säkrat det investerade nominella beloppet. Spararens investeringsmål har ändrats från rena vinstmål till att allt mer fokusera på trygghet/säkerhet. AIO har visat sig tilltala småsparare och kan därmed ses som en sparform med potential för att även i framtiden stå för en ökande andel av investeringar bland småsparare i Sverige. Men sparformen har sitt pris. När marknaden väl når en positiv trend får investeraren inte ta del av samma procentuella utveckling som dem som investerat i sparformer

med större risk, typ aktier. Detta uppfattas negativt i och med de kostnader som sparformen bär.

<u>1</u>	<u>INLEDNING.....</u>	<u>1</u>
1.1	INTRODUKTION	1
1.2	PROBLEMDISKUSSION.....	2
1.2.1	PROBLEMFÖRMULERING.....	3
1.2.2	SYFTE.....	3
1.2.3	AVGRÄNSNINGAR.....	3
1.2.4	DISPOSITION	4
<u>2</u>	<u>METOD.....</u>	<u>5</u>
2.1	METODVAL	5
2.2	TILLVÄGAGÅNGSSÄTT.....	6
2.2.1	DATAUNDERLAGET	6
2.2.2	INFORMATIONSSÄMPLING.....	7
2.2.3	RELIABILITET OCH VALIDITET	8
2.3	KÄLLKRITIK.....	9
<u>3</u>	<u>TEORI.....</u>	<u>10</u>
3.1	KAPITALMARKNADEN.....	10
3.1.1	EFFICIENT MARKET HYPOTESIS	11
3.2	AVKASTNING OCH RISK.....	12
3.3	OBLIGATIONER	14
3.3.1	STATSOBLIGATION	15
3.4	OPTIONER.....	15
3.5	AKTIEINDEXOBLIGATION	16
3.5.1	DOLDA KOSTNADERNA	19
3.5.2	FÖRDELAR OCH NACKDELAR MED AKTIEINDEXOBLIGATIONER.....	20
3.5.2.1	Fördelar	20
3.5.2.2	Nackdelar	21
3.6	ANDRA SPARFORMER.....	22
3.6.1	VÄRDEPAPPERSFONDER	22
3.6.2	AKTIER	23
<u>4</u>	<u>RESULTAT OCH ANALYS.....</u>	<u>24</u>
4.1	FÖRENINGSSPARBANKEN.....	24
4.1.1	SVERIGE.....	24
4.1.2	VÄRLDEN.....	25
4.1.3	EUROPA	26
4.2	SEB	27
4.2.1	EUROPA	27
4.2.2	GLOBAL	28
4.2.3	SVERIGE.....	29

4.3	SVENSKA HANDELSBANKEN	30
4.3.1	EUROLAND	30
4.3.2	SVERIGE.....	31
4.3.3	VÄRLDEN.....	32
4.4	NORDEA	33
4.4.1	SVERIGE.....	33
4.4.2	VÄRLDEN.....	34
4.4.3	GLOBAL	35
4.5	SAMMANFATTNING AV AIO:ERNAS UTVECKLING.....	35
4.6	FIKTIV AIO	37
4.7	RISK	38
4.8	SAMMANFATTNING AV INTERVJUMATERIALET OM AIO:ER	41
4.8.1	VAL AV INDEX	41
4.8.2	EFTERMARKNAD.....	41
4.8.3	DE DOLDA KOSTNADERNA.....	42
4.9	SÄKERHETSGARANTIN.....	42
<u>5</u>	<u>SLUTSATS/DISKUSSION.....</u>	<u>44</u>
<u>6</u>	<u>FORTSATTA STUDIER.....</u>	<u>47</u>
	<u>KÄLLFÖRTECKNING.....</u>	<u>48</u>

FIGURFÖRTECKNING

Figur 3-1 Förändring av aktiepriset efter information.....	11
Figur 3-2 Konstruktion av AIO	18
Figur 3-3 Konstruktion av AIO med överkurs.....	18
Figur 4-1 AIO Sverige 158 (FSB).....	24
Figur 4-2 AIO Världen 152 (FSB)	25
Figur 4-3 AIO Europa 150 (FSB)	26
Figur 4-4 AIO Europa A (SEB)	27
Figur 4-5 AIO Global top 50a (SEB).....	28
Figur 4-6 AIO Sverige (SEB)	29
Figur 4-7 AIO Euroland (SHB)	30
Figur 4-8 AIO Sverige ner och ut (SHB).....	31
Figur 4-9 AIO Världen (SHB)	32
Figur 4-10 AIO Sverige 43 (Nordea)	33
Figur 4-11 AIO Världen trygg 63 (Nordea).....	34
Figur 4-12 AIO Global titan trygg (Nordea)	35
Figur 4-13 Sverige ner och ut (SHB)	36

TABELLFÖRTECKNING

Tabell 3-1 Räkneexempel för beräkning av avkastning på AIO med överkurs	19
Tabell 4-1 Fiktiv utveckling av AIO	37
Tabell 4-2 Sammanställning av AIO:ers utveckling.....	38

BILAGOR

Bilaga 1 Intervjuguide

Förkortningslista

AIO:	Aktieindexobligation
Attract 40:	Stockholms Börsens 40 mest likvida aktier
BNP:	Brutto National Produkten
DJ Euro Stoxx 50:	Dow Jones Euro Stoxx 50, index som omfattar 50 aktier från sju av de tolv EMU länderna
DJ Global Titans 50:	Dow Jones index som omfattar aktier från 50 av de ledande multinationella företagen i världen
EMH:	Efficient Market Hypotesis
EMU:	Europeiska Monetära Unionen
FSB:	Föreningssparbanken
FTSE 100:	Brittiskt index som omfattar London Stock Exchange 100 mest omsatta aktier
ISIN-kod:	International Sustainability Indicators Network
NIKKEI 225:	Japanskt index som omfattar de 225 mest omsatta aktierna på Tokyo börsen
OMX 30:	Stockholmsbörsens 30 mest omsatta aktier
SEB:	Skandinaviska Enskilda Banken
SHB:	Svenska Handelsbanken
SOX:	Stockholm Bond Exchange
SSVX:	Statsskuldväxel
S&P 500:	Standard & Poor's 500, index som omfattar den amerikanska marknaden
TOPIX:	Index som omfattar hela japanska marknaden

1 Inledning

Inledningsvis ges en översiktlig introduktion till det valda ämnesområdet varefter en diskussion kring problembakgrunden följer. Detta leder vidare till problemformuleringen samt syftet med uppsatsen.

1.1 Introduktion

De senaste årens kraftiga fluktuationer på aktiemarknaden, i synnerhet efter IT-kraschen har gjort många svenska småsparare mer riskaverta. Detta har i sin tur lett till en ökad efterfrågan på säkrare investeringsalternativ än de som erbjuds på aktiemarknaden. Detta har bankerna tagit fasta på och har i allt större omfattning framhävt aktieindexobligationer (AIO) som ett förmånligt investeringsalternativ, sett till förhållandet mellan risk kontra avkastning. AIO har funnits på marknaden sedan 1992 men investeringar i sparformen har tagit fart på allvar först de senaste fem, sex åren. Endast sett till 2003 har investeringar i sparformen ökat med 50 procent (Svedbom 2004 A) till runt 20 miljarder kronor (Taltavull 2004). Även i år har försäljningen ökat. Under de tre första kvartalen har svenskarna köpt AIO:er för cirka 25 miljarder kronor (Forsgårdh 2004), vilket visar på att trenden håller i sig.

Fördelen med AIO i jämförelse med andra investeringsalternativ är framförallt den låga risken. AIO kombinerar säkerheten i en obligation samt möjligheten till att tjäna extra avkastning genom en köpoption kopplad till ett aktieindex. Detta betyder förenklat att investeraren alltid är garanterat minst obligationens nominella belopp. Om aktieindexet till vilket köpoptionen är kopplad däremot har gått upp då AIO:en förfaller får investeraren ta del av vinsten. Avkastningen som kan tjänas är dock begränsad och AIO:er riktar sig således till mer riskaverta investerare med en längre investeringshorisont. Löptiden för AIO:en varierar mellan ett och tio år men är vanligtvis mellan tre och fyra år (Forsgårdh 2004). Normalt sett krävs minst en investering om 10 000 kronor för att investera i en AIO (www.foreningssparbanken.se).

1.2 Problemdiskussion

Efter den senaste tidens börsras har efterfrågan på säkrare placeringar efterfrågats. AIO:er har blivit allt mer populärt. Bankerna lockar med fördelen av garanterad återbetalning av det nominella beloppet samt en möjlighet till avkastning om aktiemarknaden går upp under löptiden (Parkrud 2004).

Enligt ett prospekt från Danske Bank 25 oktober till 26 november, 2004 anges aktieindexobligationer som en säker investering med möjlighet till god avkastning. De fokuserar på tre AIO:er, Världen, Sverige samt Nya Europa. Diskussionen som förs kretsar kring hur osäker aktiemarknaden kan vara samtidigt som AIO:er framhålls som en vettig investering med goda avkastningsmöjligheter (www.oeb.se).

Föreningssparbanken skriver på sin hemsida om tre AIO:er (Europa, Asien samt Pension¹) som kunder kan teckna sig för fram till 10 december, 2004. Även här beskrivs AIO:erna som en trygg investering med möjlighet till god avkastning. Dock nämns att det inte är frågan om att göra några ”klipp” (www.foreningssparbanken).

Detta är några exempel på hur bankerna framställer AIO:er i emissionsbilagor och på Internet. Dock är argumenten snarlika för samtliga banker. Samtidigt har det visat sig att banker och andra finansiella institut har tjänat mellan 2,4 och 5 miljarder kronor de senaste åren på AIO:er vilket är en lönsam affär för dessa finansiella institut (Svedbom 2004 B). Håller investeringen vad den lovar eller är det en kassako för bankerna?

Utifrån ovanstående problembakgrund/diskussion har vi formulerat uppsatsens huvudproblem samt delproblem som skall hjälpa oss att besvara uppsatsens syfte.

¹ Föreningssparbanken rekommenderar privatpensionssparande i en aktieindexobligation med löptid på åtta år kopplat till ett svenskt index.

1.2.1 Problemformulering

Huvudproblem: Är aktieindexobligationer en lönsam sparform?

Delproblem 1: Hur förhåller sig AIO som sparform i jämförelse med andra sparformer sett till avkastning och kostnader?

Delproblem 2: Är säkerhetsgarantin ett nödvändigt kriterium vid sparandet?

1.2.2 Syfte

Uppsatsen syfte är att beskriva sparformen Aktieindexobligationer samt att jämföra sparformens utveckling med aktieindex och fonder med olika inriktningar samt riskfri ränta.

1.2.3 Avgränsningar

För att besvara uppställda problem har vi fokuserat på AIO:er utgivna av de fyra storbankerna. För att begränsa urvalet studeras tre AIO:er för vardera bank som löpt ut under 2003/2004. Tidsaspekten begränsar undersökningens omfattning.

1.2.4 Disposition

1. **Inledning** Inledningsvis ges en översiktlig introduktion till det valda ämnesområdet varefter en diskussion kring problembakgrunden följer. Detta leder vidare till problemformuleringen samt syftet med uppsatsen.
2. **Metod** I detta kapitel beskrivs de metoder som valts samt vilka verktyg som använts för att kunna lösa det uppställda problemet. Till att börja med beskrivs metodvalet därefter tillvägagångssättet för uppsatsen samt dataunderlaget. Metodkapitlet avslutas med en diskussion kring källkritik.
3. **Teori** I detta kapitel läggs en teoretisk grund för att förklara de grundläggande begrepp som är viktiga för att förstå konstruktionen av AIO:er och därmed hela uppsatsen.
4. **Resultat/analys** I detta kapitel sammanställs det datamaterial som insamlats för att besvara vår problemställning. Kapitlet är indelat med ett avsnitt per bank där samtliga utvalda AIO:ers utveckling redovisas samt ett avsnitt med intervjumaterialet. Löpande kommer dessutom materialet att analyseras och diskussioner kring ämnena AIO, kostnaderna, risk, säkerhetsgarantin och eftermarknaden kommer att föras.
5. **Slutsats** I följande kapitel kommer vi att redovisa våra slutsatser samt föra en slutdiskussion kring dessa.
6. **Fortsatta studier** I detta kapitel tar vi upp punkter på eventuella fortsatta studier inom ämnet AIO som skulle vara intressanta att undersöka.

2 Metod

I detta kapitel beskrivs de metoder som valts samt vilka verktyg som använts för att kunna lösa det uppställda problemet. Till att börja med beskrivs metodvalet därefter tillvägagångssättet för uppsatsen samt dataunderlaget. Metodkapitlet avslutas med en diskussion kring källkritik.

2.1 Metodval

Metoden som uppsatsen grundar sig på när AIO:erna analyseras och jämförs med statsobligationer och fonder är av kvantitativ karaktär. Kvantitativa undersökningar utmärker sig på så vis att de generaliserar, samt strävan efter reliabilitet. När svar kring frågor om AIO:er är en lönsam sparform söks, används både den kvalitativa- och den kvantitativa ansatsen. Detta eftersom denna del är baserad på bland annat vår genomförda intervju och de kvantitativa data som vi samlat in. Det finns många skillnader mellan de båda metoderna vi valt att arbeta efter, det som är gemensamt för den kvalitativa och den kvantitativa metoden är att båda strävar efter validitet (Svenning 1999).

Litteraturstudien som genomförts under uppsatsens gång syftar till att jämföra teorin med verkligheten, för att det därefter skall vara möjligt att utifrån resultat- och analysavsnittet dra slutsatser. En del av informationsunderlaget består av teori kring de olika sparformerna som vi valt att jämföra men även av artiklar, böcker samt i viss mån uppsatser.

Slutligen vill vi dock poängtera att uppsatsens natur leder till att den större delen av uppsatsen är av kvantitativ karaktär, där AIO-kurser hämtas från stockholmboörsens hemsida och därefter bearbetas och analyseras. Utvecklingen för de olika bankernas AIO:er har till största delen bearbetats i datorprogrammet Excel.

2.2 Tillvägagångssätt

2.2.1 Dataunderlaget

Grunden till analysen baseras på data från tolv AIO:er vilka jämförs med räntan från en femårig statsobligation, fonder samt aktieindex. Statsobligationsräntan valdes då den finns tillgänglig för långa tidsserier och skall representera den riskfria räntan, det vill säga den högsta avkastningen som kan uppnås till minsta möjliga risk. Fonderna som jämförs med valda AIO:er har i den mån det varit möjligt liknande inriktningar som de AIO:er de jämförs med. Detta för att ge AIO en mer rättvisande bild då utvecklingen för fonderna kan hjälpa till att beskriva bilden för hur det gått på de marknader till vilka AIO:erna inriktats. Valet av aktieindex har gjorts på samma grunder som för fonderna. I den mån det varit möjligt har de index som AIO:en varit kopplat till valts som jämförelseobjekt. I de fall då det underliggande indexet inte har varit möjligt att ta fram har det mest snarlika indexet på den aktuella marknaden använts.

AIO:erna är utställda av de fyra största bankerna i Sverige; Föreningssparbanken (FSB), Nordea, Svenska Handelsbanken (SHB) och Skandinaviska Enskilda Banken (SEB). Då de olika bankernas AIO:er inte har exakt samma sammansättningar eller löptid kommer de inte att jämföras sinsemellan utan varje bank kommer att jämföras mot den riskfria räntan representerad av statsobligationer och bankernas egna utställda fonder. AIO:en kommer även att jämföras med det eller de underliggande index som AIO:en är knuten till.

Valet av AIO:er har i första hand styrts av deras löptid och omfattar AIO:er som har löpt ut under 2003 och 2004. Detta dels för att begränsa urvalet samt för att få så aktuella uppgifter som möjligt. AIO:erna som valts har inriktningarna Europa, Sverige samt Världen. Dessa utgör grunden hos de fyra bankerna, dock skiljer sig sammansättningen av de underliggande indexen åt. Då Nordea inte hade någon AIO med inriktning på Europa som löpt ut under 2003 eller 2004 valdes en AIO med inriktning på den globala marknaden, Global titan trygg. AIO:en har dock inte samma underliggande index som Nordeas AIO världen utan styrs av det underliggande indexet Dow Jones global titan.

2.2.2 Informationsinsamling

Informationsinsamlingen har primärt fokuserat på Internet där bankernas hemsidor använts flitigt likaså Stockholmsbörsens dito. Vid framtagandet av AIO:ernas kurser har vi använt oss av ISIN-koder². Dessa koder ersätter AIO:ernas namn då dessa sökes upp och är en förutsättning för att få fram historisk statistik för AIO:erna på Stockholmsbörsens hemsida. I övrigt har samtliga banker kontaktats för ytterligare information, dels via besök på respektive bankkontor i Göteborg samt via telefon. Detta gjordes för att ge svar på allmänna frågor om AIO:er men främst för att få fram information om de olika bankernas utställda AIO:er samt dess ISIN-koder. Fondernas utveckling har hämtats från respektive banks hemsida medan utvecklingen för de olika aktieindex som använts hämtats från olika källor, bland annat från Stockholmsbörsens samt Yahoo Finance hemsida. Utvecklingen för statsobligationsräntan har insamlats från riksbankens hemsida.

En längre intervju har gjorts för att få en ökad förståelse för AIO, då intervjupersonen, Claes Cederlund anställd på Handelsbanken arbetar med AIO:er på daglig basis kunde han hjälpa oss att reda ut en del oklarheter. Intervjun resulterade även i att vi fick en banktjänstemans syn på AIO som sparform vilken skiljde sig från den massmediala uppfattningen.

Vid skapande av figurerna i resultat/analyskapitlet har vi valt att använda AIO:ernas start- och slutdatum som tidsperiod. Jämförelseobjekten, det vill säga de underliggande aktieindexen, fonderna och statsobligationsräntan som består av långa tidsserier har vi valt att indexera till samma tidsperiod. Då alla AIO:er startar med 100 har vi även valt att räkna om alla jämförelseobjekt till att starta på 100 vid starttidpunkten. Därefter har den procentuella förändringen mellan noteringarna beräknats och multiplicerats med föregående notering för att på så sätt skapa en indexserie som gör en jämförelse möjlig.

² ISIN-koder (International Sustainability Indicators Network) är en betäckning som ersätter AIO:ernas utgivningsnamn på Stockholmsbörsens hemsida där den historiska utvecklingen finns samlad. Koderna är därmed en förutsättning för att få fram den eftersökta informationen. AIO:ernas ISIN-koder hämtas från av bankerna utgivna emissionsbilagor.

Jämförelseobjekten baseras på historiska indextal där beräkningarna utgår från den justerade stängningskursen. För vardera AIO har sedan dataunderlaget sammanställts och figurerna i resultat/analyskapitlet har skapats med hjälp av funktioner i datorprogrammet Excel. Vi har även gjort egna beräkningar där vi skapat en fiktiv AIO för att understryka hur avkastningskoefficienten inverkar vid beräkning av det totala värdet på AIO:en. Vid beräkningarna utgår vi från ett nominellt belopp om 10 000 och fyra olika scenarier för avkastningskoefficienter samt tre olika beräkningar av indexförändringen. Det underliggande indexet är OMX30 och tidsperioden (2002-12-06 till 2004-12-17) densamma som för AIO Nordea Sverige 43.

2.2.3 Reliabilitet och Validitet

Reliabiliteten anger i hur hög grad resultaten från ett mätinstrument eller en mätmetod påverkas av tillfälligheter, eller hur säkert och exakt man mäter det som man faktiskt mäter, oavsett vad man avser att mäta. Ger mätmetoden samma resultat om den upprepas flera gånger under identiska förhållanden har den hög reliabilitet. Hög reliabilitet är en förutsättning för hög validitet (Lekvall & Wahlbin 1993). Vi har valt att göra en undersökning av kvalitativ och kvantitativ karaktär. Detta medför svårigheter för oss att mäta reliabiliteten i den del av undersökningen som är av kvalitativ karaktär eftersom det skulle vara svårt för en utomstående att få exakt samma resultat vid ytterligare en intervju då vi vid intervjun med Claes Cederlund förde en löpande diskussion. När det gäller reliabiliteten av den kvantitativa undersökningen testas detta genom att undersöka om resultatet är reproducerbart, vilket bör vara relativt enkelt av någon utomstående med kunskap om Excel samt kunskap om informationsinsamling på Internet. Därav anser vi att reliabiliteten är hög.

Den andra aspekten på säkerhet i en mätning kallas validitet. Validitet har att göra med huruvida mätmetoden verkligen mäter det den avser att mäta (Lekvall & Wahlbin 1993). Validitetsbegreppet kan delas upp i inre- och yttre validitet. Inre validitet råder om det finns en överensstämmelse mellan den teoretiska och den verkliga definitionen, till exempel om en intervjuguide ger svar på det den avser att svara på. Den yttre validiteten har att göra med huruvida de svar som ges på intervjufrågorna stämmer överens med det

faktiska förhållandet (Lundahl & Skärvad 1999). För att uppnå så hög validitet som möjligt har vi baserat vår sammansättning av intervjufrågor på omfattande litteraturstudier. Vi försökte även under vår intervju hålla en så neutral ton som möjligt, för att inte påverka Cederlund på något sätt. Vi har ingen anledning att tro att så var fallet då Cederlund verkade svara spontant och ärligt på våra frågor. Under intervjun använde vi oss av en diktafon, vilket Cederlund informerades om och godkände, detta hjälpte oss senare att tolka datamaterialet på rätt sätt då vi kunde gå tillbaka och lyssna på intervjun. Datamaterialet som ligger till grund för analysen är till största delen baserat på sekundärdata insamlat från Stockholmsbörsens- samt de undersökta bankernas hemsidor. Detta tyder på att de publicerade materialet är pålitligt vilket bidrar till att höja validiteten i uppsatsen.

2.3 Källkritik

Ambitionen med undersökningen har varit att jämföra respektive banks utställda AIO:er med de olika jämförelseobjekten. Det var dock inte möjligt i ett fall då Nordea inte hade någon AIO med inriktning på Europa. Detta ledde till att AIO:en Global Titan trygg valdes för att få tre AIO:er från samtliga banker.

3 Teori

I detta kapitel läggs en teoretisk grund för att förklara de grundläggande begrepp som är viktiga för att förstå konstruktionen av en AIO och därmed hela uppsatsen.

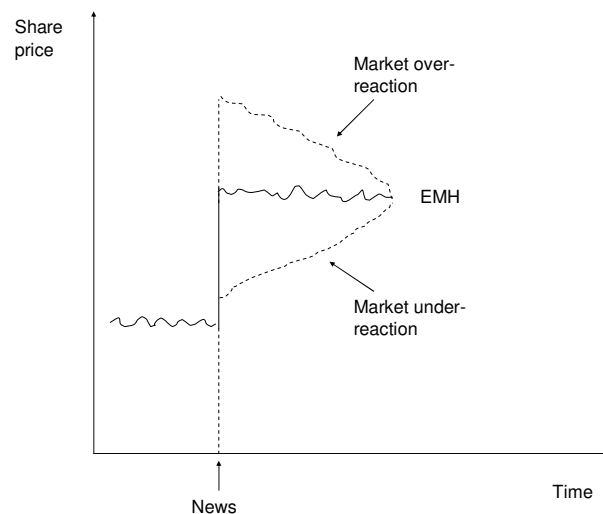
3.1 Kapitalmarknaden

Marknaden, vad är det? Många ser den som en grå massa som äter upp välfärd och trygghet. Andra ser den som en plats där möjligheten finns att byta varor till rimliga priser. Definitionsmässigt kan marknaden beskrivas som en mötesplats där handel florerar (Håkansson 2001). Begreppet marknaden har funnits så länge människan velat handla med varandra. Utifrån detta begrepp kan delmarknader urskiljas. Oftast talas det om arbetsmarknaden och varumarknaden. Arbetsmarknaden tillhandahåller arbetskraft som behövs för att producera varor som säljs på varumarknaden. Lönen blir interaktionsmedlet (Håkansson 2001). När medierna talar om marknad syftar de ofta på kapitalmarknaden. Denna mötesplats ger utrymme för kapital av olika slag att byta ägare mot en viss typ av ersättning. En utbud och efterfråge relation skapas (Eklund 1995).

Kapitalmarknaden kan delas upp i två delar: kreditmarknaden och aktiemarknaden. Kreditmarknaden är marknaden för lånat kapital och aktiemarknaden är marknaden för risk- och eget kapital. Kreditmarknaden kan i sin tur delas in i penningmarknad, obligationsmarknad och bankmarknad. Penningmarknaden står för de kortfristiga lånen, obligationsmarknaden för det långfristiga lånen och bankmarknaden står för in- och utlåning (Eklund 1995). Kapitalmarknadens viktigaste funktion enligt Håkansson (1995) är att ”överföra överskott av kapital till dem som har underskott av kapital”. Det vill säga att relationen mellan över/underskott med in/utlåning av kapital ska leda till en tillväxt i ekonomin.

3.1.1 Efficient Market Hypotesis

Om aktiemarknaden är perfekt så kan antagandet om en effektiv marknads, efficient market hypotesis (EMH), relation antas. Antagandet baseras på att informationen om företag är tillgänglig och billig för investeraren att få tag i. Informationen skall vara relevant, ha hög validitet och reflekteras i aktiens prissättning. 1953 skrev Maurice Kendall en artikel som förstärkte EMH:s betydelse. Kendall kom fram att aktiepriset inte följde någon utvecklingsstruktur utan att priserna förändrades slumpmässigt. Han kallade detta för "the random walk". Slutsatsen av artikeln är att det inte går att förutspå en akties framtida avkastning utifrån historiska värden, vilket leder till att priset på en aktie förändras utifrån de förutsättningar företaget går igenom. En investerare skall, enligt teorin, inte kunna tjäna pengar på en aktie som köps efter att viss information införskaffats. Om marknaden är effektiv så skall aktien justeras i pris i samma ögonblick som informationen släpps. Därmed kan man inte med en absolut säkerhet veta om en viss aktie kommer att gå upp eller ned. Det är förväntningarna och de faktiska händelserna omkring företaget och dess aktie som avgör utfallet. (Dixon 1992)



Figur 3-1 Förändring av aktiepriset efter information

Källa: Pilbeam 1998

3.2 Avkastning och Risk

Investering i alla typer av värdepapper medför en avvägning mellan risk och avkastning för en investerare. Syftet med investeringen styr valet. Kort eller lång placeringshorisont, hur riskavert är investeraren? Detta är frågor som investeraren måste ställa sig, dessutom varierar risken mellan olika typer av värdepapper. En obligation, exempelvis en statsskuldsväxel (SSVX) anses generellt ha låg risk då staten är utgivare och garanterar det förbestämda återbetalningsbeloppet på förfallodagen. I andra ändan av spektrumet finns aktiemarknaden som har en hög risk, detta då aktiemarknaden fluktuerar kraftigt och den eventuella avkastningen är mycket svår att förutspå.

Med ökad risk ökar också kravet på avkastning, detta framgår också då historiska siffror studeras. Avkastningen på aktier har vida överstigit avkastningen i tillgångar med lägre risk, exempelvis på kreditmarknaden (Frennberg och Hansson 1992). Investerare kräver kompensation för risktagandet i och med den ökade risken. Avkastningen på en obligation består av en förbestämd ränta samt eventuell kupong vilket diskuteras mer ingående lite senare.

De relevanta måtten på risk är normalt sett varians (σ^2) och standardavvikelse (σ) (Alexander, Bailey och Sharpe). Dessa mått visar värdepapprets (exempelvis en aktie) volatilitet, det vill säga hur avkastningen rör sig i förhållande till ett medelvärde. Ju högre volatilitet (svängningar) desto högre risk, vilket i sin tur ger högre avkastning, förutsatt en uppgång. Utan risk ges ingen möjlighet till ökad avkastning. Dessa riskmått kan dock inte göras gällande vid riskbedömning av exempelvis SSVX då de betalar ut ett i förväg bestämt belopp (jämt ränta) på förfallodagen. De anses således inte ha någon volatilitet.³ Inom portföljteori benämns de som riskfria investeringsalternativ. (Grinblatt, Titman 2002)

³ Påståendet förutsätter att man håller SSVX till förfallodagen då dess nominella värde är känt. SSVX handlas på andrahandsmarknader där priset beror på ränteläget. (Ross, Westerfield, Jaffe 2001)

En aktieportföljs risk kan minskas genom diversifiering, det vill säga genom att konstruera en portfölj bestående av flera aktier med olika korrelation till hur aktieindexet varierar. För att uppnå största möjliga effekt bör aktier väljas som har olika korrelation till aktieindexet. Med detta menas aktier som rör sig tvärt emot varandra.⁴ Då en aktie går upp går den andra ner och vice versa. Risken som minskas genom diversifiering kallas osystematisk risk (företagsspecifik risk), vilken endast påverkar en eller en grupp av tillgångar. Motsatsen, systematisk risk (marknadsspecifikrisk) påverkar ett stort antal företag på marknaden och kan inte minskas genom diversifiering (Ross, Westerfield, Jaffe 2002).⁵ Aktiers korrelation till marknaden beskrivs av dess betavärde (β) och beräknas enligt följande formel:

$$\beta_i = \frac{Cov(r_i, r_m)}{\sigma^2(r_m)}$$

där:

$Cov(r_i, r_m)$ = tillgångens samvariation med marknadsportföljen⁶

$\sigma^2(r_m)$ = variansen i marknadsportföljens avkastning

En aktie med ett betavärde på ett samvarierar med marknadsindexet⁷, ett betavärde under ett indikerar att aktien reagerar mindre häftigt på förändringar i marknadsindexet. Det motsatta gäller för aktier med ett betavärde över ett. En SSVX har ett betavärde på noll då dess avkastning inte samvarierar med något. (Grinblatt, Titman 2002)

Ett antagande i samband med portföljteori gör gällande att investerare generellt sett är riskaverta, de söker minimera variationerna i framtida aktierörelser. Målet är att skapa en portfölj som ger maximal avkastning till en bestämd risknivå (Håkansson 1997). Ett vanligt förekommande verktyg för att skapa effektiva portföljer är *mean-variance*

⁴ Exempelvis aktier i olika branscher, hemmahörande i andra länder osv. Detta görs för att minska politiska risker samt valuta risker. (Hansson 1996)

⁵ Exempel på osystematisk risk kan vara BNP- eller ränteförändringar. Systematisk risk påverkas av företagsspecifik information exempelvis delårsrapporter eller vinstvarning.

⁶ Marknadsportföljen utgörs vanligtvis av ett brett marknadsindex, exempelvis Dow-Jones. Enligt klassisk finansieringsteori ska marknadsportföljen innehålla samtliga tillgångar på alla marknader vilket enklast gör genom denna approximation.

⁷ Marknadsindexet har per definition ett betavärde = 1. (Ross, Westerfield, Jaffe 2001)

analysis, vilken ger en grund för att utforma investeringsstrategier (Grinblatt, Titman 2002). Analysen grundar sig på hur mycket individuella värdepapper bidrar till en portföljs sammanlagda risk och avkastning. Beroende på hur villig investeraren är att ta risk avgör analysen hur mycket som bör investeras i olika typer av värdepapper, exempelvis aktier i branscher med varierande grad av risk eller obligationer etcetera.

Beroende på investeringens investeringshorisont varierar tidsrisken. Ju länge tid investeringen hålls ju större blir tidsrisken, detta till följd av att osäkerheten kring att oförutsedda händelser ska inträffa ökar. Exempel på sådana händelser kan vara en kraftig börsnedgång etcetera. Även för en riskfri investering ökar risken över tiden. Om en investerare är i behov av likvida medel och tillgången måste avyttras innan förfallodagen kan förluster göras beroende på ränteläget som råder vid försäljningstillfället (Håkansson 1997).

3.3 Obligationer

Obligationer är en del av marknaden för säljare och köpare av kapital. När en obligation köps lånas kapital ut till den som ger ut obligationen. I Sverige är det staten, bolåneinstitut, banker, kommuner och några få företag som ställer ut obligationer (www.foreningssparbanken.se). Det finns två typer av obligationer, nollkupongobligation samt kupongobligation. Skillnaden mellan de två är att kupongobligationen under hela löptiden med på förhand bestämda intervall betalar ut en kupongränta till innehavaren (Saunders, Cornett 2004).

En obligation är en i det närmsta riskfri sparform som i regel ger högre avkastning än räntan på ett bankkonto. Avkastning och löptid skiljer sig åt mellan olika typer av obligationer. Normalt varierar dock löptiden mellan två och tio år. Avkastningen beror på det aktuella ränteläget, när räntorna stiger faller obligationskurserna, när räntorna faller stiger värdet på obligationerna (Saunders, Cornett 2004).

Värdet på en nollkupongobligation beräknas enligt följande formel:

$$P = \frac{N}{(1 + r_n)^n}$$

där:

P = priset på obligationen

r = räntan

N = det nominella beloppet

n = tid till förfall

Obligationer kan anses som en klok investering om avsikten är att spara på lite längre sikt. Fördelar med obligationer är att avkastningen är känd i förväg för hela perioden om obligationerna behålls ända fram till inlösendagen. Vidare är investerade pengar inte bundna, utan det går att när som helst under löptiden sälja obligationerna (www.foreningssparbanken.se). I Sverige handlas redan utgivna obligationer på Stockholm Bond Exchange (SOX).

3.3.1 Statsobligation

En statsobligation är ett löpande skuldebrev som ges ut av Riksgäldskontoret (svenska staten). Dess löptid varierar normalt mellan två och tio år men kan ibland även vara något längre. Att placera i en statsobligation innebär lägsta möjliga kreditrisk i och med att staten är garant. Vid en placering vet man på förhand hur stor avkastningen kommer att bli då obligationslånen löper till en fast årlig ränta. En statsobligation har en mycket hög likviditet vilket innebär att de är lätta att köpa och sälja när som helst under löptiden (www.foreningssparbanken.se).

3.4 Optioner

En option är ett värdepapper som ger innehavaren rättigheten men inte skyldigheten, att köp eller sälja en underliggande vara. Exempelvis rätten att köpa en aktie till en viss kurs (lösenpriset) inom en viss tid (löptiden). Det finns två typer av optioner, den amerikanska typen vilken kan lösas närhelst under löptiden samt den europeiska typen som endast kan lösas på lösendagen (Hull 1997). Den vanligast förekommande optionen är av den

amerikanska typen (Saunders, Cornett 2004). Optioner kan vidare delas in i två kategorier, vanliga amerikanska och europeiska köp- och säljoptioner vilka då benämns ”plain vanilla” samt exotiska optioner. De exotiska optionerna har tilläggsvillkor utöver villkoren för ”plain vanilla” optionerna och har blivit allt fler samt vanligt förekommande på senare år till följd av den stora efterfrågeökningen på olika typer av optioner. Varje option har två parter, en utfärdare och en köpare och således fyra grundpositioner. Detta betyder att optionsmarknaden är ett nollsummespel (Unga aktiesparare 2000).

Optioner kan exempelvis användas för att öka eller minska risknivån i en portfölj med aktier (www.finansportalen.se/optioner). Oavsett om placeraren tror att kurserna kommer att gå upp, ner eller förbli oförändrade finns det möjlighet att med hjälp av derivatinstrument tjäna pengar på en korrekt marknadsuppfattning. Fördelen med optioner är att det krävs mindre kapital än vid ett aktieköp och ändå kan placeraren ta del av en möjlig kursuppgång under optionens löptid. En liten kursstegring hos den underliggande aktien kan mångdubbla optionens värde, så kallad hävstångseffekt. Köparen betalar alltid en premie för optionskontraktet, denna summa går förlorad oavsett om optionen utnyttjas eller inte (OM 2001).

3.5 Aktieindexobligation

Aktieindexobligationer är ett löpande skuldbrev (Andersson 2003) och en kombination av en obligation och en köpoption. Obligationen utgörs av en nollkupongobligation som ges ut till underkurs och som stiger i värde under löptiden. På förfallodagen är obligationen värd det nominella investeringsbeloppet (www.oeb.se). AIO:en konstrueras genom att banken investerar pengarna från obligationen i en ränteplacering med lika lång löptid som obligationen, därefter köps köpoptioner för räntan. Detta gör AIO:en känslig för ränteläget. När räntan är låg, som den varit de senaste åren ger ränteplaceringen mindre avkastning vilket leder till att avgifterna äter upp en större del av ränteplaceringens avkastning, samtidigt räcker ränteplaceringens avkastning till färre optioner. Avgifterna som bankerna tar ut skall täcka kostnader för bland annat riskhantering, dokumentation, licenser, börsnotering samt viss annan administration (Jönsson 2004).

Optionsdelen av AIO:en ger möjlighet till att få del av avkastning från en eller flera aktiemarknader, varje aktiemarknad representeras av ett aktieindex, medan obligationsdelen skyddar det investerade kapitalet mot börsfall (www.foreningssparbanken.se). Optionens värde på förfallodagen beror på hur det underliggande aktieindexet utvecklats. Avkastningen beräknas antingen på slutkursen för aktieindexet eller som ett genomsnitt baserat på olika observationer under perioden, exempelvis sista börsdagen varje kvartal eller sista börsdagen varje månad. Den senaste tiden har det blivit allt vanligare med nya konstruktioner för hur avkastningen avgörs, exempelvis att oavsett hur mycket aktieindexet har förändrats påverkas AIO:en endast med en viss på förhand bestämd procentuell förändring. Återbetalningsbeloppet är således beroende av hur det underliggande indexet förändras, då indexet går upp återfår investeraren det nominella beloppet samt överavkastningen. I de fall då indexet förblivit oförändrat eller sjunkit under löptiden återbetalas det nominella beloppet på förfallodagen (www.oeb.se). Återbetalningsbeloppet/totala värdet på förfallodagen, beräknas enligt följande formel:

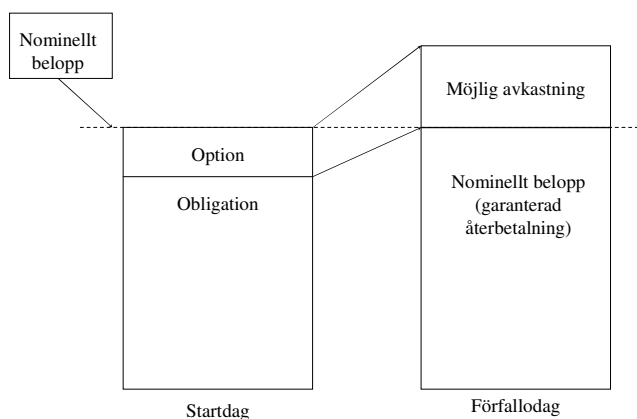
$$\text{Totalt värde} = \text{Nominellt belopp} + (\text{nominellt belopp} \times \text{Indexuppgång} \times \text{Avkastningskoefficient})$$

Avkastningskoefficienten⁸ är den faktor som multipliceras med indexuppgången (om sådan kommit till stånd) och avgör hur stor del av uppgången i underliggande aktiemarknad som tillfaller innehavaren av AIO:en. Vid investering i en AIO ligger avkastningskoefficienten oftast under 1, vanligen mellan 0,4-0,6 (www.handelsbanken.se). Storleken på avkastningskoefficienten fastställs på aktieindexobligationens startdag och bestäms av ränteläget i Sverige, priset på köptionen och en eventuell överkurs. Ju högre räntor och ju större överkurs desto högre avkastningskoefficient (www.oeb.se). I emissionsbilagor anger bankerna vanligen ett intervall där avkastningskoefficienten troligtvis kommer att hamna.

För att erhålla en avkastningskoefficient som överstiger 1 och därmed ta del av mer än den procentuella uppgången i aktiemarknaden får investeraren betala ett tilläggsbelopp

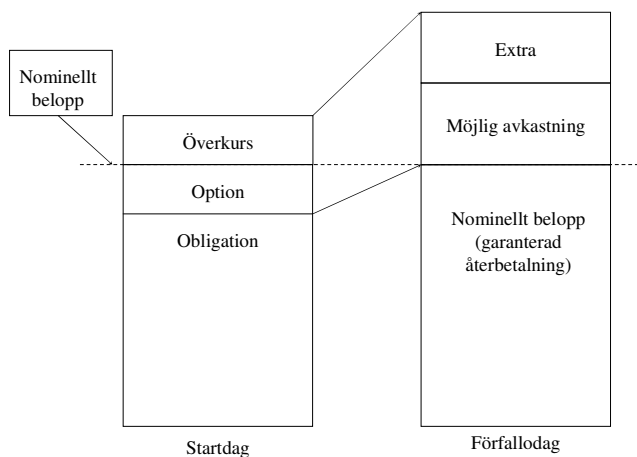
⁸ Kallas även uppräkningsfaktor, indextal eller omräkningsfaktor

kallat överkurs. Beloppets storlek varierar men är vanligtvis 10 procent utöver det nominella beloppet. Investeraren tar här en risk, vid en eventuell nedgång av aktieindexet får investeraren endast tillbaka det nominella beloppet och således inte tilläggsbeloppet (www.handelsbanken.se). Värt att notera är att avkastningen inte beräknas på det totala investerade beloppet utan endast det nominella beloppet. Detta medför att trots den högre avkastningskoefficienten krävs en större uppgång på aktieindexet för att vara lönsamt för investeraren (Cederlund 2004-12-02). I figurerna 3-2 samt 3-3 åskådliggörs konstruktionen av AIO med respektive utan överkurs.



Figur 3-2 Konstruktion av AIO

Källa: www.seb.se



Figur 3-3 Konstruktion av AIO med överkurs

Källa: www.seb.se

Optionsdelen ingår som synes som del i det nominella beloppet vilket garanterat återbetalas. Storleken på optionen bestäms dock som nämndes tidigare av ränteläget samt priset på köpoptioner och varierar således.

I tabellen nedan exemplifieras genom ett räkneexempel hur avkastningen på en AIO med överkurs beräknas på förfallodagen.⁹ Investerat kapital är 11 000 det nominella beloppet blir således 10 000. Alltså betalas 1000 (10 procent) i tilläggsbelopp varpå avkastningskoefficienten är ”höga” 1.5 (Emissionsbilaga, SEB Aktieobligation 245).

Kursutveckling	Investerat kapital	Tillbaka vid förfall	Avkastning
-20 %	11 000	10 000	- 9.1%
0 %	11 000	10 000	- 9.1 %
20 %	11 000	13 000	18.2 %
40 %	11 000	16 000	45.5 %
60 %	11 000	19 000	72.7 %
80 %	11 000	22 000	100 %

Tabell 3-1 Räkneexempel för beräkning av avkastning på AIO med överkurs

3.5.1 Dolda Kostnaderna

De senaste månaderna har det aktualiserats i media att bankerna tar ut höga, dolda kostnader för AIO:er, vilket starkt ifrågasatts. En av Dagens Industris journalister hade fortfarande efter att ha satt sig in i ämnet svårt att få en överblick av de dolda kostnaderna. Detta tyder på att svårigheten för en enskild småsparare att få klarhet i vad en AIO faktiskt kostar är stor (Svedbom, 2004 A). Vidare har nätmäklaren Avanza gjort en undersökning där de kommer fram till att en kund som investerar i en AIO kan få betala så mycket som 11,5 procent av det investerade beloppet i avgifter. Vid införskaffandet visar bankerna endast courtaget öppet (Svedbom, 2004 C). En anledning till detta kan vara att det i svensk lag inte finns reglerat huruvida bankerna måste redovisa de kostnader, direkta och indirekta som tas ut på AIO:er. Erik Saers avdelningschef på

⁹ Totalt värde = Nominellt belopp + (nominellt belopp * Indexuppgång * Avkastningskoefficient)

finansinspektionen säger i en intervju med Dagens Industri att man är medvetna om problemen med de dolda kostnaderna men att det för närvarande inte är aktuellt att införa regler för hur avgifter ska redovisas (Svedbom, 2004 C).

3.5.2 Fördelar och nackdelar med aktieindexobligationer

Nedan följer för- och nackdelar med sparformen AIO. Även om listan för nackdelar gör sig lång så är säkerhetsgarantin den faktorn som tilltalar investerare mest för att spara i AIO:er (Jönsson 2004).

3.5.2.1 Fördelar

- *Säker placering med chans till extra avkastning*
En AIO är en smart paketering av två olika värdepapper, en nollkupongobligation samt en köption. Nollkupongobligationen garanterar pengarna tillbaka medan optionen erbjuder avkastningsmöjligheter beroende hur marknaden utvecklas (Jönsson 2004).
- *Ingen valutarisk*
Optionen i AIO:en är kopplad till ett aktieindex. Detta index påverkas inte av valutaförändringar vilket ger spararen ett extra skydd mot risker (Jönsson 2004).
- *Du kan tjäna pengar på eftermarknaden*
Eftermarknaden för AIO:er är ännu inte väl utvecklad. Detta ger möjligheten för en köpare att köpa löpande AIO:er till ett lägre värde än det nominella och på det sättet tjäna pengar (Jönsson 2004).
- *Bra för nybörjare*
Bra sparform för den som inte är initierad i ekonomi eller sparande. Med en AIO behöver du inte följa marknaden för att veta om din investering är lönsamt eller ej. Det blir lite som ett lotteri. Antigen får du en vinst eller pengarna tillbaka (Jönsson 2004).

- *Inga förvaltningskostnader*

I och med att AIO är en låst produkt, krävs inga förvaltningskostnader (Jönsson 2004).

3.5.2.2 Nackdelar

- *Du vet inte vad du köper*

Vid tecknandet av en AIO vet du inte vad avkastningskoefficient kommer att bli. Denna bestäms först när AIO:en sammanställs, alltså vid löptidens början. Faktorn har en avgörande roll på den eventuella avkastningens storlek (Jönsson 2004).

- *Du vet inte vad du betalar*

När du tecknar en AIO tar banken courtage på mellan en och tre procent på det nominella beloppet. När avkastningskoefficienten bestäms har du som kund ingen insyn i hur denna räknas fram. Du vet inte om bankerna använder sig av den marknadsmässiga räntan eller om de lägger på några tiondelar för att tjäna extra intäkter (Jönsson 2004).

- *Låser pengarna*

När investeringen väl är gjord är pengarna låsta tills löptidens slut. Du kan sälja din AIO i förtid men andrahandsmarknaden för dessa är liten. Du vet inte om du får ett skäligt pris för ditt investeringsobjekt (Jönsson 2004).

- *Du går miste om aktieutdelning*

AIO:en är kopplad till ett index och därmed får du inte del av aktieutdelning. Du får ökad avkastning vid kursstegring men ej vinstutdelning av aktier (Jönsson 2004).

- *Garantin inte så mycket värd*

Löptiden för en AIO är vanligtvis mellan tre och fyra år. Under denna period är sannolikheten att aktiemarknaden backar mycket liten, enligt praktiken. Därmed kan garantin kännas lite menlös (Jönsson 2004).

- *Ingen valutarisk*

Se fördelar. En valuta risk kan lika gärna vara av godo som av ondo ur ett investerarperspektiv (Jönsson 2004).

- *Outvecklad eftermarknad*

Se fördelar. Om du är ägare till en AIO och vill sälja innan löptidens slut så finns det ingen större eftermarknad för dessa. Risken är stort att du inte får ett skäligt pris för din AIO då likviditet saknas för denna marknad (Jönsson 2004).

- *Uppfattas som en tråkig sparform*

Investorare med viss vana och intresse anser sparformen AIO som en väldig tråkig sådan. Huvudargumenten är saknaden av flexibilitet och riskkänslan (Jönsson 2004).

3.6 Andra sparformer

3.6.1 Värdepappersfonder

Enligt lagen om värdepappersfonder kan en värdepappersfond beskrivas på följande sätt: *"...en fond bestående av fondpapper och andra finansiella instrument, och som ägs av dem som skjutit till kapital..."* (Haskel 1998). Fonder består mestadels av aktier, obligationer samt optioner. Andelar säljs ut och ger innehavaren möjligheten till avkastning av fondens tillgångar men ej rätten över dess sammansättning och placering. Denna rätt har portföljförvaltaren (Haskel 1998).

Fonder passar alla typer av investerare. Allt från småsparare, som vill pensionsspara, till mångmiljonssparare, såsom försäkringsbolag och pensionsstiftelser. Denna sparform kräver inga speciella förkunskaper då hela ansvaret överläts till experter, dock måste kursutvecklingen följas upp av investeraren. Risken blir dels den valda sammansättningen av fondvalen och dels kunskapsnivån av fondförvaltaren (Haskel 1998). Risknivån varierar kraftigt mellan olika typer av fonder. Sammansättningen av fonderna kan bestå av inriktning mot enskilda branscher, länder eller hela index etcetera. Ju större spridning i fondens inriktning ju lägre blir risken. Fonder kan således utgöra ett bra alternativ till köp av aktier då en väldiversifierad portfölj av aktier kräver en ansenlig

investering. Att spara i fonder har dock också ett pris, avgifter tas ut vid köp av andelar samt vid förvaltningen. Förvaltningsavgiften dras av dagligen utifrån andelsvärdet. Denna kostnad skall täcka fondförvaltarens egna kostnader (Håkansson 1997).

3.6.2 Aktier

En aktie är en ägarandel i ett aktiebolag där den enda risken är att förlora den egna kapitalinsatsen. En aktie berättigar en röst på bolagsstämman men kan ha olika röstvärde, A- eller B-aktie. Regeln är att A-aktien ej får överstiga 10 röster mer än en B-aktie. Som aktieägare kan du få avkastning på två olika sätt: utdelning och värdestegring (Andersson 2003).

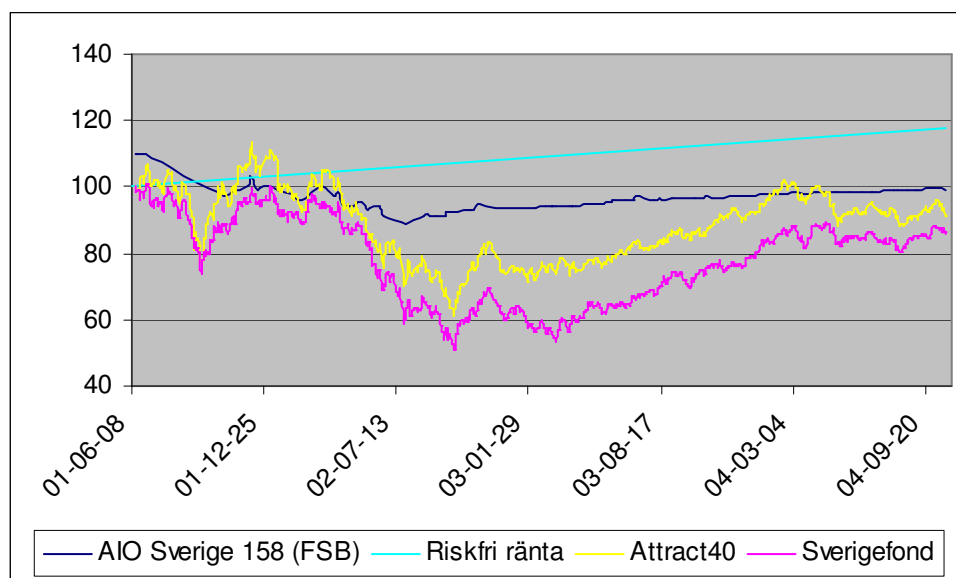
4 Resultat och analys

Under denna rubrik sammanställs det datamaterial som insamlats för att besvara vår problemställning. Kapitlet är indelat med ett avsnitt per bank där samtliga utvalda AIO:ers utveckling redovisas. Löpande kommer dessutom datamaterialet analyseras. Diskussioner kring ämnena AIO, kostnader, risk, säkerhetsgarantin och eftermarknaden kommer att föras.

Vid jämförelse mellan AIO:erna och den riskfria räntan används en femårig statsobligation som approximation för denna ränta. Statsobligationsräntan som användes var den aktuella den månad då AIO:en ställdes ut och har beräknats under löptiden enligt principen om ränta på ränta. I figurerna representerar Y-axeln den procentuella förändringen från startvärdet medan X-axeln representerar tiden.

4.1 Föreningssparbanken

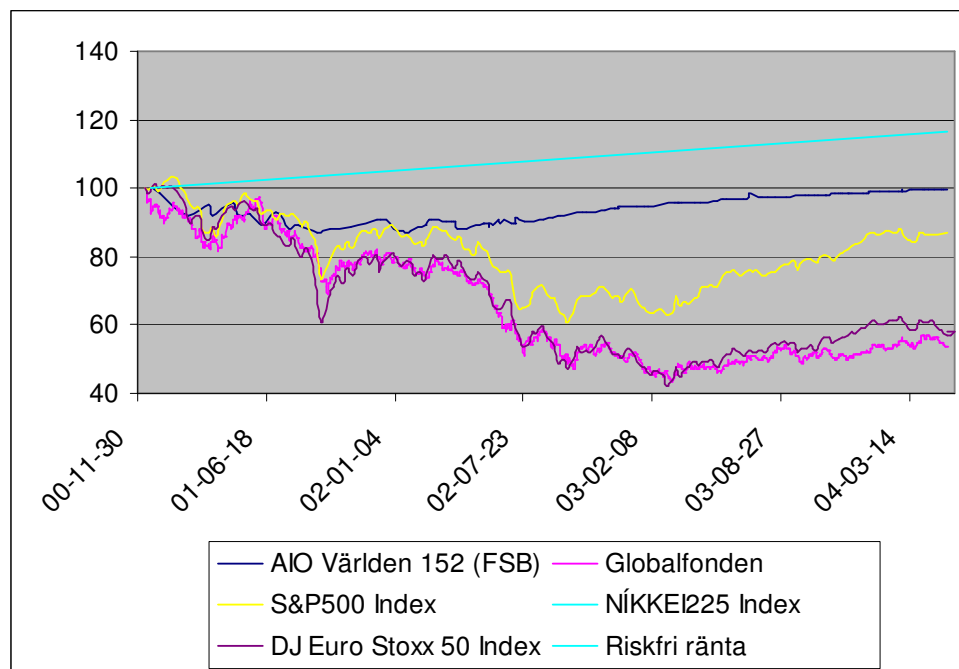
4.1.1 Sverige



Figur 4-1 AIO Sverige 158 (FSB)

AIO Sverige 158 är kopplad till utvecklingen på de 40 mest omsatta aktieslagen på Stockholmsbörsen. AIO:en är utgiven till överkurs 2001-06-07 och uppvisar som framgår av Figur 4- 1 en nedåtgående trend från och med startpunkten till och med juli 2002 då en uppåtgående trend kan urskönjas. Bidragande orsaker till utvecklingen på marknaden är delvis läget i världen efter händelserna den 11 september och kriget i Afghanistan/Irak vilket fick långtgående effekter på hela världsekonomin. Likaså föll svenska aktieindex under de första åren på 2000-talet till följd av IT-kraschen. På förfalldagen 2004-10-22 återbetalades det nominella beloppet och AIO:en återfick ett indexvärde på 100 då det underliggande aktieindexet inte ökat. Således har överkursen gått förlorad och en förlust utöver alternativavkastningen har uppstått. FSB:s Sverigefonds utveckling under AIO:ens löptid uppvisar en negativ trend och dess värde sjönk med nästan tjugo procent. Under investeringsperioden hade det varit mest gynnsamt att investera i obligationer, cirka 17 procentens uppgång, då ränta garanteras oavsett marknads fluktuationer.

4.1.2 Världen

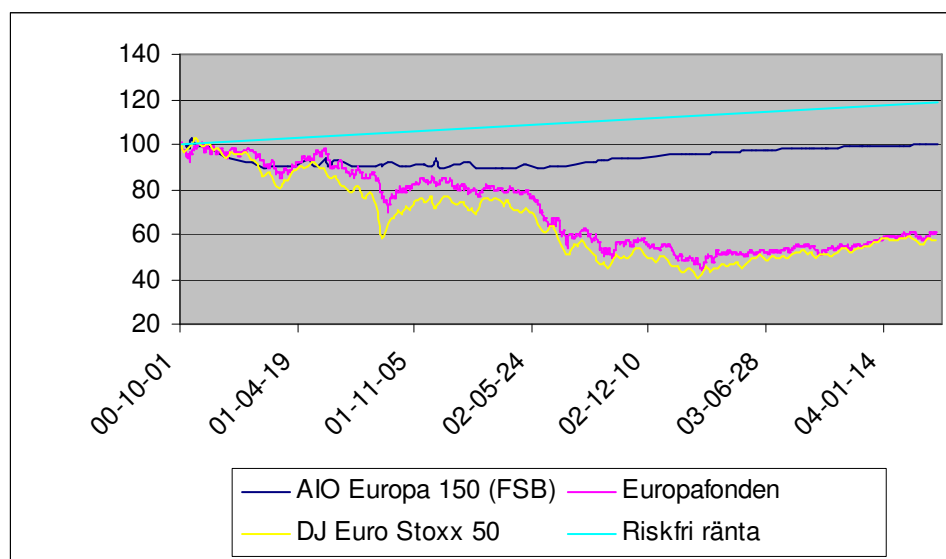


Figur 4-2 AIO Världen 152 (FSB)

FSB Världen 152 är en AIO kopplad till en korg bestående av tre olika aktiemarknader. Dessa är USA representerat av S&P 500, Japan representerat av TOPIX samt Europa

representerat av Euro Stoxx 50¹⁰. Var och ett av dessa index påverkar utfallet med en tredje del. AIO:en hade en löptid på fyra år med start 2000-12-13. Världen 152:s utveckling följer FSB:s övriga AIO:er där 2001 års händelserna hade stort betydelse. Vid löptidens slut, 2004-06-02, återbetalades det nominella beloppet då ingen överavkastning uppnåddes. FSB:s Globalfond uppvisar en negativ trend vilket medförde en värdeminskning på runt 40 procent. Obligationen med sin riskfria avkastning gav ett mervärde på runt 20 procent efter löptidens slut.

4.1.3 Europa



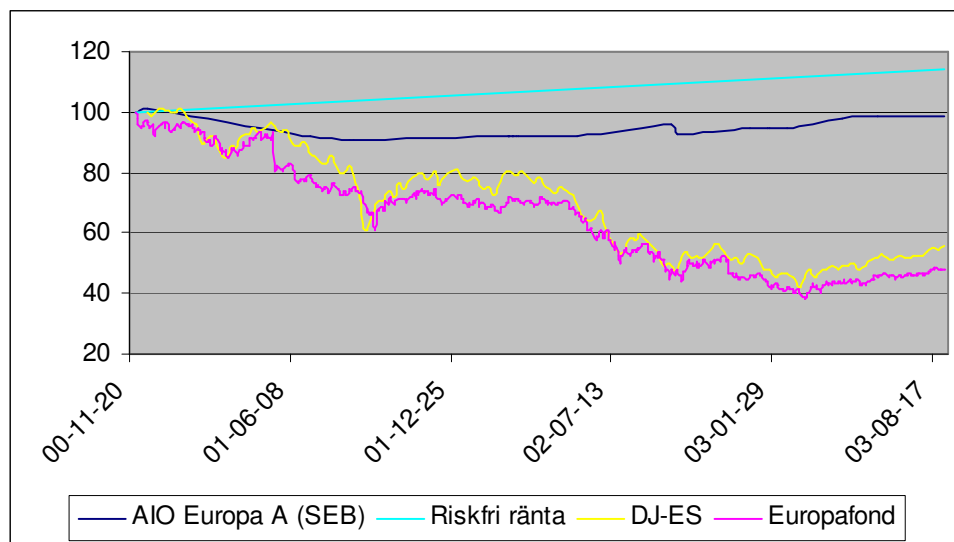
Figur 4-3 AIO Europa 150 (FSB)

AIO Europa 150 utgiven 2000-10-04 är kopplad till Dow Jones Euro Stoxx 50 indexet. Vid förfallodagen, 2004-04-14, generades ingen avkastning detta på grund av marknadens negativa trend, varför endast det nominella beloppet återbetalades. FSB:s Europafond påverkades negativt och hade efter AIO:ens förfallodag en värdeminskning på nästan 40 procent. Obligationen gav en avkastning på cirka 18 procent efter löptidens slut vilket var det enda positiva resultatet bland de olika investeringsalternativen.

¹⁰ Euro Stoxx 50 omfattar 50 aktier från företag från sju av de tolv EMU länderna

4.2 SEB

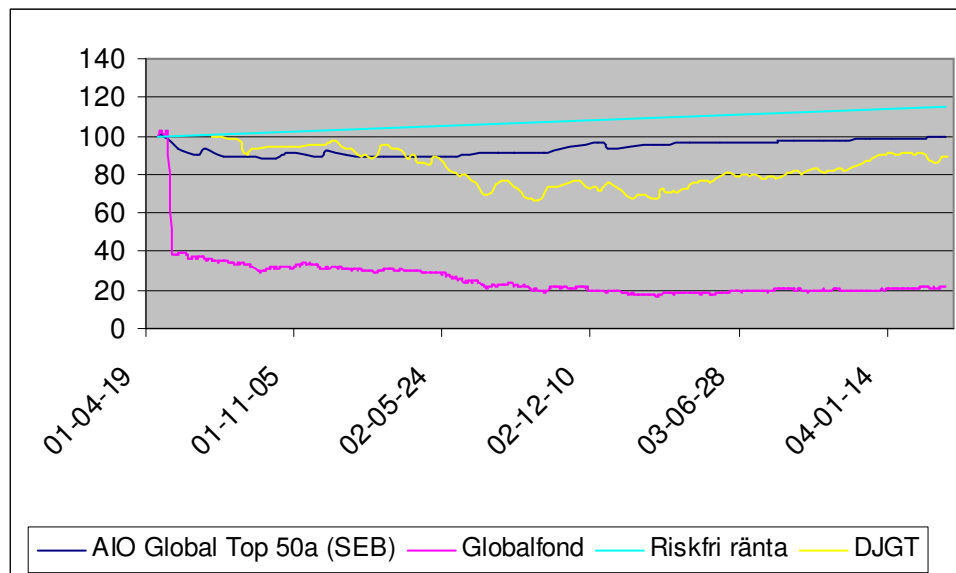
4.2.1 Europa



Figur 4-4 AIO Europa A (SEB)

AIO Europa A utgiven 2000-11-28 med en löptid på tre år visar inga större variationer i utvecklingen under löptiden. AIO:ens underliggande index Dow Jones Eurostoxx 50 består av 50 av de mest omsatta företagen i det så kallade Eurolandindexet. Utvecklingen på Europas börser under löptiden har varit nedslående och således inte resulterat i någon överavkastning. Europafonden med motsvarande sammansättning följer utvecklingen på indexet Dow Jones Eurostoxx 50 väl och har förlorat drygt hälften av sitt värde. Det bästa investeringsinstrumentet hade även här varit att investera i obligationer då avkastningen var cirka 14 procent vid löptidens slut.

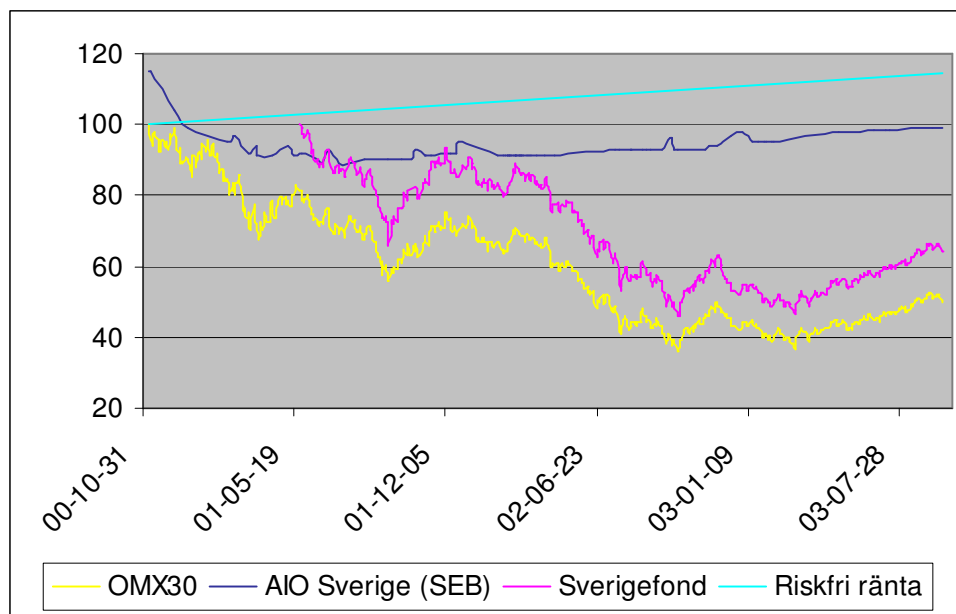
4.2.2 Global



Figur 4-5 AIO Global top 50a (SEB)

AIO Global top 50a utgiven 2001-05-04 med tre års löptid utgör inte heller något undantag utan återbetalar endast det nominella beloppet på förfallodagen. Det underliggande indexet Dow Jones Global titans är sammansatt av 50 av världens största multinationella företag. Utvecklingen på detta index uppvisar likaså en negativ utveckling under perioden. SEB:s globalfond är dock i ensam majestät vad det gäller kraftig nedgång. Fonden består av såväl internationella index som multinationella företag. Mest lönsamt hade det varit att investera i obligationer, vilket hade resulterat i en avkastning på cirka 15 procent.

4.2.3 Sverige



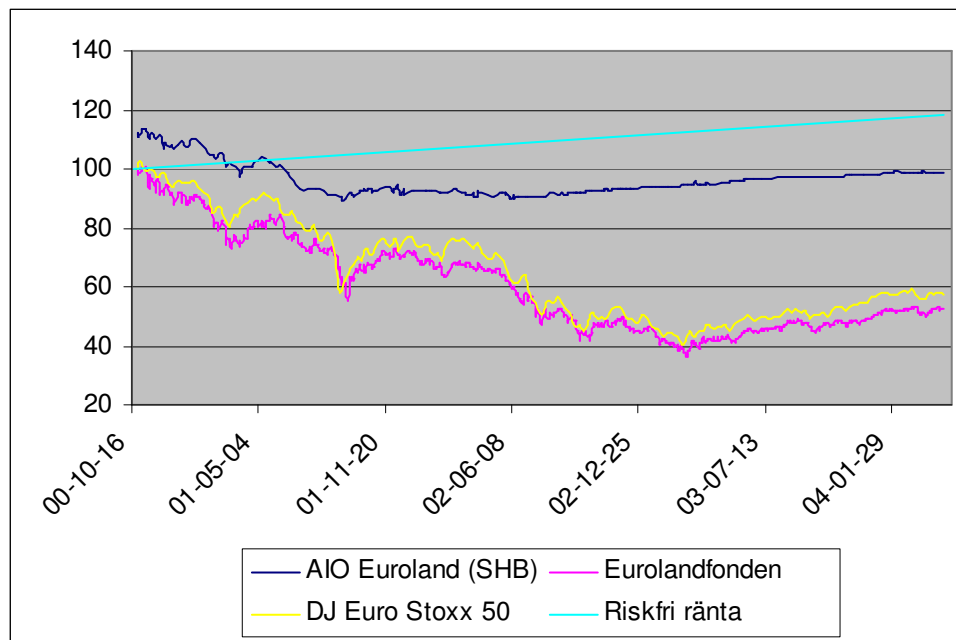
Figur 4-6 AIO Sverige (SEB)

AIO Sverige är utgiven 2000-11-17 till 15 procent överkurs och med tre års löptid. Indexet består av tio av de största företagen på Stockholmsbörsen¹¹. Utvecklingen är till en början starkt fallande för att efter juli 2001 sakta återhämta sig, dock utan att någon gång nå över indexnivån 100. Jämförelseindex är OMX30, detta medför att jämförelsen blir något missvisande men ger ändå en fingervisning av hur marknaden reagerat under perioden. Sverige fonden med en bred sammansättning av svenska företag i vitt skilda branscher uppvisar en negativ trend, dock något bättre än indexet. Observera att Sverigefonden startar 2001-05-25 och har denna dag som indexstartpunkt, detta beror på att SEB inte har information tillgänglig längre tillbaka i tiden. Att fonden ändå används som jämförelse beror på brist på ytterligare lämpliga alternativet. En investering i obligationer hade varit mest lönsamt då avkastningen uppgick till cirka 14 procent vid löptidens slut.

¹¹ AIO Sverige (SEB) består av 10 % av vardera: ABB, Astra Zeneca, Ericsson, H&M, Nokia, SEB, Securitas, Skandia, Svenska Handelsbanken samt Volvo.

4.3 Svenska Handelsbanken

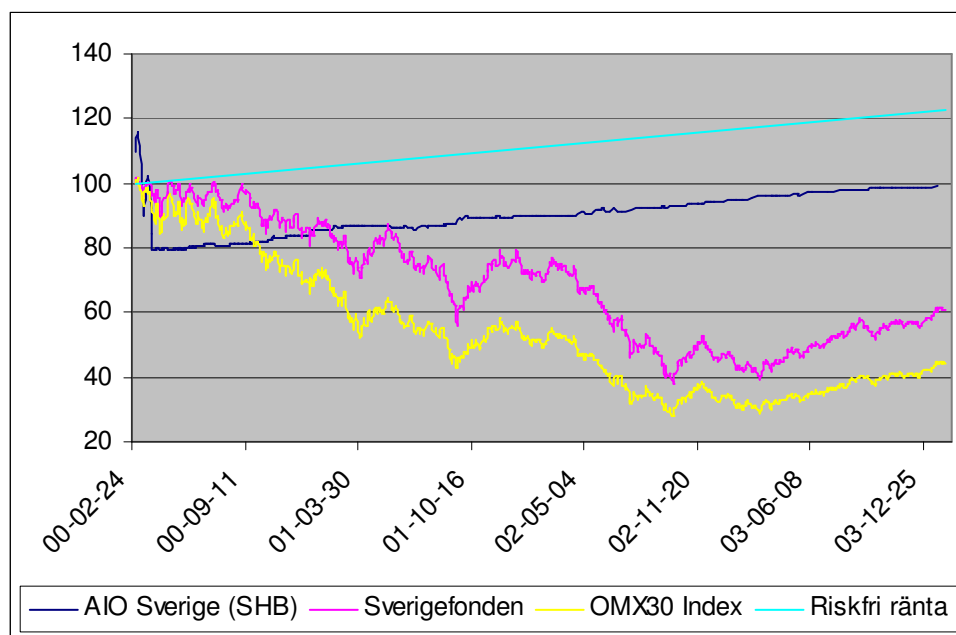
4.3.1 Euroland



Figur 4- 7 AIO Euroland (SHB)

AIO Euroland med 10 % överkurs gavs ut 2000-10-24 med en löptid på fyra år. Den dalande kurvan kan delvis förklaras av den svaga utvecklingen på aktiemarknaden som kännetecknade de första tre åren på 2000-talet. Endast det nominella beloppet återbetalades och överkursen gick förlorad. Vidare framgår det av figuren att AIO:en har gått mycket bättre än det underliggande indexet DJ Euro Stoxx 50 och Eurolandfonden vars mål är att uppnå en värdetillväxt som motsvarar DJ Euro Stoxx 50 indexet. Bäst har obligationen gått med 18 procent värdeökning vid löptidens slut.

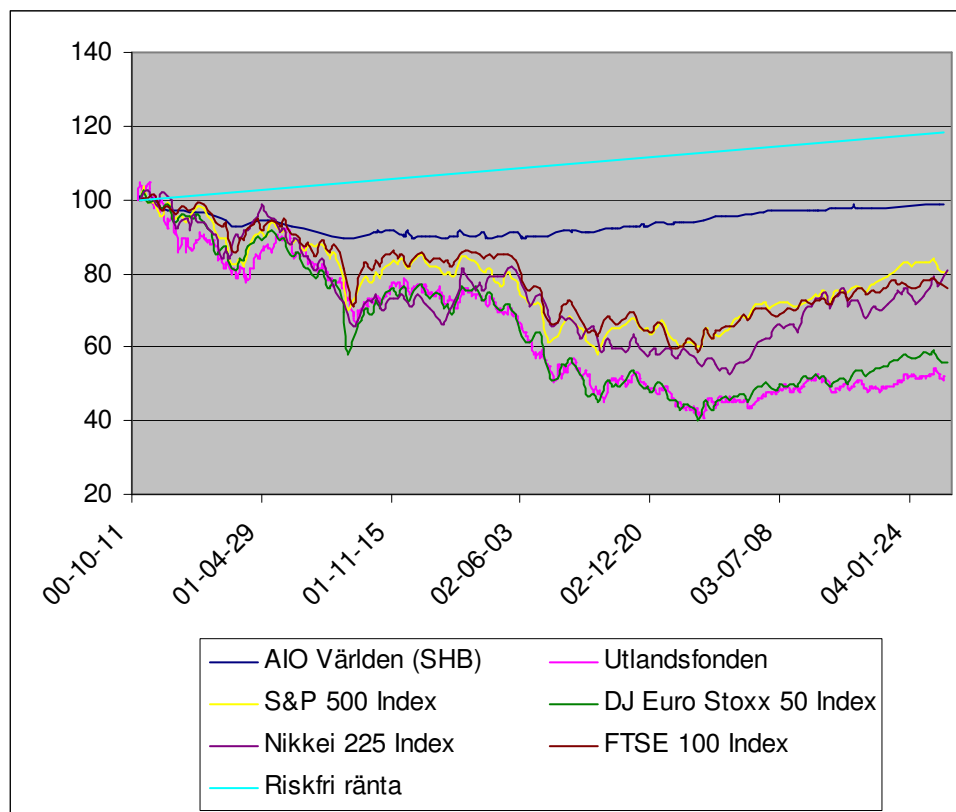
4.3.2 Sverige



Figur 4- 8 AIO Sverige ner och ut (SHB)

AIO Sverige ner och ut gavs ut till tio procents överkurs 2000-03-06. AIO:en har en konstruktion som innebär att om det underliggande indexet sjunker till under tio procent lägre än startindex kommer AIO:en i det berörda läget att fungera som en nollkupongobligation, det vill säga endast det nominella beloppet kommer att erhållas på återbetalningsdagen. I figuren kan det urskiljas att AIO:en sjönk under tio procents nivå vilket resulterade i att AIO:en inte var gällande under den resterande löptiden. Indexet som AIO:en var kopplad till, OMX30, hade tillsammans med Sverigefonden en negativ utveckling under i stort sett hela AIO:ens löptid. Sverigefondens målsättning är att slå genomsnittet på Stockholmsbörsen, fonden placerar i aktier, i aktierelaterade instrument, i andelar i värdepappersfonder och i depåbevis. Även här hade det varit mest fördelaktigt att investera i en obligation då den hade en avkastning på cirka 22 procent efter löptidens slut.

4.3.3 Världen

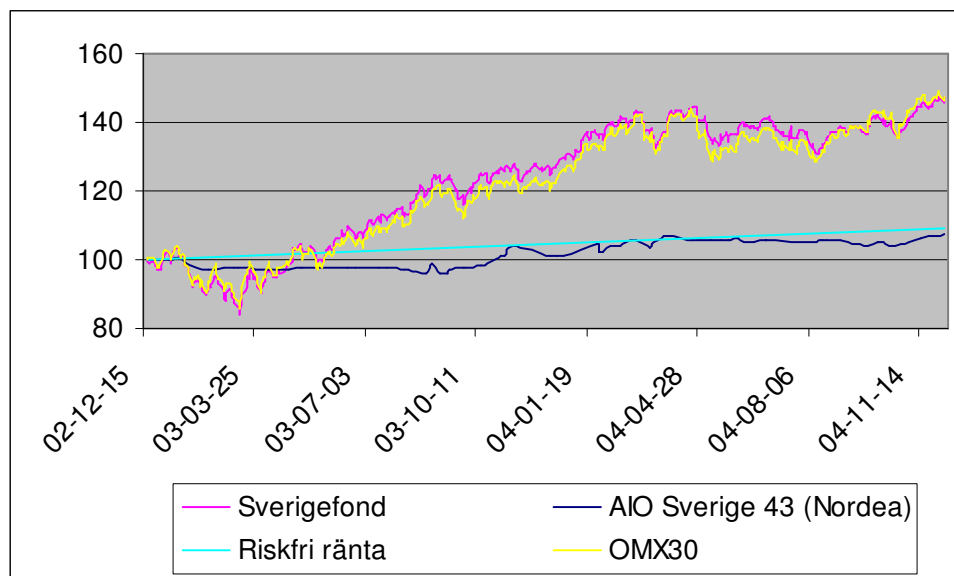


Figur 4-9 AIO Världen (SHB)

AIO Världen utgiven 2000-10-23 med slutdatum 2004-05-10 följer trenden och uppvisar en initial nedgång för att senare återhämta sig något och slutligen hamna på det slutliga indexvärdet 100, det vill säga det nominella beloppet. AIO:en är kopplad till en indexkorg innehållande fyra index. Dessa är S&P 500 (40%), Euro Stoxx 50 (30%), TOPIX (20%) och FTSE 100 (10%) som består av de 100 mest omsatta aktierna i Storbritannien. De underliggande indexen visar på en nedåtgående trend med ganska stora fluktuationer. Utlandsfonden vars målsättning är att uppnå en kursutveckling som är bättre än världsindex har haft mest negativ utveckling. Fonden investerar på alla världens större aktiemarknader och placerar i aktier, i aktierelaterade instrument, i andelar i värdepappersfonder och i depåbevis. Obligationen är det enda instrument som har haft en positiv utveckling med cirka 19 procents avkastning under AIO:ens löptid.

4.4 Nordea

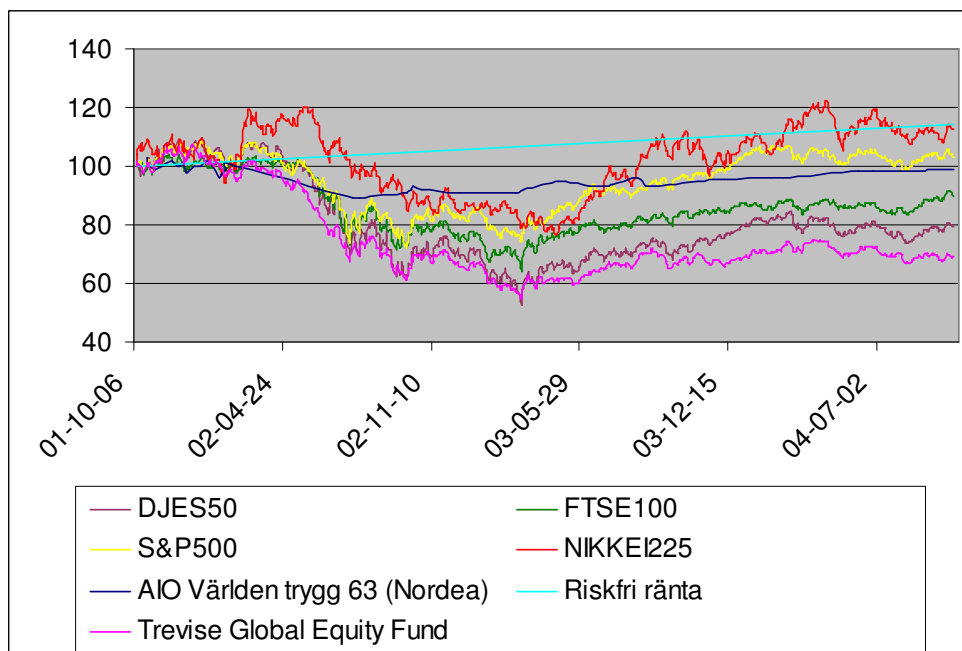
4.4.1 Sverige



Figur 4-1 O AIO Sverige 43 (Nordea)

Nordeas Sverige 43 är en AIO med kort löptid, två år. AIO:en är knuten till OMX30 som tillsammans med Nordeas Sverigefond gav en överavkastning på närmare 40 procent under samma tidsperiod. AIO:en gavs ut 2002-12-06 och gav dess innehavare, december 2004, en överavkastning på runt sju procent. Denna positiva trend kan förklaras av marknadens återhämtning efter förgående periods nedgång. Dock kan avkastningen som tillfaller investeraren tyckas vara väl begränsad i förhållande till hur aktieindexet har utvecklats. Anledningen till detta beror på dess speciella konstruktion. Konstruktionen på denna AIO skiljer sig markant från de övriga då den har en övre- och undre gräns på 3,75 procent. Detta betyder att oavsett hur mycket det underliggande aktieindexet förändras kommer upp- eller nedgången inte att påverka AIO:en med mer än 3,75 procent per mätperiod, i det här fallet kvartalsvis. Obligationen gav en avkastning på cirka nio procent under AIO:ens löptid.

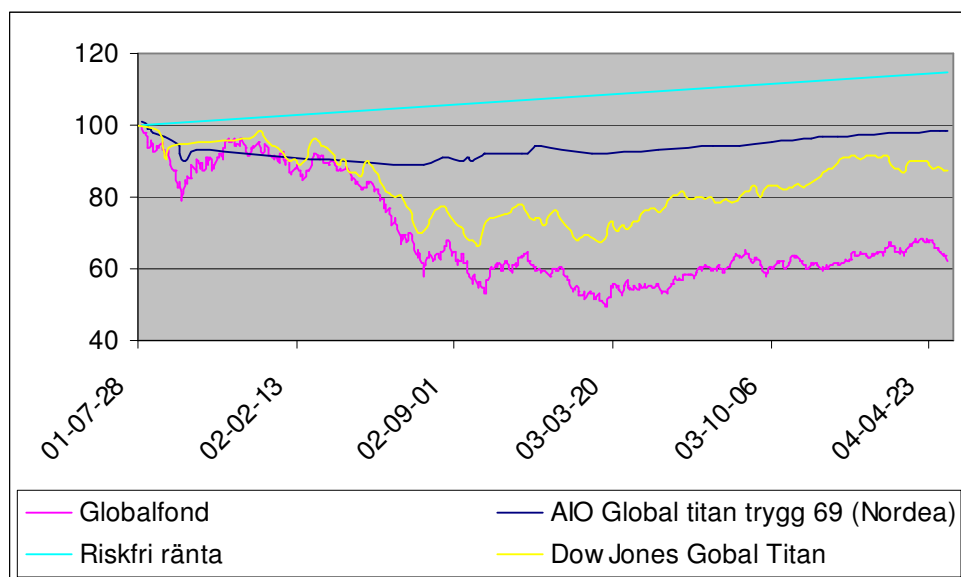
4.4.2 Världen



Figur 4- 1 1 AIO Världen trygg 63 (Nordea)

AIO världen trygg 63 utgiven 2001-10-10 med tre års löptid uppvisar ett nollresultat på förfallodagen. AIO:en är kopplad till utvecklingen på S&P 500, Dow Jones Eurostoxx 50, FTSE 100 samt TOPIX. Då det visat sig svårt att få fram statistik för det japanska TOPIX indexet under AIO:ens löptid har istället NIKKEI 225 använts. Detta kan ge en något missvisande bild men utgör ändå en approximation för utvecklingen på den japanska marknaden. S&P 500 samt NIKKEI 225 har haft mest positiv utveckling av marknadsindexen och har mot slutet av löptiden ökat något mot starttidpunkten. Denna uppgång har dock i sammanhanget ringa betydelse då nedgången i övriga marknadsindex leder till att AIO:en endast betalar tillbaka det nominella beloppet, detta trots att S&P 500 samt TOPIX har störst vikt i korgen. Nordea fonden Treviso Global Equity Fund sammansatt av placeringar i Nordamerika, Europa och Japan uppvisar den mest nedslående utvecklingen under tidsperioden med en nedgång på drygt 30 procent. Obligationen hade bäst avkastning med cirka 14 procents avkastning under AIO:ens löptid.

4.4.3 Global



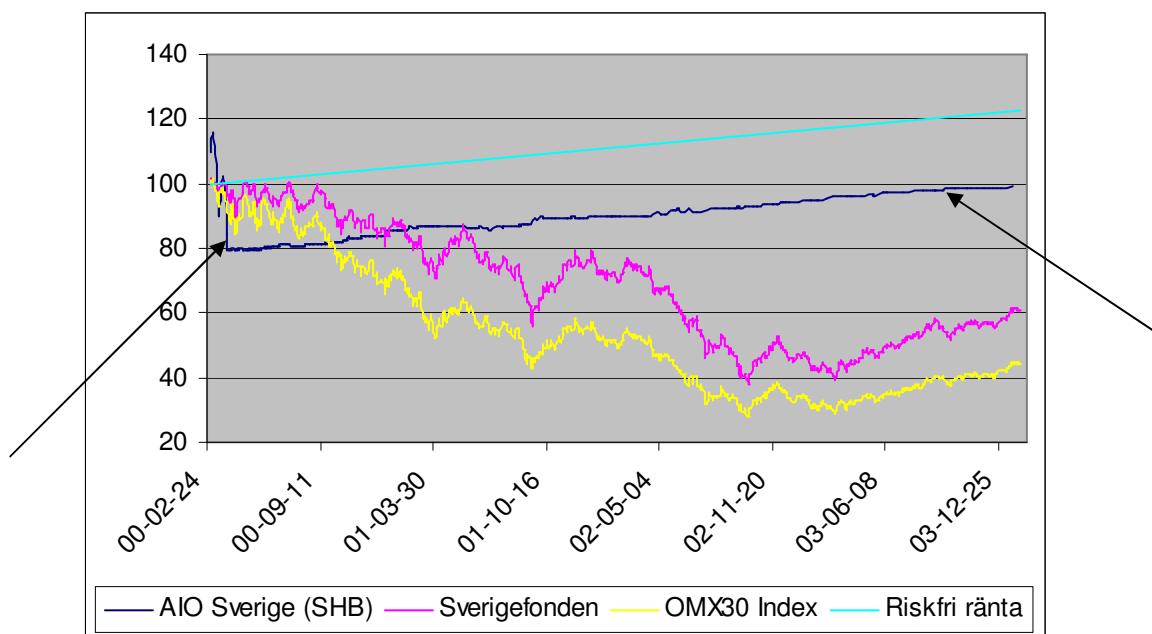
Figur 4- 1 2 AIO Global titan trygg (Nordea)

Nordea Global Titans 69 trygg utgiven 2001-07-18 är kopplad till Dow Jones Global Titans 50 indexet. Indexet är en blandning av aktier från 50 av de ledande multinationella företag i världen. Vid löptidens slut, 2004-07-19, gavs ingen överavkastning då indexet slutade strax under startvärdet, vilket resulterade i att det nominella beloppet återbetalades. Vidare framgår det att globalfonden och AIO:ens underliggande index har sjunkit mest under löptiden. Återigen hade det varit mest fördelaktigt att investera i en obligation då den gav en avkastning på cirka 14 procent vid löptidens slut.

4.5 Sammanfattning av AIO:ernas utveckling

De undersökta AIO:erna hade en genomsnittlig löptid på tre till fyra år. Dessa löpte över perioden 2000-2004. Under denna period genomgick marknaden stora fluktuationer, exempelvis slutet på telekom/IT kraschen, händelserna den 11 september 2001, Nord Koreas kärnvapen program, diverse terrordåd, kriget i Afghanistan/Irak, efterkrigstiden i Irak etcetera. Dessa händelser påverkade enligt oss marknaden negativt vilket syns tydligt när diagrammen analyseras. Samtliga hemmamarknaderna påverkades och i stort sett alla större världsmarknadsindex sjönk.

Gemensamt för samtliga bankers AIO:er är att de på grund av ovan nämnda händelser uppvisar samma negativa trend och endast återbetalar det nominella beloppet på förfallodagen. I de fall investeringen skett till överkurs har denna gått förlorad. Undantaget är Nordeas AIO Sverige 43 som uppvisar en positiv trend. Anledningen till detta är dess korta löptid på två år från 2002-12-06 till 2004-12-17, en tid då marknaden återhämtat sig något från de senaste årens nedgång. Som framgår av figur 4-10 ovan är dock uppgången som tillfaller investeraren begränsad i förhållande till ökningen som aktieindexet uppvisar. I övriga fall uppvisar både index och fonder samma nedslående resultat. Generellt har nedgången varit störst i början av de studerade tidsperioderna för att mot slutet uppvisa en något uppåtgående trend dock utan att medföra några positiva effekter för AIO:erna. Den sparform som gett mest avkastning under den undersökta perioden är således det riskfria alternativet det vill säga statsobligationen, på så sätt kan man dra slutsatsen att ju säkrare sparformen varit ju mer pengar har man haft kvar i plånboken. Naturligtvis är det lätt att vara efterklok och hade utfallet av den studerade perioden varit annorlunda hade resultatet varit omvänt.



Figur 4-1 3 Sverige ner och ut (SHB)

Då figuren ovan studeras närmare, i det här fallet figur 4-13, kan man urskilja en återkommande trend. Vid löptidens start faller AIO:en på grund av att optionen som är kopplad till indexet faller. Derivatens värde blir då lägre än det nominella beloppet då optionen för tillfället inte tillför AIO:en något ytterligare värde. Vid slutet av AIO:ens löptid börjar derivaten sträva uppåt mot startvärdet då obligationen har förräntat sig och återger dess ägare det nominella beloppet. Optionen tillför fortfarande inte något värde på grund av marknadens negativa utveckling och ger sparformen i det här fallet ingen chans till överavkastning.

4.6 Fiktiv AIO

Avkastningskoefficient	0,2	0,5	0,8	1
Slutkurs (47,49 %)	10950	12375	13799	14749
Genomsnittlig avkastning (21,9 %)	10438	11095	11752	12190
Fyra perioder (21,6 %)	10432	11080	11728	12160
Risikfri ränta (4,39 %)	10897	10897	10897	10897

Tabell 4-1 Fiktiv utveckling av AIO

Då endast en AIO uppvisat en positiv utveckling men endast givit upphov till en mycket begränsad avkastning har vi valt att skapa en fiktiv AIO. Detta har gjorts för att påvisa hur olika avkastningskoefficienter samt olika sätt att beräkna avkastningen under löptiden påverkar slutvärdet. Vi baserar indexutvecklingen på utvecklingen av det underliggande indexet (OMX30) till AIO Nordea Sverige 43. Detta beroende på att det var den enda perioden som uppvisat en positiv utveckling. Vi utgår från en AIO med ett nominellt belopp om 10 000 och beräknar det totala värdet utifrån fyra olika avkastningskoefficienter: 0,2, 0,5, 0,8 samt 1. Dessa koefficienter valdes då det avser en AIO utan överkurs varpå en koefficient över 1 vore orimligt. Avkastningen, benämnd slutkurs (47,49 %) i tabell 4-1 avser den utveckling aktieindexet uppvisade på AIO:ens slutdatum. Den genomsnittliga avkastningen är ett snitt beräknat över hela tidsperioden och den sista beräkningen baseras på en uppdelning av tidsserien i fyra lika långa perioder där ett genomsnitt från varje period beräknades och slutligen summerades de fyra periodernas snitt. Detta visar tydligt på hur de olika scenarierna varierar beroende på hur indexförändringen beräknas. Detta medför att avkastningen som kunde komma investeraren till handa om han investerat direkt i aktiemarknaden förminskas i två steg. Först då indexförändringen beräknas och senare även vid multipliceringen med

avkastningskoefficienten förutsatt att den understiger 1. I tabellen kan utläsas att en avkastningskoefficient på runt 0,5 krävs för att ge en högre avkastning än det riskfria alternativet då indexförändringen beräknas som ett genomsnitt över tidsperioden. Detta är en rimlig avkastningskoefficient för en AIO utan överkurs.

4.7 Risk

Utställare	SEB			Föreningsparbanken		
	Europa A	Global 50a	Sverige	Europa 18	Världen 152	Sverige 158
AIO	94,30	93,94	93,52	94,80	94,17	96,90
Medelvärde	94,30	93,94	93,52	94,80	94,17	96,90
Standardavvikelse (%)	3,02	4,17	4,47	3,89	4,12	4,05
Varians (%)	8,75	16,33	19,70	14,94	16,71	16,17
Högsta	101,00	102,00	115,00	100,00	100,00	110,00
Lägsta	91,00	88,00	89,00	89,00	87,00	89,00
Slutkurs	98,70	99,50	99,00	99,90	99,81	99,30

Utställare	Handelsbanken			Nordea		
	Euroland	Världen	Sv. Ner & Ut	Global Titan 62	Världen	Sverige ST43
AIO	95,98	93,18	87,17	94,33	96,20	102,31
Medelvärde	95,98	93,18	87,17	94,33	96,20	102,31
Standardavvikelse (%)	5,63	3,12	5,87	3,30	3,74	3,60
Varians (%)	35,44	9,73	34,46	10,61	13,97	12,67
Högsta	113,50	101,00	115,00	101,00	103,00	107,70
Lägsta	89,00	89,50	79,25	89,00	79,00	96,00
Slutkurs	98,91	98,90	98,92	98,41	98,61	107,21

Tabell 4-2 Sammanställning av AIO:ers utveckling

Gemensamt för samtliga AIO:er är att risken reduceras, investeraren är alltid garanterad minst det nominella beloppet. Detta medför att variationen kring medelvärdet mätt i standardavvikelse blir lågt och är snarlikt för samtliga AIO:er vilket framgår av tabell 4-2. Euroland (SHB) har uppvisat de största svängningarna och har också haft den högsta noteringen av AIO:erna som inte givits ut till överkurs, detta är dock en liten tröst då den endast betalar det nominella beloppet på förfallodagen. Minst svängningar uppvisar Europa A (SEB). Att slutkurserna inte stannar på 100 beror på att sista kursen inte noterats på Stockholmsbörsens hemsida. Vi ser dock inte detta som ett problem då sista noteringen i samtliga fall nästintill sammanfaller med förfallodagen samt vetskapen om att det nominella beloppet kommer återbetalas. De valda AIO:ernas index är knutna till sina respektive marknader. I och med bredden på indexen har den osystematiska (företagsspecifika) risken diversifierats bort. Den systematiska risken blir då den avgöranden faktorn på sättet AIO:en utvecklats, vilket ger ett betavärde på ett. Risken

varierar dock mellan olika AIO:er beroende på dess inriktning. Ju större spridning på de underliggande indexen ju mindre blir risken. Exempelvis har AIO:er med inriktning mot telekombranschen givits ut. I efterhand kan denna konstruktion tyckas väl riskfylld på grund av sin snäva inriktning. Meningen med dessa mer riskfulla AIO:er är naturligtvis att ge möjlighet till högre avkastning. Detta är dock inte alltid fallet då marknader som anses mer riskfulla ändock kan ha haft en lägre avkastningskoefficient än mindre riskfulla marknader på grund av ränteläget samt priset på optioner.

Per definition ger en låg risk en begränsad möjlighet till avkastning. Så är även fallet med AIO:er, för att öka möjligheten till extra avkastning krävs investering i en AIO till överkurs. Överkursen ger en högre avkastningskoefficient vilken ger investeraren en större del av den eventuella uppgången. Dock öppnas möjligheten för större förluster, normal överkurs är på 10 procent men i vissa fall så hög som 20 procent. Ju högre överkurs ju osäkrare blir investeringen då en större del av det investerade kapitalet kan gå förlorat eftersom det är mycket svårt att förutspå den framtida kursutvecklingen. Detta är dilemmat med AIO:er, ska man teckna sig för en AIO med överkurs för att eventuellt kunna tjäna extra avkastning? Detta är en svårbesvarad fråga eftersom en AIO med överkurs också ökar risken, tryggheten är kärnan i sparformen vilken delvis går förlorad i och med överkursen. En normal överkurs på 10 procent, i praktiken 1 000 kronor kanske inte låter så mycket i förhållande till den extra avkastningen som kan tjänas. Pondera att en AIO tecknas med löptid på fyra år och 10 procents överkurs (11 000) varefter endast det nominella beloppet (10 000) återbetalas. Att betala banken 1 000 kronor för att förvalta kapitalet i fyra år är allt annat än en lönsam affär.

Aktiemarknadens nyckfullhet som förklarats av "random walk" teorin understryker problemet med att förutspå den framtida utvecklingen och därmed risken en investering medför. Ur detta perspektiv kan AIO:er tyckas utgöra en god investering förutsatt att investeraren är beredd att frångå möjligheten till att tjäna extra avkastning för att minimera risken. Frågan är dock hur mycket det är värt att betala för att minska risken? Ur ett historiskt perspektiv har avkastningen på aktiemarknaden vida överstigit de på kreditmarknaden. Under hela 1900-talet har år med nedgång varit undantaget. Den i

uppsatsen undersökta perioden domineras dock av flera års nedgång av tidigare diskuterade händelser. Detta medför att alla AIO:er med ett undantag endast återbetalat det nominella beloppet på förfallodagen. Med facit i hand kan investeringen således anses vara mer lönsam än en investering i fonder eller i aktiemarknaden. Det skall dock sägas att detta gäller hela index, naturligtvis kan enskilda aktier uppvisat en positiv utveckling och en väl ihopsatt portfölj kan naturligtvis ha givit en ökad avkastning. Mest lönsamt (i förhållande till jämförelse objekten) hade det alltså varit att investera i ett räntebärande papper där risken är mycket låg samtidigt som avkastningen är känd.

Den största risken som vi ser det, för en investerare vid investering i en AIO, är att gå miste om alternativavkastningen, det vill säga den ränta han går miste om jämfört med en investering i räntebärande papper. Denna avvägning måste investeraren göra, att överväga möjligheten till att tjäna extra avkastning kontra risken att gå miste om alternativavkastningen. I övrigt finns alltid risken att utställaren av AIO:en ska falla under löptiden med följd att investeraren går miste om hela eller delar av det investerade beloppet. Denna risk kan dock antas vara ganska liten då de AIO:er som vi studerat är utställda av Sveriges fyra största banker. Det skall dock sägas att en anställd lyckades få omkull den ansedda Brittiska banken, Barings bank på grund av optionsaffärer. Vidare var finanskrisen i Sverige under det tidiga 1990-talet nära att försätta även storbankerna i konkurs. Ytterligare en tidsrisk som uppstår vid investering i en AIO är om investeraren är i behov av likvida medel och tvingas sälja AIO:en under löptiden. Denna risk ökar med längre löptid. Samtidigt skall det sägas att eftermarknaden ännu är ganska liten och det är bankerna som sätter priset som investeraren måste anpassa sig efter. Dessa priser är ofta till bankernas fördel. En av de största nackdelarna med sparformen, som vi ser det är därför avsaknaden av flexibilitet. Investeringen är mer eller mindre låst under löptiden då man under denna period inte kan säkra en eventuell vinst. Skulle indexet haft en mycket förmånlig utveckling och en nedgångsperiod är att vänta saknas möjligheten att säkra en vinst på grund av den dåliga likviditeten på eftermarknaden.

4.8 Sammanfattning av intervjumaterialet om AIO:er

Sparformen AIO blir mer och mer populär, samtidigt tjänar bankerna mångmiljardbelopp. Handelsbanken visar upp statistik som talar för sparformen. Under en tio års period (1994-2004) har AIO genererat en genomsnittlig avkastning på 9,78 procent per år för investeraren. Detta är en högre avkastning än vad aktiemarknaden lyckats mäka med under samma period, och dessutom till lägre risk.

4.8.1 Val av index

För att göra sparformen lite mer attraktiv erbjuder bankerna så kallade varianter av AIO. Med detta menas att det finns möjlighet för investeraren att ta en lite högre risk och därmed chans till en högre avkastning. Detta kan erbjudas via överkurser, nya typer av index men även vid upp/ned konstruktioner. Med alternativa indexsammansättningar menar bankerna att de försöker göra AIO lite mer exotiskt. De erbjuder diverse indexsammansättningar som kan attrahera kundens intresse för en eventuell investering. Branschindex är ett sådant försök. Istället för att knyta optionen till ett land eller världsmarknad kan man knyta den till en bransch. Handelsbanken har till exempel erbjudit sina kunder en AIO knutet till telekombranschen. Viktigt att påpeka är att kunden inte kan välja vilket index som helst samtidigt som man måste vara medveten om den ökade risken en snävare indexsammansättning medför. Banken försöker läsa av dagens trend i sparandet och skapar utifrån detta en produkt som passar, först och främst, de själva bäst för att sedan anpassa den till kunden. Upp /ned konstruktionen är en option i AIO:en som tillåter investeraren att lösa ut sin AIO i förtid till ett fixerat värde om AIO uppnår ett viss värde.

4.8.2 Eftermarknad

Bankerna erbjuder alltid under löptiden möjligheten att återköpa AIO:en till en av bankerna bestämd köp- och säljkurs. Dessa kurser gynnar oftast bankerna på grund av avsaknaden av likviditet på denna marknad. Med detta menas att intresset och kännedomen om denna marknad är relativt låg och därmed saknas kapital för att köp- och

säljkurserna skall vara marknadsanpassade. Enligt Claes Cederlund, Handelsbanken, beror detta på bristande information till allmänheten. Dock finns det möjligheter att förränta sitt egna kapital via köp av ej utlöpta AIO:er. Dessa köps till ett pris som är lägre än slutvärdet och kan i och med detta säkra en högre avkastning än mer traditionella räntebärande papper. Detta är någonting som bankerna uppmärksammat och utnyttjar för att dels själva tjäna pengar och dels hjälpa sina egna kunder att tjäna pengar.

4.8.3 De dolda kostnaderna

De dolda kostnaderna har under senaste tiden varit ett omtalat ämne i och med att bankerna inte redovisat dessa. Uppmärksamheten har lett till att fokuseringen på AIO:er har ändrats en aning. Enligt Claes Cederlund börjar kunderna bli mer intresserade av vad banken tjänar på sparformen istället för att fokusera på vad de själva kan tjäna. Cederlund har förståelse för att denna information måste ut men vill inte heller att kunderna skall glömma att banken är ett börsnoterat bolag med ett vinstmål att uppnå. Dock har kritiken mot bankerna fått dem att till slut gå med på att visa dessa kostnader, vilket kommer att verkställas inom kort. Konstigt nog vet de flesta att kostnaderna existerar men väldigt få vet vad de egentligen innehåller. Vid samtal med rådgivare på de olika bankernas kontor i Göteborg var det ingen som kunde ge ett konkret svar. Det enda de visste var att banken tog courtage och en genomsnittlig kostnad på mellan två och fyra procent av det nominella beloppet beroende på hur AIO:en utvecklades under löptiden. Enligt en undersökning som nätmäklaren Avanza gjort så kan dessa uppgå till så mycket som 11,5 procent. Vi har tyvärr inte fått tillgång till den nödvändiga informationen för att vare sig kunna dementera eller bekräfta dessa påståenden. Enligt Cederlund skall de dolda kostnaderna täcka sådana kostnader som administration, licenser, riskhantering, broschyrer och börsnotering.

4.9 Säkerhetsgarantin

Som investerare måste man veta hur mycket man är beredd att förlora för att eventuellt nå en hög avkastning. Efter de senaste årens kraftiga börsras har många småsparare tröttnat på att se sina besparingar gå förlorade. De har tröttnat på att deras pengar spekulerats bort av rådgivare i sparformer de knappt har förståelse om. Säkerheten har blivit ett mål i

sparandet och har kommit att bli en fördel för såväl spararen som för investeringsrådgivaren. Det är mycket enklare att möta upp en kund efter en börsnedgång och säga att det insatta kapitalet är säkrat istället för att förklara exempelvis en 40 procentig förlust. Detta tror vi kan vara en förklaring till de ökade investeringarna i AIO:er. Bankerna förespråkar sparformen framför andra delvis för att de känner trygghet i vetskapen att kunden inte kommer att förlora mer än alternativavkastningen vilket kan vara positivt för bankens anseende. Detta är också en uppfattning som delas av Claes Cederlund på Handelsbanken. De undersökta AIO:ernas utveckling ger all anledning att tycka att säkerhetsgarantin är ett viktigt kriterium i sparandet. Vem hade inte tyckt det i och med utfallet under den studerade tidsperioden? Många experter ser dock sparformen som ett slags sparande med ”livboj på torra land”, de menar att ur ett statistiskt perspektiv är säkerhetsgarantin överflödig. Inom en period av tre till fem år brukar marknadens fluktuationer ta ut varandra, vilket gör att säkerhetsgarantin spelar ut sin roll. Den undersökta perioden talar dock emot detta resonemang då nedgången varat i flera år och samtliga AIO:er utom en endast har återbetalat det nominella beloppet, detsamma gäller jämförelseobjekten bortsett från det riskfria alternativet. Men säkerhetsgarantin kostar. Priset återspeglas i storleken av en eventuell avkastning. Utifrån den beräknade avkastningskoefficienten samt indexets utveckling blir den eventuella vinsten lägre än om investeringen var byggd på en lite osäkrare plattform. Det är du som investerare som bestämmer risknivån.

5 Slutsats/ Diskussion

Under följande kapitel kommer vi att redovisa våra slutsatser samt föra en slutdiskussion kring dessa.

I och med marknadens negativa utveckling de sista åren är AIO:en en av få investeringar som lett till att investeraren inte förlorat allt för mycket av sitt kapital. Säkerhetsgarantin har fått det utrymme som behövs. Vi anser, för övrigt, att om trenden varit det motsatta hade slutsatserna varit mindre positiva. AIO:en är uppbyggd på ett sådant sätt att den är beroende av att marknaden uppvisar en positiv utveckling för att generera avkastning. Avkastningen blir då för en traditionell AIO proportionellt sett mindre än marknadens utveckling. Ur detta perspektiv kan säkerhetsgarantin anses som en något onödig säkerhet. Detta kan då reta upp investeraren som förväntar sig samma procentuella positiva utveckling av marknaden. Detta blir priset som investeraren får betala för säkerhetsgarantin. För att uppnå högre avkastning kan AIO:en tecknas till överkurs, detta leder till att en proportionellt sett större del av det underliggande indexets uppgång påverkar AIO:en positivt. Samtidigt tar investeraren en större risk då överkursen vid en eventuell nedgång går förlorad. På så sätt kan man säga att AIO:en förlorar sin mening, säkerheten är kärnan i sparformen.

Småspararen värdesätter trygghet och säkerhet mer än en risktagare. Detta har återigen sin grund i marknadens utveckling. Tidigare rådde delvis en uppfattning om att ett aktieköp mer eller mindre automatiskt ledde till en god avkastning, men systemet är dock lite mer komplext än så och framförallt är det svårt att förutspå den framtida utvecklingen. I och med att AIO:er introducerades behöver investeraren inte följa med i utvecklingen på marknaden. Det som krävs är en uppfattning om vilken marknadsinriktning man tror kommer ha en gynnsam utveckling de kommande åren. Detta gör att vissa kan tycka att investeringen blir ”tråkig”, då du slipper följa upp utvecklingen under löptiden, men framför allt säker. För den som värdesätter säkerhet blir dock AIO:en ett intressant investeringsalternativ. Samtidigt kan det faktum att den inte behöver följas upp löpande göra sparformen ytterligare intressant för en småsparare. Den som har begränsade

kunskaper om hur aktiemarknaden fungerar och inte har resurser till att investera i en portfölj av aktier gör klokast i att investera i AIO:er eller annan sparform där risken är begränsad. Likaså kan fonder vara ett något riskfyllt investeringsalternativ då även detta alternativ kräver löpande uppföljning, samtidigt som man helt överlåter sammansättningen av fonden åt en fondförvaltare.

Ur ett investerings perspektiv kan en AIO bli en dyr sparform. Enligt Anna Svedbom på Dagens Industri så är storleken på de kostnader som sparformen bär relativt höga i förhållande till den möjliga avkastningen. Våra undersökningar inom ämnet har dock inte resulterat i att vi kan dra en generaliserande slutsats utifrån frågeställningen. Dock skall ett varningens finger höjas då det på senare tid dykt upp AIO:er med allt mer komplicerade konstruktioner. Framförallt måste investeraren vara uppmärksam på hur avkastningen i slutändan beräknas. Tidigare har avkastningen beräknats antingen genom att se på det underliggande indexets slutkurs eller genom att beräkna ett genomsnitt vid vissa på förhand bestämda tidpunkter vilka sedan adderas. Nu har det dykt upp nya former av beräkningar där exempelvis uppgången under varje intervall inte får överstiga en viss procentsats. Detta bör investeraren vara uppmärksam på då möjligheten till att tjäna avkastning starkt begränsas. Samtidigt visar våra beräkningar på att det krävs en avkastningskoefficient på runt 0,5 för att den fingerade AIO:en ska bli en mer lönsam investering än den riskfria räntan under perioden 2002-12-06 till 2004-12-17. Detta är en rimlig avkastningskoefficient, samtidigt är avkastningen på inget sätt hög om den sätts i relation till aktieindexuppgången på nästan 48 procent. I förhållande till den låga risken kan sparformen dock av en riskavert investerare anses lönsam.

Allteftersom fler och fler investerar i AIO:er anser vi att likviditeten på eftermarknaden kommer att öka. Detta kommer att gagna de som investerar i AIO:er, dels minskar likviditetsrisken något då priset som erhålls på eftermarknaden kommer att var mer marknadsmässigt anpassat än dagens köp- och säljkurser som sätts av bankerna. Dessutom kan en uppgång delvis säkras då en uppgång för AIO:en kommer att avspeglas i priset. Detta talar för sparformen, det är dock oklart när mer marknadsmässiga köp- och säljkurser kommer att erbjudas.

Avslutningsvis anser vi att en AIO är ett bra sparalternativ om investeraren har begränsade resurser och kunskaper om marknaden. Möjligheten till att tjäna extra avkastning finns om rätt inriktning väljs. I förhållande till den låga risken kan AIO:er närmast jämföras med det riskfria alternativet där avkastningen är känd men samtidig begränsad. Fördelen med AIO är att den har en möjlighet att ge högre avkastning än det riskfria alternativet till en låg risk. Samtidigt tror vi att en utveckling av eftermarknaden är att vänta vilket är positivt för sparformen.

6 Fortsatta studier

I detta kapitel tar vi upp punkter på eventuella fortsatta studier inom ämnet AIO som skulle vara intressanta att undersöka.

Som rekommendation till fortsatta studier har vi två punkter som vi skulle vilja uppmärksamma. Dessa är de dolda kostnaderna samt eftermarknaden.

De dolda kostnaders existens har uppmärksammats mycket i media den senaste tiden. Då vi inte har lyckats få full förståelse för dessa skulle det kunna vara intressant att undersöka hur dessa räknas fram i och med att bankerna börjar redovisa kostnaderna öppet för spararen. De extra kostnaderna kan ge en annorlunda bild av hur den totala kostnadsbilden på en AIO ser ut och på ett sådant sätt se om sparformen verkligen är attraktiv.

Vidare tycker vi att eftermarknaden för AIO:er har potential till utveckling. Man skulle kunna undersöka denna marknad närmare och se dess kapacitet. Enligt bankerna finns det pengar att tjäna.

Källförteckning

Litteraturoversikt

Alexander G. J., Sharpe, W., Bailey., *Fundamentals of investments* 3rd edition, Prentice Hall, New Jersey, **2001**.

Andersson L., "Värdepapper: Genomgång av kapitalmarknaden och skattereglerna". Björn Lundén Information AB, Näsviken, **2003**

Copeland Weston, Shastri., "*Financial Theory and Corporate Policy*". McGraw-Hill, Boston, **2005**

Dixon R., "*Financial markets: the guide for business*". Chapman & Hall, London, **1992**

Eklund Klas., "*Vår Ekonomi: en introduktion till samhällsekonomi*". Tiden, Stockholm, **1995**

Forsgård L-E., "Vem tjänar på aktieobligationer?" Aktiespararna, nr 12, **2004**

Frennberg P., Hansson B., "*Computation of a Monthly Index for Swedish Stock Returns 1919.1989*". Scandinavian Economic History Review, No 1, **1992**.

Grinblatt M., Titman S., "*Financial Markets and Corporate Strategy*" 2nd edition, McGraw-Hill, New York, **2002**.

Hansson S., "*Aktier, optioner, obligationer: En introduktion*". Studentlitteratur, Lund, **1996**.

Haskel A. "*Fondhandboken*". Aktiespararnas Bokförlag, Stockholm, **1998**

Holme I. M & Solvang B. K., "*Forskningsmetodik. Om kvalitativa och kvantitativa metoder*". Studentlitteratur, Lund, **1997**

Hull J. C., "*Options, futures and other derivatives*" 3rd edition, Prentice Hall, New Jersey, **1997**

Håkansson P.E., Lundqvist L., Rydin U., "*Handel med finansiella instrument*", Liber Ekonomi, Malmö, **2001**

Håkansson P.E., Lundqvist L., Rydin U., Wiberg J. "*Placera rätt; handboken för dina värdepapper*". Liber Ekonomi, Malmö, **1997**

Johansson A., ”Exotiska optioner - ett smakprov på andra generationens optioner”, Stock Magazine nr 6, **2002**

Jönsson A., ”Aktieobligationernas dolda avgifter”, Privata Affärer, nr 12, **2004**

Lekwall P & Wahlbin C., ”Information för marknadsbeslut”. IHM-läromedel. Studentlitteratur, Lund **1993**

Lundahl U & Skärvad P-H., ”Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer”. Studentlitteratur, Lund, **1999**

OM Stockholmsbörsen., ”Lär dig optioner själv : ett komplett självstudiematerial”. OM Stockholmsbörsen, cop. Stockholm, **2001**

Parkrud E., ”Aktiefonder kan vara ett alternativt även på kort sikt”. Göteborgs Posten, **2004-04-02**

Pilbeam K., ”Finance and financial markets”. Macmillan, Basingstoke, **1998**

Ross A.S., Westerfield R.W., Jaffe J.F., ”Corporate finance” 6th edition, McGraw-Hill, Boston, **2001**

Saunders A., Cornett M.M., ”Financial Markets and Institutions, a modern perspective”. McGraw-Hill, New-York, **2004**.

Svedbom A., ”Bankernas klipp”. Dagens Industri **2004-09-16 (A)**

Svedbom A., ”Aktieindexobligation en dyrköpt placering”. Dagens Industri **2004-09-17 (B)**

Svedbom A., ”FI vill ha raka besked”. Dagens Industri **2004-09-18 (C)**

Svenning C., ”Samhällsvetenskaplig metod och metodutveckling”. 3 upp., Lorentz, Eslöv, **1999**

Taltavull B., ”Rädd att börsen dyker på nytt? Köp aktier med livboj”. Privata Affärer nr 4, **2004**

Wiedersheim-Paul F & Ericsson L.T., ”Att utreda, forska och rapportera”, Liber ekonomi, Malmö, **2001**

Emissionsbilagor

Handelsbankens Aktieindexobligation, Lån 608 Euroland

Handelsbankens Aktieindexobligation, Lån 606 Sverige Ner & Ut

Handelsbankens Aktieindexobligation, Lån 608 Världen

SEB: Aktieindexobligation, Europa A

SEB:s Aktieindexobligation, Sverige

SEB:s Aktieindexobligation, Global top50a

SEB:s Aktieindexobligation, 245

Föreningssparbankens Aktieindexlån, 150 Europa

Föreningssparbankens Aktieindexlån, 158 Sverige

Föreningssparbankens Aktieindexlån, 152 Världen

Nordeas Aktieindexobligation, Global titan trygg 62

Nordeas Aktieindexobligation, Sverige 43

Nordeas Aktieindexobligation, Världen trygg 63

Internet

www.avanza.se

www.finansportalen.se

www.foreningssparbanken.se

www.handelsbanken.se

www.mediarkivet.se

www.nordea.se

www.oeb.se

www.omxgroup.com/stockholmsborsen/

www.rgk.se

www.riksbank.se

www.seb.se

www.yahoo.com/finance/

Muntliga källor

Claes Cederlund, Handelsbanken 2004-12-02

Sara Gudmarsson, Nordea 2004-12-08 (Telefon)

Gunnel Ingelstedt, Föreningssparbanken 2004-12-07

Roland Strååth, SEB 2004-12-06

Opublicerade källor

Andersson H., *"Sparande med flytväst på torra land? En utvärdering av Aktieindexobligationer som kapitalplacering"* Uppsala universitet HT **2002**

Handelsbanken Capital Markets. *"Aktieindexobligationer – Tre studier av avkastning och risk"* **2004**

Intervjuguide

Allmänt

1. När introducerades AIO?
2. Hur många är det som sparar i AIO? Andel av totalt sparande i banken?
3. Vilka utgör målgruppen? Vilka rekommendationer ger banken?
4. Hur mkt investerar "medel kunden" i AIO?
5. Vilka AIO:er är mest populära?
6. Konstruktion? (Optionsdelen, hur väljs "index kopplingen")
7. Uppfattning om AIO?

Banken

8. Konkurrens från andra bankerna?
9. Hur diversifierar banken sig?

Avkastning

10. Avkastningskoefficient? Vad avgör? (ränteläget etc) Varför avgörs den i sista "minuten"? Nackdel för kunden
11. Historisk utveckling? Vilka index (branscher) har haft positiv utveckling?
12. Hur förhåller sig de andra typerna av sparande jmf med AIO

Kostnader

13. Kostnader? Utöver kurtage, 1-2 %, Försäljningskostnad osv. (Rimliga i förhållande till bankens risktagande?)
14. Ska dolda kostnader börja redovisas öppet? I så fall varför inte tidigare? Är de rimliga? Kommer efterfrågan på AIO minska?

Risk

15. Risk? Hur väljs underliggande index?
16. Hur garderar sig banken för risktagandet?

Framtidsutsikter

17. Har den senaste tidens skrivelser påverkat kunderna?
18. Framtids utsikter för AIO? (Investeringar öka/minska i om att kostnader redovisas öppet)