

Informasjonsnotat nr 8

– Handel med finansielle instrumenter

1. Generelt

Handel med finansielle instrumenter, som aksjer, egenkapitalbevis, obligasjoner, sertifikater, derivater eller andre rettigheter og forpliktelser som er beregnet for handel i verdipapirmarkedet, skjer normalt i en organisert form i et handelssystem.

Handel skjer gjennom de verdipapirforetak som har tilgang til handelssystemet for det aktuelle verdipapiret. Som kunde må du normalt kontakte et slikt verdipapirforetak for å kjøpe eller selge finansielle instrumenter, enten via meglerforetaket eller på meglerforetakets selvbetjente web-løsning.

Det finnes også verdipapirforetak som formidler ordre til et annet verdipapirforetak som igjen benytter handelssystemet. Handel kan også skje internt i et verdipapirforetak, eksempelvis ved at foretaket trer inn som motpart i handelen, eller ved handel mot en annen av foretakets kunder (internhandel).

På et *regulert marked* kan finansielle instrumenter tas opp til *notering*. Det betyr at instrumentene godkjennes for handel og at markedsplassen fører tilsyn med at det selskap som har utstedt de finansielle instrumentene oppfyller de krav som er knyttet til noteringen. På Oslo Børs noteres aksjer, egenkapitalbevis, obligasjoner, sertifikater, enkelte fondsandeler og derivater knyttet til finansielle instrumenter.

Handel i noterte finansielle instrumentene kan foregå på regulerte markeder, på en MHF eller OHF, i en dark pool eller gjennom en SI. Dette er vel fortsatt utfyllende?

Kursinformasjon om finansielle instrumenter som handles på et regulert marked, publiseres regelmessig på markedsplassens internettside, i aviser og/eller gjennom andre media.

1.1. Aksjehandel

Aksjer i et aksjeselskap gir eieren rett til en andel av selskapets aksjekapital. Aksjen gir rett til en andel av utbytter eller andre utdelinger fra selskapet. Aksjer gir også *stemmerett* på generalforsamlingen, som er det øverste beslutende 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 finnes to typer aksjeselskap i Norge, *allmennaksjeselskap (ASA)* og *aksjeselskap (AS)*.

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

For notering på regulerte markeder som ikke er børs vil det ofte gjelde lempeligere regler.

I Norge finnes det i dag to *regulerte markeder* for handel med aksjer; Euronext Oslo Børs og Euronext Expand Oslo. Det er kun Oslo Børs som har konsesjon som *børs* Euronext Expand

Oslo er i det alt vesentlige underlagt de samme regler som gjelder for Oslo Børs med hensyn til oppfølging, overvåkning og sanksjonering ved overtredelse av regelverket.

Aksjer kan være notert på flere regulerte markeder, såkalt sekundærnotering. Flere norske selskaper er sekundærnotert på utenlandske regulerte markeder.

Handel i norske aksjer foregår også på en rekke MHF'er. En rekke norske selskaper er listet på Euronext Growth, som er en MHF som driftes av Oslo Børs.

Handel i aksjer som ikke er notert på et regulert marked eller handles på en MHF, 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. I Norge kan meglerforetakene legge inn kjøps- eller salgsinteresser i aksjer i et handelsstøttesystem som drives av NOTC AS, et selskap eiet av Oslo Børs. Avtale om kjøp/salg inngås deretter over telefon mellom meglerforetakene. Selskapene som er registrert på denne listen er pålagt å offentliggjøre kursrelevant informasjon i NOTC's handelsstøttesystem. For mer informasjon om NOTC – listen, se www.notc.no.

Dersom en aksje verken er notert på et regulert marked eller handles på en MHF eller får offentliggjort kjøps- og salgsinteresser i et handelstøttesystem, vil omsetning normalt skje ved at meglerforetakene søker å bistå kunden ved å kontakte andre kunder som kan være interessert å gå inn som motpart. Investering i denne type aksjer er forbundet med vesentlig likviditetsrisiko, og betydelig usikkerhet knyttet til kursfastsettelse.

Handel på et regulert marked eller i andre handelssystem utgjør **annenhandsmarkedet** for aksjer og egenkapitalbevis som et selskap allerede har utstedt. I tillegg fungerer NOTC - listen som et annenhandsmarked for aksjer. Dersom annenhandsmarkedet fungerer bra, dvs. det er lett å finne kjøpere og selgere og det fortløpende noteres tilbudspriser fra kjøpere og selgere, samt sluttkursen 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 nyemitterte aksjer, egenkapitalbevis og obligasjoner skjer.

Aksjer registrert på et regulert marked eller i et annet handelssystem inngår normalt i ulike indekser avhengig av selskapenes markedsverdi eller likviditet. På Oslo Børs er de viktigste OBX-indeksen, som består av de 25 mest likvide aksjene, og den såkalte hovedindeksen (OSEBX) som består av de om lag 65-70 mest likvide aksjene.

Daglige nøkkeltall for kursene som aksjene blir omsatt for, slik som "høyeste" "laveste" og "siste" samt informasjon om handelsvolum publiseres blant annet i finanspressen og på ulike internettsider som er drevet av markedsplasser, verdipapirforetak og informasjonsleverandører til finansnæringen. Aktualiteten på denne kursinformasjon kan variere avhengig av hvilken måte de blir publisert på

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.

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 hver 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.

Børsintroduksjon brukes som et begrep for at aksjer i et aksjeselskap blir notert og tatt opp til handel på et regulert marked. Allmennheten kan bli tilbudt å **tegne** (kjøpe) aksjer i selskapet i denne forbindelse. Oftest dreier det seg om et eksisterende selskap der eierne ønsker en bedre tilgang til kapitalmarkedet og også forbedre muligheten for omsetning av selskapets aksjer.

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.

Tilbudsplikt inntreffer når en aksjonær blir så dominerende eier at han kan ta kontroll over et selskap. Verdipapirloven definerer at dette inntreffer når en aksjonær blir eier av eller på annen måte kontrollerer mer enn en tredel av aksjene i selskapet. Tilbudsplikt oppstår på nytt dersom dominerende eier kontrollerer mer enn 40 % og 50 % av aksjene. Den som passerer en slik grense, og ikke snarest selger seg ned under grensen igjen, blir pliktig til å gi et uforbeholdent tilbud til alle aksjonærer i selskapet om å kjøpe deres aksjer for den høyeste pris tilbyderen har betalt i en gitt periode.

Emisjoner skaffer ny kapital til foretakene. Dersom et aksjeselskap vil utvide virksomheten, kreves ofte ytterligere kapital. Dette skaffer selskapet seg ved å utstede nye aksjer gjennom en emisjon. Hovedregelen i aksjeloven er at de eksisterende aksjeeierne har fortrinnsrett til å tegne aksjer i emisjonen. Antall aksjer som kan tegnes settes da i forhold til hvor mange aksjer eieren hadde tidligere, og selskapet vil utstede tegningsretter til de eksisterende aksjonærer. Tegneren må betale en pris (emisjonskurs) for de nyutstedte aksjene. Denne vil som regel være lavere enn markedskursen. Tegningsrettighetene har derfor en viss markedsverdi, og etter at disse er skilt ut fra aksjene, synker vanligvis kursen på aksjene. Tegningsretter vil som hovedregel være omsettelige, og bli tatt opp til notering på den markedsplassen der aksjene er notert. De aksjeeiere, som har tegningsretter, men som ikke tegner, kan under tegningstiden (som i en fortrinnsrettsemisjon må være på minimum to uker) selge sine tegningsrettigheter. Etter utløpet av tegningstiden og tildelingen forfaller tegningsrettighetene og blir dermed ubrukelige og verdiløse.

Aksjeselskap kan også gjennomføre en såkalt **rettet emisjon**, som er en emisjon som kun er rettet mot en begrenset gruppe investorer. For å gjennomføre en rettet emisjon må aksjonærene i generalforsamling ha besluttet å frasi seg forkjøpsretten til emisjonsaksjene. Ofte skjer rettede emisjoner på basis av fullmakter generalforsamlingen har gitt til selskapets styre. Ved en rettet emisjon skjer en såkalt **utvanning** av eksisterende aksjeeieres andel av antall stemmer og aksjekapital i selskapet. Om forholdene tilsier det, vil selskapet normalt tilby en såkalt

reparasjonsemisjon rettet mot eksisterende aksjonærer som ikke deltok i den rettede emisjonen for å bøte på utvanningseffekten.

1.2. Aksjelignende instrumenter

Egenkapitalbevis, konvertible obligasjoner og depotbevis kan ha lignende egenskaper som aksjer. Handel med disse instrumentene skjer normalt på et regulert marked, men OTC-handel forekommer også for denne type finansielle instrumenter.

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.sparebankforeningen.no/.

Konvertible obligasjoner er rentebærende verdipapirer som innen en viss tidsperiode kan byttes i nyemitterte aksjer til en avtalt kurs. En konvertibel obligasjon er både et renteinstrument og en kjøpsopsjon. Når konverteringskursen er vesentlig høyere enn markedskursen på aksjen prises som regel en konvertibel obligasjon som ethvert annet renteinstrument. I motsatt tilfelle vil kursen på de konvertible obligasjonene både reflektere opsjonsverdien og renteelementet. I begge tilfeller uttrykkes kursen i prosent av pålydende på den konvertible obligasjonen.

Depotbevis er et finansielt instrument som gir innehaveren alle eierrettigheter til et underliggende finansielt instrument som er registrert hos en depotmottager. Et depotbevis omsettes normalt på samme måte som det underliggende finansielle instrument.

1.3. Rentebærende finansielle instrumenter

Et rentebærende finansielt instrument er en ikke forfalt fordring 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.

Instrumenter med en løpetid mindre eller lik ett år kalles ofte sertifikater, mens instrumenter med lengre løpetid kalles obligasjoner

Mange rentebærende instrumenter blir vurdert av frittstående analysehus, såkalte ratingbyråer. En slik vurdering, kalt rating, skal være et uttrykk for risikoen for at gjelden blir misligholdt.

Renten (kupongen) utbetales vanligvis enten som fast eller flytende rente. På et fastrentelån gjelder renten for hele lånets løpetid. For lån med flytende rente settes ("fixes") renten normalt fire ganger per år for tre måneder av gangen basert på NIBOR-renten og et avtalt rentepåslag (rentespread). Rentespreaden er fast i hele lånets løpetid med mindre det er avtalt at visse hendelser skal utløse en endring. Det er ikke uvanlig at det for lån som ikke er rated blir avtalt at rentespreaden skal endres dersom lånet oppnår en på forhånd beskrevet tilfredsstillende rating

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.

Den rente låntager må betale henger sammen med den risiko markedet vurderer det er for at gjelden kan bli misligholdt. Det er vanlig å klassifisere lån i to hovedgrupper: High Yield og Investment Grade. Rentepapirer som klassifiseres lavere enn bbb eller tilsvarende hos

ratingbyråene anses å ha betydelig misligholdsrisiko, og klassifiseres derfor som high yield papirer.

En rekke obligasjoner er børsnoterte og således skjer rapportering av handler i disse finansielle instrumenter i likhet med børsnoterte aksjer på et regulert marked. I tillegg tilbyr Oslo Børs en alternativ markedsplass for handel i obligasjoner og sertifikater som ikke er børsnotert - **Alternative Bond Market** (ABM). ABM er en egen markedsplass som ikke er regulert av eller underlagt konsesjon iht lov om regulerte markeder, 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.

1.4. Derivatinstrumenter

Derivatinstrumenter er en form for avtale (kontrakt), der selve avtalen kan være gjenstand for handel på kapitalmarkedet for finansielle instrumenter. Derivatinstrumentet er knyttet til et underliggende finansielt instrument eller til en underliggende indeksverdi.

Derivater kan også ha andre typer underliggende verdi, som for eksempel en valuta eller råvare eller indekser for slike. Slike derivater kalles valutaderivater eller varederivater (engelsk commodities) og er i sin natur lik derivater med finansielle instrumenter som underliggende. I det følgende vil hovedfokus være på derivater med finansielle instrumenter som underliggende verdi.

Derivatinstrumenter kan benyttes til mange ulike formål

- beskytte seg mot en ufordelaktig prisutvikling på finansielle instrumenter man eier.
- oppnå gevinst ved endrede markedskurser uten å måtte eie eller selge short det underliggende finansielle instrument.
- oppnå gevinst eller avkastning med en mindre kapitalinnsats enn hva som kreves for å gjøre en tilsvarende handel direkte i det underliggende finansielle instrument. .
- avtale omsetning av verdipapirer med fremtidig oppgjør.

Prisen på et derivat vil som hovedregel svinge i samme retning som det underliggende finansielle instrument. Investering i derivater vil derfor i stor grad bygge på de samme vurderinger som investering i det underliggende finansielle instrument, men investering i derivatet vil gi en annen risikoprofil enn en direkte investering.

Investorer i derivatmarkedet kan også spekulere i endringer i sekundære parametere som påvirker derivatkursen, f.eks. renteendringer og volatiliteten i markedet.

I Norge handles standardiserte derivater på Oslo Børs. Derivater med norske aksjer og indekser handles også på andre markedsplasser, bl.a. NASDAQ Nordic.

Handel i unoterte derivater 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. Det er også vanlig at meglerforetakene driver egenhandel i OTC-derivater, og stiller priser og trer inn som motpart til sine kunder.

De vanligste derivatformene er opsjoner, warrants og terminer.

Aksjeopsjoner gir **den som kjøper opsjonen** rett til å kjøpe eller selge en aksje. Ervervede (kjøpte) kjøpsopsjoner (call options) gir eieren rett til innen en viss tidsperiode å **kjøpe** allerede

utstedte aksjer til en forhåndsbestemt pris (strike). Ervervede (kjøpte) salgsoptjoner (put options) gir innehaveren rett til å **selge** aksjer innenfor en viss tidsperiode til en forhåndsbestemt pris (Strike).

Selgeren av en optjon har **plikt** til å oppfylle optjonen dersom kjøperen krever det.

Indeksopsjoner gir gevinst eller tap knyttet til utviklingen av den underliggende indeks, og gjøres opp ved kontantavregning av forskjellen mellom strike og markedskurs når denne forskjellen er til kjøperens gunst.

Kursen på optjoner (premie/pris) følger normalt utviklingen i kursen på optjonens underliggende aksjer eller indeks.

Optjoner kan være Europeiske, som kun kan utøves ved utløpet av den avtalte tidsperioden, eller Amerikanske, som kan utøves når som helst i hele tidsperioden.

Kjøpsopsjoner med lengre løpetid enn de standardiserte kjøpsopsjoner, kalles warrants. Warrants kan benyttes 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. Mange børshandlede warrants er utstedt av verdipapirforetak eller banker som en del av foretakets derivatvirksomhet. Warrants kan også utstedes av selskapet selv. Slike warrants innløses ved at selskapet utsteder nye aksjer eller selger egne eide aksjer.

En termin er en bindende avtale mellom to parter om at en fastsatt mengde av et verdipapir skal selges fra selgeren av terminen til kjøperen av terminen til en fastsatt pris på en fastsatt dato. For at en slik avtale skal klassifiseres som termin må løpetiden være minst syv dager.

2. Definisjoner

Finansielle instrumenter Dette er et samlebegrep på de eiendeler og forpliktelser som det handles med i verdipapirmarkedet, derivatmarkedet og dels valutamarkedet, og som er nærmere definert i verdipapirhandelloven.

Regulert marked. Et regulert marked er et marked for omsetning av finansielle instrumenter. Et regulert marked har konsesjon og er underlagt en rekke regler og plikter. **Børs.** En børs er et regulert marked som har en særskilt tillatelse som børs, og som har rett til å benytte betegnelsen «børs» i eller som tillegg til sitt navn.

Multilateral Handelsfasilitet (på engelsk MTF). En MHF er ikke et regulert marked, men en handelsplass for omsetning av finansielle instrumenter. Alle verdipapirforetak som tilfredsstiller de objektive kravene MHF'en har fastsatt, kan delta i handelen på denne. Drift av en MHF er konsesjonspliktig.

Organisert Handelsfasilitet (på engelsk OTF). En OHF er ikke et regulert marked, men en handelsplass for obligasjoner, strukturerte finansielle instrumenter, utslippskvoter og derivater. Drift av OHF er konsesjonspliktig.

Systematisk Internaliserer (SI). Et verdipapirforetak som foretar en utstrakt egenhandel i finansielle instrumenter mot kunder må registrere seg som SI i det aktuelle finansielle instrument. En SI er forpliktet til å stille forpliktende kjøps- og salgskurser og offentliggjøre disse til sine kunder.

Dark pool. En markedsplass hvor deltakerne kan legge inn ordre som ikke vises i ordreboken, men som automatisk vil bli matchet dersom en annen deltager legger inn en motsvarende ordre. Ofte er det krav til at slike ordrer skal ha en minimumsstørrelse og at matching automatisk skjer på midtkurs, dvs gjennomsnittet av beste kjøper og selgerkurs i den åpne ordreboken. Noen dark pools er også åpne for at investorene selv kan legge sine ordrer inn i poolen. I lovgivningen er det satt begrensning på hvor stor andel av omsetningen i én børsnotert aksje som kan handles på en enkel dark pool (4 pst av totalvolumet på den aktuelle handelsplass) over en viss periode og hvor mye som kan handles totalt sett på dark pools (8 pst av totalvolumet innenfor EU/EØS) over en viss periode.

Short-salg. Salg av finansielle instrumenter som man ikke eier, men har lånt inn for å gjennomføre rettidig oppgjør. De finansielle instrumenter kjøpes inn på et senere tidspunkt og leveres tilbake til långiver. Shortsalg hvor man ikke har lånt inn de underliggende finansielle instrumenter kalles udekket. Udekket shortsalg er ikke lovlig i Norge.