

Garanterte spareprodukter

-“Nærmere hele sannheten?”

Av Trond Moen

Veileder: Professor Steinar Ekern

Utredning i masterprofilen Finansiell økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i masterstudiet i økonomisk-administrative fag ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at høyskolen inntår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

Denne utredningen baserer seg på rettsaken mellom Ivar Petter Røeggen og DnB Nor. Der Røeggen tapte 266 167 kroner på å følge bankens råd om og lånefinansiere en investering i to av DnB Nors garanterte spareprodukter. I den forbindelse gjennomgås tidligere analyser av garanterte spareprodukter, der enkelte benyttes som bevisføring i den pågående rettsaken. Her presenteres materiale som taler både i forsvar, og mot den saksøkte part, DnB Nor.

Selve prinsippet med garanterte spareprodukter synes å være en god ide. Der man mottar en meget gunstig rente på innskuddet som sikrer garantibeløpet. Finansnæringen ser derimot ut til å ha ”besudlet” produktene med skjulte gebyrer og dårlige betingelser som begrenser potensialet for avkastning på opsjonselementet. Det kan derfor virke som at garanterte spareprodukter som ide har fått et noe ufortjent rykte. Allikevel taler mye for at garanterte spareprodukter aldri skulle vært tilgjengelige med lånt kapital, særlig under de gjeldende betingelsene. Med høy kredittpremie og skjulte kostnader var sannsynligheten stor for at investeringene skulle ende i et tap for kundene ved lånefinansiering.

Det er derfor et stort dilemma at de institusjonene som solgte garanterte spareprodukter, økte sin inntjening betraktelig dersom produktene ble finansiert med lån fra deres egen virksomhet. Per 15. Juni 2010 har det ikke blitt offentliggjort en dom i rettsaken.

Forord

Garanterte spareprodukter har vært et fascinerende fenomen som lenge har fattet min interesse og nysgjerrighet. Da jeg tok fatt på oppgaven ble jeg overrasket over hvor avanserte de faktisk var bygd opp, og hvor lite kunnskap jeg egentlig hadde om dem. Ved nærmere ettersyn i prospektene kom jeg over mange egenskaper ved produktene som ved første øyekast kunne tolkes positivt og tilsynelatende meget bra for en investor, selv når de egentlig begrenset potensialet for avkastning. Denne oppgaven skulle derfor vise seg å bli meget spennende og innebære større detektivarbeid enn antatt på forhånd.

Jeg vil med dette benytte anledningen til å rette en stor takk til min veileder, Professor Steinar Ekern for konstruktive og hjelpelige tilbakemeldinger. Takk for nyttige innspill og avklaringer fra produktansvarlig Ronny Vabø hos Sparebanken Vest, og Partner/advokat Thomas Berge hos Advokatfirmaet Elden DA. Takk også til Rune Moen for god hjelp med korrektur.

Utredningen forutsetter ingen forkunnskaper innen finans, med den hensikt at alle berørte parter i Røeggen-saken kan være potensielle lesere. Oppgaven vil allikevel berøre en del vanskelige emner.

Bergen, juni 2010

Trond Moen

Innholdsliste

Sammendrag	2
Forord.....	3
1 Innledning	7
1.1 Bakgrunn for rapporten	7
1.2 Problemstillinger	8
1.3 Struktur av rapporten	8
2 Sakens kjerne	10
3 Garanterte spareprodukter	12
3.1 Generelle egenskaper.....	12
3.2 Garantibeløpet	13
3.2 Opsjonselementet.....	15
3.2.1 Bruk av opsjoner	18
3.2.2 Prising av opsjoner	19
3.2.3 Put-Call paritet og arbitrasje	21
3.3 Kontantstrøm for GASP	22
3.3.1 Verdiadditivitet.....	26
4 Ulike synspunkter og analyser av garanterte spareprodukter	27
4.1 Norsk Regnesentral.....	27
4.2 Kredittilsynet	29
4.3 DnB NOR Markets versus K&Z; - Realisert avkastning på garanterte spareprodukter.	32
4.4 DnB NOR Markets versus K&Z; - Forventet avkastning på aksjeindeksobligasjoner ..	34
4.5 Thore Johnsen.....	36
4.6 Snorre Lindset.....	41

4.7 Petter Bjerksund	42
5 Analyse av lånefinansiering til garanterte spareprodukter.....	45
5.1 GASP vs Derivat finansiert med lånt kapital.....	46
5.1.1 Lånefinansiering av kun opsjonselementet	52
5.2 Grunnlag for Røeggen sitt erstatningskrav	55
5.2.1 Alternativ for Røeggen.....	56
6 Fremgang i rettsaken	59
7 Avslutning.....	62
Litteraturliste.....	63
Appendiks	68
Vedlegg 1.....	68
Vedlegg 2.....	69

Figurer

Figur 1: Kontantstrøm ved forfall for lang kjøpsopsjon.	16
Figur 2: Profittdiagram for lang kjøpsopsjon, med ulike avkastningsfaktorer.....	17
Figur 3: Kontantstrøm for lang posisjon i underliggende aktivum og salgsopsjon.....	23
Figur 4: Kontantstrøm for garantisum og lang kjøpsopsjon.	23
Figur 5: Kontantstrøm ved forfall for garanterte spareprodukter.....	24
Figur 6: Kontantstrømsdiagram ved forfall for lånefinansiering av hele BMA vs kun opsjonselementet i produktet SparebankenVest Spar X BRIC 40 II.....	54

Tabeller

Tabell 1: Utdrag av de viktigste forskjellene på parametervalgene mellom K&Z, DnB Nor og Johnsen.	37
Tabell 2: Forventet avkastning EK og lånefinansiering for Global og Sektor.	39
Tabell 3: Kredittpremie av garantiementet i et GASP ved lånefinansiering.	40
Tabell 4: Prosentvis fordeling av elementene i et GASP.	47
Tabell 5: Lånefinansiering av SparebankenVest Spar X BRIC 40 II, hentet fra eksempel i prospekt.	48
Tabell 6: Lånefinansiering av kun derivatdelen fra eksempelet i prospektet for SparebankenVest Spar X BRIC 40 II.	52
Tabell 7: Kostnadsberegning for Røeggen sitt tap på produktene Global og Sektor.	56
Tabell 8: Lånefinansiering av kun derivatelementet i produktene Global og Sektor, tilsvarende Røeggen sin investering.	57

1 Innledning

1.1 Bakgrunn for rapporten

Garanterte spareprodukter¹ har vært en gjenganger i media de senere år. Særlig har den negative siden blitt belyst. Bankene har blitt beskyldt for å lage produkter som ikke har hatt forutsetninger til å gi gevinst. Deres finansielle rådgivere blir igjen beskyldt for å ha vært råselgere av disse produktene, uten å vite hva de har solgt.² Hovedkritikken har vært at ikke-profesjonelle investorer³ har blitt ført bak lyset av fine salgsprospekter med store ord om fremtiden, mens skjulte kostnader og gebyrer har gjort produktene svært lønnsomme for bankene.

I år 2000 deltok Ivar Petter Røeggen på en konferanse i regi av DnB Nor, der ble han anbefalt en investering i to av DnB Nor sine strukturerte produkter. Investeringene ble finansiert med et lån fra DnB Nor, noe som skulle vise seg å bli en særdeles dårlig anbefaling. På bakgrunn av disse investeringene har Forbrukerrådet på vegne av Røeggen stevnet DnB Nor for å ha solgt spareprodukter, som banken visste eller burde vite manglet forutsetningene for å gi kundene gevinst. Saken kom opp for tingretten i april 2010. Den er ventet å gå helt til høyesterett uansett avgjørelse, da dette etter hvert har blitt en prinsippsak som vil kunne omfatte mange kunder i lignende situasjon.

I forbindelse med rettsaken ba Finansnæringens Fellesorganisasjon Norsk Regnesentral om å skrive en rapport angående strukturerte spareprodukter. Dette resulterte i en omfattende rapport som inkluderte avkastningen på 469 produkter mellom 1997 og 2008. Men i rapporten har de utelatt effekten av en lånefinansiert investering, noe Forbrukerrådet mener forteller

¹ Garanterte spareprodukter omtales i ulike media med flere betegnelser, slik som: strukturerte produkter, sammensatte produkter, bankinnskudd med aksjeavkastning og aksjeindeksobligasjoner.

² Se oppslag i DN, *Vi ble belønnet for råsalg*.

³ Kjøpere av garanterte spareprodukter omtales i ulike media med flere betegnelser, slik som; kunder, investorer, ikke-profesjonelle investorer, uprofesjonelle investorer og "vanlige mann i gata".

bare ”halve sannheten”, og at den derfor er uten betydning for Røeggen-saken.⁴ Dette er altså bakgrunnen for ideen om å komme ”nærmere hele sannheten” om garanterte spareprodukter.

1.2 Problemstillinger

For å komme nærmere hele sannheten om garanterte spareprodukter vil jeg i denne utredningen forholde meg til følgende problemstillinger:

- *En teoretisk presentasjon av de ulike elementene i garanterte spareprodukter.*
- *En nyansert fremstilling av begge siders syn i Røeggen-saken.*
- *Ytterligere uavhengige undersøkelser om garanterte spareprodukter.*
- *Effekten av lånefinansiering til garanterte spareprodukter.*
- *Fremgang i rettsaken.*

Ut fra dette vil jeg prøve å trekke noen generelle konklusjoner angående garanterte spareprodukter. Videre håper jeg at mine funn vil være reelle opp mot dokumentasjon fremlagt i rettsaken. Samtidig vil forhåpentligvis mine konklusjoner være i samsvar med rettens avgjørelse.

1.3 Struktur av rapporten

Til å begynne med vil jeg presentere hovedpunktene i rettsaken mot DnB Nor som startet i april. Deretter vil jeg ta for meg selve oppbygningen av garanterte spareprodukter, og forklare de ulike elementene som en slik investering bygger på.

Videre vil jeg presentere ulike synspunkter og analyser av garanterte spareprodukter som har vært offentliggjort de senere år. Ekspertene fra flere hold har her laget grundige analyser og rapporter på historisk avkastning og hva forventet avkastning var for slike produkter. Ved prising av produktene er det vist forholdsvis store differanser, da man kan legge forskjellige forutsetninger til grunn i beregningene. Jeg vil komme nærmere inn på dette problemet i min diskusjon.

⁴ Se rapporten fra Norsk Regnesentral og Forbrukerrådets mening om rapporten.

Videre i rapporten vil jeg analysere selve ideen om lånefinansiering av garanterte spareprodukter, og hva dette egentlig innebærer. Dette vil være en arbitrasjerelatert analyse, der jeg vil se på totale utgifter til lån for hele det garanterte spareproduktet, i mot å låne kun til derivatdelen. På denne måten kan jeg se bort fra forventet avkastning på derivatet, da den ikke representerer annet enn en potensiell oppside som er lik for begge investeringene. Men ikke uten betydning for en eventuell långiver!

Før avslutningen vil jeg se på fremgangen i rettsaken. Begrenset tilgang på informasjon vil dessverre redusere omfanget av denne delen i min analyse.

2 Sakens kjerne

De siste 10 årene har mer enn 150000 kunder lånt ca 38 milliarder kroner i forskjellige garanterte spareprodukter, hvor omtrent 14 milliarder er anslått å være tapt, ifølge Forbrukerombudet.⁵

Ivar Petter Røeggen⁶ er en av kundene som tapte vesentlige beløp etter anbefalinger fra bankens side om å investere i garanterte spareprodukter. Røeggen fikk tilbud fra DnB NOR om en lånefinansiert investering på 500 000 kroner, fordelt på produktene DnB Global 2000/2006 og DnB Sektor 2000/2006.⁷ Dette skulle vise seg å bli en svært dårlig investering for Røeggen, og mange flere. Etter skattefradrag er det anslått at hans tap er 266 147kr.⁸

I januar 2009 fikk Røeggen fullt medhold i bankklagenemnda. Flertallet i nemnda kom til at bankens salg av strukturerte spareprodukter var i strid med god bankskikk. Et mindretall i nemnda var derimot uenig i konklusjonen, og støttet bankens side.⁹ Nemndas konklusjon ble allikevel at DnB Nor måtte betale tilbake hele beløpet Røeggen tapte ved å satse på disse to produktene. Vanligvis retter bankene seg etter nemndas uttalelser, men i dette tilfellet har ikke DnB Nor føyd seg. Derfor har Røeggen gått til sivilt søksmål mot DnB Nor, her han har med seg Forbrukerrådet som støttespiller.¹⁰ Saken kom for retten i april 2010, hvor retten vil legge frem sin dom i løpet av juni 2010.

Røeggen sitt søksmål har etter hvert blitt en prinsippsak, der avgjørelsen i rettsystemet vil kunne få konsekvenser for mange flere kunder i lignende situasjon. I løpet av 2009 kom det inn 1345 klager på strukturerte spareprodukter hos bankklagenemnda.¹¹ Disse er lagt på hold til en avgjørelse er fastsatt av retten. Omfanget av saken er derfor meget stor, og den økonomiske risikoen for DnB Nor, og sannsynligvis mange andre banker, vil være av

⁵ Forbrukerombudet, Historisk forbrukerseier i bankklagenemnda.

⁶ Omtales fra nå av som Røeggen.

⁷ Produktene omtales fra nå av som Global og Sektor.

⁸ Forbrukerrådet, Stevning til Oslo tingrett, side 2.

⁹ Bankklagenemnda, Årsrapport 2009 side 1.

¹⁰ NRK, Går til rettsak mot DnB NOR.

¹¹ Bankklagenemnda, Årsrapport 2009 side 1.

vesentlige beløp. Det er derfor ikke utenkelig at avgjørelsen hos tingretten i Oslo vil bli anket, og til slutt ende opp i høyesterett. Endelig dom vil da først 'være ventet om noen år.

3 Garanterte spareprodukter

3.1 Generelle egenskaper

Garanterte spareprodukter, fra nå av kalt GASP, består av en kombinasjon mellom et bankinnskudd, eller en nullkupongsobligasjon, og et opsjonselement.

Bankinnskuddet/nullkupongsobligasjonen sikrer den garanterte delen av produktet.

Opsjonsdelen står for eventuell avkastning, altså den mulige oppsiden ved investeringen.

Opsjonsdelen er altså det leddet som kan generere profitt utover garantert beløp. Generelt vil dette beskrive oppbygningen av GASP ved inngåelse;

$$GASP = NV(G) + NV(O) + NV(K) + NV(T)$$

GASP = Garantert spareprodukt

NV(G) = Nåverdi av garantibeløp

NV(O) = Nåverdi av opsjonselement

NV(K) = Nåverdi av tilretteleggingskostnader

NV(T) = Nåverdi av tegningsomkostninger

Verdien på opsjonsdelen avhenger av hvor stort beløp som må settes av til garantibeløpet.

Nåverdien av garantibeløpet blir igjen bestemt av hvilken rente som tilbys på innskuddet eller obligasjonen, og hvor mange år som produktet varer. Jo høyere rente og jo flere år til forfall, frigis et større beløp til kjøp av opsjoner. Se neste avsnitt for en nærmere gjennomgang.

Tegningsgebyret beregnes som oftest i prosent av innskuddsbeløpet, denne prosentandelen er synkende i forhold til størrelsen på investeringen, vanligvis fra 3 % og nedover.

Tegningsomkostninger + innskuddsbeløp omtales ofte noe forvirrende som innbetalt beløp, der det garanterte beløpet knyttes opp mot innskuddsbeløpet. Vanligvis er det garanterte beløpet 100 % av innskuddsbeløpet, men i enkelte produkter er garantibeløpet noe høyere eller lavere enn selve innskuddsbeløpet, eksempelvis 95 % eller 105 %, henholdsvis under- og overkurs. Oppstillingen på neste side vil kanskje være klargjørende for å forstå begrepene:

$$\begin{aligned}
& NV \text{ Garantibeløp} \\
& + NV \text{ Opsjonselement} \\
& + \underline{NV \text{ Tilretteleggingskostnader}} \\
& = \text{Innskuddsbeløp} \\
& + \underline{NV \text{ Tegningsomkostninger}} \\
& = \text{Innbetalt beløp}
\end{aligned}$$

Dersom det ikke presiseres over- eller underkurs i prospektene, vil altså Garantibeløp = Innskuddsbeløp. Etter det nye rundskrivet fra kredittilsynet i 2006¹² angående informasjon og retningslinjer ved salg av sammensatte produkter, ble formidlerne av GASP påbudt å oppgi hvordan innbetalt beløp fordelte seg mellom de ulike komponentene i produktene:

”Det skal opplyses om følgende forhold: Den forventede prosentvise fordelingen av det innbetalte beløpet i produktets forskjellige deler, herunder til innskudd, derivater og totale kostnader. Denne fordelingen skal også vise forskjellen mellom beløpet som er tilgjengelig for innskudd i bank eller obligasjon og beløpet som faktisk benyttes til slikt innskudd (nåverdien av obligasjons- eller bankinnskuddet).”¹³

I prospektene ble det da pålagt å opplyse om hvor mye som gikk til totale kostnader, opsjonselementet og hvor mye som ble satt av til garantibeløpet. På denne måten skulle det bli mer ”gjennomsiktige” produkter, der man fikk belyst de gebyrene som tidligere var skjulte. I retningslinjene fra kredittilsynet blir tilbyderne også pålagt ytterligere informasjon angående lånefinansiering, hvilken effektiv rente som ble tilbytt, og hvilken avkastning produktet måtte ha for at investeringen skal gå i pluss. Disse retningslinjene for salg av sammensatte produkter vil i tillegg være viktig for å innhente informasjon til min fremgangsmåte i analysedelen.

3.2 Garantibeløpet

Det garanterte beløpet består av enten et bankinnskudd eller en nullkupongsobligasjon. Derav de forskjellige navnene på GASP, slik som bankinnskudd med aksjeavkastning (BMA) og aksjeindeksobligasjon (AIO). Bankinnskuddet sikres normalt til en fastrente for samme løpetid som produktet, nullkupongsobligasjonen har også løpetid lik produktets levetid. Disse måtene å sikre det garanterte beløpet på er i prinsippet like, bortsett fra at bankinnskuddet i

¹² Se Finanstilsynet, tidligere Kredittilsynet.

¹³ §3(b) i Finanstilsynets forskrift av 26.09.2006

BMA er omfattet av den norske sikringsfondsordningen via Bankenes sikringsfond.¹⁴

Sikringsfondsordningen innebærer at den enkelte kunde har sikret sine innskudd med inntil 2 millioner pr bank. Denne summen inkluderer da verdien av bankinnskuddet i et BMA, men omfatter ikke nullkupongsobligasjonen ved kjøp av AIO.

En obligasjon er et rentepapir med løpetid utover ett år fra utstedelse. Dette er en kontrakt om et lån mellom to parter, hvorpå selgeren forplikter seg til å betale tilbake lånesummen, enten som et bestemt beløp i fremtiden, eller som flere delbetalinger. Ved flere delbetalinger fastsettes disse som en prosentandel av pålydende, altså en kupongrente. Kontrakten skal inkludere forfallsdato, pålydende verdi og eventuell kupongrente. For GASP er det ingen kupongrente, derav navnet nullkupongsobligasjon. De mest vanlige typene av disse obligasjonene er stats- og selskapsobligasjoner. Da obligasjoner er en kontrakt mellom to parter er de utsatt for betalingsunnløstelse. De klassifiseres derfor etter hvor stor risiko det er for at utstederen ikke kan gjøre opp for seg. Vanligvis ansees statsobligasjoner for å være de sikreste, men dette varierer selvsagt etter hvilken stat eller bedrift som er utsteder. Enhver utsteder må derfor tilby en rente på obligasjonen utover den risikofrie renten for å kompensere sin egen risiko for betalingsunnløstelse. Både en nullkupongsobligasjon og et bankinnskudd kan verdsettes som dagens nåverdi av å motta pålydende verdi på det angitte fremtidige tidspunkt. Med diskret årlig forrentning og en flat terminstruktur ser formelen slik ut:¹⁵

$$P_0 = \frac{\text{Pålydende verdi}}{(1 + r)^T}$$

Hvor P_0 er dagens verdi av det garanterte beløpet, og ”pålydende verdi” er det garanterte beløpet ved forfall, hvor r er den forutsatte konstante renten (yield to maturity) og T er tid til forfall. P_0 vil altså utgjøre det beløpet som må settes av i dag, til å dekke det garanterte beløpet når produktet forfaller. Dagens verdi av det garanterte beløpet vil ut fra formelen bli lavere jo høyere renten er, og jo flere år det er til forfall. Ved kjøp av GASP vil tilgjengelig beløp til kjøp av opsjoner følgelig bli større jo flere år produktet løper, og jo høyere renten i markedet er.

¹⁴ Bankenes sikringsfond.

¹⁵ Bodie, Kane & Marcus (2008) side 465.

3.2 Opsjonselementet

En opsjon er et finansielt instrument som går under betegnelsen derivat.¹⁶ Definisjonen på et derivat er:

*”En kontrakt mellom to parter der framtidig kontantstrøm bestemmes av verdien til et underliggende aktivum”.*¹⁷

Det underliggende aktivumet kan være markedsverdien til for eksempel et verdipapir, en råvare eller en valuta. Opsjoner innebærer en giring av posisjonen, der man er eksponert for større beløp enn om man kjøpte for samme beløp i underliggende. Man kan dermed tjene store beløp ved små investeringer. Men til gjengjeld kan man tape hele beløpet, men ikke mer enn hva opsjonen kostet. Opsjoner kan deles inn i kjøpsopsjoner (Call) og salgsopsjoner (Put). En eier av opsjonen har en lang posisjon, og utsteder har en kort posisjon. Opsjoner kan igjen deles inn i når de kan utøves, der europeiske opsjoner har en fastsatt dato der de kan benyttes, mens amerikanske opsjoner kan utøves på ethvert tidspunkt innenfor en bestemt tidsperiode. Lange europeiske kjøpsopsjoner vil hovedsakelig kunne relateres til garanterte spareprodukter. Definisjonen på en (lang) europeisk kjøpsopsjon er:

*”En rett, men ikke plikt, til å kjøpe et aktivum på et forhåndsbestemt framtidig tidspunkt, eller en periode, til en forhåndsbestemt pris”.*¹⁸

På denne måten ivaretar kjøperen oppsidepotensialet, mens nedsiden fjernes. Det matematiske uttrykket for utbetalingen ser slik ut:¹⁹

$$C_T = \text{Max} [S_T - K, 0]$$

C_T = Utbetaling for kjøpsopsjon på tidspunkt T , det forhåndsbestemte framtidige tidspunktet.
 S_T = Spot pris (Markedspris) ved tidspunkt T .
 K = Strike, den forhåndsbestemte prisen.

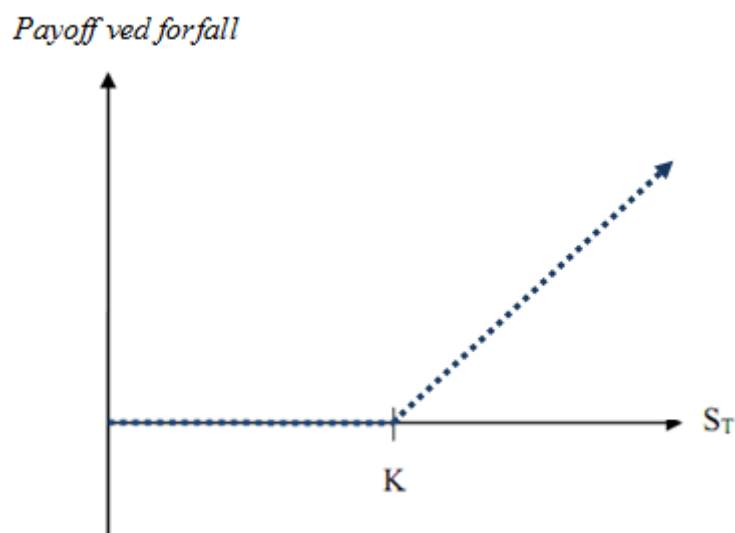
¹⁶ McDonald (2006) side 1.

¹⁷ McDonald (2006) side 1.

¹⁸ McDonald (2006) side 31.

¹⁹ McDonald, Derivatives markets (2006) side 33.

Kontantstrøm for en lang kjøpsopsjon vil som nevnt aldri bli negativ, og kan illustreres grafisk slik:



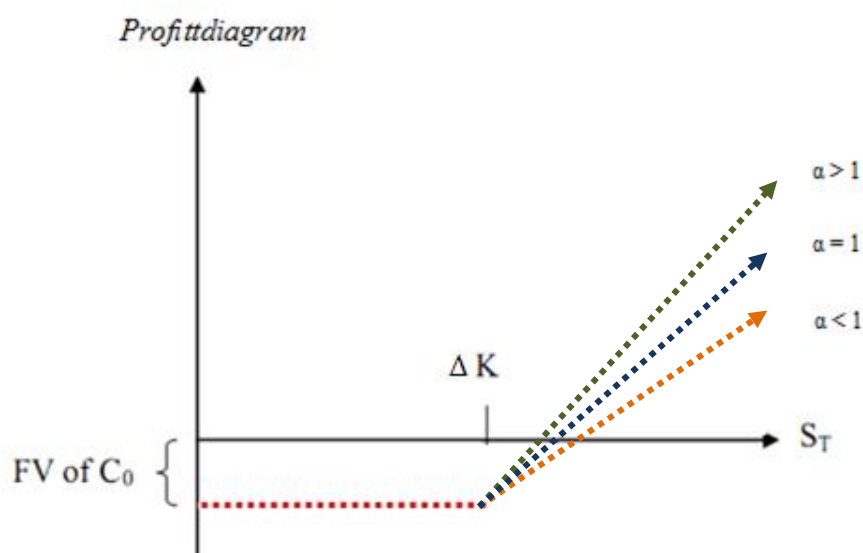
Figur 1: Kontantstrøm ved forfall for lang kjøpsopsjon.

Den vertikale aksene viser utbetalingen (Payoff), mens den horisontale aksene viser markedsprisen til underliggende ved forfall. Utbetalingen for opsjonen er den stiplede linja, denne blir positiv for alle verdier der $S_T > K$. Da kan innehaver av kjøpsopsjonen kjøpe underliggende til pris lik K , og deretter selge den i markedet til pris lik S_T . Normalt stiger den stiplede linjen med en 45 graders vinkel i forhold til den horisontale aksene, det betyr at opsjonen har en avkastningsfaktor på 100 %. I enkelte GASP opereres det med både høyere og lavere avkastningsfaktorer. Da vil den stiplede linjen endre seg. En avkastningsfaktor som er høyere enn 100 % vil gi en brattere utbetalingslinje, altså høyere payoff. Ved lavere avkastningsfaktor vil utbetalingen bli mindre. I tillegg kan strike (K) inneha restriksjoner eller bestemmelser som endrer knekkpunktet for utbetalingsprofilen, representert ved delta (Δ). Med avkastningsfaktor lik α , og en andel delta (Δ) av strike, vil det matematiske uttrykket se slik ut:

$$C_T = \text{Max } \alpha[S_T - \Delta K, 0]$$

På denne måten kan tilbyderne av GASP endre både helning og knekkpunkt for kontantstrømmene fra opsjonselementet ved å variere faktorene α og Δ . For å beregne

profitten ved kjøp av opsjoner må man også trekke fra prisen på opsjonen. Denne prisen må beregnes til tidspunktet ved forfall, altså dens fremtidige verdi²⁰. Profittdiagrammet for en kjøpsopsjon med ulike avkastningsfaktorer, men fast andel av strike (Δ), kan da illustreres på følgende måte:



Figur 2: Profittdiagram for lang kjøpsopsjon, med ulike avkastningsfaktorer.

Investeringen når ikke break-even²¹ før kostnaden av opsjonen, altså dens fremtidige verdi, blir dekket av opsjonens kontantstrøm. En avkastningsfaktor (α) forskjellig fra 1 vil medføre endret helning på den stiplede linjen etter knekkpunktet der $S_T = \Delta K$. Dette knekkpunktet vil kunne flyttes langs den horisontale linjen ved ulike valg av Δ . Endret helning eller knekkpunkt på utbetalingsprofilen vil medføre at også skjæringspunktet for break-even endres. Forutsetter da at opsjonens fremtidige verdi forblir uendret til tross for ulike valg av α og Δ . Verdien underliggende aktivum (S_T) må oppnå utover strike (ΔK) for å dekke den fremtidige verdien av opsjonsprisen, endres da i forhold til avkastningsfaktoren (α) og andelen av strike (Δ).

Selv om en opsjon aldri vil bli negativ, kan man altså tape hele beløpet som opsjonen kostet. Den kan med andre ord være verdiløs ved forfall, men vil alltid inneha en viss verdi så lenge

²⁰ Fremtidig verdi av opsjon = FV of $C_0 = C_0(1+r)^T$

²¹ Break-even er et uttrykk for at inntektene akkurat dekker kostnadene, altså når nettokontantstrøm er lik null.

den er i live, altså når det fortsatt er tid igjen til forfall.²² Ved kjøp av GASP vil vi ikke se denne effekten, da opsjonen reflekterer oppsiden utover garantibeløpet. Jeg vil i min analyse under kapittel 5 for lånefinansiering av GASP, også se på lån til kjøp av kun opsjonselementet som et alternativ. I dette hypotetiske alternativet benytter jeg et annuitetslån som nedbetaler opsjonen i løpet av dens levetid. Totale kostnader ved annuitetslånet vil da dekke både kjøp av opsjonen og rentene som påløper. Finansieringen av annuitetslånet vil derfor være sentralt i sammenligningen med rentekostnadene ved å låne til hele GASP.

3.2.1 Bruk av opsjoner

Opsjoner benyttes hovedsakelig i den hensikt å oppnå ønsket risikoprofil ved styring av risiko, m.a.o. en hedge mot uønsket prisutvikling i råvarer, valutaer etc. som brukerne er eksponert for. Betrakt for eksempel en eksportbedrift i Norge som har inntekter i Euro. Denne bedriftens inntekter må nødvendigvis veksles til norske kroner. Profitten er da avhengig av valutakursen mellom NOK og EUR. En sterk kronekurs mot euroen er da ikke ønskelig. Denne bedriften kan dermed kjøpe et derivat på kronekursen, der bedriften sikrer seg mot sterk kronekurs. På denne måten vil de kunne styre sin eksponering mot ugunstige valutakurssvingninger. Foruten spekulasjon og risikostyring, brukes derivater til reduksjon av transaksjonskostnader og for utnyttelse av arbitrasjemuligheter²³. Jeg vil gå nærmere inn på arbitrasjemuligheter med opsjoner under avsnittet for put-call paritet, da dette vil være et sentralt argument i min analyse.

På grunn av sin kompleksitet har opsjoner hovedsakelig vært forbeholdt profesjonelle investorer, men har gjennom GASP blitt tilgjengelig for den ”vanlige mann i gata”. Opsjoner har som nevnt mange ulike bruksområder, men de er avanserte finansielle instrumenter og vanskelige å forstå. Man kan derfor mistenke at opsjonselementet i GASP har fungert som ren spekulasjon, uten at kundene nødvendigvis har vært klar over dette.

²² McDonald (2006) side 32.

²³ McDonald (2006) side 2.

3.2.2 Prising av opsjoner

Black-Scholes formelen ble publisert i 1973 av Fischer Black og Myron Scholes, denne formelen revolusjonerte både teori og praksis innen finans.²⁴ Med denne formelen kunne man beregne den teoretiske prisen for en europeisk kjøpsopsjon på en aksje som betaler en kontinuerlig dividende. Formelen ser slik ut:²⁵

$$C(S, K, \sigma, r, T, \delta) = Se^{-\delta T} N(d_1) - Ke^{-rT} N(d_2)$$

$$\text{Der: } d_1 = \frac{\ln(S/K) + (r - \delta + \frac{1}{2}\sigma^2)T}{\sigma\sqrt{T}}$$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{T}$$

Formelen forutsetter at risikofri rente er kjent og konstant, at det ikke eksisterer skatter eller transaksjonskostnader, og at det er mulig å låne til risikofri rente samt å shorte²⁶ uten ekstra kostnader. Videre forutsettes det at avkastningen på aksjen er normalfordelt og uavhengig over tid; at volatiliteten på avkastningen er kjent og konstant; samt at fremtidige utbytter er kjent, her forutsetter Black-Scholes formelen en kontinuerlig dividendebetaling til en konstant dividenderate.²⁷ Disse forutsetningene forenkler virkeligheten noe, for eksempel endres volatiliteten over tid, og dividendebetalinger skjer ikke kontinuerlig. Black-Scholes er allikevel en anerkjent formel og mye brukt ved prising av opsjoner. Den kan også endres til å benyttes for å kalkulere opsjoner på andre underliggende aktivum, for eksempel råvarer og valutaer. Disse aktivaene er ikke uvanlige drivere i et GASP.

På neste side følger en oversikt over hvilke faktorer i formelen som påvirker verdien på opsjonen og derav verdien på det garanterte spareproduktet. Disse faktorene er forøvrig relevante for verdien og prisingen av opsjoner generelt, uavhengig av om Black-Scholes gjelder:

²⁴ McDonald (2006) side 375.

²⁵ McDonald (2006) side 377.

²⁶ Et short salg vil si at man låner en aksje for så å selge den, i den hensikt at man tror aksjeprisen vil falle, for så å kjøpe den tilbake til en lavere pris.

²⁷ McDonald (2006) side 379.

S - Dagens pris på underliggende aktivum
 K - Strike
 δ - Dividende
 σ - Volatiliteten til utviklingen av underliggende aktiva
 r - Risikofri rente ved kontinuerlig forrentning
 T - Tid til forfall

Isolert sett vil høyere S , σ og r føre til en mer verdifull europeisk kjøpsopsjon, mens høyere K og δ trekker ned verdien²⁸. Den europeiske kjøpsopsjonsverdien vil normalt øke med lengre løpetid. Men en kjøpsopsjon kan bli mindre verdt dersom forfallsdato legges rett etter en planlagt utbytteutbetaling, istedenfor rett før. Innehaver av opsjonen vil da gå glipp av utbyttet, som tilfaller eier av underliggende aktivum. Ved et slikt tilfelle vil opsjonen ha høyere verdi dersom forfall var rett før utbytteutbetaling, fremfor rett etter. Dette strider altså mot forutsetningen i Black-Scholes formelen angående kontinuerlig dividende.

Det er her verdt å merke seg hvordan utbytte og volatilitet påvirker verdien på opsjonen. I GASP er det ikke uvanlig at underliggende aktivum er en aksjeindeks som ikke er utbyttejustert, dvs. at eieren av opsjonen ikke får deltakelse i dividendeutbetalingene, potensialet til gevinst blir da avkortet. I tillegg kan underliggende knyttes til en kurv av indekser fremfor en enkelt indeks, noe som reduserer volatiliteten²⁹. Videre er opsjonselementet i GASP ofte av asiatisk type. Med det menes at de beregnes ut i fra gjennomsnittlig prisutvikling gjennom perioden. På denne måten blir volatiliteten ytterligere redusert, derav en dårligere mulighet for stor positiv avkastning og lavere verdi på opsjonen. I tillegg har jeg også kommet over tilfeller hvor de kvartalene i perioden med høyeste avkastning begrenses til for eksempel 8 %.³⁰ En slik begrensning vil få ytterligere negative konsekvenser for potensialet til store gevinster.

Asiatiske opsjoner er vanskelig å prise. Selv om det finnes mange tilnærmingsformler for asiatiske opsjoner, kan de beregnes mer nøyaktig ved Monte Carlo simulering. Denne metoden har vært benyttet i flere tidligere rapporter om GASP for å finne forventet avkastning på produktene. Men i denne rapporten vil jeg som nevnt fokusere på selve prinsippet med lånefinansiering av GASP. For nærmere informasjon om Monte Carlo simulering vil jeg

²⁸ Cox og Rubinstein (1985) side 34-35.

²⁹ Bjærksund, Carlsen og Stensland (1999) side 79.

³⁰ Sparebanken Vest Spar X BRIC 40 II (2007) side 7.

anbefale McDonald (2006) og rapporten fra Koekebakker og Zakamouline om forventet avkastning på aksjeindeksobligasjoner.

3.2.3 Put-Call paritet og arbitrasje

Put-Call paritet er kanskje den viktigste sammenhengen innen opsjonsprising. Den sier at europeiske kjøps- og salgsopsjoner med samme strike og tid til forfall har følgende forhold:³¹

$$Call - Put = NV (Forwardpris - Utøvelsespris)$$

$$\text{Eller: } C_0(K, T) - P_0(K, T) = e^{-rT} (F_{0,T} - K)$$

Intuisjonen bak dette er at et kjøp av en kjøpsopsjon og et salg av en salgsopsjon med utøvelsespris lik forwardprisen ($F_{0,T} = K$) gir en syntetisk forward og må derfor ha en pris lik null.³² Forwardkontrakter er på mange måter lik kjøpsopsjoner, der begge involverer bytte av et underliggende aktivum til en bestemt pris på et fastsatt tidspunkt i fremtiden.³³ Avtalen skiller seg dog vesentlig fra opsjoner ved at man faktisk er forpliktet til å gjennomføre byttet, mens ved kjøpsopsjoner kan man trekke seg fra avtalen ved ugunstig utfall. Futures er forøvrig en standardisert form av forwards, der alt annet enn prisen er forhåndsbestemt, det vil si at forwards er mer fleksible ved at partene i avtalen selv kan konstruere premissene. Men futures er mer likvide da de er standardiserte og handles daglig, på denne måten innehar de mindre kredittrisiko enn forwards.³⁴

Put-call paritet ser slik ut der aksjer er underliggende aktivum og betaler dividende med konstant dividenderate:³⁵

$$C_0(K, T) - P_0(K, T) = S_0 e^{-\delta T} - K e^{-rT}$$

³¹ McDonald (2006) side 282.

³² McDonald (2006) side 68-70 og 281-287.

³³ Cox og Rubinstein (1985) side 59.

³⁴ McDonald (2006) side 142.

³⁵ McDonald (2006) side 282.

Det vil si at man kan replikere kontantstrømmene til hvert enkelt ledd i pariteten, ved å gå inn i posisjoner på de andre. For eksempel kan en call replikeres slik:

$$C_0(K, T) = S_0 e^{-\delta T} + P_0(K, T) - K e^{-rT}$$

Dersom prisen på en call ikke er lik den replikerte call'en, kan det eksistere arbitrasjemuligheter. Arbitrasje oppstår når to like investeringer er priset forskjellig, man kan dermed kjøpe den billigste, og selge den dyreste. Da vil man umiddelbart kunne innkassere en profitt, hvor posisjonene kanselleres mot hverandre ved forfall. Arbitrasje strider mot "The law of one price".³⁶ Den sier at to produkter med samme kontantstrøm skal være priset likt i velfungerende markeder. Derfor vil normalt slike arbitrasjemuligheter forsvinne raskt om de skulle oppstå.

3.3 Kontantstrøm for GASP

Kontantstrømmen til et GASP inneholder en sikker kontantstrøm representert ved garantibeløpet, pluss en mulig positiv kontantstrøm fra opsjonselementet. Det eventuelle beløpet opsjonen kan generere går altså utover det garanterte beløpet, og blir ofte omtalt som tilleggsbeløpet. Hvordan tilleggsbeløpet utvikler seg, kan være avhengig av mange underliggende faktorer, vanligvis en eller flere aksjeindekser, men kan også baseres på forskjellige valutaer eller råvarer. Det er disse underliggende driverne i opsjonene som vanligvis gir navnet til produktene, som f. eks: Aksjespar USA, Kraft Norden, Valutaspar, Asia Vekst etc. For å uttrykke den potensielle kontantstrømmen kan vi skrive om put-call pariteten til å passe kontantstrømmen for et GASP slik:

$$S_T e^{-\delta T} + P_0(K, T) = C_0(K, T) + K e^{-rT}$$

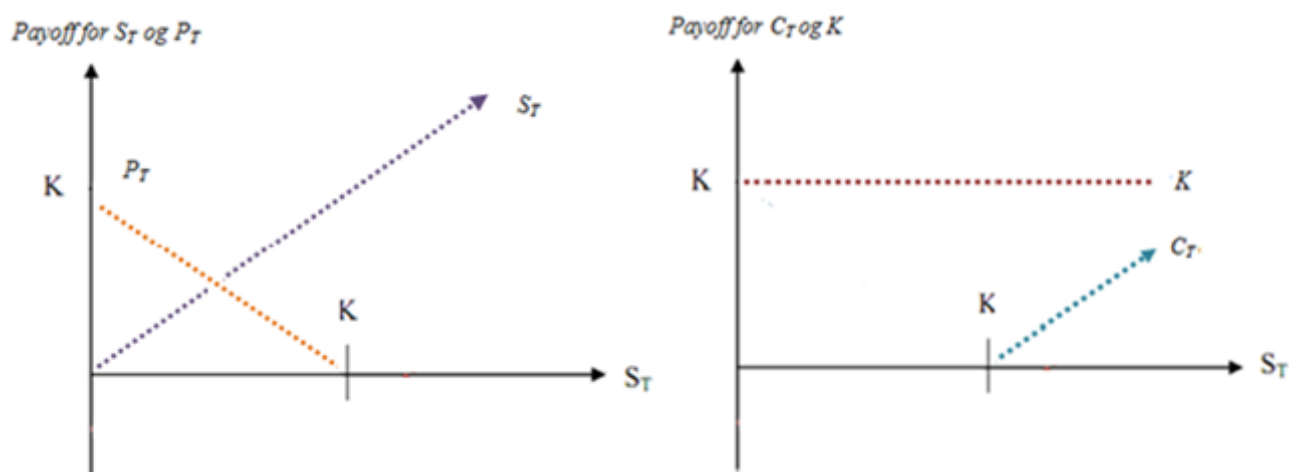
Venstre side: Nåverdi av å motta framtidig underliggende, og $P_0(K, T)$ som sikrer nåverdien av selve garantien dersom S_T er lavere enn garantibeløpet K . Hvor høyre side er den tradisjonelle måten å se på et GASP, der $K e^{-rT}$ viser til nåverdien av garantibeløpet og $C_0(K, T)$ representerer tilleggsbeløpet. Som vi ser i formelen skal det være mulig og replikere

³⁶ McDonald (2006) side 315.

kontantstrømmen ved å kjøpe underliggende aktivum, og samtidig handle en salgsopsjon med samme strike som kjøpsopsjonen, K . Med strike lik K i salgsopsjonen kan vi selge det underliggende aktivum til en pris som er lik garantibeløpet, hvor vi fortsatt bevarer mulig oppside ved at vi sitter med underliggende aktivum. Kontantstrømmene er da like, og i velfungerende markeder skal de derfor prises likt (sett bort fra bid-ask spread). Ved tidspunkt T får vi dermed denne sammenhengen:

$$GASP_T = S_T + P_T = C_T + K$$

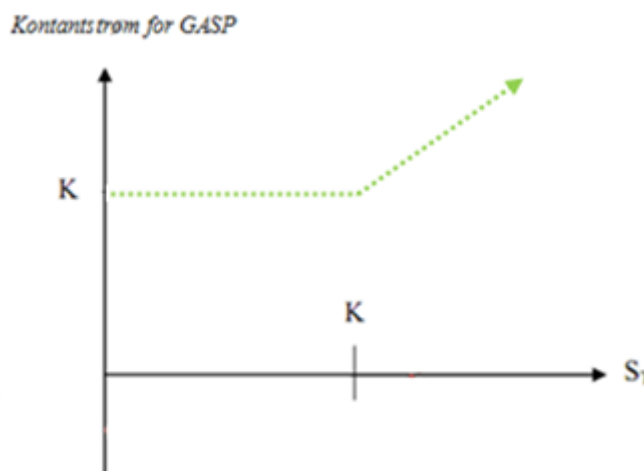
Garantibeløpet K , utbetales med sikkerhet, mens kjøpsopsjonen kan genererer et tilleggsbeløp. På venstre side har vi salgsopsjonen som begrenser ned siden ved at vi har en minstepris K på underliggende aktivum. Verdien av opsjonene avhenger av utviklingen på det underliggende aktivum, men kan aldri bli negativ. Nedenfor vises effektene grafisk:



Figur 3: Kontantstrøm for lang posisjon i underliggende aktivum og salgsopsjon.

Figur 4: Kontantstrøm for garantisum og lang kjøpsopsjon.

Både $S_T + P_T$ og $C_T + K$ vil utgjøre samme potensielle kontantstrøm for et GASP. Sammen vil kontantstrømmen se slik ut:



Figur 5: Kontantstrøm ved forfall for garanterte spareprodukter.

Et GASP er altså begrenset på nedsiden, der man minimum får utbetalt det garanterte beløpet K. For avkastningen utover det garanterte beløpet, kan det være visse begrensninger fra produkt til produkt, som for eksempel der man bytter ut de beste kvartalene med en forhåndsbestemt prosentsats. Oppsidepotensialet vil da inneha restriksjoner som medfører en reduksjon av verdien sett i sammenheng med et produkt uten restriksjoner. I forhold til illustrasjonene over vil en kontantstrømprofil med restriksjoner ligge under 45 graders vinkelen. Restriksjoner og generelle egenskaper med tilleggsbeløpet er derfor faktorer man som investor bør bli opplyst om og forstå ved kjøp av GASP. Generelt vil et matematisk uttrykk for utbetaling ved forfall se slik ut for et GASP³⁷:

$$\pi_T = G + G * \alpha * \max\left(\frac{S_T - S_0}{S_0} - r_{min}, g\right)$$

π_T = Utbetaling ved tidspunkt T.

T = Forfallstidspunkt.

G = Garantibeløp, ofte lik innskuddsbeløpet.

α = Avkastningsfaktor

S_0 = Startverdi på underliggende aktivum

S_T = Sluttverdi på underliggende aktivum

r_{min} = En minsteavkastning som må overstiges

g = Garantert minsteavkastning, ofte lik 0.

Max = Høyeste verdi av endringen i underliggende aktivum minus eventuell minsteavkastning, eller garantert minsteavkastning.

³⁷ Lindset, S. (2008) side 6.

Det første leddet G representerer utbetalingen fra bankinnskuddselementet, er som oftest lik innskuddsbeløpet, se side 12 og 13 for nærmere beskrivelse av betegnelsen ”innskuddsbeløp”. Det siste leddet er den eventuelle avkastningen fra opsjonen. Her er normalt avkastningsfaktor satt til 100 %, altså 1 ganger endringen av underliggende aktivum. Start- (S_0) og sluttverdiene (S_T) kan være beregnet på flere ulike måter, og representerer ikke nødvendigvis de eksakte verdiene ved oppstartsdato og forfallsdato. Det er ikke uvanlig med et vektet gjennomsnitt ved oppstart, og en aritmetisk gjennomsnittsberegning for sluttkurs. Aritmetisk gjennomsnittsberegning er betegnelsen på den mest kjente formen for utregning av et gjennomsnitt, det vil si summen av alle observasjoner, delt på antall observasjoner. Geometrisk gjennomsnitt er en annen utregningsmetode som benyttes, denne er noe annerledes. Man ganger sammen alle observasjonene, for så å ta n -te roten av dette produktet³⁸.

$$\text{Aritmetisk gjennomsnitt} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n x_i$$

$$\text{Geometrisk gjennomsnitt} = \sqrt[n]{(x_1 x_2 x_3 \dots x_n)}$$

Dersom man beregner en gjennomsnittlig avkastning der distribusjonen av observasjonene er normalfordelt, får vi denne sammenhengen mellom aritmetisk og geometrisk gjennomsnitt:³⁹

$$\text{Geometrisk gjennomsnitt} = \text{Aritmetisk gjennomsnitt} - \frac{1}{2} \sigma^2$$

Som vi ser fra sammenhengen vil det geometriske gjennomsnittet aldri være høyere enn det aritmetiske gjennomsnitt. Avviket blir større jo høyere varians det er i observasjonene, representert ved σ^2 i formelen. Disse to beregningsmetodene vil kun gi samme svar dersom alle observasjonene er like, det vil si når variansen er lik null.

Beregningsmetodene for start- og sluttverdiene er betingelser som skal være presisert og informert om i prospektene. Dersom utviklingen på underliggende i et GASP blir lavere enn den garanterte minsteavkastningen (g), vil det siste leddet i uttrykket for utbetaling ved forfall

³⁸ Bodie, Kane & Marcus (2008) side 137-138.

³⁹ Bodie, Kane & Marcus, Investments (2008) side 138.

av et GASP settes lik g , da man kan velge den høyeste verdien. Et GASP vil derfor minimum gi en utbetaling ved forfall som er lik garantibeløpet + en eventuell minsteavkastning, da opsjonselementet aldri blir negativt.

3.3.1 Verdiadditivitet

Garanterte spareprodukter kan altså sees på som en kombinasjon av flere posisjoner satt sammen til et produkt. Teorien om verdiadditivitet sier da at verdien til en kombinasjon av posisjoner må være lik summen av verdiene til hver enkelt posisjon.⁴⁰ Dersom dette ikke er tilfelle vil man kunne foreta arbitrasjehandel, altså kjøpe det billigste alternativet og selge det dyreste, og på denne måten oppnå en risikofri gevinst. Velfungerende finansmarkeder er da i likhet med "the law of one price", en forutsetning også for verdiadditivitet. Markedsverdien til et GASP vil derfor i teorien kunne splittes opp i markedsverdiene for de ulike elementene.

I de fleste undersøkelser gjennomgått i neste kapittel vil teorien om verdiadditivitet ligge implisitt ved verdsettelse av GASP. Allikevel skal vi se at flere analyser har kommet frem til relativt store avvik fra denne teorien.

⁴⁰ Bjærksund, P. Carlsen, F. og Stensland, G. (1999) side 76.

4 Ulike synspunkter og analyser av garanterte spareprodukter

I dette avsnittet vil jeg gå igjennom relevante studier av garanterte spareprodukter. Her vil jeg presentere de funn som kan være av interesse for rettsaken, og samtidig rette et kritisk lys på analysene som er gjennomført.

4.1 Norsk Regnesentral

På oppdrag fra Finansnæringens Hovedorganisasjon ble Norsk Regnesentral⁴¹ bedt om å utarbeide en uavhengig undersøkelse av historisk avkastning på sammensatte produkter i det norske markedet for et utvalg av norske banker. NR er en privat og uavhengig non-profit stiftelse som ble etablert i 1952,⁴² og ansees som en troverdig aktør i markedet.

Deres undersøkelse omfatter 469 forskjellige GASP som allerede var forfalt, altså kun realisert avkastning. Deres fremgangsmåte var å sammenligne med alternativer som plassering direkte i banken, til rente NIBOR 3M, og aksjemarkedet representert ved MSCI World⁴³. Disse alternativene var ønsket fra FNH for å sammenligne produktenes avkastning. NR fremstiller dem som relevante alternativer, men det kan jo argumenteres mot at dette faktisk ikke er tilgjengelige investeringer for en uprofesjonell investor. NIBOR står jo for Norwegian Interbank Offered Rate, den utledes fra valutabyttemarkedet og er en swaprente som igjen benyttes som referanserente i pengemarkedet.⁴⁴ Dette er altså en rente for bankene imellom, og dermed ikke tilgjengelig for publikum. Privatpersoner må som regel låne til en flytende rente høyere enn NIBOR, og vanligvis får de en innskuddsrente som er lavere, slik sikrer bankene seg med en spread i forhold til egne lånekostnader. Allikevel kan man observere i mange prospekter til GASP at bankene faktisk tilbyr innskuddsrente lik NIBOR på

⁴¹ Forkortes til FNH og NR.

⁴² Norsk Regnesentral, About NR.

⁴³ Norsk regnesentral (2009) side 7.

⁴⁴ Norges Bank (2004) side 43.

den garanterte delen.⁴⁵ En kan jo spørre seg hvorfor NIBOR ikke tilbys på innskudd ellers utenfor produktene. Og hvorfor produktene ikke tilbys hver for seg, og deretter som et tredje alternativ som et sammensatt produkt. I den forbindelse tok jeg kontakt med produktansvarlig i Sparebanken Vest, Ronny Vabø.⁴⁶ På mitt spørsmål angående den gunstige renten på innskuddet i produktet, mente han at dette kunne tilbys i produktene da det inngikk som en del av en pakke, altså det strukturerte spareproduktet. På mitt andre spørsmål om hvorfor opsjonsdelen ikke ble skilt ut og solgt alene, mente Vabø at dette generelt skyldtes svak etterspørsel fra publikum. Sparebanken Vest ville heller ikke anbefale slike risikofulle investeringer. Mine analyser på lånefinansiering av GASP vs derivat i kapittel 5,1 vil da kanskje komme overraskende både på publikum og Sparebanken Vest.

Videre kan man jo også vurdere om en investering i MSCI World er et relevant alternativ og en tilgjengelig investering for en uprofesjonell investor. Og hvorvidt denne indeksen i det hele tatt er et alternativ for alle de sammensatte produktene, da underliggende i opsjonene er av svært varierende karakter (Valuta, råvarer, kraft). Tiltross for dette, NR anser disse til å være gode representanter for alternative investeringer kjøperne kunne valgt. NR sin metode går ut på å sammenligne produktenes faktiske avkastning mot avkastningen for alternativene i nøyaktig samme tidsperiode som produktets levetid. I tillegg benytter NR to forskjellige tilnærminger; tidsfokus og produktfokus. Tidsfokus vektlegger hvert år likt, mens produktfokus vektlegger årene ulikt i forhold til antall produkter eller volumet som eksisterte pr år.⁴⁷

NR konkluderer med at uansett synsvinkel så har produktene gitt høyere gjennomsnittlig avkastning enn det globale aksjemarkedet. Men NR presiserer at selve tidsperioden de undersøker (1998-2008) innebærer to oppgangs- og nedgangsperioder, og er svært dårlig historisk sett for aksjemarkedet. Gjennomsnittlig avkastning for verdensindeksen ble derfor bare 1 % pr år.⁴⁸ NIBOR kan vise til en årlig gjennomsnittsavkastning på hele 5 %, altså en vesentlig forskjell på alternativene, og avviker fra tradisjonell tro at aksjer gir bedre avkastning over tid. Det tyder derfor på at perioden 1998-2008 ikke er særlig representativ historisk sett for aksjemarkedet.

⁴⁵ Se kapittel 5.1 side 42, og utklippet fra produktet til Sparebanken Vest.

⁴⁶ Viser til telefonsamtale pr 12.05.10.

⁴⁷ Norsk regnesentral (2009) side 28.

⁴⁸ Norsk regnesentral (2009) side 11

Produktene vurdert opp mot en NIBOR 3M plassering gir et litt uklart bilde. Med tidsfokus er avkastningen lavere enn NIBOR 3M, men ved produktfokus der perioden hvor det er mange produkter vektlegges mer, er avkastningen marginalt bedre enn alternativet med renteplassering.

Det er verdt å merke seg NR sitt funn at produkter basert på alt annet enn aksjer, som valutakurser og råvarepriser, presterte bedre enn de aksjebaserte produktene. Konklusjonen til NR er uansett slik at de aksjebaserte produktene ofte har vært gunstigere sammensatt enn indeksen MSCI World, og omtrent likestilt med en sikker plassering i banken.

Da NR ikke tar høyde for om produktene er finansiert med lån eller egenkapital, vil jeg selv stå for neste konklusjon:

Anta at man lånefinansierer kjøp av et GASP til en rente som er høyere enn NIBOR 3M. Dersom produktet da gir en avkastning omtrent lik NIBOR, så vil avkastning pr år av denne investeringen være negativ etter lånekostnader, tilnærmet lik påslaget utover NIBOR. Til tross for at denne analysen fanger opp finanskrisen og dens negative innflytelse på MSCI World, hevder ikke lånefinansiering av GASP seg i konkurranse med disse alternativene.

4.2 Kredittilsynet

Forbrukerrådet og Forbrukerombudet sendte sommeren 2007 et brev til Finansdepartementet der de uttrykte behov for en granskning av forhold knyttet til salg av sammensatte produkter. Kredittilsynet fikk da i oppdrag å undersøke dette.⁴⁹

Deres fremgangsmåte gikk ut på å samle informasjon med en spørreundersøkelse til banker med en vesentlig rolle i markedet for sammensatte produkter. I spørreskjemaet ble de bedt om å fremlegge følgende informasjon:⁵⁰

⁴⁹ Kredittilsynet (2007) side 3 og 4.

⁵⁰ Kredittilsynet (2007) side 4.

1. Historikk sammensatte produkter, herunder avkastning
2. Dagens tilbud av sammensatte produkter
3. Markedsføring av sammensatte produkter
4. Opplæring av rådgivere/ selgere
5. Økonomisk kompensasjon for rådgivere/selgere relatert til sammensatte produkter
6. Institusjonenes inntekter relatert til sammensatte produkter

Til punkt 1 er det knyttet vesentlig usikkerhet til beregningene, da forutsetningene som er lagt til grunn er forskjellig fra bank til bank. Enkelte har også utelatt informasjon om tegningskostnadene er inkludert i avkastningen. Det ble derfor vanskelig å sammenligne resultatene. De skulle oppgi realisert avkastning for en plassering fullfinansiert med egenkapital, og realisert avkastning på egenkapitalen med 80 % lånefinansiering av investert beløp.

Deres funn indikerer at de fleste produktene ikke har generert meravkastning i forhold til en risikofri plassering. Dette gjelder uansett finansiering, dog innebærer opptak av lån en betydelig større risiko. Faktisk om lag 40 %, 137 av 218 produkter hadde null eller svak negativ avkastning med egenkapitalfinansiering, eksklusiv tegningsomkostninger.⁵¹ Ved 80 % lånefinansiering får de en mye større spredning i avkastningen på produktene, der enkelte ga meget høy avkastning, og enkelte meget dårlig avkastning. Hvor 118 produkter hadde avkastning fra null og lavere, også her uten hensyn til tegningsomkostningene.⁵² Lånefinansiering gir altså mulighet for store gevinster, men ikke uventet, også mulighet for store tap. Giringen som en lånefinansiering fører med seg, betyr altså at avkastningene varierer mye. Dog er det kanskje et paradoks at jo større risiko kundene påtok seg, desto større ”sikre” inntekter fikk bankene gjennom å tilby lån. Dette sitatet fra oppsummeringen henviser til de forskjellige inntektene bankene har hatt ved salg av GASP:

*”Det fremkommer imidlertid at flere av bankene har andre inntekter knyttet til sammensatte produkter enn tegningsomkostninger, eksempelvis produktmargin, strukturmargin og inntekter fra lånefinansiering.”*⁵³

⁵¹ Kredittilsynet (2007) side 5.

⁵² Kredittilsynet (2007) side 6.

⁵³ Kredittilsynet (2007) side 11.

Tegningsomkostninger og eventuelle lånekostnader burde være de åpenbare inntektene for bankene ved inngåelse av produktene. Mens produktmargin og strukturmargin utgjør de mye omtalte ”skjulte gebyrene”. De fleste institusjonene oppgir faktisk at renteinntekter knyttet til lånefinansiering og tegningsgebyrer var hovedinntektskilden ved salg av sammensatte produkter.⁵⁴ Både produktmargin og strukturmargin gjør altså en kartlegging av totale inntekter vanskelig. Når selv Kredittilsynet ikke klarer å få oversikt over disse kostnadene, kan man da forvente at ”den vanlige mann i gata” skal forstå dette? Undersøkelsen indikerer derimot at salget av GASP avtar:

”De utvalgte bankene tilbyr i mindre grad enn tidligere sammensatte produkter til sine kunder, og flere av bankene tilbyr nå lånefinansiering kun på forespørsel fra kunde.”⁵⁵

Bankene i undersøkelsen forklarer dette som et resultat av myndighetenes reaksjoner. Men kredittilsynet påpeker at det også er grunn til å tro at økt fokus på mulighetene for avkastning ved investering i disse produktene har bidratt til utviklingen.⁵⁶ Videre får kredittilsynet inntrykk av et uklart skille mellom rådgivning og salg i bankenes praksis. Generelt fremstilles det fra bankenes side at deres rådgivere ikke har større økonomiske fordeler med å tilby sammensatte produkter fremfor andre spareprodukter. For eksempel har Storebrand Bank både selgere og rådgivere, der kun selgerne mottar provisjon for lånefinansiering. I Sparebanken Vest derimot har både selgere og rådgivere denne provisjonen. Men her skiller DnB NOR seg ut i forhold til de andre aktørene. De har kun operert med rådgivertitler, altså ingen har vært ansatt som selgere. Allikevel kunne DnB NOR informere om at alle rådgiverne har mottatt økonomiske fordeler ved å tilby lånefinansiering til sammensatte produkter.

Til slutt i rapporten antyder kredittilsynet at det mest sannsynlig er verdipapirforetak som har stått for konstruksjon av produktene. Tilbyderne synes å påta seg lite ansvar for kundenes valg av investering, og henviser til at de bare er utstedere av obligasjonsdelen, mottaker av innskuddsdelen og/eller långiver til de lånefinansierte investeringene.⁵⁷ Institusjonene som solgte produktene vil med andre ord fremstå som eksperter og rådgivere. Men som leser av

⁵⁴ Kredittilsynet (2007) side 10.

⁵⁵ Kredittilsynet (2007) side 11.

⁵⁶ Kredittilsynet (2007) side 11.

⁵⁷ Kredittilsynet (2007) side 11 og 12.

kredittilsynets rapport, kan tilbyderne i stedet mistenkes for egentlig å ha vært uvitende formidlere, og kun et mellomledd for salg av de sammensatte produktene.

4.3 DnB NOR Markets versus K&Z; - Realisert avkastning på garanterte spareprodukter

Her vil jeg gjennomgå en diskusjon mellom representanter fra DnB NOR Markets og K&Z⁵⁸. K&Z rapporten er et av hovedargumentene til Røeggen i rettsaken mot DnB NOR. Det er da naturlig at DnB NOR har satt fagkyndige på saken, og rettet kritikk mot analysen. Diskusjonen baseres på en analyse av realisert avkastning på garanterte spareprodukter i perioden 1998-2007. DnB Nor Markets omtales fra nå kun som DnB Nor.

K&Z sin fremgangsmåte er å beregne realisert avkastning på alle GASP samlet. De 270 forskjellige produktene som ble lansert i perioden ses på som en investering over totalt 1196,8 år etter hverandre. Denne sammenlignes så med en alternativ plassering i bank til en referanserate lik geometrisk gjennomsnittlig NIBOR 1M, som gir 5,17 % pr år.⁵⁹ Her velger DnB NOR den norske interbankrenten NIBOR 3M⁶⁰ som referanserate for de ulike tidsrommene de analyserer. DnB Nor forklarer ikke hvorfor de velger denne fremfor NIBOR 1M. Men de påstår allikevel at de har valgt de samme referansene som K&Z til å sammenligne med sammensatte produkter, til tross for at DnB Nor uttrykker betydelige innvendinger mot de valgte referansene.

I likhet med Norsk Regnesentral velger begge å benytte verdensindeksen MSCI World som alternativ til en aksjeinvestering. Bortsett fra at både DnB NOR og K&Z justerer MSCI World indeksen i forhold til den norske kronekursen, da et globalt aksjefond normalt ikke ville vært sikret mot valutasvingninger. I tillegg ser begge på en 50 % - 50 % plassering i de to alternativene, MSCI World og pengemarkedet. K&Z velger i sin analyse å se bort fra tegningskostnader, og dermed kun på bruttostørrelser.

⁵⁸ Koekebakker og Zakamouline (2007), Historisk avkastning på sammensatte produkter.

⁵⁹ Koekebakker og Zakamouline (2007), Historisk avkastning på sammensatte produkter side 101.

⁶⁰ Brattli, Kleiven og Jordheim (2007), Realisert avkastning på strukturerte spareprodukter – En kritikk av anvendt metode, side 110.

Metodikken for beregning av total avkastning på alle produktene etter hverandre møter sterk kritikk fra representantene for DnB NOR. Metoden anklages for å sammenligne ”epler med pærer”, fremfor ”epler med epler”.⁶¹ De mener at produktene hver for seg faktisk kunne slått verdensindeksen dersom man hadde sammenlignet for tilhørende tidsperiode som produktene var aktive. Videre anklages K&Z for å benytte metoder som;

”dels baserer seg på irrelevante sammenligninger, og samlet sett resulterer i misvisende og uriktige vurderinger av sammensatte spare- og investeringsprodukter som helhet”⁶²

K&Z svarer på denne kritikken, og viser i til at DnB NOR sin metode igjen er uegnet for en investor med lengre tidshorisont, og at benchmarkindeksen er volumveid og dermed uegnet for sammenligning av investeringer over tid.⁶³ K&Z står altså fast på sine metoder. Brattlie, Kleiven og Jordheim ved DnB Nor gir tilsvaret og prøver igjen å tilbakebevise at de har rett.⁶⁴ K&Z og DnB Nor blir med andre ord ikke enige i sin diskusjon av metodevalg. Sett utenfra kan det virke som at diskusjonen blir dratt litt ut av proporsjoner.

Konklusjonen til K&Z er at sammensatte produkter har svært dårlig risiko/avkastningsprofil. K&Z har dermed vanskeligheter for å se dette som et fornuftig investeringsverktøy. DnB NOR mener derimot at avkastningen til de sammensatte produktene ligger mellom MSCI World og risikofri rente dersom de sammenlignes over samme tidsperiode. Et slikt resultat er da verken overraskende eller oppsiktsvekkende i henhold til en risiko/avkastningsprofil. Kritikken fra DnB NOR rettes videre mot benyttelsen av selve MSCI World som benchmark for alle produktene. Den er en global aksjeindeks og vil da ikke representere en tilfredsstillende benchmark for alle produktene, da de ulike produktene er eksponert mot flere spesifikke markeder som råvarer eller eiendom. Dette er jo meget relevant kritikk. Men kommentarer vedrørende tegningskostnader og lånefinansiering er utelatt i rapporten fra DnB NOR. Deres beregninger forteller da i likhet med Norsk Regnesentral bare ”halve sannheten”.

For lånefinansierte GASP er K&Z sin konklusjon nedslående;

⁶¹ Brattli, Kleiven og Jordheim (2007), Realisert avkastning på strukturerte spareprodukter – En kritikk av anvendt metode, side 113.

⁶² Brattli, Kleiven og Jordheim (2007), Realisert avkastning på strukturerte spareprodukter – En kritikk av anvendt metode, side 114.

⁶³ Koekebakker og Zakamouline, Svar på DnB NOR markeds metodekritikk.

⁶⁴ Brattli, Kleiven og Jordheim, Tilsvaret på HiAs kommentarer til DnB NOR markeds metodekritikk.

”Selv i en kraftig oppgangssperiode vil svært mange lånefinansierte produkter ha problemer med å nå break-even.”⁶⁵

4.4 DnB NOR Markets versus K&Z; - Forventet avkastning på aksjeindeksobligasjoner

K&Z har også skrevet en rapport⁶⁶ som ser på potensialet for gevinst ved å investere i strukturerte produkter. Denne diskusjonen er forløperen til forrige avsnitt. K&Z synes det har vært for mye fokus på tapsbegrensningen som produktene representerer, og vil med denne analysen se på forventet avkastning og prøve å beregne denne, altså ex ante, kontra ex post i forrige avsnitt. Denne er særst relevant for min oppgave og den kommende rettsaken, da de ser på gevinstpotensialet til de to produktene Røeggen investerte i, Global og Sektor.

Opsjonselementet er den delen som potensielt kan gi avkastning utover det garanterte beløpet i GASP. Verdien av denne komponenten er vanskelig å predikere, da kontantstrøm for opsjoner ved forfall alltid er usikker. K&Z benytter her en Monte Carlo-simuleringsteknikk som beregner mulige utfall av underliggende aktivum basert på input variabler i opsjonen, som beskrevet i kapittel 3 side 19 og 20. Ut av dette kalkulerer de seg frem til en indikasjon på opsjonens verdi, her vil formen på usikkerheten rundt kontantstrøm ved forfall være vesentlig. Deres konklusjon er at;

”investor blir i svært liten grad kompensert for den risikoen han påtar seg ved kjøp av disse produktene”.⁶⁷

De kommer frem til en sannsynlighet på mellom 46,35 % -57,1 % for at produktene gir lavere avkastning enn en risikofri plassering. Og forventet avkastning ligger 0,9-2,1 % utover denne risikofrie renten.⁶⁸ Global har et bedre gevinstpotensial enn Sektor. Dette kommer av at Sektor har en lengre periode for gjennomsnittsberegningen av underliggende. Produktenes

⁶⁵ K&Z (2007), Realisert avkastning på garanterte spareprodukter, side 8.

⁶⁶ K&Z (2006), Forventet avkastning på aksjeindeksobligasjoner.

⁶⁷ K&Z (2006) Forventet avkastning på aksjeindeksobligasjoner, side 82.

⁶⁸ K&Z (2006), Forventet avkastning på aksjeindeksobligasjoner, side 82.

opsjoner er altså av asiatisk type, som beskrevet på side 20, noe som trekker ned den forventede avkastningen ved at volatiliteten til utviklingen på underliggende aktiva reduseres. Disse resultatene var basert på 100 % egenkapitalfinansiering, inklusive de ulike nivåene på tegningskostnadene, disse kostnadsandelene reduseres jo høyere beløp man investerer.

Når det gjelder lånefinansiering er K&Z ikke nådige. Her forutsetter de en fast lånerente på 8,75 %. Denne representerer en effektiv rente på en reell lånekontrakt inngått mellom en sparekunde og DnB NOR for disse produktene. K&Z konkluderer her med at kundene hadde et forventet tap på investeringene, uansett nivå på tegningskostnadene. Sannsynligheten for tap beregnes til 2/3, altså at avkastningen fra produktene ikke er tilstrekkelig til å dekke rentekostnadene. Gitt at investeringen går med tap, viser K&Z sine beregninger at det forventede tapet er hele 38-45 % av lånt beløp!⁶⁹

K&Z kritiseres av DnB NOR for at de har benyttet for lav volatilitet, størrelsesorden 20 % per år, noe som resulterer i lavere opsjonsverdi og mulighet for avkastning. DnB NOR benytter en riktigere volatilitet i deres øyne, over 30 %, denne volatiliteten representerer markedsvolatiliteten på tidspunktet produktene ble solgt. K&Z argumenterer imot at denne volatiliteten ikke kunne forventes å vedvare i hele produktets løpetid.⁷⁰ DnB NOR kommer frem til +3,8 % forventet avkastning for Global, og -1 % for Sektor.⁷¹ K&Z finner henholdsvis -7,59 % og -10,53 % i negativ forventet avkastning.⁷² Med andre ord, de forskjellige parameterne gir rom for betydelige forskjeller.

Gitt opplysningene fra K&Z, vil jeg her gjennomgå en svært forenklet sannsynlighetsberegning for implisitt å finne et anslag på forventet gevinst, gitt at investeringen faktisk ender positivt for investor. Altså en positiv vinkling av K&Z sine beregninger ovenfor av forventet tap, gitt tap. Sannsynligheten for tap var altså 2/3, antar da at sannsynligheten for gevinst var 1/3. Forventet tap, gitt tap var 38-45 %, la oss si 40 % for denne gjennomgangen. Forventet tap for produktene som helhet var -7,59 % og -10,53 %, legger til grunn -9 % forventet tap her. Med avrundingene av disse tallene får vi denne sammenhengen:

⁶⁹ K&Z (2006), Forventet avkastning på aksjeindeksobligasjoner, side 83.

⁷⁰ Vg, Dine Penger.

⁷¹ Vg, Dine Penger.

⁷² K&Z (2006), Forventet avkastning på aksjeindeksobligasjoner, side 82 tabell 5.

$$-0,09 = \frac{2}{3}(-0,4) + \frac{1}{3}X$$

$$X = \frac{\frac{2}{3}(-0,4) - (-0,09)}{\frac{1}{3}} = 0,53$$

X representerer her forventet gevinst, gitt at investeringen ender positivt. Ved benyttelse av omtrentlige tall fra K&Z beregner jeg denne til å være hele 53 %. Dette er ikke nødvendigvis riktig, men kan være en god indikasjon på de store variasjonene i avkastning en investor eksponeres for ved lånefinansiering til GASP. Også i samsvar med funnene fra rapporten til Kredittilsynet, som presentert på side 30 i denne utredningen.

Til tross for det svært negative resultatet i K&Z sin konklusjon, presiserer de at de har benyttet svært optimistiske antakelser for ekstraavkastning i aksjemarkedet fremfor risikofri plassering.⁷³ Dette medfører at forventet avkastning på produktene blir høyere. Allikevel viser deres beregninger at avkastningen på egenkapitalfinansiering bare er marginalt bedre enn en plassering til risikofri rente. Ved å anbefale slike investeringer anklager K&Z bankene for å misbruke tilliten de har blitt vist fra kundene. Til slutt støtter de småsparene, og mener at de ikke kan klandres for å investere i disse tapsprosjektene, da produktene er innviklede og vanskelige å gjennomskue.⁷⁴

4.5 Thore Johnsen

Professor Thore Johnsen⁷⁵ ved Norges Handelshøyskole ble av bankklagenemnda utnevnt til sakkyndig i Røeggen-saken.⁷⁶ I den forbindelse fikk han i oppdrag å skrive en uavhengig rapport om GASP.⁷⁷ Johnsen vurderer forventet avkastning til produktene Global og Sektor, i tillegg analyserer han den lånefinansierte investeringen Røeggen ble anbefalt av DnB NOR. Johnsen benytter kun informasjon som var tilgjengelig på salgstidspunktet for å beregne

⁷³ K&Z (2006), Forventet avkastning på aksjeindeksobligasjoner, side 83.

⁷⁴ K&Z (2006), Forventet avkastning på aksjeindeksobligasjoner, side 84.

⁷⁵ Fra nå omtalt som Johnsen.

⁷⁶ Bankklagenemnda, 2009-001 - Lånefinansierte aksjeindeksobligasjoner – forventet negativ avkastning?

⁷⁷ Johnsen, T. (2008).

forventet avkastning. Videre benytter Johnsen rapporter om forventet avkastning fra DnB NOR og K&Z til å sammenligne med sitt eget arbeid. Her beskriver Johnsen diskusjonen mellom partene til å være forskjeller i valg av parametere som volatilitet, renter, utbytterater og risikopremier. Valg av disse parameterne, også beskrevet i kapittel 3 side 20, vil være av betydningsfull karakter ved prising av opsjoner.

Johnsen legger frem en teori om at produktene inneholder to forskjellige typer kostnader som kundene ikke har vært klar over. I tillegg til de avtalte tegningskostnadene, mener han at det eksisterte skjulte honorarer både til DnB NOR og til en internasjonal bank DnB NOR muligens benyttet for å kjøpe opsjonene.⁷⁸ En opsjonsbank vil normalt ta en premiekostnad utover teoretisk opsjonspremie, premiekostnaden ble i dette tilfellet belastet kjøper av de sammensatte produktene. Johnsen benytter her en opsjonsprisindemodell for å vurdere prisingen av opsjonene, og derav implisitt finne de skjulte kostnadene.

Her følger et utdrag fra de viktigste forskjellene i valg av parametere mellom Johnsen, K&Z og DnB Nor:⁷⁹

Parametere	Global indeks			Sektor indeks		
	K&Z	DnB	Johnsen	K&Z	DnB	Johnsen
Utbytteavkastning	1,66 %	0,96 %	1,50 %	2,07 %	1,97 %	2,00 %
Geometrisk risikopremie	5,78 %	3,45 %	3,00 %	5,17 %	3,49 %	2,70 %
Volatilitet	15,70 %	23,60 %	18,00 %	17,80 %	28,60 %	22,00 %

Tabell 1: Utdrag av de viktigste forskjellene på parametervalgene mellom K&Z, DnB Nor og Johnsen.

Utbytteavkastningen tilsvarer her dividenderaten fra teorien om prising av opsjoner side 19 og 20. Risikopremier for indeksene baseres her på enkel meravkastning i forhold til valutaswaprenten.⁸⁰ Geometrisk henviser til beregningsmetoden som er benyttet til å anslå denne meravkastningen, se side 25 for en generell beskrivelse. Volatilitet er her et uttrykk for den daglige kursendringen for indeksene, og er den sentrale verdidriveren for opsjonsdelen i produktene.⁸¹

⁷⁸ Johnsen, T. (2008) side 6.

⁷⁹ Johnsen, T. (2008) Hentet fra tabell 4 side 12.

⁸⁰ Johnsen, T. (2008) Tabell 4 side 12.

⁸¹ Johnsen, T. (2008) side 15.

Utbytteavkastningen har en direkte negativ effekt på forventet kursvekst for den underliggende opsjonsindeksen, og derav opsjonsverdien. Med lav utbytteavkastning vil altså opsjonen få en høyere verdi. Johnsen mener at de forskjellige resultatene for Global skyldes hovedsakelig DnB NOR sitt valg av lavere utbytteavkastning for indeksen. Investorene ble her delvis kompensert for tapte utbytter med en avkastningsfaktor på 105 %, men dette gjelder bare for Global.⁸² Her har DnB NOR kun sett på siste års utbytteavkastning, mens K&Z benyttet en lengre historisk periode på 5 år for å anslå utbytteavkastningen.⁸³ Johnsen støtter DnB NOR sitt utsagn om at et kortsiktig perspektiv på tidligere utbytteavkastning er mer relevant ved vurdering av fremtidig utbytteavkastning, men bare så fremt denne også er i nær fremtid.⁸⁴ For Global og Sektor er løpetiden 6 år, Johnsen mener dermed at DnB NOR burde sett på en lengre periode. Johnsen benytter derimot en utbytteavkastning basert på mer ”normale historiske nivåer” i sin analyse, og havner omtrent midt mellom DnB NOR og K&Z på 1,5 % i utbytteavkastning for Global.⁸⁵

For Sektor kan forskjellen stort sett forklares ut fra ulike risikopremier og volatilitet. DnB NOR benyttet en noe lav risikopremie, men en vesentlig høyere volatilitet enn K&Z⁸⁶. Opsjonsverdier stiger både med høyere risikopremie og høyere volatilitet. Nettoeffekten av disse to forskjellige parametervalgene utgjør altså hovedforskjellen mellom DnB NOR og K&Z i forventet avkastning for Sektor. K&Z velger historiske data fra de foregående 5 årene for å beregne sin volatilitet. DnB NOR hevder på sin side at implisitt volatilitet er mer relevant, altså den volatiliteten opsjonene faktisk ble priset til, noe Johnsen for øvrig delvis er enig i.⁸⁷ Johnsen velger allikevel lavere volatiliteter enn DnB NOR da han baserer seg på historisk volatilitet i perioden 1988 frem til år 2000. Med dette anser Johnsen sine egne nivåer for relativt realistiske anslag på forventet implisitte volatiliteter. Han begrunner dette videre med denne påstanden:

⁸² Johnsen, T. (2008) side 2.

⁸³ Johnsen, T. (2008) side 13.

⁸⁴ Johnsen, T. (2008) side 13

⁸⁵ Johnsen, T. (2008) side 13.

⁸⁶ Johnsen, T. (2008) side 10.

⁸⁷ Johnsen, T. (2008) side 15.

*”Det er grunn til å tro at DnB NORs svært høye implisitte volatilitetstall også reflekterer høye kostnadsmarginer benyttet av opsjonsbanken”.*⁸⁸

Dersom dette stemmer kan det tyde på at DnB Nor selv også har blitt utsatt for skjulte kostnader, dersom de ikke har vært klar over denne marginen. Vi ser fra tabellen over at det også er store forskjeller i valg av volatilitet for Global, men her anslår Johnsen at effekten omtrent blir nøytralisert med DnB NOR og K&Z ulike valg av risikopremierer.⁸⁹

Ved analyse av lånefinansiering har DnB NOR og K&Z benyttet marginalt forskjellige effektive lånerenter, hvor DnB NOR benyttet 8,51 %, og K&Z har brukt 8,37 %.⁹⁰ Johnsen benytter også 8,51 % som kostnad på gjeldsfinansiering. Nedenfor vises en oversikt over årlig forventet avkastning, effektiv lånerente, og årlig forventet avkastning med lånefinansiering, alle tall er inkludert 4,5 % i tegningskostnader:⁹¹

	Global indeks			Sektor indeks		
	K&Z	DnB	Johnsen	K&Z	DnB	Johnsen
Forventet avkastning EK	7,70 %	9,48 %	7,07 %	7,16 %	9,82 %	7,12 %
Effektiv lånerente	8,37 %	8,51 %	8,51 %	8,37 %	8,51 %	8,51 %
Forv. Avk. Lånefinansiert	-1,31 %	1,50 %	-2,32 %	-1,84 %	2,02 %	-2,23 %

Tabell 2: Forventet avkastning EK og lånefinansiering for Global og Sektor.

Her ser vi tydelig hvilke utslag de forskjellige valg av parametre utgjør, særlig når vi ser på forventet avkastning med lånefinansiering. DnB NOR fastholder at denne er positiv, mens Johnsen underbygger konklusjonen til K&Z om at disse produktene ikke var egnet til lånefinansiering. Faktisk beregner Johnsen sannsynligheten for tap med gjeldsfinansiering til å være hele 68 % for Global, og 69 % for Sektor.⁹²

⁸⁸ Johnsen, T. (2008) side 16.

⁸⁹ Johnsen, T. (2008) Figur 1 side 11.

⁹⁰ Johnsen, T. (2008) side 12.

⁹¹ Johnsen, T. (2008) Lånerentene er hentet fra tabell 4 side 12, forventet avkastning EK fra side 17, og forventet avkastning ved lånefinansiering fra figur 8 side 22.

⁹² Johnsen, T. (2008) side 22.

6 års swaprente var på denne tiden 6,77 %, ⁹³ noe som innebar en kredittpremie i forhold til lånerenta på 1,74 % (8,51 % - 6,77 %). Omtrent 2/3 av nominelt innskuddsbeløp, nåverdien av garantibeløpet, ble da plassert til en rente på 6,77 %, hvorpå man med lånefinansiering måtte betale en effektivrente på 8,51 % for denne investeringen.

Ut fra dette har jeg selv laget en tabell for å illustrere effekten av kredittpremien på den garanterte delen av produktene: Noe forenklet da avtalen for Røeggen innebar månedlig betaling av renter, ikke årlig. Den årlige differansen på 1,74 % har jeg valgt å diskontere med 6 års swaprente, et annet alternativ kunne vært og diskontert de årlige differansene i forhold til yield-kurven. Det vil si å diskontere med 1 årsrenten for det første året, 2 årsrenten for det andre året, også videre.

Innskuddsbeløp	100 000	
6-års swaprente	6,77 %	
Nåverdi av Garantibeløp	67 500	$(100\,000 / (1,0677^6))$
Kredittpremie	1,74 %	$(8,51\% - 6,77\%)$
Årlig differanse	$(1,74\% / (1,0677^T)) * 67\,500$	
Sum total differanse	5 638	Sum diskonterte differanser

Tabell 3: Kredittpremie av garantielementet i et GASP ved lånefinansiering.

Omtrent 5,5 % av investeringsbeløpet ”forsvant” ved denne fikse metoden fra hendene på investorene allerede ved inngåelse. På grunn av garantibeløpet var i realiteten bankens kredittrisiko begrenset til kun rentebetalingene, Johnsen mener derfor at kredittpremien fremstår som urimelig høy. Videre konkluderer han med følgende:

”Ut fra min vurdering anser jeg bankens lånetilbud som uansvarlig i forhold til uprofesjonelle småinvestorer”. ⁹⁴

I tillegg til denne marginen på lånefinansiering presiserer Johnsen at produktene hadde vesentlige skjulte kostnader. Dette innebar honorarer til DnB NOR utover tegningskostnadene som kundene ble opplyst om. Kostnadene innebar marginer utover teoretisk opsjonspris fra en internasjonal opsjonsbank og marginer innbakt i selve produktene fra DnB NOR, totalt på ca

⁹³ Johnsen, T. (2008) side 21.

⁹⁴ Johnsen, T. (2008) side 21.

10 % i nåverdi av innskuddsbeløpet.⁹⁵ Honorarer som DnB NOR bakte inn i produktene mener Johnsen burde vært opplyst om i prospektene. Videre uttaler han at prospektene manglet vesentlig informasjon om produktenes egenskaper. Dette gjelder betydningen av at indeksenenes avkastning ble beregnet basert på gjennomsnittskurser (asiatisk hale), og at indeksene ikke ble justert for utbytte. Selv om kundene hadde blitt opplyst om disse egenskapene ved produktene, mener Johnsen det hadde vært tvilsomt at en uprofesjonell investor ville forstått følgene disse egenskapene hadde for potensiell avkastning.⁹⁶

Oppsummert inneholdt produktene følgende kostnader: Tegningskostnader, skjulte kostnader i form av honorar til opsjonsbank og honorar til DnB NOR, i tillegg kom kredittpremie ved ei eventuell gjeldsfinansiering. Totalt beregner Johnsen alle disse kostnadene til å ha vært ca 15 % av nominelt innskudd ved bruk av egenkapital, og hele 25 % ved 100 % lånefinansiering, henholdsvis 3 % og 5 % effektivt per år.⁹⁷

4.6 Snorre Lindset

Professor Snorre Lindset⁹⁸ ved Trondheim Økonomiske Høgskole fikk i oppdrag fra Forbrukerrådet å skrive en rapport om GASP basert på en finansfaglig vurdering. Da særlig med tanke på hvor typiske Global og Sektor var i forhold til andre produkter som ble tilbudt.⁹⁹ Lindset valgte å se på tilfeldige utvalg av produkter fra DnB NOR, Nordea og Orkla Finans. Han benytter disse til å sammenligne de potensielle avkastningsmulighetene og kontantstrømmene de kan generere opp mot egenskapene til Global og Sektor.

Lindset konkluderer med at Global og Sektor har en relativt lav grad av kompleksitet, lignende produkter klassifiserer han som *ikke-eksotisk*.¹⁰⁰ Omtrent halvparten av hans tilfeldig utvalgte produkter havner i denne kategorien. De resterende produktene anser Lindset for å

⁹⁵ Johnsen, T. (2008) side 24 og 27.

⁹⁶ Johnsen, T. (2008) side 27.

⁹⁷ Johnsen, T. (2008) side 24 og 25.

⁹⁸ Omtales videre som Lindset.

⁹⁹ Lindset, S. (2008)

¹⁰⁰ Lindset, S. (2008) side 34.

inneha større kompleksitet enn referanseproduktene Global og Sektor, disse gir han betegnelsen *eksotisk*.¹⁰¹ Til tross for denne oppdelingen av kompleksitet mener Lindset det er uproblematisk å påstå at Global og Sektor er representative for andre GASP. Han finner ingen typisk avkastningsfordeling for kompliserte produkter som er dominerende ovenfor ikke-eksotiske, rent økonomisk mener Lindset derfor at forskjellene ikke er så store.¹⁰²

Lindset vil ikke trekke noen bastante konklusjoner på hvorvidt GASP er egnet for uprofesjonelle investorer. Men han mener at den detaljerte beskrivelsen av derivatdelen kunne være vanskelig å forstå, hvor flere av produktene Lindset analyserte utviste en høy grad av kompleksitet.¹⁰³ I tillegg kommer Lindset med denne interessante bemerkningen:

*”I de mer detaljerte produktbeskrivelsene som ofte ligger lenger bak i prospektene, framkommer det av og til informasjon som gjør at produktenes egenskaper kan avvike en god del fra hva reklamen tidlig i prospektet skulle tilsi.”*¹⁰⁴

Når Lindset i tillegg til de kompliserte og uoversiktlige betingelsene trekker inn de høye kostnadene forbundet med investeringene, både kjente og skjulte, mener han det er tvilsomt at de gjennomgåtte produktene egnet seg til ikke-profesjonelle investorer. For produkter som ble finansiert med lån er Lindset derimot meget tydelig:

*”Selv om lånefinansiering ikke har vært fokus for denne rapporten, synes det helt klart at produktene har vært uegnet for investorer som har måttet lånefinansiere sine investeringer.”*¹⁰⁵

4.7 Petter Bjerksund

I sitt notat om lånefinansiering til garanterte spareprodukter, anbefaler Professor Petter Bjerksund¹⁰⁶ ved Norges Handelshøyskole de enkelte kunder å ta kontakt med sin bank for å

¹⁰¹ Lindset, S. (2008) side 34.

¹⁰² Lindset, S. (2008) side 34.

¹⁰³ Lindset, S. (2008) side 36.

¹⁰⁴ Lindset, S. (2008) side 36.

¹⁰⁵ Lindset, S. (2008) side 35.

¹⁰⁶ Lindset, S. (2008) side 35.

kreve at vilkårene i avtalen endres eller at hele avtalen annulleres.¹⁰⁷ Bakgrunnen for dette er at Bjerksund mener kundene ender opp med en uoversiktlig og komplisert avtale med urimelige vilkår som en vanlig forbruker vil finne vanskelig å forstå. I tillegg er avtalen inngått som et resultat av forbrukerens tillitsforhold til banken og bankens kunderådgivning.

Bjerksund går her igjennom et scenario hvor kundene kun ønsker en investering i tilleggsbeløpet, hvorpå banken anbefaler en lånefinansiering av hele produktet. Ved å anbefale lånefinansiering kan banken ta en betydelig skjult margin på kundens bekostning. Med dette menes det at den garanterte delen sikres til en rente som er lavere enn renta som tilbys på lånet¹⁰⁸, som vist under del kapittelet med Thore Johnsen side 40. Da lånet innvilges med full sikkerhet i produktet, er det i praksis ingen risiko forbundet med hovedstolen, altså selve lånebeløpet, da dette er garantert tilbakebetalt ved forfall av GASP. Det skulle derfor ikke være noen grunn til en slik rentemargin.¹⁰⁹ Bjerksund trekker konklusjonen videre til at man da i praksis låner penger tilbake til seg selv, med en margin som banken drar nytte av. Han presiserer også at tilretteleggings- og tegningskostnadene burde vært lavere ved ei lånefinansiering, da man i realiteten investerer bare i tilleggsbeløpet, altså opsjonen, og ikke i hele sparepakken.

Totalt beregner Bjerksund kundenes tap til å være mellom 3,25 - 4,25 % per år, dette inkluderer rentemargin, tilretteleggings- og tegningskostnader. Han antar totalt utestående lån til garanterte spareprodukter på 32 milliarder, noe som påfører kundene et tap på omtrent 1 milliard hvert år!¹¹⁰

I likhet med Johnsen sine konklusjoner påpeker Bjerksund at opsjonsverdiene kan ha vært priset for høyt i prospektene, i forhold til deres virkelige verdi.¹¹¹ Eventuelt burde tilbyderne endret avkastningsfaktoren til et høyere nivå for å kompensere for kostnadene. Institusjonene som solgte GASP kan derfor mistenkes for og hatt en tendens til ”å blåse opp”

¹⁰⁶ Fra nå av omtalt som Bjerksund

¹⁰⁷ Bjerksund, P. (2008) side 4.

¹⁰⁸ Bjerksund, P. (2008) side 3.

¹⁰⁹ Bjerksund, P. (2008) side 3.

¹¹⁰ Bjerksund, P. (2008) side 4.

¹¹¹ Bjerksund, P. (2008) side 4.

opsjonsandelene i sine produkter, noe som igjen har påført kundene ytterligere skjulte kostnader.

Det forundrer meg litt at Bjerksund ikke trekker inn at kundene faktisk burde blitt presentert et produkt som innebar en investering i kun opsjonsdelen. Da man i realiteten ikke har behov for et garantert beløp tilbake når man benytter seg av et lån. Kanskje har Bjerksund bevisst unnlatt å legge frem kun opsjonen som et alternativ, og på denne måten unngått diskusjonen rundt en høyere kredittrisiko for banken ved lån til kun opsjoner. Som Bjerksund selv forutsatte, var det kun tilleggsbeløpet som var av interesse for de som ble tilbudt lånefinansiering. Ved ei lånefinansiering utgjør med andre ord bankinnskuddet, det garanterte elementet i de sammensatte produktene, ingen mening. Bjerksund mener derfor at det er rimelig å tro at banken da ville ta en pris tilsvarende verdien på opsjonen pluss en forholdsmessig andel av tilretteleggings- og tegningskostnadene.¹¹² Her er det muligens motiver fra bankenes side til å selge hele pakken, istedenfor de enkelte komponentene i GASP hver for seg.

Fra kundenes synspunkt derimot, ville et alternativ med kun opsjonen vært det foretrukne alternativ ved lånefinansiering. Dette vil jeg prøve å illustrere og gå grundigere inn på i neste kapittel, slik vil analysen til Bjerksund og Johnsen tas et steg videre.

¹¹² Bjerksund, P. (2008) side 2.

5 Analyse av lånefinansiering til garanterte spareprodukter

GASP har flere opplagte alternative investeringsvalg, der det er mest naturlig å se på vanlig banksparing, aksjefond, aksjer og opsjoner. Ren banksparing er enkelt å sammenligne, men for de andre alternativene møter vi valg mellom fremtidige, usikre kontantstrømmer, der verdsetting av produktene skjer under usikkerhet. Som gjennomgått i kapittel 4 har tidligere analyser gått grundig inn på å avdekke forventet avkastning på de sammensatte produktene. Men her er det rom for ulike forutsetninger. Analysene munner ut i diskusjoner vedrørende inputvariablene knyttet til opsjonselementet. Disse er svært avgjørende for prisingen og avkastningen på GASP.

Garantien i produktene sikrer at en investering i GASP ikke blir negativ, sett bort fra tegningsomkostningene. Ved lånefinansiering gjelder ikke dette resonnementet. En utbetaling av kun garantisum ved forfall, vil medføre at investoren taper lånekostnadene fullt ut. For at ei investering i GASP med lånt kapital skal unngå negativ avkastning, må derfor produktets utbetaling ved forfall dekke lånekostnadene. Lånefinansiering fører med andre ord til en betydelig høyere risiko, men også til en giring av egenkapitalen som potensielt kan gi høy avkastning. Giring er her et uttrykk som refererer til bruken av lånt kapital for å supplere egenkapitalen.

Garantidelen i GASP er i utgangspunktet et godt tilbud fra banken, da dette vanligvis er et innskudd som plasseres til NIBOR. Denne renten ligger normalt noe høyere enn renten som tilbys ved vanlige bankinnskudd. Men ved lånefinansiering vil man tape på garantien, da lånerenten vil ligge over innskuddsrenten. Nedenfor vil jeg derfor gå igjennom et hypotetisk alternativ for kundene, der de kunne valgt å kjøpe bare derivatelementet med et annuitetslån. Forutsetter at øvrige lånebetingelser er lik det avdragsfrie lånet som ble tilbydd ved kjøp av hele GASP.

5.1 GASP vs Derivat finansiert med lånt kapital

I likhet med Petter Bjerksund, vil jeg her se på hvordan man kan ta deltakelse i tilleggsbeløpet fra et GASP, uten å investere i alle elementene. Som nevnt på forrige side vil garantielementet være et godt tilbud ved bruk av egenkapital. Men ved lånefinansiering vil garantielementet være et tapsprosjekt. Dette fordi andelen av lånet som settes av til å sikre garantibeløpet plasseres i banken til en rente som er lavere enn renta på lånet. Forutsetter derfor at låntaker kun er interessert i tilleggsbeløpet, det vil si den eventuelle kontantstrømmen opsjonen kan generere.

Med de nye retningslinjene fra Kredittilsynet ble bankene påkrevd å opplyse om hvordan produktene var bygd opp, og hvor stor andel som gikk bort til kostnader.¹¹³ Salgsprospektene inneholder derfor vesentlig bedre informasjon etter innføringen av disse retningslinjene. Her følger et eksempel fra Sparebanken Vest og produktet Spar X BRIC 40 II¹¹⁴:

B. Totale kostnader i prosent av Innbetalt beløp

Totale kostnader er margin pluss etableringsomkostningene. Prosentvis fordeling av kostnadene avhenger av størrelsen på etableringsomkostningene – som varierer fra 0,2 % (lavest) til 3 % (høyest). Under er et estimert intervall for totale kostnader;

	Lavest	Høyest
Innskuddselement	84,73 %	82,43 %
Opsjoner	11,63 %	11,31 %
Totale kostnader	3,64 % (1,21 % p.a.)	6,26 % (2,08 % p.a.)

Ulike tilbydere vil kunne få ulik pris på opsjonsdelen i produktet avhengig av hvilken strategisk posisjon de har i markedet. Faktisk rente på bankinnskuddet vil være NIBOR, som per 23. oktober er 5,64 % p.a. Bankens innlånsrente for lån med tilsvarende løpetid er NIBOR + 15 punkter.

Som vi ser her vises en prosentvis fordeling av kostnadene. Det er verdt å merke seg at innbetalt beløp inkluderer etableringsomkostninger, og er derfor et høyere beløp enn den garanterte summen. Selv om betegnelsen garantert spareprodukt gir inntrykk av at hele det innbetalte beløp er garantert tilbakebetalt. Etableringsomkostningene varierer her etter hvor stor investeringen er, derfor blir den prosentvise fordelingen til de ulike elementene litt forskjellige. I tabellen på neste side vises fordelingen til de ulike elementene med høyeste og laveste kostnader per 100 kroner av innskuddsbeløpet, kun for å illustrere effekten av de forskjellige etableringsomkostningene:

¹¹³ § 3 (b) i Finanstilsynets forskrift av 26.09.2006.

¹¹⁴ SparebankenVest Spar X BRIC 40 II (2007) side 15.

Kostnader	Lavest i %	Lavest i kr	Høyest i %	Høyest i kr
Innskuddsbeløp		100		100
Etableringsomkostninger	0,20 %	0,2	3 %	3
Innbetalt beløp		100,2		103
Innskuddselement i %	84,73 %	84,90	82,43 %	84,90
Opsjoner i %	11,63 %	11,65	11,31 %	11,65
Kostnader i kroner	3,64 %	3,65	6,26 %	6,45
Totalt	100 %	100,20	100 %	103,00

Tabell 4: Prosentvis fordeling av elementene i et GASP.

Fordelingen til opsjoner og innskuddselement blir de samme i kroner og øre. Den eneste forskjellen er altså etableringsomkostningene, selve produktet er det samme per 100 kroner av innskuddsbeløpet. For å finne beløpet avsatt til innskuddselementet og opsjoner, kan jeg derfor benytte antall kroner avsatt til de ulike delene pr 100 kroner av innskuddsbeløpet, uavhengig av etableringsomkostningene. Totale kostnader inkluderer her både etableringsomkostninger og margin bygd inn i produktet. Marginen i produktet finnes ved å ta innskuddsbeløpet minus innskuddselementet og andelen benyttet til kjøp av opsjoner. For produktet til Sparebanken Vest blir marginen $100\text{kr} - (84,90 + 11,65) = 3,45$ kroner. Totale kostnader blir da 3,45 % av innskuddsbeløpet uansett størrelsen på investeringen, pluss etableringsomkostningene som varierer etter investeringsbeløpet.

Fra slutten av år 2006 ble salgsprospektene for GASP pålagt av finanstilsynet¹¹⁵ å oppgi informasjon om faktisk rente på bankinnskuddet, eller nullkuponobligasjonen, altså den garanterte delen av produktet. Fra utklippet på forrige side ser vi at produktet fra Sparebanken Vest tilbyr rente på bankinnskuddet lik NIBOR pr oktober 2007. I tillegg følger det eksempler på lånefinansiering og hvilken fastrente som tilbys fra banken, omtrent på gjeldende tidspunkt for inngåelse av produktet;¹¹⁶

¹¹⁵ § 4 i Finanstilsynets forskrift av 26.09.2006

¹¹⁶ Sparebanken Vest Spar X BRIC 40 II (2007) side 15. Etter plikt fra § 8 i Finanstilsynets forskrift av 26.09.2006.

11) Lånefinansiering

Dersom du velger å lånefinansiere med sikkerhet i Innskuddsbeløpet, vil din kunderådgiver som en del av tilbud om lån gi deg de opplysninger som kreves. Før du velger lånefinansiering er det viktig at alle renter og omkostninger tas i betraktning.

Eksempel på lånefinansiering av innskudd på kr 200.000:

Med etableringsomkostninger på kr 5.000 og etablerings- og depotgebyr på kr 1.000 er Innbetalt beløp kr 206.000. Egenkapitalen utgjør dermed kr 6.000 og lånebeløpet kr 200.000. Du er uansett sikret å få igjen kr 200.000 ved bindingstidens utløp. Man kan velge lån med fast eller flytende rente. Renten kan endre seg i salgsperioden. Med en fastrente på for tiden, 6,3 % (eff. rente 6,8 %) er samlet lånekostnad kr 38.880. Tar vi med etableringsomkostninger på kr 6.000, er totalkostnaden kr 44.880. For at investeringen skal bli lønnsom, må avkastningen bli minst 22,5 %, som tilsvarer årlig avkastning på 6,9 %. Maksimalt tap er kr 44.880, eller kr 32.314 etter skatt om du ikke mottar avkastning.

Den effektive renten inkluderer kostnader ved inngåelse og termingebyr på 30 kr.¹¹⁷ I min sammenligning vil jeg se på fastrenten som tilbys da jeg skiller ut kostnadene. Jeg forutsetter altså at total kurtasje ved å investere i det sammensatte produktet er den samme ved å kjøpe et derivat, selv om det kan diskuteres for lavere kurtasje ved kjøp av kun opsjoner.¹¹⁸

For at investeringen skal bli lønnsom ved lånefinansiering, presiseres det hvor høy avkastningen på produktet må være for å dekke lånekostnader og etableringsomkostninger, i henhold til kredittilsynets forskrift av 2006.¹¹⁹ Denne avkastningen må altså være over den effektive lånerenten. Her vises en oversikt over hvordan de totale lånekostnadene fremkommer i eksempelet til Sparebanken Vest:

Løpetid	Lånerente	Lånebeløp
36 måneder	6,30 %	200 000
Lånekost per år	12 600,00	(200 000*6,3 %)
Lånekost per mnd	1 050	(12 600/12)
Termingebyr	30	
Total kost per mnd	1 080	(1 050+30)
Samlet lånekost	38 880	(1 080*36)
Total egenkapital	6 000	Etableringsomkostninger + depotgebyr
Maksimalt tap	44 880	

Tabell 5: Lånefinansiering av SparebankenVest Spar X BRIC 40 II, hentet fra eksempel i prospekt.

¹¹⁷ Viser til telefonsamtale pr 12.05.10. med produktansvarlig Ronny Vabø hos Sparebanken Vest.

¹¹⁸ Se priser fra Netfonds.

¹¹⁹ § 8 (a), § 8 (b) og § 8 (c) i Finanstilsynets forskrift av 26.09.2006

Ved lånefinansiering ble kundene satt opp til å betale månedlige etterskuddsrenter, med termingebyr på 30 kroner. Egenkapitalen i form av etableringsomkostninger og depotgebyr ble innbetalt ved oppstart.¹²⁰ Effektiv rente er opplyst i prospektet til å være 6,8 % per år, eksklusiv etableringsomkostninger på 6000 kroner. Den effektive renten kan beregnes ved å finne perioderenten, q , for så å finne den effektive renten per år, p .¹²¹

$$CF_0 = \frac{CF_1}{1+q} + \frac{CF_2}{(1+q)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+q)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+q)^t}$$

$$200\,000 = \frac{1\,080}{1+q} + \frac{1\,080}{(1+q)^2} \dots \frac{1\,080 + 200\,000}{(1+q)^{36}}$$

$$\rightarrow q = 0,54\%$$

$$p = (1 + 0,0054)^{12} - 1 = 6,676\%$$

Mine beregninger stemmer ikke overens med opplysningene i prospektet. Sannsynligvis har Sparebanken Vest tatt utgangspunkt i et annuitetslån med terminbeløp på 6 141,61¹²² kroner ved utregning av den effektive renten:

$$200\,000 = \frac{6\,141,61}{1+q} + \frac{6\,141,61}{(1+q)^2} \dots \frac{6\,141,61}{(1+q)^{36}}$$

$$\rightarrow q = 0,552\%$$

$$p = (1 + 0,00552)^{12} - 1 = 6,83\%$$

Månedlig terminbeløp inkluderer da både renter, gebyrer og avdrag. Dette virker noe rart da man ikke betaler avdrag ved lånefinansiering til et GASP. For at investeringen skal ende positivt for investor må altså spareproduktet gi en utbetaling som dekker maksimalt tap. Dette betyr en total avkastning på $44\,880 / 200\,000 = 22,44\%$. Jamfør eksempelet til Petter

¹²⁰ Viser til telefonsamtale pr 12.05.10. med produktansvarlig Ronny Vabø hos Sparebanken Vest.

¹²¹ Knut Boye og Steen Koekebakker (2006) side 136.

¹²² Formel for amortiseringsfaktor: $((1+r)^n * r) / ((1+r)^n - 1) = ((1+0,063/12)^{36} * (0,063/12)) / ((1+0,063/12)^{36} - 1) = 0,03056$. Terminbeløp = $0,0306 * 200\,000 = 6\,111,61 + 30 = 6\,141,61$. Formelen er hentet fra Knut Boye og Steen Koekebakker (2006) side 54.

Bjærksund¹²³ fremkommer denne totale avkastningen også på følgende måte: Perioderenten 0,54 % * 36 perioder = 19,44 % + Etableringsomkostninger 3 % (6000/200 000) = 22,44 %. Det kunne derfor vært hensiktsmessig og beregnet årlig avkastning nødvendig for å dekke de totale kostnadene. Benytter her samme fremgangsmåte som for utregning av årlig effektiv rente:

$$194\,000 = \frac{1\,080}{1+q} + \frac{1\,080}{(1+q)^2} + \dots + \frac{1\,080 + 200\,000}{(1+q)^{36}}$$

$$\rightarrow q = 0,633\%$$

$$p = (1 + 0,00633)^{12} - 1 = 7,87\%$$

194 000 fremkommer som nettokontantstrøm ved oppstart, lånebeløp 200 000 kroner minus egenkapital på 6 000 kroner. Effektiv avkastning pr år for å dekke alle kostnadene dersom man tar med etableringskostnader og depotgebyr øker da med ca ett prosentpoeng. Tatt i betraktning at det kun er opsjonselementet som genererer avkastning, må denne være på hele $44\,880 / (11650 \cdot 2) - 1 = 0,926 = 92,6\%$ for hele investeringsperioden. Eller $\sqrt[3]{1,926} - 1 = 24,4\%$ per år for at kunden skal dekke sine kostnader!¹²⁴

Dersom derivatet i produktet ikke generer noe ved forfall, vil man kun få utbetalt garantibeløpet, som normalt vil dekke opprinnelig lånebeløp, i dette tilfellet 200 000 kroner. Kunden vil da i verste fall tape innbetalt EK + totale lånekostnader som er betalt underveis,¹²⁵ maksimalt tap beregnes i prospektet til å være 44 880 kroner, som vist i tabellen på forrige side. Beregningsmetoden er forenklet og noe misvisende da man legger sammen beløp fra ulike tidspunkt. En mer korrekt metode ville vært og diskontert beløpene til for eksempel nåverdi ved produktets oppstart (NV), eller frem til verdien ved utløpsdatoen (FV). Velger her å diskontere til nåverdi og beregne fremtidsverdien med et avkastningskrav på to prosentpoeng under NIBOR, som opplyst i prospektet pr oktober 2007, altså 5,64 % - 2 % = 3,64 %. Avkastningskravet som benyttes skal gi uttrykk for den forrentning vi alternativt kan

¹²³ Bjærksund, P. (2008) side 3.

¹²⁴ Samme fremgangsmåte som Bjærksund, P. (2008) side 3.

¹²⁵ Enkelte aktører på markedet opererte med såkalt "paid up front", der alle kostnader ble betalt ved inngåelse. Viser til telefonsamtale med Ronny Vabø pr 12.05.2010.

oppnå.¹²⁶ Antar derfor at en investor kan oppnå 3,64 % avkastning, ved for eksempel å plassere pengene i banken:

$$NV = 6000 + \frac{1\,080}{1 + \frac{0,0364}{12}} + \frac{1\,080}{\left(1 + \frac{0,0364}{12}\right)^2} \dots \frac{1\,080}{\left(1 + \frac{0,0364}{12}\right)^{36}} = 42\,780 \text{ kroner}$$

$$FV = 1080 + 1080 * \left(1 + \frac{0,0364}{12}\right) + 1080 * \left(1 + \frac{0,0364}{12}\right)^2 \dots + 1080 * \left(1 + \frac{0,0364}{12}\right)^{35} \\ + 6\,000 * \left(1 + \frac{0,0364}{12}\right)^{36} = 47\,708 \text{ kroner}$$

Maksimalt tap opplyst i prospektet til 44 880 kroner blir derfor noe upresist, men kan tolkes som en slags ”tidsmessig middelverdi”. Fremtidsverdien kan også finnes med en enklere metode, ved å forflytte nåverdien slik, der q = perioderenten og T = antall perioder:¹²⁷

$$FV = NV * (1 + q)^T$$

$$FV = 42\,780 * \left(1 + \frac{0,0364}{12}\right)^{36} = 47\,708 \text{ kroner}$$

Et annet sentralt element ved investeringer er hvordan produktene skattlegges, her forutsetter jeg at de skattlegges likt, da både rentekostnader og tap på kjøp av finansielle opsjoner er fradragsberettiget.¹²⁸ Videre forutsetter jeg at det er en og samme kunde som har alternativet ved å investere i et av disse alternativene, og at eventuelle fradrag da kommer an på kundens innbetalte skatt. Skatt vil da være irrelevant for den videre analysen. Med alle variablene på plass kan jeg skille ut derivatdelen fra det sammensatte produktet, og deretter kalkulere totale lånekostnader ved inngåelse av hele produktet, mot kun opsjonen.

¹²⁶ Knut Boye og Steen Koekebakker (2006) side 32.

¹²⁷ Kan utledes fra formelen side 14. For nærmere gjennomgang, se Knut Boye og Steen Koekebakker (2006) kapittel 2 og 5.

¹²⁸ Skatteetaten, Finansielle instrumenter – Finansielle opsjoner.

5.1.1 Lånefinansiering av kun opsjonselementet

Som eksempel følger her et hypotetisk alternativ der man kan kjøpe kun opsjonen fra produktet til Sparebanken Vest. Kjøpet finansieres med et annuitetslån, til samme vilkår som lånefinansiering av BMA:

Amortiseringsfaktor: $((1+r)^n * r) / ((1+r)^n - 1) = 0,0306$		
Løpetid	Lånerente	Lånesum
36 måneder	6,30 %	11,65 * 200 = 23300
Lånekost per mnd	712,0	0,0306*23300
Termingebyr	30,0	
Total kost per mnd	742,0	(712+30)
Samlet lånekost	26712,1	(742*36)
Total Egenkapital	6000	Etableringsomkostninger + depotgebyr
Maksimalt tap	32712,1	(26712,1 + 6000)

Tabell 6: Lånefinansiering av kun derivatdelen fra eksempelet i prospektet for SparebankenVest Spar X BRIC 40 II.

Her fremkommer selve lånebeløpet til derivatdelen som to hundre ganger beløpet på 11,65 kroner avsatt til opsjoner pr 100 kroner av innskuddsbeløpet på 200 000 kroner. Totale rentekostnader og egenkapital utgjorde 44 880,- for å låne til BMA, disse representerte hele det potensielle tapet for det sammensatte produktet. Kunne man heller lånt til bare derivatet, uten garantibeløpet, ser vi at maksimalt tap bare ble 32 712 kroner. Denne summen inkluderer både renter, egenkapital og beløp til kjøp av opsjoner. Å tape alt høres kanskje ikke så fristende ut, men resultatet ser slett ikke så ille ut i forhold til maksimalt tap ved kjøp av hele produktet. Faktisk er forskjellen meget stor. Ved å investere i bare derivatelementet fremfor hele pakken vil man i dette tilfellet uansett komme $44\,880 - 32\,712 = 12\,168$ kroner bedre ut av det til slutt. Dette utgjør en forskjell på hele $(12\,168 / 44\,880) = 27,1\%$! Differansen fremkommer også på de månedlige utgiftene, 1050 kroner for bare renter ved kjøp av BMA, mens de totale månedlige kostnadene ved kjøp av kun opsjonselementet utgjør bare 712 kroner, pluss termingebyret på 30 som jeg har forutsatt er lik for begge alternativene. Differansen blir 338 pr måned, eller 12 168 for 3 år.

Avkastningen på opsjonselementet må i dette hypotetiske alternativet oppnå en avkastning på $32\,712/23\,300 - 1 = 40,4\%$ for hele investeringsperioden, alternativt $\sqrt[3]{1,404} - 1 = 12\%$ per år for at kunden skal dekke sine kostnader. Til sammenligning måtte opsjonselementet

generere en avkastning på 24,4 % per år ved lånefinansiering av hele BMA for at investeringen skulle nå break-even.

Da det innebærer risiko for å tape alt ved kjøp av bare opsjonen, vil det være rimelig å tro at banken vil kreve en høyere rente på et slikt lån. Med en høyere lånerente vil banken kompensere for den økte risikoen ved at lånebeløpet ikke er sikret. Men i mitt eksempel nedbetales lånesummen underveis i løpetiden for produktet, og ved forfall er lånet oppgjort. Det kan også argumenteres for en lik lånerente ved at annuitetslånet innehar sikkerhet i opsjonen underveis, en opsjon vil jo alltid inneha en viss verdi så lenge det fortsatt er tid igjen til forfall.

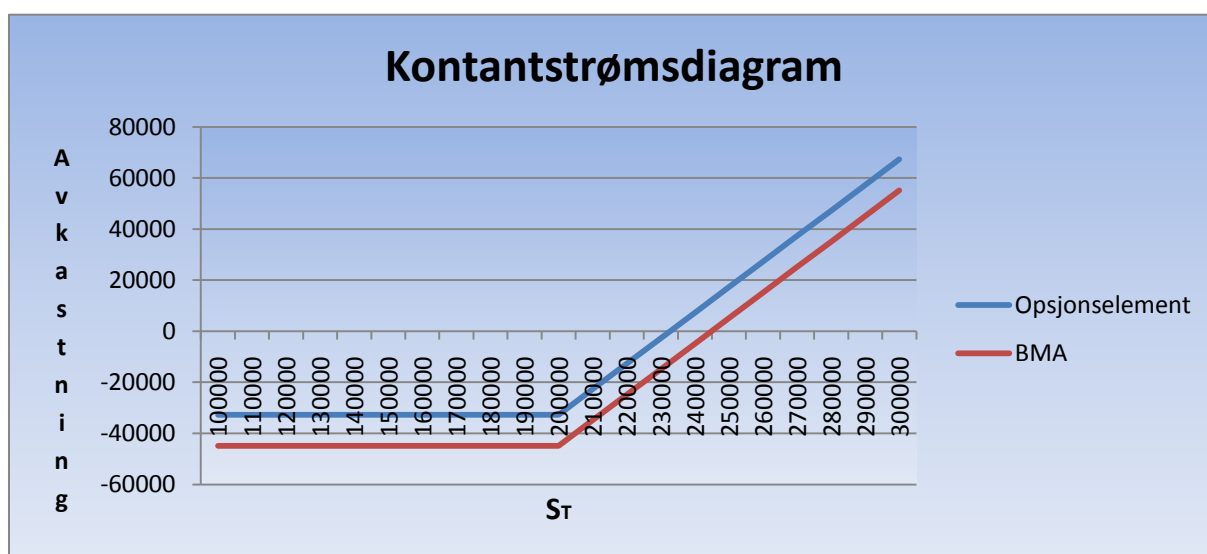
Dersom banken allikevel ville økt kredittpremien på annuitetslånet fra mitt alternativ, ville differansen til å låne for hele BMA reduseres. For at alternativene skulle blitt like, måtte banken krevd en rente på annuitetslånet til opsjonen tilsvarende en fastrente på over 34 % per år.¹²⁹ Ved denne fastrenten ville totale kostnader pr måned vært 1050 kroner før termingebyr, altså lik lånekost pr måned for hele produktet. Et lån med slike betingelser ville vel vært vanskelig å selge, da man faktisk kan oppdrive forbrukslån uten sikkerhet til en langt gunstigere rente. Videre kan man jo også argumentere for en lavere lånerente ved å henvise til DnB Nor sine analyser. Som gjennomgått tidligere oppga de en positiv forventet avkastning ved lånefinansiering av hele GASP, se artiklene fra del 4. Dette tatt i betraktning, burde vel ei investering i bare opsjonen med samme lånerente medføre enda bedre forventet avkastning, og dermed mindre risikabelt å låne til. Denne argumentasjonen gjelder for så vidt bare dersom resultatet fra DnB Nor sine analyser er overførbart til også å gjelde andre lånefinansierte GASP, i dette tilfellet produktet fra Sparebanken Vest.

Tilbake til opprinnelig lånerente på 6,3 %. Dersom et lån til hele GASP oppnår en marginal positiv avkastning, der både EK og totale lånekostnader akkurat dekkes av produktets kontantstrøm. Vil man i et slikt tenkt scenario faktisk allerede ha en avkastning på over 37 % ved lånefinansiering av kun opsjonen:

$$\frac{44880 - 32712}{32712} = 37,2 \%$$

¹²⁹ Se vedlegg 1 for fremgangsmåte.

Med teorien om verdiadditivitet friskt i minne, virker ikke dette logisk. Da selve oppsiden utover garantert beløp, er tilsvarende kontantstrømmen fra opsjonen. De burde da også prises likt i forhold til deres markedsverdier. Ved lånefinansiering av hele GASP blir garantibeløpet fratrasket kontantstrømmen ved forfall, siden dette beløpet benyttes til å nedbetale opprinnelig lånebeløp. En står da igjen med et eventuelt tillegg beløp fra opsjonselementet. Potensiell kontantstrøm ved lånefinansiering av GASP vil derfor inneha samme form som alternativet med kjøp av kun opsjonselementet. For å prøve å illustrere effekten av de ulike kostnadene ytterligere har jeg laget dette diagrammet:



Figur 6: Kontantstrømsdiagram ved forfall for lånefinansiering av hele BMA vs kun opsjonselementet i produktet SparebankenVest Spar X BRIC 40 II.

Her viser x-aksen verdien til underliggende aktivum ved forfall, altså S_T , der jeg antar startverdien S_0 til å være 200 000 (kun en forenkling). Avkastningsfaktoren har jeg satt til å være 1, $r_{\min} = 0$, $g = 0$ og garantibeløpet for alternativet med BMA lik 200 000.¹³⁰ For verdier under 200 000 på underliggende ved forfall vil opsjonselementet være verdiløst. Ved verdier utover 200 000 vil opsjonen gi en utbetaling tilsvarende den prosentvise stigningen på underliggende ganger innskuddsbeløpet på 200 000. Som vi ser fra grafen over vil lånefinansiering av kun opsjonselementet nå break-even tidligere enn for alternativet med hele produktet, henholdsvis ved S_T lik 232 712 og 244 880. Muligheten for positiv avkastning er dermed større ved kun investering i opsjonen.

¹³⁰ Viser til formel for utbetaling ved forfall fra et GASP, side 24.

Alternativet med kjøp av kun opsjonselementet i GASP ble aldri tilbydd, men dersom det hadde blitt presentert i tillegg ville vel ingen valgt å låne til hele produktet. Spørsmålet er hvorvidt mange potensielle kunder muligens hadde blitt ”skremt” fra å investere i bare opsjonen, da et slikt alternativ ikke innehar en garanti. I så tilfelle kan det være grunn til å tro at garantien i GASP virket som en illusjon for kundene ved lånefinansiering.

Med mine antakelser om like etableringsomkostninger og depotgebyr, kommer i tillegg en kurtasje på hele 25,7 % (6 000/23 300) av investert beløp ved kun kjøp av opsjonselementet. Til tross for disse høye gebyrene, ville kjøp av kun opsjonselementet vært det foretrukne alternativ for en potensiell kunde.

5.2 Grunnlag for Røeggen sitt erstatningskrav

Her vil jeg gå igjennom samme scenario som i forrige del kapittel. Men i Røeggen-saken er ikke alle opplysningene like lett tilgjengelige som for spareproduktet til Sparebanken Vest. Jeg tok derfor kontakt med Advokatfirmaet Elden DA som forsvarer Røeggen i rettsaken. Der fikk jeg opplyst at disse forutsetningene lå til grunn for lånet:

- *Samlet lånesum inkluderte en investering i Global og Sektor på 500 000, pluss tegningsgebyr 18 750 og etableringsgebyr for lånet på 1 750.*
- *Hele summen var avdragsfri i perioden, med nominell rente på 7,95 % per år.*
- *Innbetaling av renter månedlig, pluss termingebyr på 20 kroner per måned.*
- *Innfrielse i sin helhet av hovedstolen på 500 000 fra bankens side ved forfall, tegningsgebyr pluss etableringsgebyr, totalt 20 500 måtte dekkes av Røeggen ved forfall.*
- *Skattefradrag etterskuddsvis hvert år.*
- *Låneperiode 25.10.2000 – 15.12.2006.*

Disse forutsetningene er meget lik betingelsene for lånefinansiering av produktet til Sparebanken Vest. Men DnB Nor sitt produkt skiller seg ut ved at investoren ikke belastes tegnings- og etableringsgebyr før ved forfall. Skattefradraget er her et usikkert element for meg, beregner derfor dette som en samlet sum mot Røeggen sitt erstatningskrav på 266 147 kroner, som ble overlevert Oslo tingrett av advokat John Christian Elden.¹³¹ På neste side vises mine beregninger av maksimalt tap for Røeggen sin investering, og hvordan Røeggen

¹³¹ Forbrukerrådet, Stevning til Oslo tingrett, side 2.

sitt erstatningskrav fremkommer. Presiserer at disse tallene ikke er godkjent av Advokatfirmaet Elden DA:

Løpetid	Lånerente	Lånebeløp
73,6 måneder	7,95 %	520 500
Lånekost per måned	3 448	(520 500*(7,95 % /12))
Termingebyr	20	
Total kost per måned	3 468	(3 468+30)
Samlet lånekost	255 268	(3 468*73,6)
Gebyr ved forfall	20 500	Tegnings- og etableringsgebyr
Maksimalt tap	275 768	(20 500 + 266 647)
Totalt skattefradrag	-9 621	(266 147 - 275 768)
Erstatningskrav	266 147	

Tabell 7: Kostnadsberegning for Røeggen sitt tap på produktene Global og Sektor.

Med de gitte forutsetningene presentert på forrige side, antar jeg at disse beregningene er relativt troverdige for investeringen. Maksimalt tap inkludert egenkapital ble da totalt på 275 768. Minner om at tallene ikke er sammenlignbare i tid, som vist ved mine beregninger av produktet til Sparebanken Vest. Disse parameterne var identifiserbare ved oppstart, de fremtidige kostnadene burde derfor være kjent ved inngåelse av investeringen, i alle fall av utsteder DnB Nor. Slik det har kommet frem i media, er det lite som tyder på at Røeggen selv var klar over, ble opplyst, eller så for seg at maksimalt tap var et mulig utfall.

5.2.1 Alternativ for Røeggen

Da har jeg kommet til den kontroversielle delen av min rapport, nemlig presentasjonen av et alternativt produkt for Røeggen. Her har jeg skilt ut opsjonselementet på samme måte som for produktet til Sparebanken Vest. Tar da utgangspunkt i en opsjonsandel basert på den teoretiske opsjonspremien, beregnet av Johnsen med parameterverdiene til DnB Nor.¹³² Avrundet her til en andel på 27 % for både Sektor og Global av investert beløp på 500 000 kroner. Denne andelen inkluderer altså eventuelle kostnadsmarginer fra en eventuell opsjonsbank. Videre forutsetter jeg like lånebetingelser med månedlige terminer, termingebyr på 20 kroner, og en fast lånerente på 7,95 % pr år. Velger også her å legge sammen beløp fra

¹³² Johnsen, T. (2008) side 23.

ulike tidspunkt, på denne måten vil de kunne sammenlignes med beregningene for investeringen til Røeggen ovenfor. Et hypotetisk alternativ med investering i kun tilleggsbeløpet, under de gitte betingelser, kunne vært fremlagt slik:

Amortiseringsfaktor	$((1+r)^n * r) / ((1+r)^n - 1) = 0,01721$	
Løpetid	Lånerente	Lånesum
73,6 måneder	7,95 %	Annuitetslån: $500\,000 * 0,27 = 135\,000$ og et avdragsfritt lån på 20 500
Lånekost per mnd annuitetslån	2 324	$0,0172 * 155\,500$
Rentekostnad avdragsfritt lån	136	$(20\,500 * 7,95 \% / 12)$
Termingebyr	20	20
Total kost per måned	2 479	$(2\,676 + 136 + 20)$
Samlet lånekost	182 483	$(2\,479 * 73,6)$
Gebyr ved forfall	20 500	Tegnings- og etableringsgebyr
Maksimalt tap	202 983	

Tabell 8: Lånefinansiering av kun derivatet i produktene Global og Sektor, tilsvarende Røeggen sin investering.

Antar også i dette eksempelet at etableringsomkostninger og depotgebyr er de samme for begge alternativer. Men som vi ser er det adskillig større beløp vi har å gjøre med i forhold til regneeksempelet til Sparebanken Vest. Dette skyldes at selve innskuddsbeløpet var større, og at opsjonsandelen var høyere som følge av lengre løpetid og høyere rente på garantiinstrumentet. Disse faktorene frigir større midler til kjøp av opsjoner.

Differansen på maksimalt tap utgjør her hele 72 785 kroner ($275\,768 - 202\,983$). Ser vi på total kost per måned er forskjellen 989 kroner ($3\,468 - 2\,479$). Det hypotetiske alternativet med annuitetslån ville gitt en rabatt på 28,52 % ($989 / 3\,468$) av de månedlige utgiftene. For at total kostnad per måned skulle vært like, måtte fastrenten på annuitetslånet blitt justert opp til hele 20,88 % per år.¹³³ Forutsetter da at det avdragsfrie lånet på 20 500 beholder de samme rentebetingelsene. Maksimalt tap anslått til 275 768 kroner, måtte i sin helhet blitt dekket av opsjonselementet. Dette innebar en total avkastning på $275\,768 / 135\,000 - 1 = 104,27 \%$, eller $^{6,133}\sqrt{2,04} - 1 = 12,35 \%$ per år for at investeringen skulle nå break-even. Mitt hypotetiske alternativ med like betingelser krevde en total avkastning på $202\,983 / 135\,000 - 1 = 50,36 \%$, eller $^{6,133}\sqrt{1,5036} = 6,9 \%$ per år.

¹³³ Se vedlegg 2 for fremgangsmåte.

Som nevnt kan man argumentere for og imot høyere rente på å låne til et slikt usikkert prosjekt. Jeg mener det er et sentralt argument at produktene Global og Sektor faktisk hadde en positiv forventet avkastning med lånefinansiering, i alle fall av utsteder selv, DnB Nor. Og at det da muligens ikke skulle være grunnlag for en mye høyere kredittpremie på lånerenten.

Det vil utvilsomt være grunn til å tro; fra investors synspunkt vil en lånefinansiering av kun opsjonselementet være det foretrukne alternativ.

6 Fremgang i rettsaken

Dessverre fikk jeg ikke oppleve rettsaken ”live”. Under dette avsnittet måtte jeg derfor forholde meg til sekundærkilder som formidlet rettsaken via media og diverse nettsider. Forbrukerrådet oppdaterte fremgangen i rettsaken flittig, og på deres nettside ligger det ute en god oversikt og omtale av rettsaken.¹³⁴ En må allikevel huske på at forbrukerrådet opptrer på samme parti som Røeggen, noe artiklene delvis bærer preg av. Det er derfor lov å være litt kildekritisk når man leser disse.

Foruten artiklene jeg har gjennomgått, virker det for at det er lite nytt som har kommet frem på den tekniske delen. Bortsett fra at DnB Nor har innrømt noen regnefeil i sine salgsprospekter fra år 2000.¹³⁵ I disse prospektene ble investorene presentert 3 ulike scenarioer for mulige utfall av lånefinansiering til produktene. Der den laveste totale avkastningen på egenkapitalen, var 64 %. DnB Nor innrømte under rettsaken at denne egentlig skulle vært tilnærmet null. Videre fremla seksjonssjef i DnB Nor, Nils Gunnar Brattlie, nye opplysninger som innebar en rekke andre fall i mulig avkastning.¹³⁶ Blant annet ble avkastningen fra produktene behandlet før skatt, og kostnader forbundet med lånefinansiering presentert etter skatt. DnB NOR erkjenner vel her for også selv å ha benyttet metoder som sammenlignet ”epler med pærer”, fremfor ”epler med epler”.

Både Thore Johnsen og Petter Bjerksund presenterte sine analyser og synspunkter om GASP for retten. Deres fremstillinger synes å være i henhold til de publiserte artiklene jeg har gjennomgått i denne oppgaven.

Ytterligere flere fremtredende personer ble kalt frem til vitneboksen. Redaksjonssjef i Dine Penger Geir Ormseth var en av dem, han la frem et eksempel på å låne til kjøp av kun opsjoner.¹³⁷ Det virker for at han har samme tankegang som eksemplene jeg viste i forrige kapittel, uten at jeg helt får tak i utgangspunktet for de tallene som blir presentert. Poenget til

¹³⁴ Forbrukerrådet, Røeggen-saken.

¹³⁵ Forbrukerrådet, Banken regnet feil om avkastning.

¹³⁶ Forbrukerrådet, Flere feilmeldinger fra banken.

¹³⁷ Forbrukerrådet, - Kundene har tapt en Terra i året.

Geir Ormseth var vel å vise hvilke kostnader som påløp i forhold til investeringen. Jeg vil uansett antyde at illustrasjonen var et godt eksempel på at det garanterte elementet ikke er en nødvendighet ved lånefinansiering av GASP.

Banksjef Trond Tostrup ved Sparebanken Øst vitnet også i saken. Han representerte en av få banker som faktisk aldri tilbydde lånefinansiering av GASP. Dette begrunnet han med at en investering skal kunne tjene både kunde og bank, og at disse produktene ikke oppfylte dette.¹³⁸ Sparebanken Øst valgte derfor aldri å tilby lånefinansiering da dette brøt med bankens etiske retningslinjer.

DnB Nor hadde på sin side bestilt rapporter fra både Norsk Regnesentral og Price Waterhouse Coopers. Disse rapportene ble presentert for retten av henholdsvis Kjersti Aas og Jan-Magnus Moberg.¹³⁹ Her mener Kjersti Aas at de ulike parametervalgene som benyttes ved beregning av forventet avkastning kan forsvares, og at det ikke eksisterer noe fasitsvar på hvilke som er riktige. Jeg har dessverre ikke funnet informasjon angående analysen gjennomført av Price Waterhouse Coopers, eller hvilke synspunkter de kom med.

Argumentene fra DnB Nor går mer på det prinsipielle. De mener at Røeggen var uheldig med ”timingen” på investeringen, og at det like gjerne kunne gått den andre veien.¹⁴⁰ Videre sier DnB Nor sin prosessfullmektig, advokat Anders Ryssdal, at det var fullt mulig å tjene penger på produktene. Han sier også at Røeggen var godt informert om risikoen for tap. På den andre siden mener Anders Ryssdal at banken overholdt gjeldende regelverk og bransjepraksis som gjaldt ved inngåelsen i år 2000, og at det er urimelig at banken skal vurderes mot regelverk som ble innført flere år senere.¹⁴¹ John Christian Elden kritiserer her DnB Nor sin prosedyre for å unngå selve hovedtemaet og sakens kjerne, nemlig om produktene samlet sett var dårlige og i strid med god forretningsskikk.¹⁴²

Det kan jo tenkes at media generelt og rapportene fra forbrukerrådet har vært noe ensidig og partisk. Jeg var derfor inne på nettsidene til DnB Nor for å se om det var lagt ut noe

¹³⁸ Forbrukerrådet, - Kundene har tapt en Terra i året.

¹³⁹ Forbrukerrådet, Dunkelt om asiatiske haler i tingretten.

¹⁴⁰ Dine Penger, -DnB Nor solgte gråstein som gull.

¹⁴¹ Forbrukerrådet, Banken i ring rundt grøten.

¹⁴² Forbrukerrådet, Banken i ring rundt grøten.

informasjon der, men dessverre fant jeg ingen omtale angående rettsaken. Jeg gikk derfor inn i resultatregnskapet for 2009 for å se hvordan de har tatt hensyn til striden om GASP. Under note 49 og betingede utfall fant jeg denne omtalen:¹⁴³

DnB NOR Bank ASA er saksøkt av Ivar Petter Røeggen med krav om at to investeringsavtaler i strukturerte produkter kjennes ugyldige og at banken dømmes til å betale saksøker 266 tusen kroner med tillegg av forsinkelsesrenter. Det omtvistede beløpet er i seg selv ikke vesentlig, men saken vil kunne ha prinsipiell betydning for håndteringen av lignende saker. Banken bestrider kravet.

I tillegg til søksmålet fra Ivar Petter Røeggen beskrevet ovenfor er det tatt ut et gruppesøksmål med 19 saksøkere mot DnB NOR Bank ASA knyttet til salg av strukturerte produkter som omfatter de samme produktene som søksmålet fra Røeggen. Banken motsetter seg at det er adgang til gruppesøksmål og bestrider kravet. Tidligere omtalt erstatningskrav fra Hans Bjarne Voster på 500 tusen kroner knyttet til salg av strukturerte produkter er løst gjennom et utenrettslig forlik.

De erkjenner altså Røeggen-saken til å være av prinsipiell betydning for lignende saker. Allikevel kunne jeg ikke se at de hadde avsatt noen midler til et eventuelt tap, og dermed stilt erstatningspliktig ovenfor betydelige beløp. Det kan med dette tyde på at banken anser sannsynligheten for en slik dom, til å være relativt liten.

Det hadde vært interessant og gått nærmere inn på reglene innen bokføring og rapportering for slike tvistesaker. Og eventuelt betydningen for verdsettelsen av selskaper under ”etterforskning”. Dette får allikevel stå som en ide til en annen utredning, da temaet går utenfor omfanget av denne rapporten.

De omtalene jeg har funnet om rettsaken synes å tale mye mot DnB Nor. Så vidt meg bekjent har ingen nøytral part, eller sakkyndig gått god for og forsvart lånefinansieringspraksisen av GASP. DnB Nor og de andre aktørene som tilbydde lånefinansiering står dermed nokså alene på den ene siden. Det vil bli spennende å følge rettens avgjørelse i denne saken, og om den blir stående eller anket til neste instans. Per 15. Juni 2010 har det ikke blitt offentliggjort en dom i rettsaken.

¹⁴³ DnB Nor, Årsrapport 2009, side 194.

7 Avslutning

I påvente av en avgjørelse fra domstolene vil det være kontroversielt å komme med for bastante konklusjoner om garanterte spareprodukter. Basert på de rapportene jeg har gjennomgått hersker det tvil om hvorvidt selve produktene er gode eller ikke. Selve ideen om å sette sammen et spareprodukt bestående av et garantiement og et opsjonslement synes jevnt over å være ansett som et godt alternativ til tradisjonell banksparing og aksjefond. Flere analyser peker derimot i retning av at det innovative produktet ble ”ødelagt” av finansnæringen selv, ved at de la til skjulte gebyrer på kundenes bekostning. Mye tyder derfor på at garanterte spareprodukter har fått et noe ufortjent dårlig rykte grunnet kostnadsforholdene, og ikke på grunn av selve grunnideen med strukturen. Når institusjonene som solgte produktene i tillegg har blitt beskyldt for tvilsom forretningsetikk og pågående salg, hjelper ikke dette på produktenes omdømme.

Denne utredningen ble hovedsakelig skrevet for å undersøke selve prinsippet om lånefinansiering av garanterte spareprodukter. Rapportene som er gjennomgått, gir her et noe tydeligere bilde, der det vil være vanskelig å forsvare det utagerende salget som har foregått de senere årene. Mye tyder på at garanterte spareprodukter aldri skulle vært tilgjengelig med lånt kapital, da man slett ikke hadde behov for hele pakken. Med høy kredittpremie og skjulte kostnader var sannsynligheten stor for at investeringen skulle ende i et tap for kunden ved lånefinansiering. Det er derfor et stort dilemma at de institusjonene som solgte garanterte spareprodukter, økte sin inntjening betraktelig dersom produktene ble finansiert med lån fra deres egen virksomhet.

En kan spørre seg om hvorfor det tok så lang tid før denne praksisen ble stoppet, og hvem som eventuelt bør stå ansvarlig. Det virker som at selgerne/rådgiverne stort sett ikke kan eller bør klandres for denne praksisen. Disse hadde den fysiske kontakten med kundene, men til tross for dette var de jo kun ansatte som gjorde jobbene sine. En kan også få inntrykk av at institusjonene selv heller ikke kan tildeles det hele og fulle ansvaret. Da de garanterte spareproduktene trolig ble laget i samarbeid med, eller av en større internasjonal finansinstitusjon. Det er derfor ikke utenkelig, at man faktisk må utenfor landets grenser for å finne de virkelige ”syndebukkene”.

Litteraturliste

Bankenes sikringsfond, 2008, *Villedende fra Forbrukerrådet om sammensatte spareprodukter*, URL : <http://www.banknessikringsfond.no/no/Hoved/Nyheter/Villedende-fra-Forbrukerradet-om-sammensatte-spareprodukter/> [16.03.10]

Bankklagenemnda, 2009-001 - *Lånefinansierte aksjeindeksobligasjoner – forventet negativ avkastning?* URL: <http://www.bankklagenemnda.no/php/uttalelser.php?action=vis&uid=914> [01.02.10]

Bankklagenemnda, *Årsrapport 2009*, URL: <http://www.bankklagenemnda.no/pdf/Arsberetning%202009.pdf> [18.05.10]

Bjærksund, P. 2008, *Hvordan bankene har påført sine kunder skjulte kostnader med lånefinansierte garanterte spareprodukter*. URL: http://static.vg.no/uploaded/document/2008/3/26/Professor_Bjærksund_NOTAT2.pdf [30.03.10] Praktisk økonomi og finans (2008) nr 2, side 81-85.

Bjærksund, P., Carlsen, F. og Stensland, G. 1999, *Aksjeindekserte obligasjoner – både i pose og sekk?*, Praktisk økonomi og finans (1999) nr 2, side 74-82.

Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A.J. 2008, *Investments Seventh Edition International Edition 2008*, McGraw-Hill/Irwin

Boye, K. og Koekebakker, S. 2007, *Finansielle emner*, 14 utgave, J.W.Cappelens Forlag AS.

Brattlie, N. G., Kleiven, A. og Jordheim, S. R. 2007, *Realisert avkastning på strukturerte spareprodukter – En kritikk av anvendt metode*, DnB Nor Markets, URL: http://www.idunn.no/ts/pof/2007/04/realisert_avkastning_pa_strukturerte_spareprodukter [25.02.10] Praktisk økonomi og finans (2007), Nr. 4, side 107-116.

Brattlie, N. G., Kleiven, A. og Jordheim, S. R., 2007, *Tilsvar på HiAs kommentarer til DnB NOR market's metodekritikk*, URL:

http://www.idunn.no/ts/pof/2007/04/tilsvar_pa_hias_kommentarer_til_dnb_nor_markets_met_odekritikk [26.02.10] Praktisk økonomi og finans (2007), Nr. 4.

Brattlie, N. G., Kleiven, A. og Jordheim, S. R., 2007, *Tilsvaret på UIAs siste epilog med nye kommentarer til DnB NOR Markets kritikk*. URL:

http://www.idunn.no/ts/pof/2007/04/tilsvar_pa_hias_kommentarer_til_dnb_nor_markets_met_odekritikk [26.02.10] Praktisk økonomi og finans (2007), Nr. 4.

Cox, J.C. Rubinstein, M. 1985, *Options markets*. Prentice-Hall.

Dine Penger, -DnB Nor solgte gråstein som gull. URL:

<http://www.vg.no/dinepenger/artikkel.php?artid=595883> [16.05.10]

DinSide, *Småsparere blir utnyttet*, URL: <http://www.dinside.no/812328/smaasparere-blir-utnyttet> [02.02.10].

DinSide, *Slik har folk blitt lurt*, URL: <http://www.dinside.no/794004/slik-har-folk-blitt-lurt> [02.02.10].

DinSide, *Slutt på produkter med negativ avkastning*, URL:

<http://www.dinside.no/509158/slutt-paa-spareprodukter-med-negativ-avkastning> [02.02.10]

DN, -Vi ble belønnet for råsalg, URL: <http://www.dn.no/privatokonomi/article1301405.ece> [22.02.10]

DN, *Forbyr kompliserte spareprodukter*, URL:

<http://www.dn.no/privatokonomi/article1310144.ece> [22.02.10]

DnB Nor, *Årsrapport 2009*, URL:

https://www.dnbnor.com/portalfront/nor_com/nedlast/no/2010/4/arsrapport_2009_dnb_nor_2.pdf [15.05.10]

Finanstilsynet, 2006, *Forskrift om opplysningsplikt ved tilbud om kjøp av sammensatte produkter*, URL: <http://www.kredittilsynet.no/archive/attachments/01/16/Vedle025.doc> [08.06.10]

Forbrukerombudet, *Historisk forbrukersei i bankklagenemnda*, URL:

<http://www.forbrukerombudet.no/index.gan?id=11039322> [11.03.10]

Forbrukerrådet, *Banken i ring rundt grøten*. URL:

http://forbrukerportalen.no/Artikler/2010/banken_i_ring_rundt_groten [16.05.10]

Forbrukerrådet, *Banken regnet feil om avkastning*, URL:

http://forbrukerportalen.no/Artikler/2010/banken_regnet_feil_om_avkastning [09.06.10]

Forbrukerrådet, *Flere feilmeldinger fra banken*, URL:

http://forbrukerportalen.no/Artikler/2010/Flere_feilmeldinger_fra_banken [09.06.10]

Forbrukerrådet, - *Kundene har tapt en Terra i året*. URL:

http://forbrukerportalen.no/Artikler/2010/Kundene_har_tapt_en_Terra_i_aret [16.05.10]

Forbrukerrådet, – *Norsk Regnesentral forteller halve historien*, URL:

http://forbrukerportalen.no/Artikler/2009/norsk_regnesentral_forteller_halve_historien
[01.02.10]

Forbrukerrådet, *Dunkelt om asiatiske haler i tingretten*. URL:

http://forbrukerportalen.no/Artikler/2010/asiatiske_haler [16.05.10]

Forbrukerrådet, *Røeggen-saken*, URL: <http://forbrukerportalen.no/sak/roeggensaken>

[15.05.10]

Forbrukerrådet, *Stevning til Oslo tingrett*, URL:

http://forbrukerportalen.no/filearchive/elden_-_siste_-_reggen_-_pdf [15.05.10]

Johnsen, T. 2008, *Forventet avkastning på DnB Global 2000/2006 og DnB Sektor 200/2006*,

URL: http://forbrukerportalen.no/filearchive/rapport_strukturerte_produkter.pdf [05.03.10]

Koekebakker, S. og Zakamouline, V. 2006, *Forventet avkastning på aksjeindeksobligasjoner*,
Arbeidspapir ved Høgskolen i Agder, URL:

http://www.idunn.no/ts/pof/2006/04/forventet_avkastning_pa_aksjeindeks-obligasjoner

[22.04.10] Praktisk økonomi og finans (2006), Nr. 4, side 75-87.

Koekebakker, S. og Zakamouline, V. 2007, *Historisk avkastning på garanterte spareprodukter*. Arbeidspapir ved Høyskolen i Agder, URL:
http://www.idunn.no/ts/pof/2007/04/historisk_avkastning_pa_garanterte_spareprodukter

[22.04.10] Praktisk økonomi og finans (2007), Nr. 4, side 99-106.

Koekebakker, S. og Zakamouline, V. 2007, *Realisert avkastning på garanterte spareprodukter*. Arbeidspapir ved Høyskolen i Agder, URL:
http://static.vg.no/uploaded/document/2007/6/14/aio_rapport_historiske_tall_juni_2007.pdf

Koekebakker, S og Zakamouline, V. 2007, *Svar på DnB NOR markets metodekritikk*, URL:
http://static.vg.no/uploaded/document//2007/10/4/Tilsvaer_DnBNOR1.pdf [26.02.10] Praktisk økonomi og finans (2007), Nr. 4.

Koekebakker, S og Zakamouline, V. 2007, *Epilog*, URL:
<http://www.idunn.no/ts/pof/2007/04/epilog> [22.04.10] Praktisk økonomi og finans (2007), Nr. 4.

Kredittilsynet, 2008, *Undersøkelse av sammensatte produkter*, URL:
<http://www.regjeringen.no/upload/FIN/fma/Sammensatte%20produkter.pdf> [22.02.10]

Lindset, Snorre. 2008, *Finansfaglig vurdering for Forbrukerrådet av "AIOer" og "BMAer"*, URL: http://multimedia.dn.no/archive/00164/Finansfaglig_vurder_164287a.pdf [12.05.10]

McDonald, Robert L. 2006, *Derivatives markets*, second edition, Pearson Addison Wesley,

MSCI World, *Definition*, URL: <http://www.yourdictionary.com/finance/msci-world-index> [20.02.10]

Netfonds, *Priser i Norske kroner*, URL: <http://www.netfonds.no/priser.php> [10.02.10]

Norges Bank, 2004, *Finansinstitusjonene*, kap. 5 i *Norske finansmarkeder – pengepolitikk og finansiell stabilitet*, Norges Banks Skriftserie nr 34

Norsk Regnesentral, 2009. – *Historisk avkastning for garanterte spareprodukter*, URL:
http://www.nr.no/~anderslo/HistoriskAvkastningNR_FNH.pdf [01.02.10]

Norsk Regnesentral, *About NR*, URL: http://www.nr.no/pages/common/about_nr [20.02.10]

NRK, *Går til rettssak mot DnB NOR*, URL: <http://www.nrk.no/nyheter/okonomi/1.7076439> [13.06.10]

SparebankenVest, 2007, *Spar X BRIC 40 II* URL: <http://www.spv.no/Privat/Sparing-og-plassering/Andre-plasseringer/Strukturerte-produkt/SparXrapporter/~media/51763259C31C4D798AAACE159019A47CF.ashx> [01.02.10]

Skatteetaten, *Finansielle instrumenter – Finansielle opsjoner*, URL: <https://www.skatteetaten.no/no/Bibliotek/Publikasjoner/Handboker/Lignings-ABC/Kapitler/F/?mainchapter=95946&chapter=95946#x95946> [10.02.10]

VG, *Dine Penger, Er det lov å råselge garanterte spareprodukter? DnB Nor til Bankklagenemnda*, URL: <http://www.vg.no/dinepenger/artikkel.php?artid=127002> [10.03.10]

Appendiks

Vedlegg 1

Annuitetslån med fastrente på 6,3 %

Lånebeløp	23 300	(200 000*0,1165)
Avdragstid i år	3	
Avdragstid i mnd	36	(3*12)
Rente per år	6,30 %	
Rente per mnd	0,53 %	(6,3 % /12)
Terminbeløp	742	PMT(Rente per mnd; Løpetid; - Lånebeløp)
Terminbeløp BMA	1 080	
Differanse	kr -338	(742-1 080)

Annuitetslån med terminbeløp lik BMA

Lånebeløp	23 300	(200 000*0,1165)
Avdragstid i år	3	
Avdragstid i mnd	36	(3*12)
Rente per år	34,70 %	(2,89 % * 12)
Rente per mnd	2,89 %	
Terminbeløp	1 080	PMT(Rente per mnd; Løpetid; - Lånebeløp)
Terminbeløp BMA	1 080	
Differanse	0	(1 050 – 1 050)

Problemløseren er benyttet til å finne rente per måned som gir likt terminbeløp som BMA.

Vedlegg 2

Annuitetslån + avdragsfritt lån med fastrente på 7,95 %

Lånebeløp annuitet	135 000	(500 000*0,27)
Løpetid i antall år	6,133	(6 år + 1,6 mnd)
Løpetid i antall måneder	73,6	(12mnd*6,1333år)
Rente per år	7,95 %	
Rente per måned	0,66 %	(7,95 % /12)
Termingebyr	20	
Terminbeløp annuitetslån	2 344	PMT(Rente per mnd; Løpetid; - Lånebeløp)+20
Avdragsfritt lån	20 500	
Renter avdragsfritt lån	136	20 500*7,95 % /12
Total kostnad per måned	2 479	(2 344+136)
Terminbeløp Røeggen	3 468	
Differanse	-989	(2 479 -3 468)

Annuitetslån med ukjent fastrente + avdragsfritt lån med fastrente på 7,95 % der total kostnad per måned er lik Røeggen

Lånebeløp	135 000	(500 000*0,27)
Løpetid i antall år	6,133	(6 år + 1,6 mnd)
Løpetid i antall måneder	73,6	(12mnd*6,1333år)
Rente per år	20,88 %	(1,74 % *12)
Rente per måned	1,74 %	
Termingebyr	20	
Terminbeløp	3 333	PMT(Rente per mnd; Løpetid; - Lånebeløp)+20
Avdragsfritt lån	20 500	
Renter avdragsfritt lån	136	20 500*7,95 % /12
Total kostnad per måned	3 468	(3 333+136)
Terminbeløp Røeggen	3 468	
Differanse	0	(3 468 - 3 468)

Problemløseren er benyttet til å finne rente per måned som gir lik månedskost som BMA.