

# Strukturprodukter låser in ditt kapital

Strukturerade produkter kallas också garanti-produkter, men se upp! Produkterna kan vara både dyra och osäkra, och det kan ta lång tid innan du kan frigöra dina pengar igen.

ILLUSTRATION: TOBIAS FLYGAR

**Sedan början av** 1990-talet har en stor mängd sparprodukter introducerats, som innehåller två eller flera olika delar och som vanligtvis kallas för strukturerade produkter. Strukturerade produkter är således ett samlingsnamn för ett antal olika produkter, men men oftast avses olika former av indexobligationer, där den vanligaste är aktieindexobligationer.

Som nästan alla finansiella innovationer har strukturerade produkter sitt ursprung i USA, där aktieindexobligationer introducerades redan på 1980-talet. Den första svenska aktieindexobligationen gavs ut av Svensk Exportkredit 1991, som sålde produkten via Aros Fondkommission. Andra pionjärer var EFG Bank, Capinova och Sparbankernas bank.

Kortfattat kan en indexobligation beskrivas som bestående av en obligation och en option, där avkastningens storlek beror på utvecklingen av andra tillgångars prisutveckling. Indexobligationens nominella belopp är fast och ska återbetalas vid löptidens utgång (obligationsdelen), och genom denna konstruktion får indexobligationen en begränsad förlustrisk



**Strukturerade produkter** är ett samlingsnamn för ett antal olika produkter, men vanligen avses olika former av indexobligationer.

jämfört med till exempel aktier. Avkastningen som investeraren får på återbetalningsdagen beräknas med hänsyn till utvecklingen i ett finansiellt index eller en korg av värdepapper, som kan bestå av aktier, obligationer, valutor eller andra tillgångar som handlas på någon finansiell marknad.

Indexobligationer förekommer under många olika namn, såsom aktieindexobligationer, kreditkorgsobligationer, räntekorgsobligationer och valutakorgsobligationer, beroende på

vilket underliggande tillgångsslag som avgör avkastningen. Indexobligationer är oftast kapitalgaranterade, vilket innebär att placeraren får tillbaka hela, alternativt större delen av, det investerade beloppet – även om själva avkastningen skulle bli negativ. (Längre fram går vi igenom de olika byggstenarna i en indexobligation så att du som placerare lättare ska kunna bedöma och analysera de olika placeringsalternativ som i det närmaste översvämmar marknaden.)

## Överblick

Innan det är dags att studera beståndsdelarna i en indexobligation vill vi först ge dig lite mer inblick i strukturerade produkter, särskilt med hänsyn tagen till att många placerare under finanskrisen blivit plågsamt medvetna om att många så kallade garantiprodukter/strukturerade produkter inte alls var så riskfria som hade förespeglats.

En för många dyrköpt erfarenhet var att om utgivaren av den obligation som ingår i en strukturerad produkt går i konkurs kan hela värdet av det investerade beloppet försvinna, vilket blev fallet i samband med kollapsen för den amerikanska investmentbanken Lehman Brothers i september 2008. Den andra dyrköpta läxan var att den bedömda kreditvärdigheten i den produkt man köpt nödvändigtvis inte behövde stämma överens med den verkliga risken.

**De låga räntorna**, och möjligheten att ge bostadslån till kunder med svag kreditvärdighet (så kallade högrisk kunder, på engelska "subprime") skapade intressanta möjligheter för amerikanska finansiella institut att tjäna pengar. Utgångspunkten var att dessa nya husägare med hänsyn tagen till fortsatt stigande bostadspriser borde klara stora lån och kraftiga räntehöjningar, vilket medförde att en mängd nya finansiella instrument skapades.

Det instrument som bidrog till att finanskrisen blev så dramatisk kallas "collateralized debt obligations" (CDO, specialkomponerade skuldsedlar). Grunden för en CDO var en struktur i vilken bostadslån med olika nivåer av kreditvärdighet slogs samman till en enda obligation. Detta blev en attraktiv produkt med hög avkastning för investerare, eftersom kreditvärdigheten i det sammanlagda instrumentet ansågs vara högre än vad som egentligen var motiverat av summan av delarna. Processen skedde därtill i flera led, eftersom många ville vara med och dela på kakan, och välkända kreditvärderingsföretag bidrog till det stora intresset för

dessa värdepapper genom att ge dem högsta möjliga kreditbetyg. Dessa strukturerade värdepapper såldes sedan till investerare över hela världen. Bankerna var särskilt förtjusta i konstruktionen, eftersom de inte behövde behålla lånen i sina balansräkningar, för när skulderna såldes vidare slapp de kravet på kapitaltäckning.

Konstruktionen byggde på att de amerikanska huspriserna skulle fortsätta uppåt och att husköpare med svag ekonomi efterhand skulle kunna konverteras från lågräntekunder till högräntekunder. När båda dessa förutsättningar sprack under 2007 och 2008 föll hela marknaden för CDO:er sönder, med mycket stora förluster och panik på de finansiella marknaderna som följde.

**Man ska absolut inte döma ut strukturerade produkter på grund av ovanstående**, utan vi vill bara visa på vikten av att man själv bildar sig en klar uppfattning om vad man investerar i, så att man i möjligaste mån kan undvika negativa överraskningar. En av de bästa utgångspunkterna man kan ha är att om avkastningen låter för bra för att vara sann finns det ofta skäl att dra örnen åt sig och vara försiktig.

En annan form av strukturerade produkter, som inte har något att göra med den amerikanska fastighetsmarknaden, är omvända konvertibler, som enklast kan beskrivas som ett mellanting mellan en ränte- och aktieplacering.

Den omvända konvertibeln är knuten till en eller flera underliggande aktier eller index och ger en hög fast ränta. Om de underliggande aktierna eller index utvecklas positivt återbetalas det placerade beloppet plus den fasta avkastningen, men vid en negativ utveckling för de underliggande aktierna återfår man antingen aktier, i stället för det investerade beloppet, eller investerat belopp minskat med aktiernas procentuella nedgång. Den höga fasta kupongen får man oavsett utvecklingen av underliggande aktier, och omvända konvertibler passar

## Kursplan

1. Råvaror
2. Hedge- och alternativa fonder
3. Valutor
4. Räntebärande papper
- 5. Strukturerade produkter**
6. Terminer och optioner
7. Sammanfattning/avslutning

främst placerare som tror på en modest uppgång på aktiemarknaden.

Hedgefondsobligationer är mycket snarlika indexobligationer, men de är kopplade till en diversifierad fond av hedgefonder, i vilken kapitalet är garanterat, med syfte att ge stabil avkastning till låg risk. Syntetisk hedgefondsexponering är kortfattat beskrivet en kapitalgaranterad obligation, där avkastningen är knuten till en särskild hedgefondsstrategi för att ge investeraren tillgång till en avancerad placeringsstrategi till lägre kostnader än vid direktplaceringar i hedgefonder.

Livförsäkringsobligationer (mortalitetsobligationer) bygger på att kunder som tecknat en livförsäkring ser den som för dyr och därför säljer den till en mäklare som sedan säljer den vidare till exempelvis en bank. Banken samlar ihop livförsäkringarna och värdepapperiserar dem, det vill säga omvandlar dem till en obligation, som säljs till investerare.

Investerarna lockas av en stor fördel med denna typ av placering: den är frikopplad från utvecklingen på andra finansiella marknader. Människor dör oavsett om börsen går upp eller ned, och genom att investera i en obligation av denna typ gör investeraren indirekt en satsning på hur länge de personer obligationen baseras på kommer att leva. Om de som sålt vidare sin försäkring dör tidigare än förväntat faller försäkringen ut tidigare, vilket innebär att investerarna får högre avkastning på sin investering.

Intresset för mer traditionella aktie- och andra indexobligationer har också ökat dramatiskt de tio senaste åren, och under toppåret 2007 var det utestående värdet på emitterade aktieindexobligationer, det vill säga emissionsvolymen, klart

**”Det instrument som bidrog till att finanskrisen blev så dramatisk kallas CDO.”**



över 100 miljarder kronor i Sverige. Under 2008 rasade marknaden kraftigt, till följd av den finansiella krisen, men den hämtade sig under 2009. Uppskattningsvis äger en halv miljon svenskar i dagsläget indexobligationer, och vi ska nu gå igenom de olika beståndsdelarna i denna konstruktion.

### Nollkupongsobligation

Det finns i huvudsak två typer av obligationer: kupongsobligationer och nollkupongsobligationer, där den förstnämnda lämnar en årlig avkastning ("kupong").

Obligationens del i en indexobligation består dock alltid av en så kallad nollkupongsobligation, vilket innebär att den inte ger någon löpande avkastning (ränta). I stället handlas denna obligation till ett så kallat diskonterat värde (underkurs), och placeraren får ett förutbestämt belopp på slutdagen, det vill säga obligationens nominella belopp. Avkastningen är förutbestämd och förändras inte under löptiden. Ju högre marknadsräntan är, och ju längre löptid som obligationen har, desto mindre kostar den att köpa.

När man konstruerar en indexobligation vill man gärna att räntan ska vara hög, för de pengar som "blir över" efter att obligationen inhandlats används nämligen till att köpa in nästa byggsten i denna strukturerade produkt, nämligen optionen. Ju fler optioner som kan köpas, desto bättre avkastning kan erbjudas och desto mer attraktiv blir produkten för de potentiella placerarna. Nuvarande låga ränta skapar således problem för utgivarna, och fantasin flödar för att lösa detta problem, vilket vi snart ska ge flera exempel på.

Efter Lehman Brothers konkurs, som innebär att många svenskar sannolikt kommer att förlora miljardbelopp, är det självklart att man med mycket stor säkerhet måste veta att utgivaren av obligationen har en säkerställd kreditvärdighet, vilket i de prospect som numera produceras är en risk som beskrivs mycket tydligare och bättre än före finanskrisen.

**"När man konstruerar en indexobligation vill man gärna att räntan ska vara hög."**

### Option

Den andra huvudsakliga byggstenen är optionen, och tyvärr är det inte möjligt att inom ramen för denna artikel ge en utförlig beskrivning av detta derivatinstrument. Vi kommer dock att publicera ett helt eget avsnitt om optioner och terminer senare i Investeringskolan. En option är ett värdepapper som ger innehavaren möjligheten, men inte skyldigheten, att köpa eller sälja en viss tillgång till ett visst pris. Den tillgång som optionen avser kallas för underliggande tillgång och kan bestå av aktier, valutor, råvaror, obligationer eller olika marknadsindex, och utvecklingen på denna underliggande tillgång styr vilken avkastning indexobligationen ger.

I Sverige handlas framför allt med fyra kategorier av optioner: standardiserade optioner via Stockholmsbörsen, OTC-optioner som är en skräddarsydd lösning mellan två parter och som inte handlas på en öppen marknad, teckningsoptioner som ges ut av företag och som avser det egna bolagets aktier och till sist warranter, som ges ut av banker och större finansinstitut och som ofta har en löptid överstigande ett år.

Vid konstruktionen av indexobligationer används nästan uteslutande skräddarsydda OTC-optioner för att utgivaren ska kunna matcha löptiden för obligationen och optionen på bästa sätt. Vissa av de svenska storbankerna upphandlar dessa optioner via anbuds-förfarande, medan vissa anlitar enbart sina interna avdelningar. Diskussionen om dolda kostnader/avgifter handlar i stor utsträckning om vilket pris den enskilde placeraren får betala för optionsdelen i en indexobligation, eftersom det är svårt för en investerare att få inblick i optionens prissättning.

### Uppräkningsfaktor

En viktig komponent som styr vilken avkastning en indexobligation ger är deltagandegraden, eller uppräkningsfaktorn, som utgivaren fastställer vid emissionen eftersom denna faktor anger hur stor del av avkastningen i den underliggande tillgången som placeraren får ta del

av. Ju högre uppräkningsfaktorn är, desto högre blir avkastningen – under förutsättning att den underliggande tillgången utvecklas positivt.

Som vi beskrivit ovan är räntenivån och löptiden två mycket viktiga faktorer för nivån på deltagandegraden, eftersom de påverkar hur mycket kapital som kan användas till att köpa in optioner. Även den underliggande tillgångens volatilitet (svängningar) är viktiga för storleken på uppräkningsfaktorn, emedan optioner (allt annat lika) är dyrare att köpa när volatiliteten på marknaden är hög.

### Överkurs

När aktieobligationer började ges ut i början av 1990-talet emitterades de alltid till det nominella beloppet, vilket innebar att det investerade beloppet alltid återbetalades fullt ut. Detta medförde att man som placerare hade en fullständig kapitalgaranti (förutsatt att utgivaren inte gick i konkurs).

Nu tillhör det nästan sällsyntheter att en indexobligation inte ges ut med reducerad kapitalgaranti, det vill säga för att åstadkomma en mer attraktiv uppräkningsfaktor ges produkten ut med en överkurs. Om överkursen är 10 procent och det nominella beloppet är 10 000 kronor betalar man sålunda 11 000 kronor för att komma i åtnjutande av en högre uppräkningsfaktor. Men vid en ogynnsam utveckling får man då tillbaka bara 10 000 kronor och förlorar det man betalat i överkurs.

### Svans

När man ska beräkna slutkursen på en indexobligation talar man ofta om hur "svansen" beräknas. Principen heter egentligen "asiatisk svans" och innebär att en genomsnittsberäkning kan användas för att fastställa slutkursen, vilket kan påverka avkastningen såväl positivt som negativt. Detta innebär att exempelvis slutkursen för indexobligationen kan beräknas som ett genomsnitt av ett antal mätningar under en period i slutet av löptiden. Ett sådant förfarande skyddar från plötsliga kursfall på slutdagen men kan samtidigt minska uppgångspotentialen.



### Avkastningstak och andra varianter

Ingen kan anklaga finansmarknaden för bristande kreativitet, och det låga ränteläget gör det svårt för utgivare att erbjuda indexobligationer till en bra uppräkningsfaktor.

Första sättet att hantera detta på är att förlänga löptiden på produkten, varför en löptid på fem år för närvarande har blivit nästan standard. Det andra sättet är en reducerad kapitalgaranti/överkurs, vilket i det närmaste också blivit ett standardiserat förfarande.

Dessa tillvägagångssätt är tydliga och enkla att förstå, men framväxten av strukturerade produkter har varit explosiv de senaste åren, och nu erbjuds så många skiftande villkor och konstruktioner att produktfloran nästan blivit oöverskådlig. De olika förbehållen gör att avkastningen kan skilja sig markant jämfört med den faktiska avkastningen på den underliggande marknaden den är kopplad till.

Ett exempel är en indexobligation som började med en avkastning på 20 procent men där sedan varje månad med negativ utveckling räknades av från denna avkastning, varför slutresultatet blev en avkastning på 1 procent, medan det underliggande indexet under samma period steg med 35 procent. Om man som placerare inte grundligt satt sig in i villkoren kan detta utfall naturligtvis upplevas som frustrerande.

**Det finns en** sådan mängd olika varianter att det inte är möjligt att beskriva alla i denna artikel. Men vi vill nämna en av de allra vanligaste, nämligen avkastningstaket, som begränsar den del av marknadens uppgång som placeraren får ta del av. En vanlig utformning är att om det underliggande indexet/

korgen består av till exempel tolv olika råvaror kan taket på de fyra råvaror som utvecklas bäst sättas till 50 procent oavsett faktisk utveckling. Vid en första anblick kan detta framstå som generöst, men 50 procent uppgång under fem års tid motsvarar bara något mer än en årsavkastning på 8 procent.

Konstruktionen innebär att den eventuellt negativa utvecklingen för de åtta övriga råvarorna påverkar avkastningen fullt ut, men om två eller tre råvaror skulle stiga med exempelvis 100 procent eller mer begränsas denna uppgång till 50 procent. Det behöver inte alls vara så att en produkt med denna konstruktion är oattraktiv, men man måste vara på det klara med att den avkastning man får på slutdagen mycket väl kan vara tydligt lägre än den faktiska utvecklingen för den aktuella råvarukorgen.

### Slutsatser

Det är lätt att förstå varför placerare visar så stort intresse för indexobligationer, eftersom de flesta ger investeraren tillbaka hela eller större delen av det insatta kapitalet – även om utvecklingen på den underliggande tillgången som produkten är kopplad till utvecklas negativt, samtidigt som man kan delta i en eventuell kursuppgång på den aktuella marknaden. Det finns dock inga "gratisluncher", och det är viktigt att man är medveten om att priset för detta skydd respektive möjlighet är förhållandevis höga avgifter. Dessa kan vara såväl direkta (kurtage när du köper produkten) som indirekta, det vill säga avgifter som är inbakade i själva konstruktionen.

En indexobligation kan mycket väl vara en förnuftig investering, men det är viktigt att du tar hänsyn till följande punkter för att göra en bra affär:

Se till att du förstår produkten. Många har komplicerade upplägg, och utgivarna kan vara dåliga på att förklara hur villkoren slår vid olika utfall. Den lägre risken i en aktieindexobligation kostar i form av lägre potentiell avkastning, vilket gör att det krävs en kraftig tillväxt för ett bra slutresultat. Välj därför gärna indexobligationer med inriktning på tillväxtmarknader. Var medveten om att en löptid på fem år är en lång tidsperiod och att det kan vara svårt att sälja produkten till ett bra pris om du vill sälja den före förfallodagen.

Om du betalar överkurs får du en större del av den eventuella uppgången på den underliggande tillgången, men i gengäld ökar din risk. Jämför uppräkningsfaktorn mellan olika aktieindexobligationer, och var medveten om de avkastningstak som kan begränsa resultatet. Studera hur slutkursen beräknas, eftersom detta förfarande ofta skiljer sig åt mellan olika obligationer. Var medveten om att kurtaget med stor sannolikhet är bara en del av den verkliga kostnaden för produkten.

Till sist är det angeläget att du funderar på hur sannolikt det är att den marknad du valt verkligen sjunker i värde under indexobligationens livslängd om denna uppgår till fem år? Bestäm dig för om denna trygghet är värd priset eller om du i själva verket låser in ditt kapital – med risken att få onödigt låg avkastning.



**C-G Gyllenram och Tony Ugrina** driver Ability Asset Management, [www.aam.se](http://www.aam.se), som arbetar med kapital- och fondförvaltning. Om du vill läsa deras marknadsbrev, där de varje vecka kostnadsfritt publicerar börs- och råvaruanalyser, kan du anmäla dig via [www.marknadsbrev.se](http://www.marknadsbrev.se).

**Tidigare avsnitt av skolan finns att läsa på [www.aktiespararna.se/utbildning](http://www.aktiespararna.se/utbildning).**