



RAPPORT DEN 10 OKTOBER 2006

DNR 06-7423-601

2006:13

Warrantmarknaden

– en granskning av
informationen till småsparare

Warrantmarknaden
– *en granskning av
informationen till småsparare*

INNEHÅLL

SAMMANFATTNING	1
INLEDNING	2
VAD ÄR WARRANTER?	4
REGELVERKET	7
Prospektregelverket	7
Informationen i prospekt	8
Övriga regelverk	8
Handelsplatsernas regelverk	8
ANALYS OCH RESULTAT	10
Informationsgivningen i prospekt och på hemsidor	10
Prissättning av jämförbara objekt	13
DISKUSSION	15
SLUTSATSER EFTER MÖTE MED INBLANDADE AKTÖRER	17
BILAGA 1: BEGREPPSLISTA	18
BILAGA 2: BLACK-SCHOLES FORMLER	19
BILAGA 3: STATISTIK: WARRANTHANDELN PÅ STOCKHOLMSBÖRSEN	21
BILAGA 4: STATISTIK - WARRANTHANDELN PÅ NDX	22
BILAGA 5: REGELVERKETS TILLÄMPNING	23

Sammanfattning

Handeln med warrant har pågått på den svenska marknaden sedan 1995. En warrant är ett finansiellt instrument som ger innehavaren rättighet, men inte skyldighet, att vid en bestämd tidpunkt i framtiden antingen köpa eller sälja en aktie till ett bestämt pris. Betalningen vid inlösen sker mot kontant-avräkning. Omsättningen i warrant har sedan introduktionen haft en varierad utveckling, men har under de senaste åren ökat i takt med ett allt starkare börsklimat. Warranthandeln omsatte under januari-juni 2006 12,1 miljarder¹ kronor på Stockholmsbörsen och ytterligare 7,1 miljarder kronor på NDX som är en del av börsen Nordic Growth Market NGM AB. Den övervägande delen av omsättningen kommer från småsparare, som riktat en del klagomål till Finansinspektionen (FI).

Eftersom alltför många småsparare handlar med warrant har FI granskat den skriftliga information som ges. Materialet som ligger till grund för rapporten har bestått av prospekt, som regleras av regelverk, samt emittenternas, handelsplatsernas och aktiemäklarnas hemsidor. FI har granskat prospekt från UBS, FöreningsSparbanken, Carnegie, Société Générale och Svenska Handelsbanken, för att få en övergripande bild av warrantmarknaden. Generellt är den information som förmedlas inte tillräcklig, varför FI har tagit upp en dialog med emittenterna, aktiemäklarna och handelsplatserna kring detta.

FI har funnit att de klagomål som inkommit till FI rörande spread, dvs. skillnaden mellan köp- och säljkurser, och prissättning som regel har sin grund i bristande kunskap om warrant och warrantmarknaden. FI anser inte att det finns anledning att reglera eller på annat sätt ingripa i prissättning och spread, men ser det som mycket angeläget att informationen från marknadsaktörer blir tydligare och anpassas till det faktum att målgruppen är småsparare.

Informationen kring hur värdet på warrant påverkas redogörs i flera fall inte tillräckligt, vare sig i prospektet eller på hemsidorna. Flera av emittenterna har warrantskolor på sina hemsidor. Warrantskolorna är i regel bra men i vissa fall återfinns brister, när det gäller beskrivningen av olika faktorer betydelse, såsom implicit volatilitet², utdelning, ränta, underliggande aktie och tidsvärde. Faktorer av det slaget är av stor betydelse då de har stor inverkan på värdet av warranten.

FI anser att den information som ges i prospektet hittills varit bristfällig och kommer därför fortsättningsvis, med stöd av prospektförordningen, att skärpa sin granskning av warrantprospekten. De prospekt som redan godkänts berörs inte av de skärpta kraven. FI rekommenderar att emittenterna, handelsplatserna och aktiemäklarna beskriver den implicita volatiliteten mer utförligt. FI ser gärna att emittenterna, aktiemäklarna och handelsplatserna även redovisar den implicita volatiliteten för warranterna på sina hemsidor på samma sätt som sker i Tyskland, Frankrike och Storbritannien.

Robert D'Agostino
Redaktör för rapporten

¹ Uppgifterna beräknas tvärsidigt (både för köparen och säljaren)

² De framtida svängningarna som förväntas i den underliggande aktien

Inledning

Handeln med warrant har pågått på den svenska marknaden sedan 1995. En warrant är ett finansiellt instrument som ger innehavaren rättighet, men inte skyldighet, att vid en bestämd tidpunkt i framtiden antingen köpa eller sälja en aktie till ett bestämt pris. Betalningen vid inlösen sker mot kontantavräkning. Omsättningen i warrant har sedan introduktionen haft en varierad utveckling, men har under de senaste åren ökat i takt med ett allt starkare börsklimat. Warranthandeln omsatte under januari-juni 2006 12,1 miljarder kronor på Stockholmsbörsen och ytterligare 7,1 miljarder kronor på NDX. Den övervägande delen av omsättningen kommer från privata investerare³.

Eftersom warrantmarknaden saknar kontinuerlig likviditet sker handeln med market maker⁴ som motpart vid både köp och försäljning av warranten. Warranter har till skillnad från optioner inte några mekanismer för att självreglera prissättningen. Investeraren kan inte själv utfärda warranter och möjligheten till blankning⁵ är begränsad. Investeraren blir därför beroende av att de kurser som market makern ställer alltid är marknadsmässiga.

Som en följd av att reglerna på från handelsplatserna upplevs som oklar har det kommit in en del klagomål till FI. Missnöje med warranthandeln har även yttrats på olika börsforum som DI:s ”Börssnack” och ”www.aktietips.com”. Huvuddelen av klagomålen rör hanteringen av hur market makers ställer ut köp- och säljkurser. Klagomål har även grundats på hur warranter prissätts, vilket som bekant baseras på den underliggande aktien. Men prissättningen består av flera komponenter som kan förändras under löptiden och därför kan det råda förvirring när en köpwarrant⁶ minskar i värde trots att den underliggande aktien ökar i pris.

FI har analyserat handeln med warranter och undersökt den information som emittenterna⁷ förmedlar till sina investerare via prospekt⁸ och övriga informationskanaler, t.ex. hemsidor. Undersökningen syftar till att:

- analysera den information som ges i prospekt och via informationskanaler om hur prissättningen går till under den löpande handeln, vid introduktionen samt vid lösen av warranten,
- analysera skillnader mellan likvärdiga warranter i form av paritet⁹, lösendatum, underliggande värdepapper och lösenpris.

Resultatet av granskningen presenteras i denna rapport.

³ Se bilaga 4 och 5 för statistik över mäklare.

⁴ Market makern är ansvarig för att tillhanda hålla köp- och säljkurser löpande under handeln. Det finns dock restriktioner eftersom emittenten oftast har ett tak på antal warranter som kan ställas ut, när detta tak är nått ställs därmed inte ut några ytterligare säljkurser utan enbart köp.

⁵ Blanka innebär att en investerare lånar aktier av en annan investerare mot en premie, denne säljer av de lånade aktierna i tro om att aktien kommer gå ner i värde och köper sedan tillbaka aktierna då kursen har gått ner och ger tillbaka till investeraren som lånat ut aktierna.

⁶ En köpwarrant ger investeraren möjlighet att köpa en underliggande aktie i framtiden till ett bestämt pris. Betalningen sker mot kontantavräkning och inte mot aktier.

⁷ Emittenten är den som ger ut warranten och är oftast samma aktör som market makern.

⁸ Ett prospekt är en handling som innehåller den information som lämnas när finansiella instrument i olika sammanhang erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknadsplats.

⁹ Ex. Om warranten har en paritet på 10 krävs det 10 warranter för att få köpa en aktie

Metod och avgränsning

Denna rapport består av två analyser:

- Informationsgivningen
- Prissättningen av jämförbara objekt.

Den första analysen är beskrivande och den andra kvantitativ. Den beskrivande analysen bygger på insamlat material i form av prospekt från de olika emittenterna samt information från emittenternas¹⁰, handelsplatsernas och aktiemäklarnas hemsidor. De warrantprospekt som granskats är:

- **Svenska Handelsbanken AB** – Grundprospekt avseende warrant och certifikatprogram, publicerat: 2006-04-25
- **Föreningsparbanken AB** – Grundprospekt avseende MTN program, program för warranter samt program för bevis, publicerat 2006-01-01
- **Carnegie Investment Bank AB** – Grundprospekt avseende emissionsprogram för utfärdande av warranter, publicerat: 2006-01-10
- **Société Générale** - Grundprospekt för warrantprogram, publicerat 2006-05-09
- **UBS Investment Bank, UBS AG London Branch** – Securities prospectus, publicerat 2005-10-20

Materialet har analyserats utifrån ett antal undersökningsfrågor som är relevanta för rapporten. Dessa innefattar bl.a. uppgifter om prissättningen på första handelsdagen, löpande samt på slutdagen. Prospektet har även granskats med avseende på villkor för köp- och säljvolym samt spread. En avgränsning görs för prospekt upprättade sedan ändringarna i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument (LHF) trädde i kraft vid årsskiftet 2006 och sträcker sig fram till juni 2006. I rapporten granskas enbart warrantprospekt avsedda för den svenska marknaden. Syftet har varit att skapa en övergripande bild av den information som förmedlas till investeraren för att utifrån denna kunna diskutera om förändringar ska göras.

Materialet i den andra analysen har hämtats från Ecovision¹¹. Detta material har använts för att jämföra likvärdiga warranter samt för att beräkna den implicita volatiliteten för de olika warranterna. Analysen behandlar ett fåtal warranter som när det gäller lösendag, paritet, lösenpris och underliggande värdepapper. Motivet till ett litet urval är att analysen enbart syftar till att åskådliggöra att det finns delar i prissättningen som är olika beroende på emittent och som har stor inverkan på warrantens värde. Avgränsningen görs som tidigare nämnts till den svenska marknaden och de två marknadsplatserna för warranter: Stockholmsbörsen och NDX. Beräkningsformler återfinns i bilaga 2.

Undersökningen kommer att begränsas till warranter av typen plain-vanilla¹², den typ som vanligen benämns som warranter och innefattar inte ovanligare typer som t.ex. exotiska- eller turbowarranter.

¹⁰ Förutom bolagen som omfattas av prospektet har även informationen från Commerzbanks hemsida granskats.

¹¹ Ecovision är en tjänst som tillhandahåller börskurser för bl.a. aktier och warranter.

¹² Är den vanligaste formen av warrant som har en bestämd lösendag, paritet, underliggande aktie och lösenpris.

Vad är warranter?

En warrant är ett finansiellt instrument som ger innehavaren rättigheten, men inte skyldigheten, att vid en bestämd tidpunkt i framtiden antingen köpa eller sälja en aktie till ett bestämt pris. Betalningen vid inlösen sker mot kontantavräkning. Under tiden fram till lösendagen förbinder sig en s.k. market maker att ställa ut köpkurser upp till ett visst tak¹³. Så länge taket inte överskrids ställer market makern även ut säljkurser för att hålla warranten likvid. Market makern kan vara skild från emittenten av warranten, men är i normalfallet samma aktör. Merparten av handeln med warranter sker under löptiden och det är ytterst få warranter som behålls till lösendagen. Eftersom handeln sker på detta sätt, är det av stor vikt att de faktorer som är föränderliga under löptiden ges stor betydelse vid beskrivningen av warranter dvs. implicit volatilitet, räntenivå och utdelningar.

Investerare som handlar med warranter gör detta p.g.a. hävstångseffekten, en warrant rör sig kraftigare i upp- och nedgångsfas än den underliggande aktien. Detta gör att det krävs mindre kapital för samma exponering samtidigt som investeraren tar en högre risk. Exempelvis kan en köpwarrant gå upp fem procent när den underliggande aktien går upp en procent. Det omvända förhållandet gäller vid en nedgång¹⁴. Det finns därmed en risk att investeraren förlorar hela sitt satsade kapital om den underliggande aktien har en svagare utveckling än förväntat.

Värdet på en warrant påverkas främst av tre faktorer:

1. Den underliggande aktiens prisutveckling är den mest betydelsefulla faktorn. Exempelvis uppvisar en köpwarrant en kraftigare värdeutveckling jämfört med den underliggande aktien om denna går upp.
2. Återstående löptid. Ju närmare lösendagen warranten handlas desto lägre är chansen/risken att aktien ska nå lösenpriset vilket påverkar warrantens värde negativt.
3. Den implicita volatiliteten är av stor betydelse då den tar hänsyn till den underliggande aktiens förväntade framtida svängningar. Den implicita volatiliteten kan baseras på t.ex. terminer, optioner, emittentens tro om framtida svängningar m.m. Olika emittenter har olika tro om framtiden vilket avspeglas i priset. En minskad efterfrågan på warranten bidrar till en minskad förväntad volatilitet som minskar värdet på warranten. Förutom dessa tre faktorer påverkar även utdelningar, lösenpriset och räntenivå värdet på warranten.

Warranter har en bestämd lösendag med ett bestämt lösenpris (på lösendagen) och föregås oftast av en s.k. asiatperiod där lösenpriset beräknas på den underliggande aktiens genomsnittliga stängningskurs (7-14 dagar) före lösen.

¹³ Det maximala antalet warranter som kan ställas ut anges i prospektet och kan vara omkring 50 miljoner warranter.

¹⁴ Warranter handlas inte med någon bestämd multiplikator så utvecklingen kan avvika från denna beskrivning men utifrån att alla faktorer konstanta är det ungefär på det sättet warranten kan förändras.

Ex. Om slutkurserna för den underliggande aktien är 105,86 och lösenpriset är 105 med paritet 5 blir slutvärdet för warranten $(105,86-105)/5=0,172kr$

	Dag 1	Dag 2	Dag 3	Dag 4	Dag 5	Dag 6	Dag 7	Genomsnitt (7dgr)
Slutkurs	102	104	103	108	107	108	109	105,86

Handeln med warranter

Handel med warranter är beroende av en mängd faktorer som alla innebär en riskexponering eftersom de påverkar prissättningen var för sig. Den tydligaste risken är att den underliggande aktien har en otillräcklig utveckling, vilket gör att warranten riskerar att få ett kraftigt minskat värde eller blir helt värdelös. Övriga risker är:

- Löptiden - med allt annat lika minskar värdet på warranten ju närmare lösendagen man kommer (tidsvärdet).
- Volatiliteten - förändringar i denna påverkar prissättningen av warranten, en ökad volatilitet ger ett ökat värde på både köp- och säljwarranter.
- Räntenivån – en ökad ränta ger ett ökat värde på köpwarranter och minskat värde för säljwarranter.
- Förväntad utdelning på den underliggande aktien - ökad förväntad utdelning sänker värdet för en köpwarrant och ökar värdet för en säljwarrant.

Handeln med warranter sker vanligtvis genom aktiemäklare såsom Nordnet, Aktiedirekt, E*Trade, Avanza m.m. Handeln sker på samma sätt som med aktier där det utgår ett courtage till mäklaren. I övrigt finns inga avgifter för investeraren förutom den transaktionskostnad som kan uppstå när handeln sker på market makerns utställda kurser. Handelsbeteckningen för en warrant ser ut ungefär som i nedanstående exempel:

LUP6H 120SHB

För en ovan investerare kan det kanske se svårbegripligt ut vid en första iakttagelse. Kortnamnet består dock bara av några få komponenter:

LUP Kortnamnet för den underliggande aktien, i det här fallet Lundin Petroleum.

6 Det år som warranten förfaller, i det här fallet år 2006

H Den månad som warranten löper ut, A-L är köpwarranter från januari (A) till december (L) och M – X är säljwarranter. I det här fallet rör det sig om en köpwarrant som löper ut i augusti.

120 Lösenpriset för warranten, m.a.o. det värde som Lundin Petroleum måste ha nått för att ha ett värde på lösendagen

SHB Emittenten för warranten.

Stockholmsbörsens och NDX:s warranthandel omsatte tillsammans 19,2 miljarder kronor under perioden januari-juni 2006 (se bilaga 3 och 4). På de båda handelsplatserna återfinns Nordnet Bank AB, E*Trade Sverige AB och Bankaktiebolaget Avanza bland de mest omsatta aktiemäklarna¹⁵. De två största emittenterna av warranter mätt i omsättning under perioden är Carnegie Investment Bank AB (19,6%) och Svenska Handelsbanken AB (63,9%).

Den största omsättningen med finansiella derivatinstrument återfinns för övrigt på optionsmarknaden som är standardiserad och regleras av Stock-

¹⁵ Se bilaga 3 och 4 för förteckning över mest omsatta kommissionärerna.

holmsbörsens Derivatregelverk. Handeln med optioner mäts i antal kontrakt och är därför svår att jämföra med warranter. Det säljs omkring tre gånger fler optionskontrakt i jämförelse med warrantavslut, så optionshandeln förefaller vara större i form av omsättning. Det finns även handel i optioner vid sidan av börsen, storleken av denna är däremot omöjlig att avgöra.

Warranter finns tillgängliga med varierande löptid för i stort sett alla storbolag¹⁶ som är noterade på Stockholmsbörsen. Beroende på säsong finns omkring 1000-1800 warranter samtidigt utställda på de båda handelsplatserna. De mest frekvent utställda är de som handlas mot underliggande index (OMX) samt de med Ericsson och Nokia som underliggande aktie. Det har inte varit dessa warranter som omsatts mest i SEK under första halvåret 2006. I stället har warranter med mindre bolags värdepapper som underliggande aktie varit de mest omsatta.

¹⁶ Med storbolag åsyftas bolag på Mest omsatta listan och A-listan.

Regelverket

De regelverk som är aktuella i denna rapport är framförallt prospektregelverket, Finansinspektionens föreskrifter om uppföranderegler på värdepappersmarknaden och handelsplatsernas regelverk.

Prospektregelverket

Bestämmelser om den information som ska finnas i ett prospekt finns i Europaparlamentets och rådets direktiv¹⁷ 2003 om de prospekt som ska offentliggöras när värdepapper erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel och om ändring av direktiv 2001/34/EG (prospektdirektivet) som har införlivats i lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument (LHF). Även kommissionens förordning (EG)¹⁸ om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/71/EG i fråga om informationen i prospekt, utformningen av dessa, införlivande genom hänvisning samt offentliggörande av prospekt och spridning av annonser (prospektförordningen) innehåller regler om den information som ska finnas i ett prospekt.

LHF utgör en ramlagstiftning och prospektförordningen reglerar innehållet i prospekt på detaljnivå.

Enligt 2 kap. 1 § LHF ska ett prospekt upprättas när finansiella instrument, som är avsedda för allmän omsättning, erbjuds till allmänheten eller tas upp till handel på en reglerad marknad. Detta under förutsättning att inte någon undantagsbestämmelse i lagen blir tillämplig. I sådana fall föreligger det ingen prospektskyldighet.

Emittenter av warranter ger ut instrumenten inom ramen för ett grundprospekt. Ett prospekt får enligt 2 kap. 16 § LHF upprättas i form av ett grundprospekt om de finansiella instrumenten utgörs av icke aktierelaterade finansiella instrument (ex. warranter) som ges ut inom ramen för ett emissionsprogram. Ett emissionsprogram definieras i 1 kap. 1 § LHF som ett program för utgivning av icke aktierelaterade finansiella instrument av likartad sort eller kategori, fortlöpande eller vid upprepade tillfällen under en särskilt angiven emissionsperiod.

Grundprospektet innehåller allmänna villkor för ett erbjudande av finansiella instrument till allmänheten. I samband med varje emission av warranter upprättas det slutliga villkor som innehåller specifik information om varje warrant, såsom pris, underliggande aktie, lösendag, lösenpris m.m.

Ett grundprospekt är enligt 2 kap. 24 § LHF giltigt i högst tolv månader räknat från den dag det offentliggörs.

¹⁷ 2003/71/EG daterat den 4 november

¹⁸ nr 809/2004 daterat den 29 april 2004

Informationen i prospekt

Ett prospekt ska innehålla all information som är nödvändig för att kunna göra en välgrundad bedömning av emittenten (tillgångar och skulder, finansiella ställning, resultat och framtidsutsikter) och de finansiella instrumenten. Informationen ska vara utformat så att den är lätt att förstå och analysera. FI får inte kräva att ett prospekt ska innehålla mer information än vad som följer av prospektförordningen.

Eftersom den information som ska finnas i ett prospekt är väldigt omfattande, har FI valt ut en del punkter i bilaga XII i prospektförordningen som förefaller välla mest problem om vad de ska innehålla. Dessa återfinns i bilaga 5.

Övriga regelverk

Bortsett från emittenter finns det andra aktörer på värdepappersmarknaden som är skyldiga att lämna information till investerare.

Enligt 5 kap. 3 § Finansinspektionens föreskrifter (FFFS 2002:7) om uppföranderegler på värdepappersmarknaden, ska ett värdepappersföretag, innan det utför en värdepapperstjänst för en kunds räkning för första gången, lämna information om riskerna med de finansiella instrument och värdepappers-tjänster som företaget tillhandahåller kunden. Informationen ska vara rättvisande samt anpassad efter kundens behov av information. Kunden ska på begäran få skriftlig information.

Det kan antas att olika instrument ställer olika krav på den som enligt föreskriften är skyldig att lämna information. Warranter ställer höga krav på värdepappersbolaget eftersom warranter är komplexa och förenade med större risker än t.ex. aktier.

Handelsplatsernas regelverk

Som påpekats tidigare handlas warranter på två marknadsplatser, Stockholmsbörsen och NDX. Marknadsplatserna har möjlighet att ställa villkor på sina emittenter och hur market makers ska ha hand om utställandet av kurser, spread, volymer på köp- och säljsidan m.m.

Stockholmsbörsens regelverk, derivatregelverket, tillämpas inte på warranter utan främst på standardiserade optioner och terminer. För warranter finns det noteringskrav, ramavtal och en beskrivning av noteringsprocessen på Stockholmsbörsens hemsida. En emittent har exempelvis rätt att notera warranter om han enligt Stockholmsbörsen är lämplig, är ett kreditinstitut och regelbundet offentliggör årsredovisningar och delårsrapporter.

I samband med noteringen ska ett prospekt upprättas som godkänns av och registreras hos FI. Emittenten ska i prospektet åta sig att agera market maker för de instrument som ska noteras. Av prospektet ska tydligt framgå regler för hur instrumentet ska avvecklas. Av Stockholmsbörsens noteringskrav för warranter framgår det att om det bolag vars aktier utgör underliggande tillgång, genomför en handling som kan ha en koncentrerande eller utspädande effekt ska warranten justeras. Exempel på utspädning kan vara en emission i

det bolag som emitterar den aktie som utgör underliggande tillgång. Exempel på händelser som kan ha en koncentrerande effekt är t.ex. en split, ett förfarande där ett bolag kan välja att öka antalet aktier men inte aktiekapitalet.

Den som vill notera finansiella instrument på NDX måste godkännas som emittent av Nordic Growth Market NGM AB samt underteckna ett ramavtal som berättigar emittenten att löpande notera instrument på NDX.

För att erhålla medlemskap krävs det att den sökande är ett värdepappersinstitut med tillstånd att bedriva värdepappersrörelse enligt 1 kap. 3 § punkt 1, 2 eller 3 lagen (1991:981) om värdepappersrörelse eller är ett utländskt företag som har motsvarande tillstånd i sitt hemland att driva värdepappersrörelse och som står under tillsyn av myndighet eller annat behörigt organ i hemlandet. Värdepappersinstitutet ska av börserna bedömas ha den tekniska och administrativa kapacitet som erfordras för att delta i handel vid börserna och efterföljande avveckling på ett tillfredsställande sätt. Emittenten ska upprätta ett prospekt som godkänns av och registreras hos FI samt offentliggörs innan notering kan ske.

Vid notering av warranten åtar sig värdepappersinstitutet att kvotera priser gentemot marknaden i enlighet med vad som anges i respektive prospekt. Emittenten är skyldig att förse NGM med sina årsredovisningar, delårsrapporter och andra meddelanden som offentliggörs och som kan vara av betydelse för bedömningen av warranterna. Emittenten är skyldig att löpande bevaka förändringar i den underliggande aktien som kan komma att påverka villkoren för warranterna och ska genast informera börserna om de avser att justera villkoren för warranterna samt ange skälen för detta.

Analys och Resultat

Informationsgivningen i prospekt och på hemsidor

Emittenterna av warranter använder sig främst av två informationskanaler: prospektet samt NDX, Stockholmsbörsens och deras egna hemsidor. Information om villkor och prissättning är av stor betydelse för investeraren, vilket ökar betydelsen av att den information som förmedlas är tydlig. FI erfar att många investerare upplever informationen som bristfällig. FI har därför granskat prospekt och hemsidor med utgångspunkt från de viktigaste villkoren och prissättningsfaktorerna i warranthandeln. Förutom prissättningen finns det faktorer såsom spread, volymer på köp- och säljsidan och förbindelser om utställande av köp- och säljkurser som ska tydliggöras så långt prospektregelverket kräver. Utöver detta är det önskvärt att så utförlig och tydlig information som möjligt återfinns på emittenternas hemsidor.

Prissättning

Prissättningen av warranter kan analyseras utifrån tre delar: priset på första handelsdagen, löpande prissättning samt priset på lösendagen.

Prissättningen på första handelsdagen

På första handelsdagen baseras värdet på en warrant på t.ex. historisk volatilitet, underliggande aktie, utdelning, marknadsränta, lösenpris och löptid. Enligt punkt 5.3 i bilaga XII prospektförordningen ska uppgift om förväntat pris eller metoden för att fastställa priset anges. Emittenten ska redogöra för den formel¹⁹ som kommer att användas för beräkningen samt de antaganden som ligger till grund för den implicita volatiliteten. Den implicita volatiliteten baseras oftast på emittentens tro om framtida rörelser, den historiska volatiliteten för det underliggande värdepappret, terminer och optioner.

Problematiken med prissättningen på första handelsdagen är att de antaganden som ligger till grund för den implicita volatiliteten kan framstå som oklara för en investerare. Ett alternativ för emittenten är att redogöra för vad som vägs in vid uppskattningen av volatiliteten, om det är historisk volatilitet, optioner m.m. Den implicita volatiliteten går att räkna ut med hjälp av formlerna i bilaga 2 men eftersom många av investerarna på warrantmarknaden saknar nödvändiga matematiska kunskaper hamnar dessa i ett informationsunderläge. För att undvika förvirring underlättar det om emittenterna är mer tydliga med sin prissättning. FI kommer fortsättningsvis vara skarpare i sin granskning av warrantprospekt avseende bl.a. prissättningen.

Den löpande prissättningen

Eftersom warranter till stor del handlas aktivt under löptiden är det önskvärt att de faktorer som påverkar den löpande prissättningen noggrant förklaras och beskrivs i prospektet. Detta är dock inget som prospektförordningen ställer krav på och följaktligen kan FI inte kräva det av emittenterna, men det är något som ändå är önskvärt för att skapa en tillit till marknaden och värdepappret. Den löpande prissättningen baseras på samma grunder som det pris som warranten handlas till på första handelsdagen. Skillnaden är att flera

¹⁹ Vanligtvis Black & Scholes formel

faktorer förändras under löptiden beroende på förändringar i underliggande aktie, löptiden, terminer, optioner och omsättning i warranten. När den implicita volatiliteten förändras kommer även warrantens värde att förändras, denna förändring kan vara kraftig, vilket resulterar i att warranten kan få stora kast på kort sikt.

Prissättningen vid lösendagen

Denna del beskrivs jämförelsevis bäst i prospektet. FI anser att det vore lämpligt om det fanns illustrativa exempel på situationer som kan uppstå vid lösendagen där det redogörs för vilket värde warranten kommer att få. Enligt punkt 4.1.13 i bilaga XII prospektförordningen ska en beskrivning av förfarandet vid eventuell avkastning på derivatinstrumenten, betalnings- eller leveransdag och beräkningsmetod anges. Även för det fall att en asiatperiod föreligger ska beräkningsmetoden anges. När lösenpriset föregås av en asiatperiod konstaterar FI att beskrivningarna i prospektet kan förbättras genom exempel som tydliggör priset. I denna del kommer FI att skärpa sin granskning av prospektet.

Villkor

Det finns en rad andra punkter som det kommer in klagomål på från investerare. Dessa klagomål handlar om market makers möjligheter att förändra spreaden, volymen på köp- och säljsidan, utställandet av köp- och säljkurser under handelsdagen och prissättningen inför t.ex. en rapport. Med detta som bakgrund är det intressant att kartlägga om detta nämns i prospektet.

Redogörelsen för dessa faktorer är spridd beroende på emittent och prospekt, överlag är de krav på spread som finns breda, dvs. det finns möjlighet för en market maker att ha en stor skillnad mellan köp- och säljkurs. Motivet för detta är att emittenten är beroende av den underliggande aktien. Denna handlas med en låg volym eller med en bred spread ökar riskerna för emittenten och dessa måste därför också hålla en bred spread. Överlag är detta självreglerande eftersom emittenten måste hålla en smal spread för att skapa ett förtroende på marknaden för sin produkt. I flera fall beskrivs inte villkoren för möjligheterna att förändra spreaden. Det finns heller inte någon beskrivning av hur warrantpriset kan förändras i samband med olika bolagshändelser såsom inför en ekonomisk rapport som kan förändra den implicita volatiliteten. FI anser att villkor som rör maximal spread, minimalt antal handelsposter på köp- och säljsidan samt den maximala volymen warranter som kan ställas ut ska framgå av prospektet med stöd av punkt 6.3 i bilaga XII prospektförordningen, sägs att en redogörelse för de viktigaste villkoren i market makers åtaganden ska redogöras för. Detta under förutsättning att emittenten eller market maker har gjort åtaganden om maximal spread om emittenten inte gjort något sådant antagande ska denne beskriva hur och varför spreaden kan förändras under löptiden.

Warrantsimulatorer och implicit volatilitet

Flertalet emittenter har s.k. warrantsimulatorer på sina hemsidor. Detta ger investeraren ett enkelt analysredskap vid sitt val av warrant. En sådan simulator fungerar på det viset att investeraren väljer den förväntade förändringen i det underliggande värdepappret och den tid som investeraren tror att det ska ta för det underliggande värdepappret att nå kursen. Simulatorn väljer ut de warranter från emittenten som ger högst avkastning utifrån nämnda kriterier.

Bristen med simulatorerna är att det i många fall inte går att göra förändringar i antaganden om pris på underliggande aktie, implicit volatilitet och tid till lösendag. Simulatorens utgångspunkt är rådande marknadssituation och då volatiliteten förändras under löptiden kan resultatet i slutändan skilja sig från det resultatet simulatorens fram till. Emittenterna varnar för att dessa tre faktorer är föränderliga och just därför vore det önskvärt att investeraren själv får möjlighet att göra förändringar i antagandena. Detta för att få en förståelse för hur exempelvis en 5-procentig förändring i den implicita volatiliteten påverkar warrantens värde.

Warrantskola

På hemsidorna har en majoritet av emittenterna en s.k. warrantskola där grundläggande information rörande warranten beskrivs och illustreras i olika former av tabeller och diagram. Tabeller med olika värden på den implicita volatiliteten återfinns enbart hos en emittent, Commerzbank, där volatiliteten beskrivs med alla övriga faktorer lika. Det är önskvärt att även andra emittenter anammar och lägger till en sådan beskrivning på sina hemsidor, för att ge investeraren en förståelse för betydelsen av den implicita volatiliteten. Det är oftast denna som ligger bakom det fenomen som många investerare inte förstår, att köpwarranten minskar i värde trots att det underliggande värdepappret ökar. En minskad efterfrågan på warranten bidrar till en minskad förväntad volatilitet i warranten som i sin tur minskar värdet på densamma.

Tillgänglig information

Tillgången till prospekt och slutliga villkor på emittenternas hemsidor är varierande. I vissa fall finner man prospektet medan det i andra fall är mer svåråtkomligt. Tillgängligheten till prospektet ska vara enkel. Det som överlag är lätt att finna är de slutliga villkoren som innehåller specifik information om lösendag, lösenpris, paritet och underliggande aktie. De slutliga villkoren innehåller ingen redogörelse för hur prissättningen går till och de risker som förknippas med warranten, därför ska prospektet vara lättillgängliga tillsammans med de slutliga villkoren.

Information om möjligheterna att förändra spread, volym på köp- och säljsidan samt pris inför en osäkerhet på marknaden såsom t.ex. en rapport beskrivs i flera fall knapphändigt och i andra fall inte alls. Sådan information är emittenterna inte skyldiga att lämna i prospektet, såvida det inte framgår av deras åtagande som market makers. I sådana fall är de skyldiga att redogöra för de viktigaste villkoren i sitt åtagande. FI föreslår att emittenterna har en informationssida med de villkor som gäller vid handel med warranten.

En stor del av klagomålen förefaller vara kopplade till bristande information från emittenterna. Värdepappersföretag ska enligt FFFS 2002:7 redogöra för de risker som är förknippade med värdepappret. Därför anser FI att informationsmaterialet ska förändras för att bli mer enhetlig med den information som utländska emittenter ger till sina investerare. En sådan förändring skulle öka konsumentskyddet och sannolikt leda till minskade klagomål:

- Warrantskola – för att på ett pedagogiskt sätt förklara hur warranten fungerar. Detta kan bidra till att klagomålen minskar i takt med en ökad kunskap hos investerarna.

- Illustrativa diagram/tabeller – för att på ett enkelt sätt åskådliggöra hur förändringar i olika antaganden påverkar värdet på warranten. Detta med särskild tyngdpunkt på den underliggande aktien, den implicita volatiliteten och löptiden.
- Tydliga villkor – för att minska klagomålen som rör grundläggande information såsom tider för utställande av kurser, möjligheter att förändra spread, volymer m.m.
- Warrantsimulator – för att på ett enkelt sätt kunna finna en warrant som passar investerarens förväntningar. Simulatorens ska ge investeraren möjlighet att själv förändra antaganden om implicit volatilitet eftersom marknaden är föränderlig.

Prissättning av jämförbara objekt

Det råder en förvirring bland investerare när två till synes likvärdiga warrantprissätts olika. Med likvärdiga avses samma underliggande värdepapper, lösenpris, paritet och lösendatum. Då warranternas värde bl.a. ska följa och baseras på det underliggande värdepappret och dess rörelse framstår det för många investerare som orimligt att skillnaden i pris mellan warranterna kan vara stor.

För att belysa hur sådana skillnader kan se ut har i den här delen ett exempel valts ut som till synes är likvärdig, men som prissätts olika. Den löpande prissättningen sker utifrån en mängd inverkan faktorer. Som i detta exempel:

	BOL6H 150 X	BOL6H 150 Y	Diff
Köp	0,35	0,51	-31,4%
Sälj	0,38	0,53	-28,3%
Sen. avslut	0,38	0,53	-28,3%
Paritet	10	10	
Strike	150	150	
Break	153,8	155,3	
Lösendatum	2006-08-18	2006-08-18	
Imp.vol.	82,13%	94,13%	-12,0%
Delta	0,023	0,0272	-0,004
Gamma	0,0009	0,0009	0,000
Theta	-0,0012	-0,0015	0,0003
Vega	1,2	1,31	-0,110
Elasticitet	7,11	6,02	1,090
Spread	8,22%	3,85%	

Hur kan det komma sig att två till synes likvärdiga warrantprissätts olika? Utifrån den beskrivning av prissättningen som emittenterna ger antar FI att förklaringen återfinns i:

- Implicit volatilitet – den framtida volatiliteten som warranten beräknas ha.
- Delta - känsligheten för rörelser i underliggande värdepapper.
- Vega - känsligheten för förändringar i den implicita volatiliteten.

Dessa faktorer påverkas bl.a. av emittentens tro om framtida volatilitet, förändringar på optionsmarknaden samt omsättningen i warranten. Delta och vega påverkar inte prissättningen direkt, däremot anger de hur en förändring

i underliggande aktie eller volatiliteten kommer att förändra värdet på warranten.

Eftersom många investerare på warrantmarknaden som regel är privata investerare finns inte alltid djupare kunskap. Därför riskerar investerarna att köpa warranten som är högt prissatta mätt i implicit volatilitet. Eftersom privatpersoner som handlar med warranten kanske inte alltid har full förståelse vore det önskvärt att emittenterna gör sitt yttersta för att beskriva warranten på ett så enkelt sätt som möjligt. Med tanke på de svårigheter som finns med att manuellt beräkna de olika faktorerna kan det vara lämpligt att dessa redovisas på emittenternas och aktiemäklarnas hemsidor. Ett steg i denna riktning är t.ex. en utvecklad variant av en warrantsimulator som nämnts tidigare och som för övrigt är vanligt hos emittenterna och marknadsplatserna i Frankrike, Tyskland och Storbritannien.

Diskussion

Informationen som förmedlas till investeraren är fragmenterad och återfinns i olika skepnader på en mängd olika informationsplatser. Detta gör att investeraren får problem att förstå instrumentet och tar risker som inte är väl avvägda. FI kommer fortsättningsvis att vara hårdare med att alla de faktorer som påverkar värdet av warranten beskrivs i prospektet. Denna information bör rimligen även återfinnas på emittenternas hemsidor. Investeraren får inte tillräcklig information om hur värdet på warranten förändras med den implicita volatiliteten. Detta återspeglas tydligt i analysen av jämförbara warranter där den främsta skillnaden mellan de båda är den implicita volatiliteten som påverkar värdet uppemot 30 procent²⁰. Eftersom denna är den enda osäkra faktorn med stor betydelse för prissättningen och som kan förändras löpande (med undantag för underliggande aktie) är det viktigt att den beskrivs utförligt och förslagsvis även återfinns i procentuella tal på emittentens hemsida så att investeraren slipper beräkna den på egen hand.

Det ska finnas en tydlig redogörelse för market makers förbindelse i prospekt och på hemsidorna. Ett exempel är de åtaganden som finns för spread mellan köp- och säljkurser som ställs ut. Ett problem med spreadförbindelserna är att de förefaller vara väldigt breda. För att en warrant ska vara likvid är det ett självändamål från emittentens sida att ha en liten spread mellan köp- och säljkurs eftersom det blir enklare för investeraren att förvärva och avyttra warranten utan höga transaktionskostnader. En liten spread bidrar med andra ord till ökad likviditet. I regel håller de flesta emittenterna en liten spread under löptiden. Dock finns möjligheter att bredda spreaden. FI vill därför se att emittenterna redogör för när detta kan inträffa, både i prospektet och på hemsidorna. FI anser inte att det för tillfället behöver åläggas emittenten att minska spreaden.

Det har förekommit flera klagomål till FI och på olika börsforum när market makers inte ställer ut warrantkurser så fort som den underliggande aktien börjat handlas. Det är Stockholmsbörsen och NDX uppgift att se till att detta efterföljs och om så inte sker, vidta åtgärder.

FI föreslår en förändring av redovisningen av warranter på handelsplatserna, på emittenternas och på aktiemäklarnas hemsidor. Förutom att redovisa kursinformation, omsättning och paritet anser FI att dessa aktörer ska redovisa den implicita volatiliteten, delta, vega, theta, gamma och elasticiteten. Detta ökar insynen i prissättningen och underlättar redovisning av den implicita volatiliteten samt gör det enklare för investeraren att jämföra olika warranter. Detta görs redan på börserna i Frankrike, Storbritannien och Tyskland²¹. I dessa länder redovisas dessa faktorer på handelsplatsernas hemsidor samt mer detaljerat på emittenternas hemsidor. Flera av emittenterna har i dessa länder warrantsimulatorer där det går att förändra den implicita volatiliteten, lösendagen och priset på den underliggande aktien. FI anser att de europeiska börserna och emittenterna i den delen är ett föredöme för den svenska

²⁰ Skillnaden kan bero på implicit volatilitet, tid till lösen, paritet, om warranten är in-the-money eller out-of-money. In-the-money innebär att aktiepriset är över lösenpriset och motsatt läge för en warrant som är out-of-money.

²¹ Boerse Stuttgart, London Stock Exchange och Bourse de Paris

warrantmarknaden. De ligger i framkant genom att redovisa samtliga faktorer som är avgörande för en warrants utveckling.

Det är av avgörande betydelse att emittenterna på sina hemsidor har sina prospekt och slutliga villkor lättillgängliga. Utöver det är det önskvärt att emittenterna kompletterar sin informationsgivning med:

- Warrantskola
- Illustrativa diagram/tabeller
- Villkor för market makers
- Warrantsimulator.

Slutsatser efter möte med inblandade aktörer

FI har med anledning av rapporten och de slutsatser man kommit fram till initierat en dialog med emittenterna, marknadsplatserna och aktiemäklarna för att diskutera hur man ska gå vidare. De klagomål som inkommit till FI och som rör prissättning och spread har som regel sin grund i bristande kunskap om warranter och warrantmarknaden. FI anser inte att det finns anledning att reglera eller på annat sätt ingripa i prissättning och spread, men ser det som mycket angeläget att informationen blir tydligare för spararna. Därför vill FI se att alla parter i handeln har en tydlig och pedagogisk beskrivning av hur warranter fungerar. FI vill se följande förändringar:

- Emittenterna, handelsplatserna och aktiemäklarna ska ha warrantsimulatorer och warrantskolor på sina hemsidor. Warrantsimulatorerna ska finnas åtminstone för emittenternas egna kunder.
- Prospekten som handläggs av FI ska innefatta utförligare beskrivningar av warranter och dess risker, mer detaljer kring detta återfinns i bilaga 5.
- De prospekt som redan är godkända berörs inte av de skärpta kraven på utförligare beskrivning av warranter. De prospekten följer redan fattade beslut både i fråga om prospektet och de slutliga villkoren. De skärpta kraven kommer att gälla prospekt som ges in till FI framöver.
- Emittenterna ska utveckla informationen på sina hemsidor för att tydliggöra hur implicit volatilitet och spread kan förändras under löptiden.
- Aktiemäklarna bör utvidga sin information så att det återfinns information om implicit volatilitet, vega, delta, theta, gamma och elasticitet. Detta för att investeraren ska kunna göra en välgrundad bedömning vid sina investeringar. Avanza har redan tjänsten på sin hemsida och E*Trade har denna genom ett samarbete med Derivat-info.com.
- Åtagandena som emittenterna har mot handelsplatsen ska framgå tydligt på hemsidorna. Handelsplatserna ska se till att dessa följs och om de inte gör det ska de sanktionera emittenternas beteende.
- Emittenterna ska noga redogöra för när spreaden kan förändras under den löpande handeln och varför.

Bilaga 1: Begreppslista

Amerikansk warrant - Innebär att warrantsinnehavaren när som helst under optionens löptid kan utnyttja sin rättighet att köpa eller sälja den underliggande aktien, dvs. begära förtidslösen.

Asiatisk period – Den period innan lösendagen som lösenpriset baseras på, vanligen mellan 7-14 dagar.

Break-even – Den kurs som aktien måste nå på slutdagen för att investeraren ska få tillbaka det satsade kapitalet.

Delta – Warrantens teoretiska känslighet för prisförändringar hos det underliggande värdepappret, mätt som ett värde mellan 0 och 1 (–1 för säljoptioner). Om deltat är 0,5 innebär det att optionen teoretiskt sett stiger 50 öre i pris om aktien stiger en krona (motsvarande gäller vid nedgång)

Elasticitet – Beskriver hur mycket warranten förväntas ändras i värde när den underliggande aktien rör sig en procent. Elasticiteten är positiv för köpwarranter och negativ för säljwarranter.

Europeisk warrant - En warrant som innebär att warrantinnehavaren endast kan nyttja sin rättighet, att köpa eller sälja den underliggande varan, på warrantens slutdag. Innehavaren kan inte begära förtidslösen.

Exotisk warrant - En warrant utan standardiserad löptid, lösenpris mm.

Gamma – Gammavärdet visar hur mycket warrantens delta stiger vid en uppgång med en krona i underliggande aktie (samma gäller vid nedgång). Det är m.a.o. deltavärdets känslighet vid förändringar av det underliggande värdet.

Hävstångseffekt – rörelsen i warranten är kraftigare än det underliggande värdepappret. Ex. Om underliggande går upp en procent går samtidigt warranten upp fem samtidigt som warranten går ner fem procent om underliggande skulle gå ner en procent.

Implicit volatilitet – Den framtida uppskattade volatilitet.

Market maker - Bank eller fondkommissionär som förbinder sig att ställa ut köp- och säljkurser i warranten. Market makern är oftast samma aktör som emittenten.

Paritet – Det antal warranter som det krävs för att få köpa en aktie.

Plain vanilla warrant – Den warrantform som handlas flitigast på NDX och Stockholmsbörsen. Har bestämda faktorer såsom lösendag, lösenpris, paritet m.m.

Prospekt – en handling som innehåller den information som lämnas när finansiella instrument i olika sammanhang erbjuds till allmänheten eller som handlas vid en börs eller annan reglerad marknad.

Spread – prisskillnaden mellan köp- och säljkurs.

Turbowarrant – En warrant med fixerad volatilitet och som inte påverkas av tidsvärdet. Har vanligen ett knock-out värde vid vilken den blir värdelös.

Theta – Visar hur mycket värde warranten teoretiskt förlorar varje börsdag (tidsvärdet)

Vega – Visar warrantens känslighet för förändringar i implicit volatilitet. Värdet som visas är hur mycket warrantens pris bör påverkas av en uppgång eller nedgång i den implicita volatiliteten på en procentenhet.

Volatilitet - Ett mått på en akties rörlighet. En låg volatilitet innebär att aktien rör sig långsamt medan en med hög volatilitet slår kraftigt upp/ner. Volatilitet baseras på standardavvikelsen.

Bilaga 2: Black-Scholes formler

För den som vill fördjupa sig mer kring beräkningarna av B&S-formler återfinns här formlerna för delta, gamma, vega, theta samt värdet (priset på warranten).

Till att börja med beräknas vanligtvis värdet på en warrant enligt nedanstående formel för en köpwarrant:

$$\text{Pris} = SN(d_1) - Xe^{-rT} N(d_2)$$

och för en säljwarrant:

$$\text{Pris} = Xe^{-rT} N(-d_2) - SN(-d_1)$$

Bokstäverna som ingår i ovanstående formler står för:

- T - tid till lösen i form av år
- r - den riskfria räntan på marknaden, vilken oftast är relativt fixerad
- X - lösenpriset som det underliggande värdepappret måste nå till lösendagen
- S - aktiekursen som den underliggande aktien handlas till vid värderingstillfället

$$d_1 = \frac{\ln(S/X) + (r + \sigma^2/2)T}{\sigma\sqrt{T}}$$

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

Det bör observeras att σ i ovanstående formel står för volatiliteten och det är alltså denna som går att beräkna "bakvägen" för att nå den implicita volatiliteten eftersom de övriga fyra faktorerna är kända.

Vidare finns det en rad beståndsdelar som kan nås utifrån ovanstående formel som ger djupare förståelse för warrantens rörelsemönster.

Delta

Delta är som nämns i begreppslistan warrantens teoretiska känslighet för prisförändringar hos det underliggande värdepappret, mätt som ett värde mellan 0 och 1 (-1 för säljoptioner). Värdet beräknas för en köpwarrant

$$\Delta = N(d_1)$$

och för en säljwarrant

$$\Delta = N(d_1) - 1$$

Gamma

Gammavärdet visar hur mycket warrantens delta stiger med vid en uppgång med en krona i underliggande aktie (samma gäller vid nedgång). Det är alltså deltavärdets känslighet vid förändringar av det underliggande värdet. Värdet beräknas enligt nedanstående formel för köp- och säljwarranter:

$$\Gamma = \frac{N'(d_1)}{S\sigma\sqrt{T}}$$

där:
$$N'(x) = \frac{1}{\sqrt{2\pi}} e^{-\frac{x^2}{2}}$$

Theta

Theta beskriver tidsvärdet dvs. hur mycket värde warranten teoretiskt förlorar varje börsdag. Värdet beräknas enligt nedanstående formel för en köpwarrant:

$$\theta = -\frac{SN'(d_1)\sigma}{2\sqrt{T}} - rXe^{-rt}N(d_2)$$

respektive för en säljwarrant:

$$\theta = -\frac{SN'(d_1)\sigma}{2\sqrt{T}} + rXe^{-rt}N(-d_2)$$

Vega

Vega visar warrantens känslighet för förändringar i implicit volatilitet. Värdet som visas anger hur mycket warrantens pris bör påverkas av en uppgång eller nedgång i den implicita volatiliteten på en procentenhet. Detta värde är extremt viktigt eftersom det är den implicita volatiliteten som kan förändras under löptiden. Ett högt värde på vega kan alltså ge stora kast på värdet av warranten. Vega beräknas enligt nedanstående för både köp- och säljwarranter.

$$v = S\sqrt{T}N'(d_1)$$

Bilaga 3: Statistik: Warrant handeln på Stockholmsbörsen

Stockholmsbörsen

Marknadsandel per medlem, warranter

(dubbelt räknat - både köp och sälj)

Medlem	Januari 2006 - Juni 2006			
	Omsättning		Transaktioner	
	SEK	%	Antal	%
Svenska Handelsbanken AB	5 228 081 139	43,01%	161 103	41,92%
Bankaktiebolaget Avanza	1 511 883 841	12,44%	65 428	17,02%
FöreningsSparbanken AB	1 321 342 185	10,87%	31 064	8,08%
Nordnet Bank AB	1 203 520 408	9,90%	57 609	14,99%
E*Trade Sverige AB	903 127 282	7,43%	11 849	3,08%
UBS Limited	741 713 503	6,10%	17 126	4,46%
Övriga	1 244 996 320	10,24%	40 151	10,45%
Totalt	12 154 664 678	100%	384330	100%

Marknadsandel per emittent, warranter

(enkelt - enbart en sida räknas)

Emittent	Januari 2006 - Juni 2006			
	Omsättning		Transaktioner	
	SEK	%	Antal	%
Svenska Handelsbanken AB	4 628 580 741	76,16%	155 189	80,76%
UBS AG, London Branch	746 042 593	12,28%	18 644	9,70%
FöreningsSparbanken AB	654 112 770	10,76%	17 426	9,07%
Commerzbank AG	43 330 045	0,71%	434	0,23%
Carnegie Investment Bank AB	4 784 545	0,08%	362	0,19%
HQ Bankaktiebolag	481 645	0,01%	110	0,06%
Totalt	6 077 332 339	100%	192 165	100%

Handel per marknadssegment, warranter

(enkelt - enbart en sida räknas)

Segment	Januari 2006 - Juni 2006			
	Omsättning		Transaktioner	
	SEK	%	Antal	%
Warranter, plain vanilla	5 354 549 819	88,11%	171 372	89,18%
Knock-out warranter	496 424 610	8,17%	19 286	10,04%
Exotiska warranter	165 420	0,00%	3	0,00%
Certifikat	226 192 490	3,72%	1 504	0,78%
Totalt	6 077 332 339	100%	192 165	100%

Källa: Stockholmsbörsens statistikrapporter 2006-07-03 - Marknadsandelar och omsättning i warranter juni 2006

Bilaga 4: Statistik - Warranthandeln på NDX

Nordic Derivatives Exchange

Marknadsandel per medlem, warranter

(dubbelt räknat - både köp och sälj)

Medlem	Januari 2006 - Juni 2006			
	Omsättning		Transaktioner	
	SEK	%	Antal	%
Svenska Handelsbanken AB	1 899 755 796	26,79%	40 591	17,76%
Carnegie Investment Bank AB	1 845 164 005	26,02%	72 581	31,76%
Nordnet Bank AB	1 214 315 400	17,13%	53 070	23,22%
Bankaktiebolaget Avanza	941 557 825	13,28%	7 682	3,36%
E*Trade Sverige AB	784 530 397	11,06%	42 130	18,43%
Övriga	405 358 882	5,72%	12 510	5,47%
Totalt	7 090 682 305	100%	228 564	100%

Marknadsandel per emittent, warranter

(enkelt – enbart en sida räknas)

Emittent	Januari 2006 - Juni 2006			
	Omsättning		Transaktioner	
	SEK	%	Antal	%
Svenska Handelsbanken AB	1 513 724 495	42,76%	36 147	31,63%
Carnegie Investment Bank AB	1 877 638 702	53,04%	76 317	66,78%
Société Générale S.A.	115 884 644	3,27%	1 022	0,89%
Nordea Bank AB	32 542 160	0,92%	796	0,70%
Totalt	3 539 790 001	100%	114 282	100%

Handel per marknadssegment, warranter

(enkelt – enbart en sida räknas)

Segment	Januari 2006 - Juni 2006	
	Omsättning	
	SEK	%
Warranter, plain vanilla	3 073 038 017	85,44%
Knock-out warranter	278 371 364	7,74%
Exotiska warranter	0	0,00%
Certifikat	245 246 391	6,82%
Totalt	3 596 655 772	100%

Källa: NDX månadsrapporter för januari-juni 2006 som har summerats.

Bilaga 5: Regelverkets tillämpning

Prospektförordningens minimikrav för information i värdepappersnoten för derivatinstrument- bilaga XII (punkter som är relevanta för rapporten.

Punkt 2. ”Information på framträdande plats om riskfaktorer som är väsentliga för att kunna bedöma marknadsrisken för de värdepapper som erbjuds till försäljning och /eller tas upp till handel ska redovisas i ett avsnitt med rubriken ”Riskfaktorer”. En varning ska ingå där det anges att en investerare kan förlora hela värdet av investeringen eller en del av detta beroende på omständigheterna. Om investerarens ansvar inte är begränsat till värdet på investeringen ska detta anges tillsammans med en redovisning av de omständigheter under vilka ett sådant utvidgat ansvar uppkommer och dess troliga finansiella följder.”

Marknadsvärdet påverkas inte enbart av utvecklingen i den underliggande aktien utan även den implicita volatiliteten utgör en marknadsrisk. Därför ska emittenterna när de redogör för riskfaktorerna även beskriva den implicita volatiliteten och dess inverkan på warranten. Eftersom emittenterna vid prospektets upprättande inte vet vilka warranter som kommer att emitteras, kan den implicita volatiliteten av förklarliga skäl inte redovisas för varje enskilt warrant. Däremot ska emittenterna lämna en allmän redogörelse för vad den framtida volatiliteten baseras på för antaganden.

4.1.1 ”En beskrivning av typ och slag av värdepapper som erbjuds eller tas upp till handel, däribland ISIN-kod (International Security Identification Number) eller motsvarande identitetskod för värdepapper.”

Under denna punkt ska bl.a. en allmän beskrivning av en warrant och hur den fungerar lämnas.

4.1.2 ”En tydlig och fullständig förklaring som kan bidra till investerarnas förståelse av hur värdet på deras investeringar påverkas av värdet på det eller de underliggande instrumenten, särskilt under de förhållanden då riskerna är som mest uppenbara, såvida inte värdepapperens nominella värde per enhet är minst 50 000 euro eller de inte kan förvärfvas för mindre än 50 000 euro per enhet.”

Det står emittenterna fritt att redogöra för den här punkten på det sätt de finner det lämpligt, så länge det är tydligt och fullständigt. Av ingress 18 i prospektförordningen framgår det att emittenterna på frivillig grund kan använda lämpliga exempel för att förklara just detta. Enda kravet är att emittenterna uttömmande och explicit förklarar hur ändringar i värdet på den underliggande aktien påverkar värdet på warranten.

4.1.13 ”Beskrivning av förfarandet vid ev. avkastning på derivatinstrumenten, betalnings- och leveransdag och beräkningsmetod.”

Det är viktigt att i prospektet ange om det förekommer en asiatperiod och hur lösenpriset i så fall beräknas.

4.2.2 ”En deklARATION med uppgift om vilket slag av underliggande instrument eller variabel det gäller och var information om detta instrument eller denna variabel kan erhållas. – Uppgift om var information om tidigare resultat och fortsatt utveckling för instrumentet eller variabeln samt om dess volatilitet kan erhållas.”

Av de slutliga villkoren ska det bl.a. framgå var information om den underliggande aktiens volatilitet kan erhållas.

4.2.4 ”Justeringsregler för att ta hänsyn till händelser som påverkar det underliggande instrumentet eller variabeln.”

Hur justerar man en warrant om det t.ex. sker en emission eller en split i den underliggande aktien?

5.3 ”Uppgift om till vilket förväntat pris värdepapperen kommer att erbjudas eller om vilken metod som kommer att användas för att fastställa priset och förfarandet för att offentliggöra det. Belopp för eventuella avgifter och skatter som specifikt kommer att åläggas den som tecknar eller köper värdepapperen ska också anges.”

Av förklarliga skäl kan warrantpriset inte anges i grundprospektet utan fastställs först i samband med warrantemissionen och anges i de slutliga villkoren. Däremot ska metoden för att fastställa priset anges i prospektet. Emittenten ska beskriva den formel som ligger till grund för fastställandet av priset och förklara de olika beståndsdelarna i respektive formel. Tanken är att emittenten ska ange en grundformel ex. Black & Scholes, inte att emittenten ska ange en formel som är justerad efter vad den enskilda emittenten använt. Det ska även framgå att om en sparare vill jämföra olika warranter så ska denne basera värderingen av warranterna på samma formel på alla warranter för att de ska bli jämförbara.

6.3 ”Namn och adress till de företag som har gjort ett fast åtagande om att agera som mellanhänder på andrahandsmarknaden genom att ställa köp- och säljkurser för att förbättra likviditeten, samt en redogörelse för de viktigaste villkoren i deras åtagande.”

Har market makern gjort ett fast åtagande om spreaden, ska han i prospektet ange den maximala spreaden han åtar sig att garantera. Om detta inte låter sig göras på grund av att spreadstorleken är beroende av den underliggande aktien, ska det av prospektet i stället framgå hur spreaden kan komma att förändras under löptiden och varför.

Finansinspektionens rapporter

finns på www.fi.se

- 2006:12 Blancokrediter till konsumenter II – uppföljning
- 2006:11 Skatte- och försäkringsrörelser regler för livförsäkring
- 2006:10 Pensionssparandet och värdebeskeden
- 2006:9 Utvecklingen på bolånemarknaden
- 2006:8 Ordning och reda – en granskning av 150 försäkringsförmedlare
- 2006:7 Livbolagens förlusttäckning – redovisning av olika metoder
- 2006:6 Bankernas kapitalkrav med Basel 2
- 2006:5 Avgift efter prestation – en granskning av avgifter i 37 fondbolag
- 2006:4 Marknadstillsyn 2006
- 2006:3 Handel med förfallna fordringar och inkasso
- 2006:2 Företagens tillämpning av internationella redovisningsregler
- 2006:1 Fondbolagens informationsgivning
- 2005:13 Konsumenten och rådgivningen
- 2005:12 Interna affärer i livbolagen – en uppföljande granskning
- 2005:11 Från konto till konto VII
- 2005:10 Finanssektorns stabilitet 2005
- 2005:9 Hantering av klagomål i finanssektorn
- 2005:8 Företagens interna kapitalutvärdering
- 2005:7 Stärkt skydd för trafikskadade
- 2005:6 Den finansiella elmarknaden
- 2005:5 Livbolagens avgifter
- 2005:4 Blancokrediter till konsumenter
- 2005:3 Finanssektorns krisberedskap
- 2005:2 Livbolagens provisioner till försäkringsmäklare
- 2005:1 Indexobligationer – en granskning av informationen till kunderna



Finansinspektionen
Box 6750, 113 85 Stockholm
Tel 08-787 80 00
Fax 08-24 13 35
finansinspektionen@fi.se