

# Aksjeskolen

Kursmaterieell: «Hvordan tjene penger på aksjehandel?»



# Innholdsfortegnelse

INNHALDSFORTEGNELSE .....	2
1 INTRODUKSJON .....	16
1.1 HVORDAN BLI RIK? .....	16
1.1.1 Fire måter å bli rik på .....	16
1.1.1.1 Flaks .....	16
1.1.1.2 Starte din egen bedrift .....	16
1.1.1.3 Investere i fast eiendom .....	17
1.1.1.4 Investere i aksjer og verdipapirer .....	17
1.1.2 Flaks er alltid nødvendig for å bli rik .....	17
1.1.2.1 Fire typer flaks .....	18
1.1.3 Maksimer inntektene og minimaliser utgiftene .....	18
1.1.3.1 Sette deg økonomiske mål .....	18
1.1.3.2 Lev under evne .....	19
1.1.3.3 Lær deg å håndtere risiko .....	19
1.1.3.4 Spar for å investere. Ikke spar for å spare .....	19
1.1.3.5 Unngå gjeld som ikke betaler seg .....	19
1.2 ER DU EN INVESTOR ELLER EN TRADER? .....	20
1.2.1 Investoren .....	20
1.2.2 Traderen .....	21
1.2.3 Hva er den store forskjellen? .....	21
1.2.4 Spekulasjon uten «research» = gambling .....	21
1.2.5 Noe i mellom eller begge deler? .....	21
1.2.6 Til slutt .....	22
1.3 FORMER FOR AKSJEHANDEL .....	22
1.3.1 Enkelt aksjer .....	22
1.3.2 Opsjoner .....	22
1.3.3 Daytrading og aktiv trading .....	22
1.3.4 Aksjesparing .....	23
1.3.5 Aksjefond .....	23
1.3.6 Indeksfond .....	23
1.4 DET PRAKTISKE .....	23
1.4.1 Finn din handelsplattform .....	23
1.4.2 Vurderingskriterier .....	24
1.4.3 Opprett meglerkonto .....	24
1.4.3.1 En bankkonto .....	24
1.4.3.2 Personlig informasjon .....	24
1.4.3.3 Bank ID eller ID kort .....	25
1.4.3.4 Aksjesparing konto (ASK) .....	25
1.4.3.5 VPS konto .....	25
1.4.3.6 Sett inn penger .....	25
1.4.4 Legg enn din første handelsordre .....	25
1.5 SPREAD .....	26
1.6 KURTASJE .....	26
1.6.1 Hva avgjør kurtasjen og hvor stor er den? .....	26
1.6.1.1 Kurtasje for kjøp av norske aksjer (et utvalg nettmeglere): .....	27
1.6.1.2 Kurtasje for kjøp av amerikanske aksjer (et utvalg nettmeglere): .....	27
1.6.2 Ekempel .....	27
1.6.3 Grensen mellom minstekurtasje og prosentsatsen .....	28
1.7 AKSJESPAREKONTO (ASK) .....	28
1.7.1 Hvor mange aksjesparingkontoer kan du ha og hva er kostnaden? .....	29
1.7.2 Hvilke verdipapirer kan du ha på en aksjesparekonto? .....	29

1.7.3	Hvilke verdipapirer kan du ikke ha på en aksjesparekonto? .....	29
1.7.4	Utbytte .....	30
1.7.5	Arv og aksjesparekonto.....	30
1.7.6	Skilsmisse og aksjesparekonto .....	30
1.8	SKATT PÅ AKSJEDEVINNST.....	30
1.8.1	Realisert gevinst er skattepliktig inntekt.....	30
1.8.2	Fratrekk for tap .....	30
1.8.3	Aksjonærmodellen .....	31
1.8.4	Skjermingsfradrag.....	31
<b>2</b>	<b>AKSJETEORI .....</b>	<b>33</b>
2.1	HVA ER EN AKSJE? .....	33
2.2	HVA ER EN AKSJONÆR OG INVESTOR? .....	33
2.3	HVOR STOR EIERANDEL GIR EN AKSJE? .....	33
2.4	AKSJENS NOMINELLE (PÅLYDENDE) VERDI OG MARKEDSVERDI.....	34
2.5	AKSJENS SKATTBARE VERDI .....	34
2.6	SIMPELT FLERTALL I GENERALFORSAMLINGEN .....	34
2.7	HVILKE RETTIGHETER GIR EN AKSJE? .....	35
2.8	AKSJESELSKAP (AS) OG ALLMENNAKSJESELSKAP (ASA).....	35
2.8.1	Hva er forskjellen mellom et aksje- og allmennaksjeselskap? .....	35
2.8.2	Kun allmennaksjeselskaper kan børsnoteres .....	36
2.9	ALLMENNAKSJESELSKAP .....	36
2.9.1	Selvstendig juridisk enhet.....	36
2.9.2	Økonomisk risiko og ansvar .....	36
2.9.3	Eiere og ansatte .....	36
2.9.4	Lønn og skattemessig behandling.....	37
2.9.5	Organisering av et allmennaksjeselskap.....	37
2.9.5.1	Generalforsamlingen .....	38
2.9.5.2	Styre .....	38
2.9.5.3	Administrerende direktør/daglig leder .....	39
2.10	AKSJEKLASSER: A - AKSJER OG B - AKSJER .....	39
2.11	UNOTERTE OG NOTERTE AKSJER .....	39
2.11.1	Noterte aksjer.....	40
2.11.2	Unoterte aksjer.....	40
2.11.3	Anbefaling .....	41
2.12	EN AKSJE ER ET REGISTRERT VERDIPAPIR .....	41
2.13	HVORDAN TJENE PENGER PÅ EN AKSJE? .....	42
2.14	AKSJER GIR HØYERE AVKASTNING ENN ANDRE INVESTERINGSOBJEKTER .....	42
2.15	HVORDAN KJØPE EN AKSJE?.....	43
2.16	AKSJEPORTEFØLJE.....	43
2.17	AKSJEKAPITAL .....	43
2.17.1	Hvordan beregne aksjekapitalen?.....	44
2.17.2	Emisjon .....	44
2.18	AKSJEKURS.....	44
2.18.1	Hva er pålydende kurs?.....	45
2.18.2	Hva er kjøps-, salgs- og omsetningskurs? .....	45
2.18.3	Hva avgjør kjøps- og salgskursen?.....	45
2.19	AKSJESPLITT OG AKSJESPLEIS .....	46
2.19.1	Hva er en aksjesplitt? .....	46
2.19.2	Hva er en aksjespleis? .....	47
2.20	VEKSTAKSJE OG VERDIKSAKSE.....	47
2.20.1	Hva er en vekstaksje?.....	47
2.20.1.1	Kjennetegn .....	47
2.20.2	Hva er et verdiaksje?.....	47
2.20.2.1	Kjennetegn .....	48
2.20.2.2	"Dogs of the Dow" .....	48

2.20.3	Hva er forskjellen mellom en vekstaksje og verdiaksje?.....	48
2.20.4	Verdiaksjer har høyere risiko enn vekstaksjer .....	48
2.20.5	Hva er best? Vekst- eller verdiaksje?.....	48
<b>3</b>	<b>AKSJEMARKEDET .....</b>	<b>50</b>
3.1	HVA ER ET AKSJEMARKEDE? .....	50
3.2	AKSJEMEGLER.....	50
3.3	KJØPER OG SELGER .....	51
3.4	BØRSEN.....	51
3.5	VERDIPAPIRSENTRALEN.....	51
3.6	NOTERTE OG UNOTERTE AKSJER .....	51
3.7	DET NORSKE AKSJEMARKEDET .....	52
3.8	DET INTERNASJONALE AKSJEMARKEDET.....	52
3.8.1	USA - New York Stock Exchange (NYSE).....	52
3.8.2	USA - NASDAQ.....	52
3.8.3	Storbritania - London Stock Exchange (LSE).....	53
3.8.4	Tyskland - Frankfurt-børsen .....	53
3.8.5	Sveits - SIX Swiss Exchange AG.....	53
3.8.6	Russland - Moscow Exchange MICEX-RTS.....	53
3.8.7	Spania - Bolsas y Mercados Españoles (BME).....	53
3.8.8	Latin-Amerika - BM&FBOVESPA.....	53
3.8.9	Mexico - Bolsa Mexicana de Valores (BMV).....	53
3.8.10	Kina - Shanghai Stock Exchange (SSE).....	54
3.8.11	Kina - Shenzhen Stock Exchange (SZSE).....	54
3.8.12	Kina - Hong Kong Stock Exchange (HKEX).....	54
3.8.13	Japan - Tokyo Stock Exchange.....	54
3.8.14	Sør-Korea - Korea Stock Exchange.....	54
3.8.15	Singapore - Singapore Exchange (SGX) .....	54
3.8.16	Taiwan - Taiwan Stock Exchange Corporation (TSEC) .....	54
3.8.17	India - Bombay Stock Exchange (BSE) .....	55
3.8.18	India - National Stock Exchange (NSE) .....	55
3.8.19	Sør-Afrika - JSE Limited.....	55
3.8.20	Australia - Australian Securities Exchange (ASX).....	55
3.9	BULLMARKED OG BEARMARKED.....	55
3.9.1	En angivelse av den langsiktig markedstrenden .....	55
3.9.2	Bullmarked .....	56
3.9.3	Bearmarked.....	56
3.9.4	Bullmarked og bearmarked går i bølger (sykluser).....	57
3.10	AKSJEINDEKS .....	57
3.10.1	Hvilken oppgave har en aksjeindeks?.....	57
3.10.2	Hva betyr det at en aksjeindeks stiger eller synker? .....	58
3.10.3	Hva skyldes det at en aksjeindeks stiger eller synker? .....	58
3.10.4	Praktisk bruk av aksjeindekser .....	58
3.10.5	Hvordan handle en aksjeindeks?.....	59
3.10.6	Daytrading i aksjeindekser .....	59
3.10.7	Indekseringsprinsipper.....	59
3.10.7.1	Markedsverdivektet indeks/kapitalvektet indeks.....	59
3.10.7.2	Likevektede (equally weighted) indekser.....	60
3.10.7.3	Fundamentalt vektete indekser .....	60
3.10.7.4	Bruk av indeksene .....	60
3.10.8	Hvilke aksjeindekser finnes?.....	60
3.10.8.1	Norske aksjeindekser .....	61
3.10.8.2	Internasjonale aksjeindekser .....	61
3.10.8.3	Globale indekser .....	62
3.10.8.4	Bransje og sektor indekser .....	62
3.10.9	Hvor ofte oppdateres indeksene?.....	62



<b>4 RISIKO</b> .....	<b>63</b>
4.1 HVA ER RISIKO? .....	63
4.2 FORVENTNINGER.....	64
4.3 STANDARDAVVIK .....	64
4.4 ULIKE VERDIPAPIRER GIR ULIK RISIKO PROFIL .....	65
4.5 RISIKO VILLIGHET.....	66
4.6 FORETA ALLTID EN RISIKOVURDERING .....	66
4.7 RISIKOSTYRING.....	67
4.8 SYSTEMATISK- OG USYSTEMATISK RISIKO (RISIKOFORMER).....	68
4.9 SYSTEMATISK RISIKO (MARKEDSRISIKO) .....	68
4.10 USYSTEMATISK RISIKO (SELSKAPRISIKO) .....	69
4.10.1 Forretningsspesifikk risiko .....	69
4.10.2 Finansiell risiko .....	70
4.11 VALUE AT RISK.....	70
<b>5 VERDIPAPIRHANDEL</b> .....	<b>71</b>
5.1 AKSJER ELLER AKSJEFOND - HVA LØNNER SEG?.....	71
5.1.1 Hva gir minst risiko?.....	71
5.1.2 Hva gir høyest avkastning?.....	72
5.2 HVA BØR DU VELGE?.....	72
5.3 AKSJEFOND .....	73
5.3.1 Hva er et aksjefond? .....	73
5.3.2 Krav til et aksjefond .....	73
5.3.3 Hvorfor kjøpe et aksjefond?.....	73
5.3.4 Tidshorisont for aksjefond.....	74
5.3.5 Passiv eller aktiv forvaltning .....	74
5.3.5.1 Aktiv forvaltning.....	74
5.3.5.2 Passiv forvaltning .....	74
5.3.6 2 ut av 3 fondsforvaltere leverer dårligere resultater enn markedet.....	74
5.3.7 Indeksfond.....	75
5.3.8 Fondsinndeling .....	75
5.3.9 Kostnader knyttet til et aksjefond.....	75
5.3.10 Hvordan investere i aksjefond?.....	76
5.3.11 Skatt .....	76
5.4 RENTEFOND .....	76
5.4.1 Pengemarkedsfond og obligasjonsfond .....	77
5.4.2 Pengemarkedsfond .....	77
5.4.3 Obligasjonsfond .....	78
5.5 KOMBINASJONSFOND.....	78
5.5.1 Typer kombinasjonsfond .....	78
5.5.2 Risiko og avkastning i kombinasjonsfond .....	79
5.5.3 Styr unna svært skjevfordelte fond .....	79
5.5.4 Ikke velg obligasjons- eller kombinasjonsfond hvis du har gjeld.....	79
5.6 VERDIPAPIRSENTRALEN (VPS) .....	79
5.6.1 Hva er en VPS-konto?.....	80
5.6.2 Hvordan opprette en VPS-konto?.....	81
5.6.3 Hva er en kontofører?.....	81
<b>6 AKSJEHANDEL</b> .....	<b>81</b>
6.1 HVORDAN TJENE PENGER PÅ AKSJER? .....	81
6.1.1 Kursgevinst.....	82
6.1.2 Utbytte .....	82
6.1.3 Fusjon .....	83
6.1.4 Slakting .....	83
6.1.5 Fremførbart underskudd.....	83

6.1.6	<i>IPO (børsnoteringer)</i>	83
6.1.7	<i>Opsjoner</i>	84
6.1.8	<i>Shorting</i>	84
6.2	"BEST PRACTIS" FOR KJØP OG SALG AV AKSJER	84
6.2.1	<i>Gjør hjemmeleksene</i>	84
6.2.2	<i>Ikke bli forelsket i en en aksje. Kobl ut alle følelser</i>	84
6.2.3	<i>Putt ikke alle eggene i samme kurv - spre innkjøpene!</i>	84
6.2.4	<i>Små selskaper er farlige</i>	85
6.2.5	<i>Ikke få panikk</i>	85
6.2.6	<i>Unngå å jage dine tap</i>	85
6.2.7	<i>Vær tålmodig og realistisk rundt din resultatutvikling</i>	86
6.2.8	<i>Ikke kjøp "billige" aksjer</i>	86
6.2.9	<i>Ikke kjøp de opphauste aksjene!</i>	86
6.2.10	<i>Timing er alfa omega</i>	86
6.3	HANDELSSTRATEGI	86
6.3.1	<i>To del-strategier</i>	87
6.3.2	<i>Generell handelsstrategi</i>	87
6.3.2.1	Punkt 1: Investeringsbeløp	87
6.3.2.2	Punkt 2: Tidsperspektiv	88
6.3.2.3	Risiko, investeringsobjekter og avkastningskrav	88
6.3.2.4	Punkt 3: Risiko	89
6.3.2.5	Punkt 4 og 5: Investeringsobjekter og avkastningskrav	89
6.3.2.6	Punkt 6: Differensiering	89
6.3.3	<i>Aksjehandel strategi</i>	90
6.3.3.1	Punkt 1: Noterte og unoterte aksjer	90
6.3.3.2	Punkt 2: Vekstaksjer, verdiaksjer eller en kombinasjon	91
6.3.3.3	Punkt 3: Stop-Loss ordre	91
6.3.3.4	Punkt 4: Valg av aksjeportefølje	91
6.3.3.5	Punkt 5: Kjøps og salgsindikatorer	91
6.3.3.6	Punkt 6: Markedstrender	91
6.3.4	<i>Handelsstrategier for verdiinvestorer</i>	92
6.3.4.1	Kjøp selskaper, ikke aksjer	92
6.3.4.2	Elsk selskapet du kjøper	92
6.3.4.3	Invester i selskaper du forstår	92
6.3.4.4	Finn godt administrerte selskaper	92
6.3.4.5	Din beste investering er din guide	93
6.3.4.6	Ignorer markedet 99% av tiden	93
6.4	GIRING OG MARGINHANDEL	93
6.4.1	<i>Hva er giring?</i>	94
6.4.2	<i>SWAP</i>	94
6.4.3	<i>Fordeler og ulemper med giring</i>	94
6.4.4	<i>Risiko ved giring</i>	94
6.4.5	<i>Giring krever en klar strategi!</i>	95
6.4.6	<i>Hvordan redusere risikoen?</i>	95
6.4.6.1	Diversifisere	95
6.4.6.2	Stop loss ordre	96
6.4.6.3	Take Profit ordre	96
6.4.7	<i>Tilbyr alle meglere giring og hvor høy giring tilbyr de?</i>	96
6.5	SHORTING OG SHORTHANDEL	96
6.5.1	<i>Hva er shorting?</i>	97
6.5.2	<i>Shorthandel i praksis</i>	97
6.5.3	<i>Nettmeglere som tilbyr shorting</i>	97
6.5.4	<i>Shorting er en risikosport</i>	98
6.6	TIMING AV AKSJEKJØP OG AKSJESALG	98
6.6.1	<i>Tenk timing</i>	98
6.6.2	<i>Januar er den beste måneden i året</i>	98
6.6.3	<i>Ikke gå for sent inn</i>	98
6.6.4	<i>Kjøp på aksjens støttenivå og selg på motstandsnivå</i>	99

6.6.5	<i>Kjøp på dypper</i> .....	99
6.6.6	<i>Følg med på glidende gjennomsnitt, det gyldne- og døds korset</i> .....	99
6.6.7	<i>Ikke sitt for lenge i en tapsaksje</i> .....	99
6.6.8	<i>Hold på vinneraksjene til de når toppen</i> .....	100
6.6.9	<i>Ikke ta for tidlig gevinst</i> .....	100
6.7	STOP-LOSS ORDRE .....	101
6.7.1	<i>Hva er en Stop-Loss ordre?</i> .....	101
6.7.1.1	Eksempel.....	101
6.7.2	<i>Trailing Stop-Loss</i> .....	102
6.7.2.1	Eksempel.....	102
6.7.3	<i>Fordeler med Stop-Loss ordre</i> .....	102
6.7.4	<i>Ulemper med Stop-Loss Orders</i> .....	103
6.7.5	<i>Hvilken Stopp-Loss grense bør du velge?</i> .....	103
6.8	UTBYTTE - UTBYTTEAKSJER – UTBYTTEFOND.....	103
6.8.1	<i>Hva er utbytte?</i> .....	103
6.8.2	<i>1 av 2 måter en verdiinvestor tjener penger</i> .....	103
6.8.3	<i>Hvem bestemmer at det skal utbetales utbytte?</i> .....	103
6.8.4	<i>Hvor mye kan deles ut i utbytte?</i> .....	104
6.8.5	<i>Tre ulike typer utbytte</i> .....	104
6.8.6	<i>Når utbetales utbytte og til hvilken konto?</i> .....	105
6.8.7	<i>Skatt på utbytte</i> .....	105
6.8.7.1	<i>Hva med skatt på utbytte i aksjesparekonto?</i> .....	106
6.8.8	<i>Ink-dag og ex-dag</i> .....	106
6.8.9	<i>Hvordan påvirker utbytte, "ink-dag", aksjekursen?</i> .....	106
6.8.10	<i>Utbytte reduserer egenkapitalen til selskapet</i> .....	107
6.8.11	<i>Påvirker utbytte markedsverdien til selskapet utover selve beløpet på utbytte?</i> .....	107
6.8.12	<i>Utbytteaksjer</i> .....	108
6.8.13	<i>Hva bør du se etter for å finne stabile utbytteaksjer?</i> .....	108
6.8.14	<i>Utbyttefond</i> .....	108
6.8.15	<i>Utbyttestrategier</i> .....	109
<b>7</b>	<b>AKSJEPORTEFØLJEN</b> .....	<b>109</b>
7.1	<i>HVORFOR TRENGER DU EN AKSJEPORTEFØLJE?</i> .....	109
7.2	<i>HVA ER EN AKSJEPORTEFØLJE?</i> .....	110
7.3	<i>DIVERSIFISERING</i> .....	110
7.4	<i>DEFINISJON</i> .....	111
7.5	<i>AKTIVAALLOKERING</i> .....	111
7.6	<i>ARBEIDSMODELL</i> .....	112
7.7	<i>VERDIPAPIRFORDELING</i> .....	112
7.8	<i>FONDSANDEL</i> .....	112
7.9	<i>MARKEDSFORDELING</i> .....	113
7.9.1	<i>Geografisk fordeling</i> .....	113
7.9.2	<i>Global fordeling</i> .....	113
7.10	<i>SEKTORFORDELING</i> .....	113
7.11	<i>ENKELTAKSJER</i> .....	114
7.12	<i>RISIKO OG TIDSHORISONT</i> .....	114
7.13	<i>SIKRING AV AKSJEPORTEFØLJEN</i> .....	114
7.14	<i>ANBEFALT SAMMENSETNING AV AKSJEPORTEFØLJEN</i> .....	114
7.15	<i>HVORDAN VELGE UT AKSJENE I AKSJEPORTEFØLJEN?</i> .....	115
7.15.1	<i>"Ovenfra og ned" eller "nedenifra og opp" strategi?</i> .....	115
7.15.2	<i>«Ovenifra og ned» stil</i> .....	115
7.15.3	<i>«Nedenifra og opp» stil</i> .....	116
7.15.4	<i>Verdi-, vekst eller inntektsaksjer</i> .....	116
7.15.5	<i>Verdiinvestering</i> .....	117
7.15.6	<i>Hvordan finne verdiaksjer?</i> .....	117
7.15.7	<i>Vekstinvestering</i> .....	117

7.15.7.1	Hvorfor investere i vekstaksjer?.....	117
7.15.8	<i>Inntektsinvesting</i> .....	118
7.15.8.1	Hvorfor investere i inntektsaksjer?.....	119
7.15.8.2	Hvilke faktorer å se på?.....	119
7.15.9	<i>Se etter forholdet mellom DPS og EPS</i> .....	119
7.16	STUDER MEGATRENDENE FOR Å FINNE FREMTIDENS SEKTORER .....	120
7.16.1	<i>Megatrendene angir morgendagens vinner sektorer</i> .....	120
7.16.2	<i>Den teknologiske utviklingen styrer megatrendene</i> .....	120
7.16.3	<i>De industrielle revolusjonene skaper fremtidens megatrender</i> .....	120
7.16.4	<i>Dagens megatrender</i> .....	121
7.17	ALLE MEGATRENDER ER "BOBLER" SOM VIL SPREKKE.....	121
7.17.1	<i>Kom deg ut før boblen sprekker!</i> .....	121
7.17.1.1	Eksempler .....	122
7.17.1.2	Ikke alle selskapene i en sektor blir børsvinnere .....	122
7.17.2	<i>Hva er en megatrend og hva skaper dem?</i> .....	122
7.17.3	<i>Skaper et overoptimistisk marked med skyhøy P/E verdi</i> .....	122
7.17.4	<i>Ender med at "boblen" sprekker</i> .....	123
7.17.5	<i>Gjeld å finne og unngå "boble selskapene" i sektoren</i> .....	123
7.18	RISIKO AKSJER DU BØR UNNGÅ ELLER VÆRE FORSIKTIGE MED .....	124
7.18.1	<i>Gråmarkedet er for proffene</i> .....	124
7.18.2	<i>Små selskaper er farlige</i> .....	124
7.18.3	<i>Ikke kjøp "billige" aksjer</i> .....	124
7.18.4	<i>Ikke kjøp de opphauste aksjene!</i> .....	124
7.18.5	<i>Ikke hør på eller følg "bjellesauene"</i> .....	125
7.18.6	<i>Selskaper med høy gjeldsgrad og lav egenkapital er sårbare</i> .....	125
7.18.7	<i>Selskaper som lever av "gårsdagens" teknologi er morgendagens tapere i aksjemarkedet</i> 125	
7.19	VINNERAKSJENE SOM GIR DEG DEN HØYESTE AVKASTNINGEN.....	126
7.19.1	<i>Upopulære aksjer gir høyere avkastning enn de populære</i> .....	126
7.19.2	<i>Små og mellomstore selskaper stiger mer enn store</i> .....	127
7.19.3	<i>Moment aksjene er alltid børsvinnerne viser historien</i> .....	127
7.19.4	<i>Vekstselskaper stiger raskere og mer enn verdi selskaper</i> .....	127
7.19.5	<i>Finn oppkjøpskandidatene til "børsrakettene"</i> .....	127
<b>8</b>	<b>AKSJEKURSEN</b> .....	<b>129</b>
8.1	AKSJEMARKEDET ER ET "ÅPENT SYSTEM", HVOR "ALT PÅVIRKER ALT" .....	129
8.2	VERDENS FINANSMARKEDER ER HOVEDDRIVEREN I KURSUTVIKLINGEN .....	129
8.3	HVORDAN SPÅ HVORDAN AKSJEKURSEN UTVIKLER SEG? .....	129
8.4	TILBUD OG ETTERSPØRSEL AVGJØR AKSJEKURSEN .....	130
8.5	HVA PÅVIRKER AKSJEKURSEN?.....	130
8.5.1	<i>Markedseffisiens</i> .....	130
8.5.2	<i>Atferdsfinans</i> .....	131
8.5.3	<i>Konjunktorenes betydning for aksjekursen</i> .....	131
8.5.4	<i>Oljeprisens betydning for aksjekursen</i> .....	131
8.5.5	<i>Industriproduksjonens betydning for aksjekursen</i> .....	131
8.5.6	<i>Rentenivåets betydning for aksjekursen</i> .....	131
8.5.7	<i>Valutakursens betydning for aksjekursen</i> .....	132
8.5.8	<i>Inflasjonens betydning for aksjekursen</i> .....	132
8.5.9	<i>Påvirker de utenlandske børsene kursutviklingen i Norge?</i> .....	132
8.5.10	<i>Politiske forhold sin betydning for aksjekursen</i> .....	132
8.6	MARKEDSEFFISIENS .....	132
8.6.1	<i>Svak effisiens</i> .....	134
8.6.2	<i>Halvsterk effisiens</i> .....	134
8.6.3	<i>Sterk effisiens</i> .....	134
8.6.4	<i>Effisiensgraden varierer over tid og mellom segmentene</i> .....	135
8.6.5	<i>Hvor fort korrigeres aksjekursen ved ny informasjon?</i> .....	135

8.7	ADFERDSFINANS.....	135
8.7.1	Heuristikk .....	137
8.7.2	Framing .....	137
8.7.3	Markedets ineffektivitet.....	137
8.7.4	Psyko-sosial kompetanse .....	137
8.8	KONJUKTURER PÅVIRKER AKSJEKURSEN .....	138
8.8.1	Verden utvikler seg i bølger.....	138
8.8.2	Norge er svært avhengig av internasjonal økonomi .....	138
8.8.3	Konjunktursykluser.....	139
8.8.4	Konjunkturindikatorer .....	139
8.8.5	Sesongsvingninger .....	140
8.9	OLIEPRIS VERSUS AKSJEKURS.....	140
8.10	INDUSTRIPRODUKSJON VERSUS AKSJEKURS .....	141
8.11	RENTENIVÅET PÅVIRKER AKSJEKURSEN .....	142
8.12	RENTERISIKO .....	142
8.13	RENTENIVÅ .....	142
8.14	VALUTAKURS VS. AKSJEKURS .....	143
8.15	INFLASJON VERSUS AKSJEKURS .....	145
8.16	PÅVIRKER DE UTENLANDSKE BØRSENE DEN NORSKE AKSJEKURSEN?.....	146
8.17	POLITISKE FORHOLD PÅVIRKER AKSJEKURSEN .....	148
<b>9</b>	<b>IPO.....</b>	<b>149</b>
9.1	IPO = EN BØRSNOTERING .....	149
9.2	IPO = OFFENTLIG EMISJON .....	149
9.3	TEGNINGSKURS VED BØRSNOTERING .....	149
9.4	"FIRM COMMITMENT" VS "BEST EFFORT" EMISJON .....	150
9.5	"LOCK-UP"-AVTALE .....	151
9.6	UNDERPRISING .....	151
9.7	LAV LANGSIKTIG AVKASTNING .....	152
9.8	HVORFOR IPO (BØRSNOTERING)? .....	152
9.8.1	De viktigste grunnene for IPO (børsnotering) .....	153
9.8.1.1	Tilgang til ny rimelig egenkapital .....	153
9.8.1.2	Gjøre aksjen likvid (omsettelig).....	153
9.8.1.3	Skape exit-muligheter .....	153
9.8.1.4	Kvalitetstempel .....	154
9.8.1.5	Synliggjøre verdier og oppnå en høyere prising.....	154
9.8.2	Ulemper.....	154
9.8.2.1	Dyrt .....	154
9.8.2.2	Tids- og ressurskrevende .....	154
9.8.2.3	Tap av konkurransefortrinn .....	155
9.8.2.4	Mindre arbeidsro .....	155
9.8.2.5	Endret fokus.....	155
9.8.2.6	Nye investorer har andre ideer og krav enn de gamle.....	155
9.8.3	Oppsummering.....	156
9.9	IPO PROSSEN (BØRSNOTERING FASENE).....	156
9.9.1	Rådgivningsfasen .....	157
9.9.2	Forberedelsesfasen .....	157
9.9.3	Markedsføringsfasen .....	158
9.9.4	Ettermarkedet .....	159
9.9.5	Noteringsøkningen .....	159
9.10	HVORFOR UNDERPRISES AKSJER VED BØRSINTRODUKSJON?.....	160
9.10.1	Vinnerens forbannelse.....	160
9.10.2	Signal på selskapets kvalitet – signaliseringsmodell. ....	160
9.10.3	Informasjonsavsløring .....	161
9.10.4	Prinsipal-agent-teorier .....	161
9.10.5	Flokkmentalitet .....	162
9.10.6	Promoteringsteorien .....	162

9.10.7	Kompensasjonsteorien .....	163
9.11	AKSJEFLIPPING .....	163
<b>10</b>	<b>OPSJONER.....</b>	<b>165</b>
10.1.1	Opsjoner til ansatte .....	165
10.1.2	Opsjon typer .....	166
10.1.3	Amerikansk, europeisk og Bermuda opsjon .....	166
10.1.4	Risiko og opsjonens kursutvikling .....	166
10.1.5	Aksjeopsjoner .....	166
10.1.5.1	Kjøpsopsjon (CALL).....	166
10.1.5.2	Kjøpe en kjøpsopsjon .....	167
10.1.5.3	Utstede en kjøpsopsjon .....	167
10.1.5.4	Salgsopsjon (PUT).....	167
10.1.5.5	Kjøpe en salgsopsjon.....	167
10.1.5.6	Utstede en salgsopsjon .....	167
10.1.6	Indeksopsjoner .....	167
10.1.7	Standardisering .....	168
10.1.7.1	Underliggende.....	168
10.1.7.2	Innløsningskursen .....	168
10.1.7.3	Bortfall .....	168
10.1.8	Hvordan realisere gevinst eller tap på opsjoner? .....	168
10.1.8.1	Innløsning.....	168
10.1.8.2	Stengning .....	168
10.1.8.3	Bortfall .....	169
10.2	KJØPSOPSJON (CALL) .....	169
10.2.1	Utstedelse av kjøpsopsjoner.....	170
10.3	SALGSOPSJON (PUT) .....	171
10.3.1	Utstederen av salgsopsjoner .....	173
10.4	OPSJONSPREMIE OG KURSENS PÅVIRKNINGSFAKTORER.....	174
10.4.1	Opsjonspremie.....	174
10.4.1.1	Realverdi .....	174
10.4.1.2	Tidsverdi.....	175
10.4.2	Faktorer som påvirker opsjonspremien .....	175
10.4.2.1	Aksjekursen .....	176
10.4.2.2	Innløsningskursen .....	176
10.4.2.3	Deltaverdi.....	177
10.4.2.4	Tid til bortfall.....	177
10.4.2.5	Forventninger om kursbevegelser i underliggende .....	177
10.5	AVGIFTER OG SIKKERHET VED KJØP OG UTSTEDELSE AV OPSJONER.....	177
10.5.1	Sikkerhet ved utstedelse av opsjoner .....	178
10.6	OPSJON KOMBINASJONER .....	178
10.6.1	Spekulasjon .....	178
10.6.1.1	Bullspread .....	179
10.6.1.2	Bearspread.....	180
10.6.2	Straddle og strangle .....	182
10.6.2.1	Kjøpt straddle.....	182
10.6.2.2	Utstedt straddle .....	183
10.6.2.3	Kjøpt strangle .....	184
10.6.2.4	Utstedt strangle .....	185
10.7	OPSJONSSIKRING OG AVKASTNING .....	185
10.7.1	Protective puts (beskyttende salgsopsjoner).....	185
10.7.2	Covered calls (dekkede kjøpsopsjoner).....	186
10.8	ARBITASJE.....	187
10.8.1	Kjøp av syntetisk aksje.....	188
10.8.2	Salg av syntetisk aksje .....	189
10.8.3	Forwards.....	190
10.9	FORWARDS OG FUTURES.....	190
10.9.1	Hvorfor handle opsjoner, forwards og futures? .....	191



10.9.2	<i>Kjøp og salg av forwards og futures</i> .....	191
10.9.3	<i>Hva koster det å handle forwards og futures?</i> .....	192
10.9.3.1	Prising .....	192
10.9.3.2	Avgifter .....	193
10.9.3.3	Sikkerhet .....	193
10.9.3.4	Markedsoppjøret .....	194
<b>11</b>	<b>AKSJEVERDSETTELSE (VERDSETTELSE AV SELSKAPER)</b> .....	<b>195</b>
11.1	HVORDAN SETTE RETT EN PRIS PÅ EN AKSJE? .....	195
11.2	PRISDRIVEREN ER MARKEDSPOTENSIAL + INNTJENINGSEVNE .....	196
11.3	SYNERGIEFFEKTER.....	196
11.4	BEREGNING AV SELSKAPS VERDI.....	196
11.4.1	<i>Avvikling av selskapet:</i> .....	196
11.4.2	<i>Fortsatt drift:</i> .....	197
11.4.3	<i>Salg eller fusjon:</i> .....	197
11.5	MARKEDSVERDI ER DEN ENESTE VERDIEN SOM HAR VERDI I AKSJEMARKEDET .....	197
11.6	EXIT-MULIGHETER .....	197
11.7	VERDSETTELSE TEKNIKKER .....	198
11.7.1	<i>Teknisk analyse</i> .....	198
11.7.2	<i>Fundamental analyse</i> .....	198
11.7.3	<i>Komparativ analyse</i> .....	198
11.7.4	<i>Sentimentalanalyse</i> .....	198
11.8	HVILKEN METODE BØR VELGES FOR AKSJEVERDSETTELSE? .....	199
11.8.1	<i>Substansverdi / bokført verdi</i> .....	199
11.8.2	<i>Immaterielle verdier</i> .....	199
11.8.3	<i>Substansverdi = nedre selskapsverdi</i> .....	199
11.8.4	<i>Nåverdi = den teoretisk korrekte verdien</i> .....	199
11.8.5	<i>Minimale og maksimale verdi</i> .....	200
11.8.6	<i>Velg metode etter situasjon</i> .....	200
11.9	NÅVERDIMETODEN (KONTANTSTRØMMETODEN) .....	201
11.9.1	<i>Kort om nåverdimetoden (kontantstrømmetoden)</i> .....	201
11.9.2	<i>"Free Cash Flow" (FCF)</i> .....	201
11.9.3	<i>NPV (Net Present value)</i> .....	202
11.9.4	<i>Free cash flow to equity (FCFE)</i> .....	202
11.9.5	<i>Free cash flow to firm (FCFF)</i> .....	202
11.9.6	<i>Kontantstrøm ligninger</i> .....	202
11.9.7	<i>Kontantstrømbaserte metoder</i> .....	204
11.9.7.1	Forutsetninger og bruk .....	204
11.9.7.2	Eksempel 1 .....	205
11.9.7.3	Eksempel 2 .....	205
11.10	BALANSEBASERTE METODER FOR AKSJEVERDSETTELSE .....	206
11.10.1	<i>Matematisk verdi / Bokført egenkapital</i> .....	206
11.10.2	<i>Likvidasjonsverdi (Relasjonsverdi)</i> .....	206
11.10.3	<i>Verdijustert egenkapital (Substansverdi)</i> .....	206
11.11	VERDIBASERT INVESTERING .....	207
11.12	INNTJENINGSBASERTE METODER FOR AKSJEVERDSETTELSE.....	210
11.12.1	<i>Vurderingskriterier</i> .....	210
11.12.2	<i>Metoder inntjeningsbasert verdsettelse</i> .....	212
11.13	ROI   RETURN ON INVESTMENT (AVKASTNING PÅ INVESTERING).....	212
11.13.1	<i>Avkastning</i> .....	213
11.13.2	<i>Måleperiode</i> .....	213
11.13.3	<i>Investeringens størrelse (investeringskostnad)</i> .....	214
11.13.4	<i>Mange bruksområder</i> .....	214
11.13.5	<i>The DuPont method of profitability analysis</i> .....	215
11.13.6	<i>Nåverdi</i> .....	215
11.13.7	<i>Ulemper</i> .....	215

<b>12 KOMPARATIV ANALYSE .....</b>	<b>216</b>
12.1 HVA ER EN KOMPARATIV ANALYSE?.....	216
12.2 DIREKTE KOMPARATIV VERDSETTELSE .....	217
12.3 INDIREKTE KOMPARATIV VERDSETTELSE.....	217
12.4 RAMMEVERK FOR KOMPARATIV ANALYSE .....	217
12.5 METODER.....	218
12.5.1 Multiplikator.....	218
12.5.2 Substansverdi .....	218
12.6 BRUKSOMRÅDER FOR KOMPARATIV ANALYSE .....	218
12.7 VALG AV BASIS FOR KOMPARATIV ANALYSE .....	219
12.8 VALG AV KOMPARATIVE SELSKAPER .....	220
12.9 MULTIPPEL ANALYSE .....	220
12.9.1 De vanligste multiplene (forholdstallene) .....	221
12.9.2 Fordeler og ulemper ved forholdstall .....	221
12.9.3 Hva må du passe på? .....	221
12.10 PRICE/EARNING (P/E) .....	222
12.10.1 Hvordan beregnes P/E?.....	222
12.11 PRIS/BOK (P/B).....	224
12.12 PRIS/SALG (P/S).....	225
12.13 PRIS/KONTANTSTRØM (P/CF).....	226
12.13.1 Farer ved P/CF .....	227
12.14 ENTERPRISE VALUE-TO-EBITDA .....	227
<b>13 TEKNISK ANALYSE .....</b>	<b>228</b>
13.1 FORUTSETNINGER.....	229
13.2 HISTORISK BAKGRUNN.....	229
13.3 TEKNISK ANALYSE VS. FUNDAMENTAL ANALYSE .....	229
13.4 HVORFOR BRUKER VI TEKNISK ANALYSE? .....	230
13.5 ET INSTRUMENT FOR Å AVGJØRE OM EN AKSJE ER OVERPRISET ELLER UNDERPRISET .....	230
13.6 FORDELER MED TEKNISK ANALYSE .....	231
13.7 ULEMPER MED TEKNISK ANALYSE .....	231
13.8 TEKNISK ANALYSE KREVER HISTORISKE DATA.....	231
13.9 TEKNISKE INDIKATORER.....	231
13.10 POPULÆRE INDIKATORER .....	231
13.10.1 Støtte/motstand.....	232
13.10.2 Glidende gjennomsnitt .....	232
13.10.3 Relativ styrkeanalyse (RSI) .....	233
13.10.4 Kontinuitetsmønstre.....	233
13.10.5 Volum og volumanalyser.....	233
13.10.6 Formasjoner .....	233
13.10.7 Elliott-bølgeteori (EWT).....	233
13.11 DOW TEORI.....	234
13.11.1 Seks grunnprinsipper i Dow teori.....	234
13.11.1.1 Indeksenes sluttkurs avspeiler alle markedsdeltakeres (investorer, tradere osv.) totale holdning til markedet: 234	
13.11.1.2 Markedet følger tre trender: .....	234
13.11.1.3 Hovedtrenden har tre faser: .....	235
13.11.1.4 Indeksene må bekrefte hverandre:.....	236
13.11.1.5 Volum bør bekrefte trenden:.....	236
13.11.1.6 En trend er ikke slutt før det kommer definitive signaler på at den har snudd: .....	236
13.12 DIAGRAMMER FOR AKSJEANALYSE .....	236
13.12.1 Diagrammegenskaper.....	237
13.12.1.1 Tidsperiode .....	237
13.12.1.2 Prisskala .....	237
13.12.2 Type diagrammer .....	238
13.12.2.1 Linjediagram .....	238

13.12.2.2	Stolpediagram (søylediagram) .....	239
13.12.3	<i>Candlestick-diagram</i> .....	239
13.13	CANDLE-STICK DIAGRAM .....	240
13.13.1	<i>Forutsetninger</i> .....	240
13.13.2	<i>Oppbyggingen av et candlestick diagram</i> .....	240
13.13.3	<i>Kropper og skygge</i> .....	241
13.13.4	<i>Bearish og bullish skygge</i> .....	241
13.13.5	<i>Lange versus korte "kropper"</i> .....	242
13.13.6	<i>Marubozu</i> .....	242
13.13.7	<i>Lang versus kort "skygge"</i> .....	243
13.13.8	<i>Bullish candlestick signaler</i> .....	244
13.13.8.1	Hammer .....	244
13.13.8.2	Omvendt hammer .....	244
13.13.8.3	Oppslukende bullish.....	245
13.13.8.4	Gjennomtrengende linje .....	245
13.13.8.5	Morgenstjernen .....	246
13.13.8.6	Tre hvite soldater .....	246
13.13.9	<i>Bearish candlestick signaler</i> .....	247
13.13.9.1	Hengende mann.....	247
13.13.9.2	Stjerneskudd .....	247
13.13.9.3	Bearish oppslukende.....	248
13.13.9.4	Kveldsstjerne.....	248
13.13.9.5	Tre svarte kråker .....	248
13.13.9.6	Mørkt skydekke.....	249
13.13.10	<i>Trendforlengende mønstre</i> .....	250
13.13.10.1	Doji.....	250
13.13.11	<i>Spinning tops</i> .....	250
13.13.11.1	Fallende tre metoder .....	251
13.13.11.2	Stiger tre metoder .....	252
13.14	TREND OG TRENDFORLENGELSE .....	252
13.14.1	<i>Trendretninger</i> .....	252
13.14.2	<i>Trendlengder</i> .....	253
13.14.3	<i>Trendlinjer</i> .....	253
13.14.4	<i>Kanaler</i> .....	253
13.14.5	<i>Konsolidering og pullback</i> .....	254
13.14.6	<i>Hvordan forlenge en trend (trendforlengelse)?</i> .....	255
13.14.6.1	Innsamling av data .....	255
13.14.6.2	Analyse av data .....	255
13.14.6.3	Bestemmelse av trend .....	255
13.14.6.4	Beregninger og trendforlengelse .....	258
13.14.7	<i>Svakheter ved trendforlengelse</i> .....	258
13.15	STØTTE OG MOTSTAND TEORI .....	259
13.15.1	<i>Signifikansen av støtte og motstand</i> .....	260
13.15.1.1	Tidslengden på støtte- og motstandnivået .....	260
13.15.1.2	Antall støttepunkter.....	260
13.15.1.3	Avstanden mellom støtte og motstand .....	261
13.15.1.4	Volum ved støtte og motstand .....	261
13.15.2	<i>Når motstand blir støtte og støtte blir motstand</i> .....	261
13.15.3	<i>Brudd på støtte og motstand</i> .....	263
13.16	KONTINUITETSMØNSTRE .....	264
13.16.1	<i>Priskanaler</i> .....	264
13.16.2	<i>Rektangler</i> .....	266
13.16.3	<i>Triangel</i> .....	267
13.16.4	<i>Symmetrisk triangel</i> .....	269
13.16.5	<i>Flagg og vimpler</i> .....	270
13.17	FORMASJONER I AKSJEKURSEN .....	271
13.17.1	<i>Hode og skulder formasjon (Reverseringsformasjoner)</i> .....	272
13.17.2	<i>Omvendt hode- og skulderformasjon</i> .....	274

13.17.3	Dobbel bunn .....	274
13.17.4	Dobbel topp.....	275
13.17.5	Gap.....	276
13.18	RELATIVE STRENGTH INDEX (RSI) .....	277
13.18.1	Hvordan beregnes RSI?.....	277
13.18.2	RSI formel .....	277
13.18.3	Tidshorisont.....	278
13.18.4	Eksempel på RSI.....	278
13.18.5	Hva forteller RSI og hvordan bruke RSI?.....	278
13.18.5.1	Trend.....	278
13.18.5.2	Kortsiktig styrke (overkjøpt/oversolgt) .....	279
13.18.5.3	Høy PSI .....	279
13.18.5.4	Lav PSI .....	279
13.18.6	Nye nordiske studier.....	279
13.18.7	Konklusjon og mulig handelsstrategi .....	280
13.19	GLIDENDE GJENNOMSNIITT .....	280
13.19.1	Enkelt glidende gjennomsnitt (SMA) .....	280
13.19.1.1	Definisjon og beregning .....	280
13.19.1.2	Fordeler.....	281
13.19.1.3	Ulemper .....	281
13.19.1.4	Eksempel.....	282
13.19.1.5	Handlemønstre .....	282
13.19.2	Ekspensivt glidende gjennomsnitt (EMA).....	282
13.19.2.1	Kjennetegn .....	282
13.19.2.2	Fordelen med EMA sammenlignet med SMA .....	283
13.19.2.3	Eksempel.....	283
13.19.3	MACD (glidende gjennomsnitt konvergens-divergens) .....	284
13.19.3.1	Beregning .....	284
13.19.3.2	Tolkning.....	284
13.19.3.3	Eksempel på en MACD .....	285
13.20	DET GYLDENE KORS .....	285
13.20.1	Forskjellen mellom et gyldent kors og et døds kors .....	286
13.21	DØDSKORS.....	287
13.22	BOLLINGER-BÅND.....	287
13.22.1	Beregning .....	288
13.22.2	Tolkning.....	288
13.22.3	Eksempel på Bollinger-bånd.....	289
13.23	VOLUM OG VOLUMANALYSE .....	289
13.23.1	Volum - et mål for prisbevegelsens styrke.....	289
13.23.2	Hvordan bruke volum til å spå en trend endring?.....	290
13.23.3	Et mål for likvide og i-likvide aksjer .....	290
13.23.4	Volum oscillatoren.....	290
13.23.5	Volumanalyse .....	291
13.23.6	Volumbalanse.....	292
13.24	ELLIOTT BØLGETEORI OG FIBONACCI ANALYSE .....	293
13.24.1	Elliott-bølgeteori (EWT).....	293
13.24.2	Fem-bølge-mønsteret.....	293
13.24.2.1	Bølgesykluser .....	294
13.24.3	Fibonacci-analyse .....	294
13.24.3.1	Fibonacci-seriens kjennetegn.....	294
13.24.3.2	Fibonacci-pristilbakegang .....	295
13.24.3.3	Fibonacci-prisfremgang.....	295
13.24.3.4	Råd .....	296
<b>14</b>	<b>FUNDAMENTAL ANALYSE .....</b>	<b>297</b>
14.1	DEFINISJON >> FUNDAMENTAL ANALYSE?.....	297
14.2	HVA ER EN FUNDAMENTAL ANALYSE? .....	297

14.3 FORMÅLET MED FUNDAMENTAL ANALYSE.....	298
14.4 NÅR BENYTTES FUNDAMENTAL ANALYSE?.....	298
14.5 RAMMEVERK FOR FUNDAMENTAL ANALYSE.....	298

# 1 Introduksjon

## 1.1 Hvordan bli rik?

Har du lyst å bli rik eller i det minste økonomisk uavhengig? Ja, da er du ikke alene. De fleste av oss ønsker dette. Spørsmålet er bare hvordan du bør gå frem for å nå dette målet.

### 1.1.1 Fire måter å bli rik på

Når jeg var en liten gutt lærte jeg at det er fire måter du kan bli rik på. Disse fire måtene er:

1. **Flaks**
2. **Start din egen bedrift**
3. **Investering i eiendom**
4. **Investering i aksjer og verdipapirer**

#### 1.1.1.1 Flaks

Den enkleste og minst krevende formen å bli rik på er å ha flaks. Noen er så heldige at de har et medfødt talent som gjør dem så unike at de raskt blir berømte og rike. Péle, Messi, Tiger Woods, Michael Jackson, Pavarotti og Michael Jordan er eksempler på personer som har blitt rike på sitt talent. De fleste av oss har ikke et slikt talent og kan derfor ikke bli rike på grunn av vårt unike talent.

Andre er så heldige at de er født rike eller arver penger fra andre som er rike. Den enkleste måten å skaffe seg en liten formue på er å starte med en stor en, er det noe som heter. Er du ikke født rik kan du gifte deg med en person som allerede er rik. Noen har også flaks med en slik strategi, men om dette blir et lykkelig ekteskap er et annet spørsmål.

Den absolutt enkleste måten å bli rik på er å tippe på Lotto. Det eneste du trenger her er griseflaks. Problemet er bare at sannsynligheten for å lykkes er så utrolig liten at du må spille hver uke i mange liv for å være sikker på å vinne. Sannsynligheten for å få 7 rette i lotto er 1:5.379.616. I det virkelige liv er dette derfor en lite sikker strategi å velge hvis målet er rikdom.

#### 1.1.1.2 Starte din egen bedrift

Å starte en egen bedrift kan gjøre deg svært rik hvis bedriften blir en kjempesuksess. Mange har blitt rike på denne måten. Imidlertid er dette lettere sagt enn gjort. Ikke bare trenger du en god forretningside og kapital, men du må også bruke mange år av ditt liv med knallhardt arbeid for å ha en sjanse å lykkes.

De fleste som starter egen bedrift blir ikke rike. De går istedenfor konkurs. Noe som er det motsatte av å bli rik. Skal du lykkes med å bli rik på å starte din egen bedrift trenger du også en god posisjon flaks, i tillegg til en god forretningside, kapital, kompetanse og nettverk.



### 1.1.1.3 Investere i fast eiendom

Siden vi stadig blir flere her i verden trenger vi stadig flere boliger og steder vi kan arbeide. Å eie fast eiendom har derfor alltid blitt ansett som en av de sikreste investeringene du kan gjøre. Eiendomsprisen vil alltid øke siden jordkloden aldri blir større. Dette er derfor en sikker måte å bli rik på.

Imidlertid tar dette tid. Ofte svært lang tid, avhengig av hvilken eiendom du eier. I eiendomsbransjen er locations alt. Eier du en eiendom med god beliggenhet i et populært område kan du være heldig og oppnå en høy avkastning i løpet av noen år. Ligger eiendommen på et lite populært område kan det ta enormt lang tid før du ser noen signifikant avkastning. Som du skjønner trenger du også flaks for å bli rik ved å investere i fast eiendom.

### 1.1.1.4 Investere i aksjer og verdipapirer

Å investere i [aksjer](#) og verdipapirer har de siste 50 årene vært den raskeste og sikreste måten å bli rik på. I riktig gamledager var det kjøp og salg av gull som gjaldt. Idag er det aksjer som gjelder. Ingenting gir deg høyere avkastning enn aksjer viser all finans statistikk.

Også her trenger du en god posisjon flaks for å lykkes, men flaks alene kan aldri gjøre deg rik. For å bli rik på kjøp og salg av aksjer må du være villig til å ta en høy risiko og du må vite hva du investerer i. Hovedreglen her er at jo større risiko du er villig til å ta, jo mer penger tjener du hvis strategien lykkes. Mislykkes du kan du tape alt du har satset. Det gjelder derfor å ikke satse alt på ett eller noen få selskaper, men spre dem på en [portefølje](#) av selskaper. Dernest gjelder det å ikke ta en for høy risiko.

Leser du alle artikkelseriene du finner her på ProStock vil du lære alt du trenger for å ha suksess gjennom å investere målrettet og langsiktig i aksjer.

## 1.1.2 Flaks er alltid nødvendig for å bli rik

Som vi har vært inne på flere ganger kreves det alltid flaks for å bli rik, men ikke all flaks er ren flaks. "*Det er ingen tilfældighet at Rosenborg har vunnet de fem siste kampene på stand inn skudd i de siste 10 minuttene av kampen*", sa Rosenborg treneren Nils Arne Eggen for 20 år siden når Rosenborg vant over 10 seriegull på rad. Hans budskap var at de var svært bevist på at de fleste kamper blir avgjort de siste 10 minuttene. De trente derfor knallhardt på å skape sjanser og avslutninger når de var slitne og under tidspress.

### 1.1.2.1 Fire typer flaks

Vi kan skille mellom fire typer flaks:

1. **Ren flaks** - er når du vinner i lotto. Her er det kun skjebnen som er på din side.
2. **Flaks fra hardt arbeid** - arbeider du konstant hardt vil dette skape mange muligheter ved at du genererer mye energi, gjør mange ting og rører opp mange ting fra støvet. Dette skaper en kraft fra arbeid og energi som gjør at flaksen finner deg til slutt.
3. **Flaks fra forberedelser og innsikt** - hvis du er veldig dyktig innen et område, vil du merke når en heldig mulighet dukker opp innen dette området. Gjennom å forberede deg gjør du det enklere å oppdage og utnytte attraktive muligheter som andre ofte kaller for flaks.
4. **Flaks fra din unike personlighet** - du kan bygge opp din [personlighet](#) på en måte som gjør at flaks slutter å bli flaks. Flaksen går over til å bli din skjebne fordi du er en pålitelig, langsiktig person med høy integritet.

Ren flaks er noe vi ikke kan kontrollere, men vi kan selv opparbeide oss flaks gjennom hardt arbeid, forberedelser, innsikt og vår personlighet. Det er denne formen for flaks vi må utvikle for å bli rik.

### 1.1.3 Maksimer inntektene og minimaliser utgiftene

Oppskriften på å bli rik er enkel. Det gjelder å:

- **Maksimere inntekter** - betyr å tjene så mye penger som du overhodet klarer å få til, innenfor dine egne rammer.
- **Minimere utgifter** - vil si å unngå alle unødvendige utgiftsposter, og å kun bruke penger på det som er høyst nødvendig.

For å maksimere inntektene og minimalisere utgiftene bør du:

#### 1.1.3.1 Sette deg økonomiske mål

Det første du bør gjøre er å sette deg konkrete langsiktige og kortsiktige mål. Mål for hvor mye penger du skal tjene neste måned, halvår, år og de neste 5 og 10 årene. Her gjelder det å sette seg høye mål. slik at du har noe å strekke deg etter. Jo større mål du setter deg, jo større er også sjansene for at du skal bli rik.

Klare økonomiske mål er viktig for å stake ut en kurs som forteller hvordan du skal bli rik og når du skal nå ulike milepæler underveis. Målene må imidlertid være realistiske og kontrollerbare for at de skal virke motiverende. Ingen gidder å strekke seg det lille ekstra for å prøve å nå et mål de vet på forhånd er urealistisk. Målene du setter deg må være såkalte [S.M.A.R.T mål](#).

### **1.1.3.2 Lev under evne**

Rike mennesker oppfattes som "gjerrigknarker" fordi de ikke strør rundt seg med dyre luksusprodukter. De kjører gjerne en 20 år gammel bil, selv om de er god for flere milliarder kroner. Ønsker du å bli rik må du kutte ut alle unødvendige utgifter, spesielt de gjentakende.

### **1.1.3.3 Lær deg å håndtere risiko**

Siden det er en nær sammenheng mellom hvor stor risiko du er villig til å ta og hvor mye penger du tjener på en investering sier det seg selv at du må lære deg å håndtere risiko på en god måte hvis du ønsker å bli rik.

### **1.1.3.4 Spar for å investere. Ikke spar for å spare**

Sparing i seg selv gjør deg ikke rik, men hvis du sparer for å investere pengene i lønnsomme investeringsobjekter så er du allerede på rett vei for å bli rik. Rike mennesker invester i investeringsobjekter som gjør at pengene jobber for dem. Dette kalles også å "bruke penger for å tjene penger".

Før kapitalen kan jobbe for deg, må du jobbe for kapitalen. Det gjelder derfor å komme raskest mulig i en posisjon hvor kapitalen jobber for deg og du ikke for kapitalen.

### **1.1.3.5 Unngå gjeld som ikke betaler seg**

Gjør det til en regel at du aldri tar opp lån som du ikke kommer til å tjene penger på. Skal du låne penger til å kjøpe noe, f.eks. en leilighet, må dette være fordi du vet at denne leiligheten vil øke i verdi i årene fremover. Verdiøkningen må være større enn rentekostnaden til lånet for at investeringen skal lønne seg. Rike mennesker bruker gjeld til å forsterke potensialet i en investering. Fattige mennesker låner penger til å kjøpe ting som gjøre rike mennesker rikere.

## 1.2 Er du en investor eller en trader?

Før du kaster deg inn i aksjemarkedet og begynner å investere i aksjer må du ha klart for deg hvilket motiv du har for dine aksjeinvesteringer og hvilken aksjestrategi du ønsker å følge. Eller sagt på en annen måte:

- Ønsker du å være en investor eller trader? Eller kanskje en mellomting?

Den største forskjellen mellom dem er at en investor prøver å følge markedet, mens en trader prøver å slå det. Hva mener vi så med dette? La oss starte med å forklare forskjellen mellom disse to begrepene.

### 1.2.1 Investoren

**Er du en investor tenker du langsiktig og selskapets muligheter står i fokus for dine beslutninger.**

En typisk investor ser etter:

- Selskaper som er underpriset i aksjemarkedet. Slike selskaper er interessante fordi de vil gi avkastning over gjennomsnittet så snart markedet blir klar over underprisen for å korrigere underprisen til markedsprisen.
- Selskaper som er en potensiell "stjerne". Det vil si selskaper som har et stort vekstpotensial, enten fordi de er i et vekstmarked eller fordi selskapet har et unikt konkurransefortrinn. Slike selskaper er interessante fordi de har potensial til å gi en ekstrem superprofitt i fremtiden.
- Selskaper som er en "melkeku". Det vil si lønnsomme selskaper som genererer et jevnt langsiktig utbytte eller kursstigning i aksjen. Er du på utkikk etter jevnlig utbytte og ikke kursprofitt gjelder det å sjekke selskapets utbyttepolitikk før du invester i selskapet.
- Selskaper med varige [konkurransefortrinn](#) som kan utnyttes gjennom å fusjonere selskapet med et annet, inngå strategiske samarbeid eller for å videreutvikle konkurransefortrinn så selskapet blir en stjerne eller melkeku.

En investor skiller seg ut fra en trader ved at de er interessert i selskapet og dens fremtid. De har et langsiktig perspektiv i motsetning til traderen som kun tenker kortsiktig og som kun er opptatt av kursbevegelsene til enhver tid.

En investor studerer hvordan selskapet utvikler seg over tid gjennom å se på **ulike nøkkeltall** som sier noe om hvordan **inntjeningen, marginene og kostnadene** utvikler seg over tid. De gjennomfører med andre ord en [fundamental analyse](#) av selskapet, og er opptatt av hvor godt ledelsen i selskapet greier å lede selskapet i riktig retning.

## 1.2.2 Traderen

Traderen er ikke opptatt av selskapets underliggende verdier og langsiktige potensial. De studerer og vektlegger **kursbevegelsene** i aksjemarkedet til enhver tid og handler basert på disse. Deres tidshorisont er alltid kortsiktig.

Traderen har en klar definisjon på når du skal kjøpe og selge en aksje basert på kursutviklingen. Til dette bruker de ulike indikatorer i [teknisk analyser](#), f.eks. glidende gjennomsnitt, MACD, RSI, støtte og motstandnivåer, for å avgjøre hvilke aksjer de skal kjøpe og selge.

Traderen er også opptatt av å studere markedspsykologien og handler og holder på aksjer som har en oppadgående trend, mens de selger og holder seg unna aksjer som har en nedadgående trend. Mange handler også bare på nyhetsverdien for å utnytte et momentum i markedet til sin fordel, uten å bruke noen form for tekniske analyser, trendutvikling eller lignende verktøy for å analysere aksjens forutsetninger.

## 1.2.3 Hva er den store forskjellen?

Det som skiller begrepene fra hverandre er hvor mye risiko som er involvert. Kjøper du aksjer i et selskap som skal beholdes over lengre tid og som du har satt deg inn i før du kjøper, er dette en investering. Hyppige kjøp og salg som en trader holder på med faller inn under spekulasjon.

## 1.2.4 Spekulasjon uten «research» = gambling

Om du skal spekulere i aksjer må du vite hva du driver med. Hvis ikke er det ren gambling, og i likhet med casinoer er sannsynligheten for tap større enn sjansen for gevinst.

## 1.2.5 Noe i mellom eller begge deler?

Overgangen mellom en investor og trader være svært flytende. Mange bruker elementer fra begge ytterpunkter i sine strategier. Noen ser gjerne etter solide selskaper som de mener er underpriset i aksjemarkedet, men som de venter med å kjøpe til de ser en klar bunnformasjon i teknisk analyse. De tenker gjerne at uansett hvor rett de måtte føle at de har i sin fundamentale analyse av selskapet, så har det liten betydning i forhold til hva resten av markedet mener.

Også her finnes det mange ulike strategier å velge for å plukke ut aksjene man skal velge å satse på. Noen ser gjerne bare å se på P/E eller P/S og kjøper og selger et selskap basert utelukkende på disse nøkkeltallene, noe som ligner på fremgangsmåten en trader vil tenke.

Et annet alternativ er å satse på "*begge deler*". Med "*begge deler*" menes at du er en investor i det ene øyeblikket og trader i det andre. Det er nok av dem som kjøper en aksje ment som en investering, men som de selger kort tid etter av tradingårsaker. For ikke å snakke om tradere som blir til ufrivillige investorer når en aksje faller stadig lavere uten at de tar til mot å selge seg ut.

Med begge deler, menes du har en portefølje for investering og en portefølje for trading. Fordelen med dette er at du får prøvd ut begge deler, men også at du får diversifisert med hensyn på tid og risiko. Ettersom en investeringsstrategi har lang tidshorison, vil det gjerne ta lang tid å prøve ut en strategi og få nye erfaringer. Tradingporteføljen vil derimot gi deg en brattere læringskurve på grunn av den korte tidshorisonen.

### 1.2.6 Til slutt

Å utvikle en [handelsstrategi](#) for aksjeinvesteringene dine er en omstendighet prosess, men i det lange løp vil dette lønne seg fremfor å kjøpe og selge uten mål og mening. Lær deg det vi går igjennom på sidene våre så er du godt rustet til å ta fatt på jobben som aksjeinvestor eller trader.

## 1.3 Former for aksjehandel

Når du skal ta stilling til om du er en [investor eller trader](#) må du samtidig ta stilling til hvilken form for aksjehandel du ønsker å ta del i, da det finnes flere typer aksjehandel. De vanligste formene for aksjehandel du kan velge mellom er:

### 1.3.1 Enkelt aksjer

Enkelt **aksjer** kan handles på veldig mange forskjellige måter, og vi skiller her mellom [unoterte og noterte aksjer](#). Det desidert vanligste er å kjøpe noterte aksjer. Det vil si aksjer som er notert på en børs, for eksempel Oslo Børs.

Velger du kjøpe og selge enkeltaksjer går jobben ut på å velge hvilke aksjer du skal kjøpe og sitte på dem du finner det beste tidspunktet å selge dem. Målet er her å maksimere gevinsten, det vil si forskjellen mellom inngangsverdien (kjøpskursen) og utgangsverdien (salgsprisen).

### 1.3.2 Opsjoner

Istedenfor å handle med aksjer kan du velge å kjøpe og selge [aksjeopsjoner](#) som er en rett til å kjøpe eller selge en aksje i et selskap til en forhåndsavtalt sum. Fordelen med denne formen for aksjehandel er at du kan skaffe deg rett til å kjøpe eller selge et stort antall aksjer til brøkdelen av prisen du må betale hvis du kjøper enkelt aksjene. Risikoen er imidlertid også langt større, men det er også fortjeneste potensialet.

### 1.3.3 Daytrading og aktiv trading

**Daytrading og aktiv trading** er en form for aksjehandel hvor kjøp og salg ligger nært hverandre i tid. For eksempel kan du kjøpe aksjer i Statoil klokken 13:00 for så å selge dem igjen klokken 13:03. Her skjer hele aksjehandelen (både kjøp og salg) innenfor en periode på bare få millisekunder, sekunder, minutter eller høyst noen timer. Fordelen med daytrading er først og fremst at du slipper å eie aksjer over natten når markedene er stengt, og om du har en profitabel strategi kan du oppnå veldig høy avkastning. Det sies imidlertid at det er vanskeligere med daytrading enn å handle aksjer på litt lengre sikt.



### 1.3.4 Aksjesparing

**Aksjesparing** er det motsatte av aktiv trading. Her kjøper du en aksje som en spareform. Aksjen eies gjerne i flere år, og du er ikke opptatt av de små svingningene i markedet. Strategien er her f.eks. å kjøpe en aksje som 18-åring og selg den når du blir pensjonist. Du kan selvfølgelig velge aksjesparing i en kortere tidshorisont også, men en tidsperiode på 5-10 år er tilrådelig.

### 1.3.5 Aksjefond

**Aksjefond** er også en slags spareform, men her forvalter du ikke pengene dine selv. Det er et meglerhus eller andre porteføljeforvaltere som håndterer kjøp og salg av aksjer. Fordi det er andre som forvalter porteføljen på vegne av sine kunder, vil det tilkomme forholdsvis dyre gebyrer. Her gjelder det også å ha god tid, og anbefalt sparetid er minimum 5 år, og gjerne mer. Dersom du har mulighet og tid til det, så er det som regel mye bedre å investere i aksjer på egenhånd enn gjennom et fond.

### 1.3.6 Indeksfond

Ønsker du å minimalisere risikoen og samtidig få en avkastning som ligger rundt markedets avkastning er løsningen å velge et indeksfond. Her investerer du ikke i enkeltaksjer, men i et fond som gjenspeiler en bestemt aksjeindeks.

## 1.4 Det praktiske

Hvordan komme i gang med [aksjehandel](#) etter at du har gjort ditt forarbeid? Dette er stegene du må følge for å komme igang.

### 1.4.1 Finn din handelsplattform

Det første du må gjøre for å kunne begynne å handle aksjer er å velge hvilken handelsplattform du ønsker å bruke for å kjøpe og selge dine aksjer. Valget vil her stå mellom å velge:

- **Din bank** - de fleste banker opptrer også som aksjemeglere og kan gi deg tilgang til deres egen handelsplattform. Fordelen med denne løsningen er at du har alt på et sted og at det er enkelt å overføre penger til og fra din meglerkonto.
- **En nettmegler** - en nettmegler er en online megler som gir deg tilgang til deres handelsplattform.

De fleste velger å handle gjennom en nettmegler. De største nettmeglerne i Norge er:

- [NordNet](#)
- [eToro](#)
- [Plus500](#)
- [DnB](#)
- [Nordea](#)
- [Sbanken](#)

## 1.4.2 Vurderingskriterier

Før du velger din nettmegler må du vurdere hvor godt denne nettmegleren tilfredsstiller dine behov. Her må du vurdere:

- **Kurtasje og spread** - prisen nettmegleren tar for å kjøpe og selge en aksje eller et annet verdipapir.
- **Markeder** - tilbyr denne nettmegleren de børsmarkedene du ønsker å investere i. Hvilke markeder nettmeglerne tilbyr varierer i stor grad, så dette er noe du må undersøke på forhånd.
- **Investeringsobjekter** - alle nettmeglere tilbyr kjøp og salg av aksjer i utvalgte markeder, men ikke alle tilbyr kjøp og salg av andre verdipapirer. F.eks. valuta, råvarer, indekser og aksjefond. Sjekk derfor at nettmegleren du velger tilbyr de investeringsobjektene du har planer om å investere i.
- **Brukervennlighet** - sjekk brukervennligheten til nettmegleren. Hvilke tjenester og analyseverktøy de tilbyr varierer stort. Det samme gjelder hvor lett disse analyseverktøyene er å bruke.

## 1.4.3 Opprett meglerkonto

Når du har bestemt deg for hvilken nettmegler du ønsker å bruke er neste skritt å opprette en meglerkonto hos denne nettmegleren og sette inn penger på denne meglerkontoen.

For å kunne opprette en meglerkonto trenger du:

### 1.4.3.1 En bankkonto

Du trenger en aktiv bankkonto med penger på. Bankkontoen bruker du til å overføre penger til og fra nettmegleren. Noen nettmeglere godtar også overføring med bank- og kredittkort.

### 1.4.3.2 Personlig informasjon

Nettmeglere krever normalt en del personlig informasjon for å opprette deg som bruker. F.eks. kontaktinfo som navn, telefonnummer, alder og adresse.

I tillegg må alle som investerer i verdipapirer i Norge svare på spørsmål om hvor pengene kommer fra, hvor du tenker å investere og hva slags erfaring med investering du har fra tidligere.

### 1.4.3.3 Bank ID eller ID kort

Norske nettmeglere benytter seg av Bank ID for registrering. Utenlandske nettmeglere krever vanligvis et bilde av ID kort som bankkort, førerkort eller lignende.

### 1.4.3.4 Aksjesparing konto (ASK)

Det anbefales at du oppretter en aksjesparing konto når du oppretter din meglerkonto hos din valgte nettmegler.

Den store fordelen med en aksjesparekonto er at du slipper å betale skatt på din fortjeneste helt til du realiserer gevinsten. Det vil si selger porteføljen og tar ut profitten i kontanter igjen. For deg betyr dette at du fritt kan kjøpe og selge så mye aksjer og fond du vil, uten å betale skatt for hver handel.

Skatten blir utsatt helt til den dagen du tar ut gevinsten fra kontoen. Dette gjelder også utbytte. På denne måten kan du få avkastning på et større beløp gjennom spareperioden din.

Aksjesparekonto har klare fordeler, men også noen begrensninger: Du kan kun investere i aksjer og fond innenfor EU / EØS og fond du investerer i må bestå av minimum 80 % aksjer.

### 1.4.3.5 VPS konto

Alle kjøp og salg av aksjer og andre verdipapirer skal registreres på din personlige [VPS konto](#). Har du ikke allerede en VPS konto oppretter nettmeglere du velger denne kontoen automatisk for deg og administrerer den for deg.

### 1.4.3.6 Sett inn penger

Til slutt er det bare å sette inn de pengene du ønsker å kjøpe aksjer for på denne meglerkontoen du nettopp har opprettet. Dette gjør du ved å overføre penger til denne meglerkontoen via din nettbank. Noen nettmeglere aksepterer også overføringer via debet og kredittkort.

## 1.4.4 Legg enn din første handelsordre

Når pengene er tilgjengelig på din meglerkonto kan du begynne å kjøpe dine første aksjer. Dette gjøres ved å legge inn en **kjøpsordre** hos nettmeglere du har valgt. Når nettmeglere har kjøpt aksjen for deg vil du se den i din [portefølje](#) og du vil få en sluttseddel fra din nettmegler.

**Sluttseddelen** er din kvittering på kjøpet og forteller antall aksjer du har kjøpt og hvilken kurs du har betalt for denne aksjen. Denne prisen kalles for aksjens **inngangsverdi**. Prisen du får når du selger aksjen igjen i fremtiden kalles **utgangsverdi**. Forskjellen mellom inngang- og utgangsverdien viser hvor mye du har tjent på aksjen, ekskl. skatt.

## 1.5 Spread

Prisen en aksje selges for vil ikke sammenfalle helt med prisen den kjøpes for. Det vil alltid være litt dyrere å kjøpe aksjen, og denne differansen kalles ”*spread*”. Dette er fortjenesten meglere har på handelen mellom kundene.

## 1.6 Kurtasje

I tillegg til spread må du betale meglerhuset et meglerhonorar for å både kjøpe og selge aksjer for deg. Et slikt meglerhonorar kalles **kurtasje**, eller «*kurt*», som proffene ofte sier.

Kurtasjen er et honorar du må betale hver gang du kjøper eller selger en aksjepost, stor eller liten. Mange små handler med små beløp kan derfor medføre at kurtasjen spiser opp en eventuell fortjeneste. Det gjelder derfor å holde antall små transaksjoner nede på et minimum hvis du ønsker å tjene penger på aksjer.

Sett deg derfor godt inn i kurtasjen og gebyrene meglerhuset beregner seg når du skal velge meglerhus. Husk i denne sammenhengen at alle meglere har ulike priser for handel på utenlandske børsene i forhold til den norske. Sjekk derfor hvilken kurtasje de ulike Internett meglere tilbyr for de børsmarkedene du primært kommer til å handle i. Det er denne kurtasjen som til syvende og sist teller, og ikke kurtasjen for handler i markeder du ikke er interessert i.

Kurtasjen trekkes normalt etterskuddsvis fra kontoen din og er ikke inkludert i den totale kostnaden du ser når du legger inn ordren.

### 1.6.1 Hva avgjør kurtasjen og hvor stor er den?

Kurtasjen du betaler avhenger av:

- **hvor store beløp du handler for**
- **hvor ofte du handler**
- **hvilket marked du handler i**
- **hvilke verdipapirer du handler i**
- **kontotypen du har**

Kurtasje fastsettes normalt som en prosentsats av handelens verdi, eventuelt med tillegg av et fast beløp per handel eller et minimumsbeløp du må betale hvis handelens verdi ikke overstiger en viss verdi.

Kurtasjen varierer mye fra Internett megler til Internett megler. Det gjelder derfor å sette seg inn i kurtasjen de ulike Internett meglere har før du velger hvilken megler du ønsker å bruke.

### 1.6.1.1 Kurtasje for kjøp av norske aksjer (et utvalg nettmeglere):

Nettmegler	Kurtasje	Min. kurtasje
Nordnet Studentrabatt	0,15 %	1 kr
Nordnet Mini	0,15 %	29 kr
DNB Ung	0,05 %	29 kr
Sbanken	0,05 %	49 kr
Nordnet Normal	0,049 %	79 kr
DNB Ordinær	0,05 %	95 kr

### 1.6.1.2 Kurtasje for kjøp av amerikanske aksjer (et utvalg nettmeglere):

Nettmegler	Kurtasje	Min. kurtasje
Nordnet Mini	0,2 %	49 kr
Nordnet Studentrabatt	0,2 %	49 kr
Nordnet Normal	0,1 %	99 kr
DNB Ung	0,2 %	Cirka 143,5 kr (15 USD)
DNB Ordinær	0,2 %	Cirka 211 kr (22 USD)
Sbanken	Kun norske aksjer	Kun norske aksjer

[Klikk her](#) for å lese en mer fullstendig prissammenligning over kurtasjen til de ulike nettmeglerne i 2020.

## 1.6.2 Ekempel

Har du Mini kurtasje hos Nordnet betaler du minst 29 kroner per aksjehandel, eller 0,15% av investeringsbeløpet, innenfor Norden. Utenfor Norden, betaler du minst 49 kroner, eller 0,2%.

Siden du må betale kurtasje både når du kjøper og selger aksjen blir din minste kurtasje for en handel (kjøp/salg) 58 kroner.

**Handler du nordiske aksjer for 10 000 kroner, må du betale 29 kroner for kjøp og salg.**

$$10\,000 \times 0,0015 = 15 \text{ kroner.}$$

0,15% av kr. 10.000 er bare 15 kroner, noe som er under minstebeløpet på 29 kroner. Du må derfor betale 29 kroner.

Handler du nordiske aksjer for 50 000 kroner, må du betale 75 kroner for kjøp og salg.

$$10\,000 \times 0,0015 = 75 \text{ kroner.}$$

Ettersom dette er mer enn minstekurtasje, må du betale 75 kroner.

Kjøper du aksjer for 500 kroner, koster dette 29 kroner i kurtasje. Dette utgjør hele 5,9 % av investert beløp for å handle aksjer, og betyr at du må ha en avkastning på 6,2 % for å gå i null.

$$29 / 500 = 5,9 \%$$

$$500 - 29 = 471.$$

$$29 / 471 = 6,2 \%$$

Som du skjønner er det vanskelig å tjene penger på et aksjekjøp på 500 kroner, da du også må betale 29 kroner når du selger aksjen igjen. Noe som betyr at du må en fortjeneste på 12,4% for å gå i null. Den eneste som tjener penger på en slik handel er nettmegleren og ikke du.

### 1.6.3 Grensen mellom minstekurtasje og prosentsatsen

For å finne ut hvor mye du må handle for i en transaksjon for å unngå å betale minstekurtasjen tar du følgende regnestykke:

$$\text{Minstekurtasje / prosent} = \text{beløp.}$$

$$29 / 0,15 \% = 19\ 333 \text{ kr.}$$

Det betyr at når du handler for mer enn 19 333 kr for å unngå å betale minstekurtasjen på 29 kroner.

## 1.7 Aksjesparekonto (ASK)

**Aksjesparekonto** er en samlekonto hvor du kan kjøpe, selge og bytte [aksjer](#) og [aksjefond](#) uten at det utløser skatt underveis. Du betaler først skatt når du tar ut gevinsten. Så lenge du holder verdien inne på din aksjesparekonto blir ikke gevinsten skattlagt.

Dette er den store fordelen med en aksjesparingkonto. Noe som må anses å være en stor fordel siden du kontinuerlig kan reinvestere hele beløpet (innskudd kapital og avkastning) istedenfor å måtte betale 31,68% skatt av overskuddet hvert år og kun reinvestere 68,32% per år.

Bakdelen er at det ikke gis fradrag for tap så lenge verdien holdes inne på kontoen. Har du fond eller aksjer med urealisert tap, må du gjøre en vurdering om det skal stå i eller utenfor løsningen.

Du kan når som helst ta ut (uttak) kostprisen din skattefritt (innskutt beløp). Tar du ut (uttak) mer enn kostprisen blir det overskytende skattlagt etter fradrag for eventuelt skjermingsfradrag. Effektiv skattesats for 2020 og 2021 er 31,68 prosent.



### **1.7.1 Hvor mange aksjesparingkontoer kan du ha og hva er kostnaden?**

Du kan ha så mange aksjesparekontoer du selv ønsker, enten hos forskjellige tilbydere eller hos samme tilbyder.

Har du flere aksjesparekontoer kan du overføre aksjer og fondsandeler mellom dem uten at dette blir ansett som en skattbar realisering av gevinst. Dette gjelder både overføringer mellom kontoer du har hos samme tilbyder og mellom kontoer du eventuelt har hos forskjellige tilbydere.

Det koster ingenting å opprette eller ha en aksjesparingkonto.

### **1.7.2 Hvilke verdipapirer kan du ha på en aksjesparekonto?**

Følgende verdipapirer kan du sette på en aksjesparekonto:

- **Aksjer i børsnoterte børsnoterte selskaper som tilhører et land innenfor EØS sonen.**
- **Aksjefond i EØS sonen, hvor mer enn 80% av fondet er investert i børsnoterte aksjer ved inntektsårets begynnelse.**
- **Egenkapitalbevis (grunnfondsbevis)**
- **Kontanter som ikke er rentebærende**

Vær oppmerksom på at ikke alle selskapene på Oslo Børs er et EØS selskap. De kan derfor ikke registreres på din aksjesparekonto.

Aksjer og fond som oppfyller kravene til å holdes på ASK på anskaffelsestidspunktet kan imidlertid fortsatt holdes på ASK. Dette gjelder selv om selskapet eller fondet for eksempel ikke lenger skulle oppfylle kravene til å være etablert innen EØS, eller kravene om aksjeandel i fondet ikke lenger oppfylles.

### **1.7.3 Hvilke verdipapirer kan du ikke ha på en aksjesparekonto?**

Følgende verdipapirer kan du IKKE sette på en aksjesparekonto:

- **Høyrente konto**
- **Rentefond**
- **Obligasjoner og obligasjonsfond**
- **Råvarer og råvarefond**
- **Valuta**
- **Derivater**

## 1.7.4 Utbytte

[Skatteetaten.no](https://skatteetaten.no) skriver på sidene sine at utbytte på aksjene eller aksjefondsandelene (som står på aksjesparekontoen) ikke skattlegges løpende ved utdeling (gjelder fra og med 2019), men inngår på aksjesparekontoen og skattlegges først ved uttak fra aksjesparekontoen. Eventuelt tap kommer først til fradrag ved opphør av aksjesparekontoen.

## 1.7.5 Arv og aksjesparekonto

Dødsbo, enearving og gjenlevende ektefelle/samboer kan videreføre aksjesparingkontoen til den avdøde hvis de velger å sitte i uskifte. Det samme kan enearvinger gjøre.

En aksjesparekonto kan imidlertid ikke eies av flere arvinger eller gavemottakere. Hvis innholdet på aksjesparekontoen skal overføres til andre arvinger enn den som overtok aksjesparekontoen, regnes dette som uttak av kontoen. Dette gjelder selv om midlene overføres direkte til arvingens/gavemottakerens egen aksjesparekonto og selv om denne aksjesparekontoen er hos samme tilbyder.

## 1.7.6 Skilsmisse og aksjesparekonto

Ved separasjon/skilsmisse kan det avtales at aksjesparekontoen skal videreføres av den ene ektefellen. Hvis ektefellene skal dele innestående på kontoen, regnes overføring til den ikke-overtakende ektefellen som uttak fra kontoen. Dette gjelder selv om midlene overføres direkte til ektefellens egen aksjesparekonto og selv om denne aksjesparekontoen er hos samme tilbyder.

# 1.8 Skatt på aksjegevinst

## 1.8.1 Realisert gevinst er skattepliktig inntekt

Gevinsten du oppnår når du selger (realiserer) en aksje er skattepliktig inntekt i følge [Skattelovens § 10-31](#). Gevinsten er forskjellen mellom din:

- **Inngangsverdi** - prisen du betalte for aksjen når du kjøpte den, inkludert alle gebyrer. Dette kalles også kostpris.
- **Utgangsverdi** - prisen du får når du selger aksjen, fratrukket alle gebyrer.

Ubenyttet skjerming kan føres til fradrag i fastsatt alminnelig inntekt. Fradraget kan ikke være større enn gevinsten ved realisasjon av aksjen.

## 1.8.2 Fratrukk for tap

På samme måte som du må betale skatt av din realiserte gevinst får du fratrukk fra eventuelle tap du måtte ha på aksjen.

### 1.8.3 Aksjonærmodellen

Modellen vi bruker for å beregne skatt av gevinst og utbytte på aksjer kaller vi for **aksjonærmodellen**.

Aksjeinntekter regnes som alminnelig inntekt og skattlegges med en sats på 22 %. For personlig aksjonærer kommer en oppjusteringsfaktor på 1,44 i tillegg. Den effektive skattesatsen på gevinst og fradrag på tap av aksjer er derfor 31,68 %.

#### Eksempel på beregning av skattepliktig inntekt:

Utgangsverdi: 1.000 kroner  
- inngangsverdi: 200 kroner  
**= Aksjegevinst: 800 kroner**  
- Ubenyttet skjermingsfradrag: 100 kroner  
**= Skattepliktig inntekt før oppjustering: 700 kroner**  
+ Oppjusteringsfaktor på 1,44: 308 kroner  
**= Beløp til beskatning: 1.008 kroner**

22 % skatt på alminnelig inntekt: **222 kroner**

### 1.8.4 Skjermingsfradrag

Skjermingsfradrag er en årlig kompensasjon du får av skattemyndighetene, som gir lavere skattepliktig inntekt.

Frdraget skal reflektere avkastningen du kunne oppnådd dersom du hadde plassert pengene i et risikofritt produkt – for eksempel høyrentekonto – i det aktuelle året. Renten fastsettes av Skattedirektoratet hvert år i januar, som da gjelder for fjoråret.

For å ha rett på frdraget må du eie aksjen 31. desember.

Slik beregnes skjermingsfradraget:

**Skjermingsgrunnlag** = inngangsverdi + (ubenyttet skjermingsfradrag - utbytte)

**Skjermingsfradrag** = skjermingsgrunnlag \* skjermingsrente

Aksjens inngangsverdi: 10.000 kr  
Skjermingsrente: 1,3 % (holdes uendret alle årene)  
Utbytte på 20 kroner deles ut i år 2 og skattes av i år 3.  
Salg av aksjene skjer i år 4.

#### År 1:

Ubenyttet skjermingsfradrag = 0 kroner  
Skjermingsgrunnlag = 10.000 kr  
Skjermingsfradrag = 130 kr

**År 2:**

Ubenyttet skjermingsfradrag = 130 kr

Skjermingsgrunnlag = 10.000 + 130 = 10.130 kr

Skjermingsfradrag = 132 kr

Utdelt utbytte = 20 kr

**År 3:**

Ubenyttet skjermingsfradrag = 130 + 132 - 20 = 242 kr

Skjermingsgrunnlag = 10.130 + 242 = 10.372 kr

Skjermingsfradrag = 135 kr

**År 4:**

Ubenyttet skjermingsfradrag = 242 + 135 = 377 kr

## 2 Aksjeteori

### 2.1 Hva er en aksje?

Siden all aksjehandel bygger på kjøp og salg av aksjer er det viktig å være klar over hva en aksje egentlig er, hvilke typer som finnes, hvilke lover og regler som gjelder og hva du selv må tenke på når du skal kjøpe eller selge en aksje. La oss derfor gå kort igjennom disse tingene.

En **aksje** er:

**- en eierandel i et aksjeselskap eller allmennaksjeselskap.**

Kjøper du en aksje i et aksjeselskap eller allmennaksjeselskap blir du medeier i selskapet sammen med de andre aksjonærer i selskapet. Dette fordi det er aksjonærene som til sammen eier et aksje- eller allmennaksjeselskap. Kjøper du 1% av aksjene til et selskap eier du også 1% av selskapet.

### 2.2 Hva er en aksjonær og investor?

De som eier en aksje kalles **aksjonærer**. Eierne av en aksje kan være en hvilken som helst juridisk enhet. F.eks. en privatperson, bedrift, stiftelse eller en institusjon.

En **investor** er en aksjonær som har kjøpt en eller flere aksjer i et eller flere selskaper.

### 2.3 Hvor stor eierandel gir en aksje?

Hvor stor eierandel du får ved å kjøpe en aksje er avhengig av hvor mange av aksjer selskapet har og hvor mange av disse aksjene du eier.

Kjøper du f.eks. 5000 aksjer i et selskap som har utstedt 100 000 aksjer, gir denne aksjeposten deg en eierandel på  $(5000/100\ 000) \cdot 100 = 5\%$ . For å beregne hvor stor eierandel du har i et aksjeselskap må du vite hvor mange aksjer selskaper totalt har utstedt og hvor mange aksjer du selv eier.

Hvor mange aksjer et selskap har, hvor stor selskapets aksjekapital er og aksjenes pålydende fremgår av selskapets stiftelsesdokument, firmaattest og det offisielle årsregnskapet. Disse opplysningene kan du få tak i ved å ta kontakt med Foretaksregistret i Brønnøysund registrene. De er også tilgjengelig på en rekke nettsteder hvor du kan søke i regnskaper og eierstrukturen til Norske selskaper.

## 2.4 Aksjens nominelle (pålydende) verdi og markedsverdi

Når du kjøper en aksje via en nettmegler eller direkte av en annen aksjonær er prisen du betaler for aksjen aksjens **markedsverdi**. Denne markedsverdien vil normalt være svart annerledes enn aksjens nominelle verdi, også kalt pålydende verdi.

Aksjens **nominelle verdi** er den verdien aksjen opprinnelig ble solgt til den første aksjonæren. Dette er den verdien som hver aksje står oppført med når selskapets [aksjekapital](#) ble beregnet. Aksjekapitalen er summen av kapitalen aksjonærene har betalt for å kjøpe aksjene som utgjør selskapets [egenkapital](#).

- **Markedsverdi** = Prisen du må betale for å kjøpe en aksje i den åpne markedet.
- **Nominell verdi** = Prisen hver aksje står oppført med i årsregnskapet (bokført egenkapital).

Markedsverdien til en aksje er alltid aksjens siste omsatte kjøpsordre. Når børsen stenger er aksjens markedsverdi den prisen den siste kjøpsordren ble gjort til før børsen stengte. Denne verdien er aksjens åpningsverdi når børsen åpner igjen imorgen.

## 2.5 Aksjens skattbare verdi

Foruten å skille mellom aksjens nominelle verdi og markedsverdi, må vi skille mellom aksjens markedsverdi og aksjens skattbare verdi. Den skattbare verdien er den verdien av aksjen du må betale skatt av. Den skattbare verdien er forskjellen mellom din inngående og utgående aksjeverdi. Den inngående aksjeverdien er prisen du selv måtte betale når du kjøpte aksjen. Den utgående aksjeverdien er prisen du fikk når du solgte aksjen. Forskjellen mellom inngående og utgående aksjeverdi er din fortjeneste som også er skattepliktig.

## 2.6 Simpelt flertall i generalforsamlingen

Eier du mer enn 50% av aksjene i et selskap kontrollerer du også avgjørelsene som fattes av [generalforsamlingen](#), hvor aksjonærene møtes minst en gang i året for å stemme over styrets forslag, f.eks. hvordan selskapet skal bruke fjordårets overskudd.

De som kontrollerer minst 50,1% av aksjene i generalforsamlingen har det vi kaller et **simpelt flertall**. Det vil si at de representerer synet til majoriteten til aksjonærene i selskapet. I tillegg finnes det en del andre nøkkeltall som det er viktig å være klar over for en strategisk investor.

## 2.7 Hvilke rettigheter gir en aksje?

Kjøper du en aksje i et selskap får du ved å eie denne aksjen de samme rettighetene i selskapet som de andre aksjonærene i selskapet. En aksje gir deg alltid:

- *rett til å avgi stemme på generalforsamlingen (fortsatt at du eier en A-aksje). Generalforsamlingen fordeler f.eks. selskapets overskudd, godkjenner regnskapene og velger styre m.m.*
- *rett til utbytte (andel av overskuddet) på lik linje som alle andre aksjer i selskapet. Alle aksjer skal gi samme rett til utbytte.*
- *fortrinnsrett ved en emisjon (kapitalutvidelse) i selskapet*
- *kapitalskatt på gevinst og skattefradrag ved tap*

Hvilke rettigheter og plikter en aksje gir deg reguleres for øvrig av:

1. **aksje- og allmennaksjeloven.**
2. **selskapets [vedtekter](#).**
3. **eventuelle [aksjonæravtaler](#) mellom aksjonærene.**

## 2.8 Aksjeselskap (AS) og Allmennaksjeselskap (ASA)

Når du kjøper en aksje så kjøper du i praksis en eierandel i et aksjeselskap eller allmennaksjeselskap. Av den grunn er det viktig å vite hva et aksjeselskap og allmennaksjeselskap er og hva som er forskjellen mellom disse to selskapstypene.

### 2.8.1 Hva er forskjellen mellom et aksje- og allmennaksjeselskap?

Skillet mellom aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper ble etablert i 1997 gjennom et nytt EU-direktiv som da trådte i kraft. Aksjeloven trekker idag opp hvilke lover og regler som gjelder for aksjeselskaper, mens allmennaksjeloven trekker opp retningslinjene allmennaksjeselskaper må holde seg innenfor.

Om selskapet er et aksjeselskap eller et allmennaksjeselskap fremgår av endelsen til [foretaksnavnet](#). Er selskapet et *aksjeselskap* skal foretaksnavnet inneholde endelsen “**AS**”, mens endelsen “**ASA**” brukes om *allmennaksjeselskaper*.

Forskjellen mellom et aksje- og allmennaksjeselskap kan forklares slik.

Et **aksjeselskap** (forkortet **AS**) er en selskapsform hvor eierne av selskapet ikke har noe personlig ansvar for selskapets gjeld ut over den aksjekapitalen eierne har skutt inn i form av [aksjekapital](#). I Norge er kravet at aksjekapitalen er på minst 20 000 kroner. Går selskapet konkurs står aksjonærene ikke personlig ansvarlig. De mister kun sin innskutte aksjekapital.

Et **allmennaksjeselskap** (forkortet **ASA**) er en betegnelse beregnet på aksjeselskaper med mange aksjeeiere og hvor selskapets aksjekapital er minimum 1 million kroner.

I et allmennaksjeselskap er det ikke lov å legge restriksjoner for aksjenes omsettelighet i vedtektene, slik man kan i et aksjeselskap. Det er heller ikke lov å gjøre mer enn 50% av aksjene til "stemmeløse" B-aksjer i et allmennaksjeselskap, slik man kan i et aksjeselskap. Allmennaksjeselskaper har dessuten alltid [revisjonsplikt](#), mens kun aksjeselskaper med en årlig omsetning på over MNOK 5 per år har dette.

## **2.8.2 Kun allmennaksjeselskaper kan børsnoteres**

For deg som er investor er den viktigste forskjellen mellom et aksjeselskap og allmennaksjeselskaper at:

### **- Kun allmennaksjeselskaper har lov til å være notert på Oslo Børs**

Aksjeselskaper kan ikke børsnoteres. Av den grunn vil vi kun omtale allmennaksjeselskaper i vår videre gjennomgang av selskaper du kan kjøpe en aksje i.

## **2.9 Allmennaksjeselskap**

Både et aksjeselskap og allmennaksjeselskap er et et selskap hvor ingen av deltakerne, dvs. eierne, har personlig ansvar for selskapets forpliktelser. Deltakerne er bare ansvarlig for den aksjekapitalen de har skutt inn. Går selskapet konkurs taper aksjonærene sin aksjekapital, men de står ikke ansvarlig - verken solidarisk eller individuelt - for selskapets gjeld eller forpliktelser.

### **2.9.1 Selvstendig juridisk enhet**

Et allmennaksjeselskap er en selvstendig (juridisk) enhet, på samme måte som en myndig person. Et allmennaksjeselskap kan dermed inngå juridisk bindende kontrakter på samme måte som myndige personer kan.

### **2.9.2 Økonomisk risiko og ansvar**

Den enkelte aksjonær (eier) sitt ansvar for selskapsgjelden er begrenset oppad til den aksjekapitalen de har skutt inn i selskapet. Imidlertid kan styret leder, styremedlemmene og daglig leder bli holdt erstatningsansvarlig i visse tilfeller i følge lovgivningen, f.eks. ved alvorlige brudd på allmennaksjeloven.

### **2.9.3 Eiere og ansatte**

I et allmennaksjeselskap er det et klart skille mellom ansatte og aksjonærer. Selv om en aksjonær kan jobbe i selskapet har deres eierposisjon i selskapet ingen betydning i arbeidsforholdet. Når en aksjonær arbeider i eget aksjeselskap er dette en arbeidsavtale på lik linje som ansettelsesavtalen med hvilken som helst annen ansatt.



## 2.9.4 Lønn og skattemessig behandling

Allmennaksjeselskaper er egne skattesubjekter. Det betyr at selskapet skal levere sin egen selvangivelse og betale egen skatt. Det betyr også at hvis selskapet samlet sett går med tap, vil dette bare ha som virkning at tapet skal med i regnestykket i senere selvangivelser. Vi sier at tapet er framførbart for selskapet, men ikke fradragsberettiget for aksjonæren.

I praksis kan eiere kan ta ut penger fra selskapet i form av aksjeutbytte og lønn for arbeidsinnsats i selskapet. Det er strenge regler for hvor stort aksjeutbytte eiere kan ta ut. Aksjeeier som selv arbeider i selskapet, kan heve ordinær lønn for arbeidsinnsatsen. Lønnen kan ikke være høyere enn markedslønn.

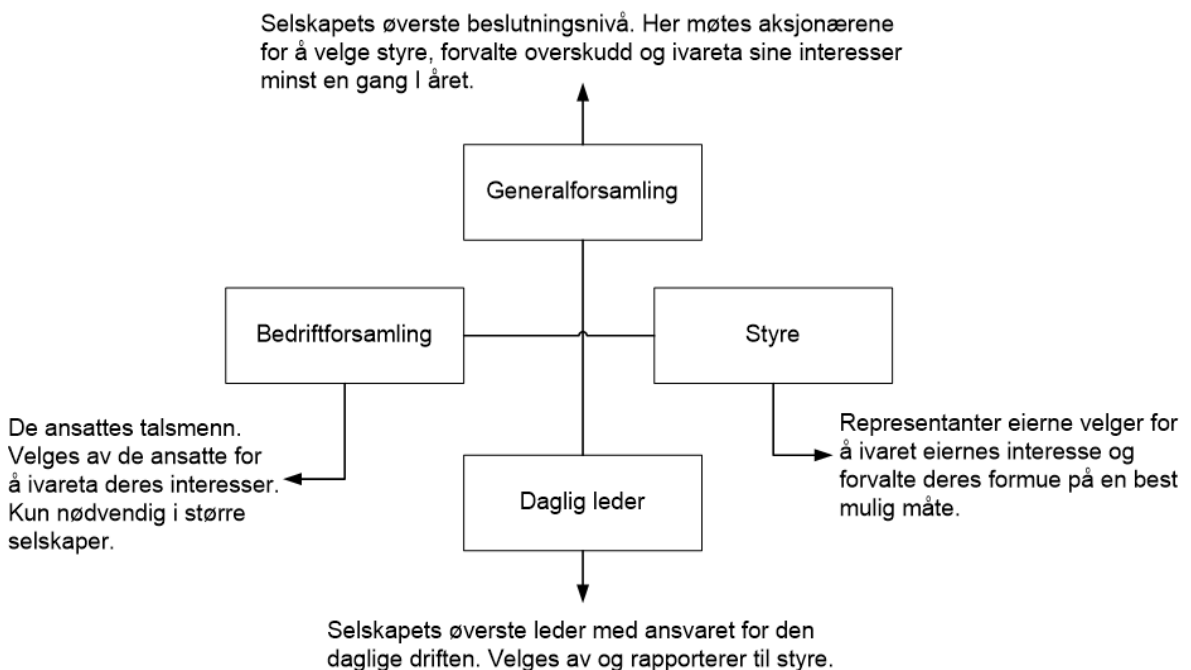
Aksjeutbyttet er en del av det overskuddet som selskapet må betale skatt av. Aksjonæren skal ikke betale skatt av det de får utbetalt. (Det tas med som inntekt på selvangivelsen, men skatten trekkes fra igjen under ligningsbehandlingen.)

## 2.9.5 Organisering av et allmennaksjeselskap

Norsk lovgivning krever at et allmennaksjeselskap må ha et styre på minst tre medlemmer og én daglig leder. Siden du får innflytelse på selskapet kurs og beslutninger når du kjøper en aksje i selskapet er det viktig at du kjenner til hvordan et allmennaksjeselskap er organisert.

Alle allmennaksjeselskaper består av følgende «organ»:

1. **Generalforsamling**
2. **Styre**
3. **evt. bedriftsforsamling.**



Deres handlefrihet (les: deres fullmakt) er beskrevet i allmennaksjeloven.

### 2.9.5.1 Generalforsamlingen

Generalforsamlingen er den øverste beslutningsmyndighet i ethvert allmennaksjeselskap, selv om enkelte beslutninger som bedriftsforsamlingen vedtar ikke kan bli omgjort av generalforsamlingen. Her møtes aksjonærene minimum en gang i året for å ivareta selskapets interesser, slik de mener det er riktig. Alle som eier aksjer i selskapet kan her stille spørsmål til selskapets styre og ledelse. Spørsmål og problemstillinger som blir forelagt generalforsamlingen løses gjennom en vanlig avstemning, hvor en bindende beslutning krever en oppslutning på 50,1% av aksjonærene.

I disse avstemningene har ikke adm.dir og styreformann stemmerett. Stemmeretten er forbeholdt aksjonærene, og hver aksje gir like stor stemmerett om ikke annet er bestemt i vedtektene.

Du kan møte selv, eller du kan gi andre fullmakt til å møte for deg. Gir du noen en fullmakt for å opptre på vegne av deg må du være nøye med å følge allmennaksjelovens og eventuelt vedtektenes bestemmelser, for å forsikre deg om at du overholder reglene om fullmakt.

### 2.9.5.2 Styre

Generalforsamlingen velger selskapets styre gjennom en avstemning. Jo større aksjeopposisjon en aksjonær har, jo større innflytelse har de også på valg av selskapets styre. Vi viser her til "de magiske prosentene" for en investor.

Styre er selskapets øverste styrings- og kontrollorgan, og ledes av en leder som velges av styremedlemmene. Det er ikke noe krav til hvor mange styremedlemmer styret skal ha, mens det er et krav at ett allmennaksjeselskap skal bestå av minimum 3 medlemmer. Normalt består et styre av 3, 5 eller 7 medlemmer for å unngå å komme i situasjoner hvor 50% av styremedlemmene stemmer for et forslag, mens like mange stemmer mot. I tilfeller hvor det blir stemmelikhet, har styrets leder dobbelstemme (dvs. 2 stemmer) for å gjøre styret beslutningsdyktig.

Styrets oppgave er å påse at selskapet opererer i tråd med gjeldende lover og regler. Samtidig som de skal ivareta aksjonærenes interesser. Styret oppgave regulerer tildels av norsk lov som pålegger styret en del ansvarsoppgaver, og til dels av instruksjonen styret får av aksjonærene på generalforsamlingen når de blir valg.

For en strategisk investor som ønsker innflytelse og styre kursen i et aksje- eller allmennaksjeselskap er det derfor viktig å jobbe aktivt for å få flertall på generalforsamlingen til å formulere en instruks til det valgte styre som pålegger styret til å jobbe aktivt for å ivareta aksjonærens (investorens) strategiske ønsker. Gjøres ikke dette, er styret ikke pliktig til å jobbe for at selskapet skal ta en bestemt kurs eller beslutning i viktige spørsmål.

### 2.9.5.3 Administrerende direktør/daglig leder

Mens det er generalforsamlingen som velger styre, er det styre som velger selskapets **administrerende direktør** (daglig leder). Administrerende direktør er selskapets øverste operative ledelse og rapporterer direkte til syre og er pliktig til å følge de instruksene og påleggene han eller hun får fra styret.

## 2.10 Aksjeklasser: A - aksjer og B - aksjer

En aksje er ikke bare en aksje, da det finnes flere typer aksjer og forskjellige aksjeklasser. I Norge har vi to aksjeklasser: - **A- og B-aksjer**. Forskjellen kan forklares slik:

- **A-aksjer:** Aksjer som gir FULL stemmerett på [generalforsamlingen](#) og rett til utbytte
- **B-aksjer:** Aksjer UTEN stemmerett på [generalforsamlingen](#), med med rett til utbytte

Som det går frem av klassifiseringen er det kun A-aksjene som har stemmerett på generalforsamlingen hvor aksjonærene:

- godkjenner årsregnskapene.
- fordeler utbytte.
- velger styre.
- treffer viktige strategiske beslutninger.

Ønsker du å ha innflytelse i selskapet må du sikre deg A-aksjer, da B-aksjer ikke gir noen stemmerett. B-aksjer har imidlertid rett til fullt utbytte, på lik linje som det A-aksjer får.

For en trader betyr det ingenting om man eier en A eller B aksje, da alle aksjene får det samme utbytte. For en strategisk investor som ønsker å få innflytelse i selskapet, f.eks. gjennom en styreposisjon, er situasjonen helt annerledes. Strategiske investorer ønsker kun å eie A-aksjer, da det kun er disse aksjene som gir makt gjennom generalforsamlingens avstemminger.

## 2.11 Unoterte og noterte aksjer

Ikke alle selskaper er notert på børsen. Kun børsnoterte selskaper kan handles på børsen. Vi må derfor skille mellom:

- **Noterte aksjer :** Aksjer som er notert på en bestemt børs og som du dermed kan kjøpe og selge via en børsmegler, f.eks. en online megle.
- **Unoterte aksjer :** Aksjer som ikke er notert på en børs. Disse aksjene kan ikke kjøpes eller selges på børsen gjennom en aksjemegler. Listen for de unoterte selskapene kalles OTC-listen i Norge.

På sidene til ProStock tar vi kun for oss kjøp og salg av noterte aksjer. Det vil si aksjer du kan kjøpe og selge på en børs via en nettmegler.

## 2.11.1 Noterte aksjer

**Noterte aksjer** er som sagt aksjer som omsettes på en bestemt børs, f.eks. **Oslo Børs ASA**. Dette er aksjer du kan kjøpe og selge via et meglerhus eller Internett megler som er knyttet opp mot den aktuelle børsen.

Snakker vi om norske selskaper snakker vi om Oslo Børs. Oslo Børs ASA er Norges eneste regulerte markedsplass for omsetning av aksjer, egenkapitalbevis og andre verdipapirer, som derivater og obligasjoner. Oslo Børs er også den eneste selvstendige børs i Norden.

Oslo Børs er i dag en elektronisk markedsplass hvor all handel skjer gjennom datanettverk. Handelen starter klokken 09.00 og avsluttes klokken 16.30 lokal tid (CET).

Det er **tre markedsplasser** for notering og handel på Oslo Børs:

- **Oslo Børs** er den største markedsplassen hvor det noteres og handles i aksjer og egenkapitalbevis,
- **ETPer** (børshandlede fond og notes), derivater og renter.
- **Oslo Axess** ble etablert i mai 2007 som et alternativ til Oslo Børs for notering av, og handel i aksjer. **Nordic ABM** ble etablert i juni 2005 som en alternativ markedsplass for renter.

## 2.11.2 Unoterte aksjer

**Unoterte aksjer** er aksjer som ikke er børsnoterte. Det vil si aksjen ikke kan kjøpes eller selges via Oslo Børs. Dette markedet kalles populært for "**gråmarkedet**" eller **OTC-listen**.

Gråmarkedet kjennetegnes av av investorer som drømmer om en rask fortjeneste og selskaper som jakter på risikovillig kapital til nye prosjekter. Siden gråmarkedet ikke reguleres av de samme lovene og reglene som gjelder for Oslo Børs, kjennetegnes dette markedet ofte av selskaper som pumper aksjekursen opp i skyene basert på rykter, skryt og forventninger om fremtidig inntjening. Noe som ønsker investorens risiko vesentlig i forhold til å investere i en notert aksje.

OTC-listen administreres av Norges Fondsmeglerforbund (NFMF). Listen ble opprettet i 1999 med den hensikt å gjøre det lettere for investorer å handle i unoterte aksjer til mer "*markedsriktige kurser*", samt å "*vise markedet i sin alminnelighet et riktigere og bedre fundamentert kursbilde*". Måten systemet fungerer på er at dersom man ønsker å kjøpe/selge en aksje som er notert på listen tar man kontakt med et meglerforetak som er tilknyttet NFMF. Meglerforetaket legger deretter kjøps- og salgsinteressen inn i systemet, hvor den blir synlig for andre meglere. Dersom en annen megler har meldt inn en motsvarende ordre, kan disse to meglerne opprette kontakt og gjennomføre handelen.

En viktig forskjell mellom OTC-listen og Oslo Børs er at ingen av partene er pliktige til å gjennomføre handelen til den prisen som de meldte inn til systemet. I likhet med aksjer

som er notert på Oslo Børs, er det mulig å få tilgang til kursinformasjon om OTC-aksjer slik at man kan følge med på aksjeprisens utvikling.

For at aksjene til et selskap skal kunne noteres på OTC-listen, kreves det at markedsverdien til selskapet er minst 20 millioner og at selskapets alder er minst ett år, i tillegg til at det skal være mer enn 50 eksterne aksjonærer. I motsetning til en notering på Oslo Børs, hvor selskapet selv sender inn en noteringssøknad til børsen, er det ved noteringer på OTC-listen meglerforetakene som på bakgrunn av sin kunnskap om markedet sender inn anmodning om notering til Fondsmeglerforbundet.

De viktigste forskjellene mellom noterte og unoterte aksjer kan oppsummeres slik:

- **Mangel på offentlig informasjon:** Den viktigste forskjellen er at unoterte aksjer/selskaper ikke plikter å gi den samme offentlige informasjonen som børsnoterte selskaper. Unoterte selskaper må levere årsrapport til Brønnøysundregistrene, men sjelden kvartalsrapporter.
- **Ingen børsnoteringskrav:** Noterte aksjer/selskaper må oppfylle en rekke formelle krav til selskapet, for eksempel informasjonsplikt og minimumsstørrelse. Slike krav stilles ikke til unoterte selskaper/aksjer.
- **Risiko:** Unoterte aksjer regnes å gi langt større risiko ved investering. Mange unoterte selskaper er nye. Mange selger produkter og tjenester som ennå er under utvikling eller ikke har vært testet i markedet.
- **Exit-muligheter:** Siden unoterte aksjer ikke er notert på Oslo Børs kan du ikke legge inn en salgsmelding via et meglerhus eller Internett megler den dagen du ønsker å selge aksjen. Dette kan gjøre det vanskelig å selge aksjen den dagen du ønsker å forlate aksjen, med mindre du selv finner kunden som ønsker å kjøpe aksjen du ønsker å selge. Noe de fleste ikke ønsker å gjøre.

### 2.11.3 Anbefaling

Siden de unoterte aksjene ikke er underlagt de samme reglene som de noterte, samtidig som de ikke kan omsettes via børsen er vårt råd til “ferskinger” i aksjemarkedet:

**– Hold deg borte fra de unoterte aksjene til du vet hvilken risiko du tar og vet hvordan du skal komme deg ut av aksjen igjen.**

## 2.12 En aksje er et registrert verdipapir

Noen tror at forskjellen mellom en notert og unotert aksjer er om aksjen er registrert på en juridisk enhet eller ikke. Med juridisk enhet menes en person, et selskap eller institusjon. Dette er ikke tilfelle.

Alle aksjer er alltid registrert på juridiske enheter. De er IKKE et verdipapir som penger, hvor verdien verdipapiret representerer tilhører den som fysisk eier verdipapiret for øyeblikket. I aksjeselskaper kan eierne av aksjene registreres i en aksjebok som selskapets

styre har ansvaret for å holde oppdatert eller i [Verdipapirsentralen](#) som er et offentlig register som holder oversikt over hvem som eier hvilke verdipapirer i Norge. I allmennaksjeselskaper er aksjene alltid registrert i Verdipapirsentralen.

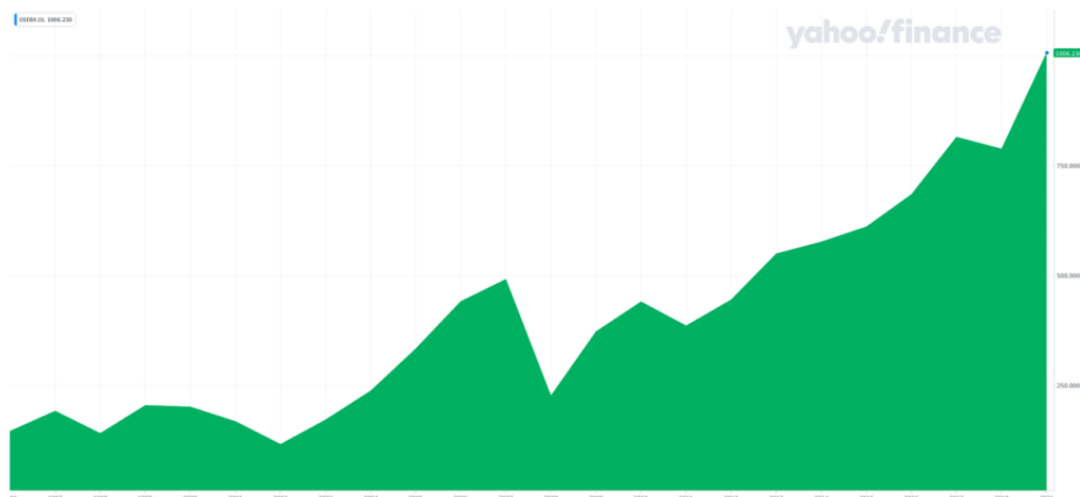
## 2.13 Hvordan tjene penger på en aksje?

Det finnes tre måter du kan tjene penger på en aksje:

1. Du kjøper aksjen for så å selge den når aksjekursen har steget. Forskjellen mellom inngangsverdien og utgangsverdien er din fortjeneste (gevinst)
2. Du kjøper en aksje for å vente på det årlige utbytte (dividende) som enkelte selskaper gir tilbake til sine aksjonærer. Utbytte er en del av forårets overskudd som fordeles likt på alle aksjene.
3. Du kjøper en aksje for å vente på utbytte før du så selger aksjen når aksjekursen har steget. Du tjener dermed penger både på utbytte du får før du selger og ved at utgangsverdien din er høyere enn din inngangsverdi.

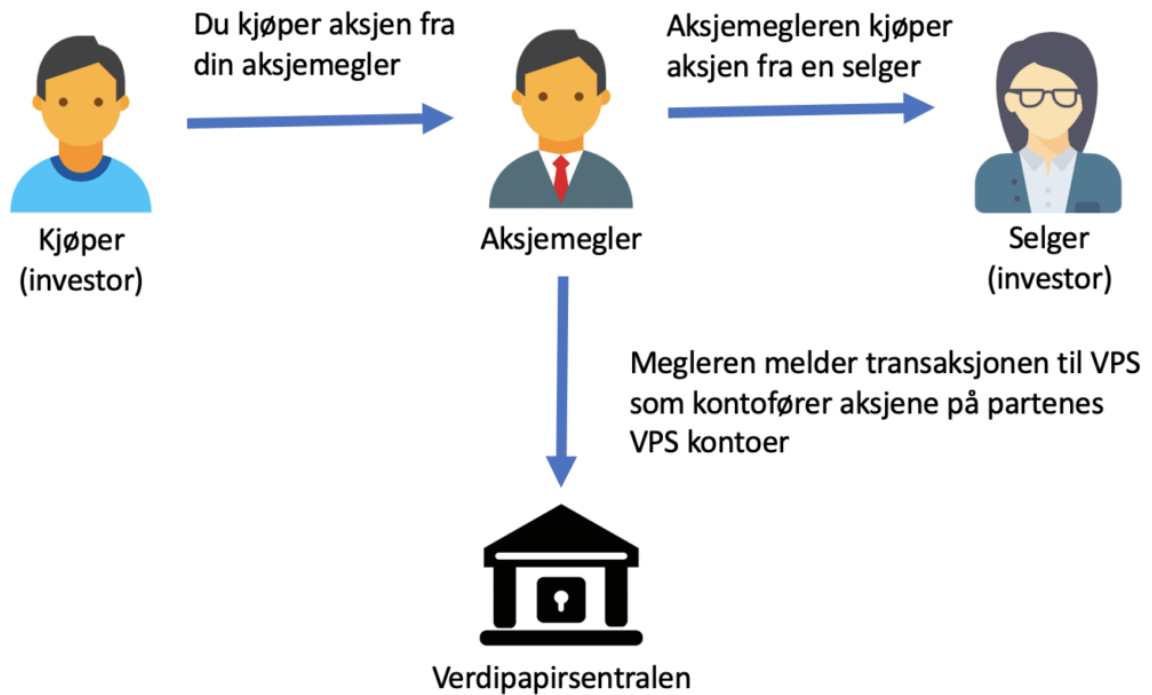
## 2.14 Aksjer gir høyere avkastning enn andre investeringsobjekter

Historisk sett er det ingen andre spareformer som har gitt større avkastning over tid enn aksjemarkedet. Dette er hovedgrunnen til at kjøp og salg av aksjer er blitt så populært. Skal du tjene penger på aksjer må du imidlertid være villig til å se at aksjene svinger i verdi, tørre å ta risiko, ha tålmodighet og tenke langsiktig.



Kilde: Yahoo Finance. Oslo Børs Hovedindeks (OSEBX) har i perioden 1996 til januar 2021 steget med 906 prosent.

## 2.15 Hvordan kjøpe en aksje?



Børsnoterte aksjer kan kun kjøpes gjennom en aksjemegler. De fleste aksjemeglerne er idag digitale i form av en nettside du kan logge deg inn på for å kjøpe og selge aksjer. Den største nettmegleren i Norge er Nordnet. De fleste bankene har også denne tjenesten så sjekk med hvor du idag har din nettbank.

## 2.16 Aksjeportefølje

De fleste investorer velger å investere i en **aksjeportefølje** istedenfor en enkeltaksje. Med aksjeportefølje menes en samling ulike aksjer eller aksjefond investoren har valgt å investere i for å redusere risikoen og optimalisere fortjenestepotensialet. Dette er tradisjonelt den tryggeste strategien og den strategien som gir størst avkastning

## 2.17 Aksjekapital

**Aksjekapitalen** er egenkapitalen aksjonærene i et aksje- eller allmennaksjeselskap har skutt inn som risikokapital. I Norge er minimumskravet 20 000 kroner for aksjeselskaper og 1 million kroner for allmennaksjeselskaper.

Når et aksje- eller allmennaksjeselskap blir etablert avgjøres aksjekapitalens størrelse av hvor mange aksjer selskapet velger å utstede og av aksjenes pålydende.

Med **pålydende** (nominell verdi) menes:

### - Hvor mye en aksjonær må betale for å kjøpe en aksje i aksjeselskapet når selskapet blir stiftet

En aksje sin pålydende verdi var i gamledager skrevet på aksjebrevet som fulgte med aksjen. Idag angis denne pålydende verdien angitt i stiftelsesdokumentet og denne aksjekapitalen registreres i Foretaksregisteret.

## 2.17.1 Hvordan beregne aksjekapitalen?

Ved å multiplisere antall aksjer med pålydende kurs per aksje får vi selskapets aksjekapital.

La oss si at et allmennaksjeselskap har valgt å utstede 100 000 aksjer à kr. 10 per aksje. Dette gir selskapet en aksjekapital på:  $100\,000 \times 10 = \text{kr. } 1\,000\,000,-$  som er minimumsbeløpet et allmennaksjeselskap må ha i aksjekapital.

Den pålydende verdien er ikke det samme som aksjeverdien. Mens pålydende verdi er aksjen opprinnelige verdi, angir aksjeverdien prisen aksjen sist ble omsatt for i det åpne markedet (børsen) eller som noen er villig til å selge sin aksje for. Det er derfor normalt stor forskjell mellom pålydende verdi og aksjeverdi.

## 2.17.2 Emisjon

Aksjekapitalen er selskapets egenkapital. Etter hvert som selskapet utvikler seg øker normalt også behovet for ny kapital for å finansiere utviklingen.

Selskapets generalforsamling kan når som helst vedta å øke eller redusere selskapets aksjekapital. Reduseres aksjekapitalen betales en del av den innskutte aksjekapitalen tilbake til aksjonærene. Økes aksjekapitalen kalles dette en [emisjon](#).

En emisjon skjer ved at selskapet utsteder nye aksjer i selskapet som selskapet selger for en avtalt emisjonskurs. Denne emisjonen kan gjøres som en **rettet emisjon**, hvor det kun er selskapets eksisterende aksjonærer som har lov å tegne seg eller som en **offentlig emisjon** hvor hvem som helst kan tegne seg. Hvordan dette gjøres kommer vi tilbake til i senere artikler.

Det eneste vi ønsker å påpeke i denne sammenheng er at enhver emisjon vil påvirke selskapets eierstruktur, med mindre vi snakker om en rettet emisjon som alle eksisterende aksjonærer deltar i for å opprettholde sin eksisterende eier-brøk.

## 2.18 Aksjekurs

Bortsett fra når selskapet blir stiftet er det normalt stor forskjell mellom selskapets aksjekapital og aksjekursen som er et uttrykk for hvor mye en aksje er verdt i markedets øyne. Når aksjen blir børsnotert er forskjellen blitt enorm.



Mens aksjekapitalen angir hvor mye egenkapital aksjonærene har skudd inn i selskapet forteller aksjekursen:

**- Hvor mye aksjemarkedet akkurat nå er villig til å betale for å kjøpe denne aksjen.**

Siden denne prisen ikke har noen direkte sammenheng mellom bokført egenkapital vil denne aksjekursen kunne svinge enormt i forhold til aksjekapitalen.

### 2.18.1 Hva er pålydende kurs?

**Pålydende kurs** er aksjens nominelle verdi. Det vil si den bokførte verdien av hver enkelt aksje. Det vil si den verdien som ble satt på hver enkelt aksje når selskapets aksjekapital ble beregnet.

**Aksjekapital = Antall aksjer x pålydende verdi per aksje**

### 2.18.2 Hva er kjøps-, salgs- og omsetningskurs?

**Kjøpskursen** er prisen du må betale for å kjøpe en aksje, mens **salgskurs** er prisen du får når du selger en aksje i selskapet. **Omsetningskursen** er den kursen som selgeren og kjøperen blir enige om. Den vil derfor normalt ligge et sted mellom kjøps- og salgskursen. Kjøpskursen kalles også **inngangsverdi**, mens salgskursen kalles **utgangsverdi**.

Såvel kjøps- som salgskursen avviker normalt vesentlig fra aksjens pålydende kurs som er den bokførte verdien av aksjen i selskapets regnskaper. Årsaken til dette skyldes at aksjen normalt har steget eller sunket i verdi etter selskapet ble etablert. Litt forenklet kan vi at differansen mellom kjøps/salgs kursen og pålydende kurs er ett uttrykk for hvor mye en aksje har steget eller sunket i verdi siden etableringen av aksje- eller allmennaksjeselskapet.

### 2.18.3 Hva avgjør kjøps- og salgskursen?

Kjøpskursen du må betale eller salgskursen du får når du selger en aksje er avhengig av hvordan markedet vurderer selskapets underliggende verdier, samt hvordan markedet anser selskapets fremtidige muligheter for inntjening og vekst.

Kjøps- og salgskursen avgjøres av tilbudet og etterspørselen etter aksjen. Jo flere som ønsker å kjøpe aksjen i forhold til hvor mange som ønsker å selge sine aksjer i selskapet, jo større blir også etterspørselen etter aksjen. Jo mer etterspørselen etter en aksje øker i forholdet til tilbudet, jo mer må hver enkelt kjøper måtte betale for å få en eksisterende eier til å selge sin aksje til dem. Dette driver aksjekursen til denne aksjen oppover.

Motsatt effekt får vi hvis det er flere som ønsker å selge aksjen i forhold til hvor mange som ønsker å kjøpe den. Jo større tilbudet blir i forhold til etterspørselen, jo mer vil aksjekursen måtte syke for å møte likevektspunktet igjen.

**Likevektpunktet** er hvor:

### **- Tilbud og etterspørselen etter en aksje er like stor**

Likevektpunktet er prisen hvor kjøper og selger er enige om prisen for å kjøpe/selge en aksje, slik at en transaksjon (aksjehandel) kan skje. Aksjeverdien er med andre ord den prisen noen er villig til å betale for den i et gitt øyeblikk.

Denne prisen påvirkes igjen av en mengde forhold. Selv om markedets forventninger til selskapets fremtidige inntjening (overskudd) er den viktigste enkeltdriveren, påvirkes aksjekursen også av en lang, lang rekke av andre faktorer. Deriblant driften av selskapet, utviklingen i verdensøkonomien, rentenivået og en rekke psykologiske faktorer.

Siden det er forventningene om fremtidig inntjening som avgjør aksjekursen kan aksjekurser noen ganger gå i taket lenge før selskapet har begynt å tjene penger, fordi mange nok i markedet forventer at selskapet i fremtiden vil tjene mye penger.

Det var slike forventninger om eventyrlige inntekter som drev kursen til mange IT-selskaper oppover i ".com-bølgen" på 1990-tallet. Når det endelig gikk opp for investorene at forventningene deres var urealistiske stupte kursen dramatisk i løpet av svært kort tid, med det resultat at de siste kjøperne av disse aksjene tapte enorme pengebeløp.

## **2.19 Aksjesplitt og aksjespleis**

### **2.19.1 Hva er en aksjesplitt?**

**En aksjesplitt vil si at selskapet øker antall aksjer i selskapet, uten at egenkapitalen blir endret gjennom en emisjon.**

La oss si at selskapet vedtar å gjennomføre en aksjesplitt på 2:1. En aksjesplitt på 2:1 betyr at du får utdelt en enkelt aksje for hver aksje du eier, slik at antall aksjer du eier i selskapet blir fordoblet. Verdien på hver av disse aksjene blir således halvparten av den opprinnelige aksjeprisen. Som du skjønner er den eneste endringen at du plutselig eier dobbelt så mange aksjer som hver er verdt halvparten av hva de gamle var verdt.

Ettersom selskapets verdi fortsatt er den samme skal en aksjesplitt teoretisk ikke ha noen effekt.

Årsaken til at selskaper ofte velger å gjennomføre en splitt er for å senke prisen på aksjen, slik at flere investorer har råd til å kjøpe aksjen. Dette skal øker omsetningen/likviditeten i aksjen. Istedenfor å måtte betale f.eks. 10.000 kroner for en aksje kan du etter en aksjesplitt kjøpe den samme aksjen for f.eks. 100 kroner. Noe som øker sannsynligheten for at du skal kjøpe en aksje i dette selskapet.

## 2.19.2 Hva er en aksjespleis?

En **aksjespleis** er det motsatte av en aksjesplitt. Istedenfor å øke antall aksjer så reduserer vi antall aksjer ved en aksjespleis.

Aksjespleis brukes av selskaper som har hatt en dårlig utvikling på børsen, med det resultat at aksjen idag handles for bare noen få ører per aksje. Ved å gjennomføre en aksjespleis kan man få aksjen opp til en mer normal aksjekurs. Det vil si til et nivå hvor aksjen igjen kan handles i kroner og ikke ører. Dette gjør at avstanden mellom kjøper- og selgerkurs (spreaden) blir tettere.

En aksjesplitt og aksjespleis verken øker eller reduserer selskapets verdi. Det eneste er at antall aksjer enten øker eller reduseres. Noe som gir en psykologisk effekt i markedet.

## 2.20 Vekstaksje og verdiaksje

Det finnes to typer aksjer: - **vekstaksjer og verdiaksjer**. Spørsmålet blir derfor om du skal satse på å kjøpe vekstaksjer eller verdiaksjer, eventuelt en kombinasjon av verdi- og vekstaksjer når du skal sette sammen din aksjeportefølje.

### 2.20.1 Hva er en vekstaksje?

En **vekstaksje** er en aksje som har en høyere årlig vekst i aksjekursen enn gjennomsnittet i sektoren eller markedet. For å bli klassifisert som en vekstaksje må aksjen ha et potensial til å fortsette å vokse raskere enn markedet. Veksten i aksjekursen skyldes at markedet forventer en kraftig vekst i selskapets omsetning og kundemasse.

Vekstaksjer (selskaper) reinvesterer normalt alle pengene de tjener tilbake i selskapet igjen for å øke vekstraten. De utdeler derfor ikke utbytte til sine aksjonærer.

Aksjonærene tjener penger på å kjøpe og selge aksjen ved at aksjekursen stiger raskere enn andre alternative investeringer.

#### 2.20.1.1 Kjennetegn

- **Høy P/E og P/B verdi**
- **Ingen utbytte**
- **Normalt unge selskaper**

### 2.20.2 Hva er et verdiaksje?

En **verdiaksje** er en aksje som handles til en lavere pris enn det den [fundamental analyse](#) tilsier. I tillegg utbetaler selskapet årlig utbytte til aksjonærene. Dette gjør at aksjonærene tjener penger på aksjen ved å få utbytte mens de eier aksjen, samtidig som de får en høyere salgspris når de selger den.

### 2.20.2.1 Kjennetegn

- Lav P/E og P/B verdi
- Årlig utbytte
- Stabil utbyttepolitikk over flere år
- Modne selskaper

Verdiinvestorene som kjøper disse verdiaksjene har også noen klassiske kjennetegn og handelsstrategier som skiller dem fra andre typer investorer. Forskjeller det er viktig å være klar over for å forstå disse investor typene.

### 2.20.2.2 "Dogs of the Dow"

"Dogs of the Dow" er en handelstrategi som går ut på å kjøpe de 10 aksjene på Dow Jones som gir høyest utbytte i begynnelsen av hvert år, for deretter justere porteføljen etterpå.

### 2.20.3 Hva er forskjellen mellom en vekstaksje og verdiaksje?

Som det går frem av kjennetegnene til vekst- og verdiaksjer så har de motsatt kjennetegn. Vekstaksjer er normalt unge selskaper som handles til en høy [P/E](#), mens en verdiaksje er modne selskaper som handles til en lav P/E. Verdiaksjer gir i tillegg et årlig utbytte. Noe vekstaksjer ikke gir.

### 2.20.4 Verdiaksjer har høyere risiko enn vekstaksjer

Verdiaksjer er aksjer som omsettes for en lavere P/E, P/B eller P/S enn sammenlignbare selskaper og hva en fundamental analyse skulle tilsi. Dette gjør verdiaksjer til en mer risikofylt aksje enn vekstaksjer på grunn av den skeptiske holdningen markedet har til aksjen.

For at en aksjen skal bli lønnsom, må markedet endre oppfatningen av selskapet. Noe som ofte er lettere sagt enn gjort. Risikoen er at den forventede endringen aldri kommer. Av denne grunn er det vanlig å anta at en verdiaksje vil gi en høyere langsiktig avkastning enn en vekstaksje på grunn av den underliggende risikoen aksjen har.

### 2.20.5 Hva er best? Vekst- eller verdiaksje?

- Det forventes at vekstaksjer overgår det samlede markedet over tid på grunn av deres fremtidige potensial.
- Verdiaksjer antas å handle under det de virkelig er verdt, og vil dermed teoretisk gi en overlegen avkastning.

Dette er teorien. Virkeligheten stemmer her ikke alltid med virkeligheten.

Verdiaksjer har en tendens til å utkonkurrere vekstaksjer når vi har et bearmarked og økonomiske nedgangstider, mens vekstaksjer har en tendens til å utmerke seg under et bullmarked og perioder med økonomisk vekst.

Spørsmålet om du skal satse på vekstaksjer fremfor verdiaksjer må til syvende og sist vurderes i sammenheng med din tidshorisont og hvor stor volatilitet og risiko du kan tolerere.

## 3 Aksjemarkedet

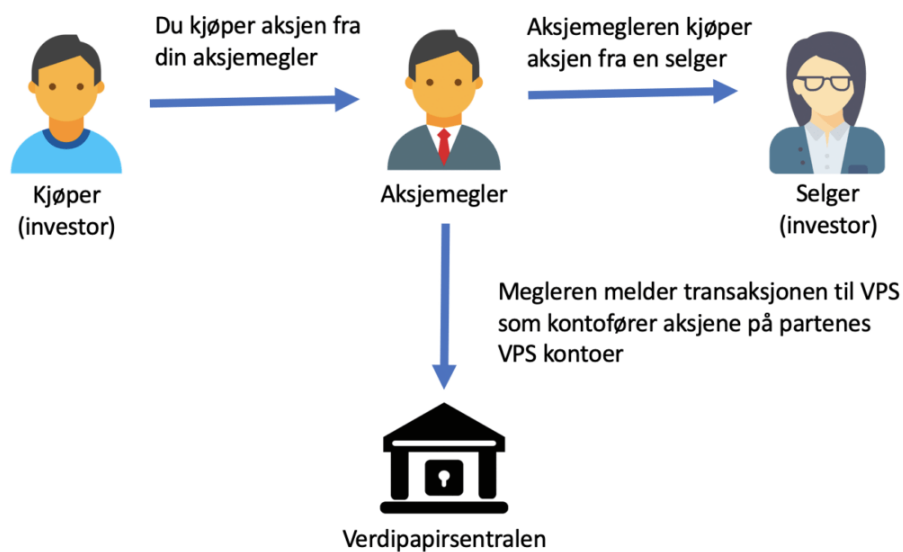
### 3.1 Hva er et aksjemarked?

La oss starte med det mest grunnleggende, nemlig selve aksjemarkedet. Når vi snakker om et aksjemarked mener vi stedet hvor vi kjøper og selger aksjer. Begrepet kan defineres som:

**- Et aksjemarked er et sted hvor en kjøper og selger møtes for å gjennomføre en transaksjon. Det vil si et kjøp og salg av en eller flere aksje.**

Aksjemarkedet kan på mange måter sammenlignes med et hvilket som helst marked hvor handel skjer. Den største forskjellen er at aksjemarkedet er virtuelt, dvs. et sted du ikke kan oppsøke fysisk. Du får heller ikke et fysisk produkt når du kjøper en aksje, Du får bare et verdipapir som registreres i en database som holder oversikt over hvem som eier hva. I Norge er det Verdipapirsentralen som har denne oppgaven.

Et aksjemarked består av fire aktører: - en aksjemegler, kjøper, selger Verdipapirsentralen. Sammenhengen mellom dem kan illustreres slik:



### 3.2 Aksjemegler

All handel med Oslo Børs eller andre børser må gå igjennom en aksjemegler i et meglerhus eller en Internett megler som har en handelsavtale med Oslo Børs eller den børsen du ønsker å handle med. Det vanligste idag er å bruke virtuelle meglere, dvs. en nettside du logger deg inn på for å kjøpe og selge aksjer.

**Aksjemeglerens** oppgave er å forhandle frem prisen mellom kjøper og selger, slik at en handel kan finne sted.

### 3.3 Kjøper og selger

Kjøpere og selgere av aksjer kalles **investorer** eller **tradere**, avhengig av hvilket motiv og tidsperspektiv de har bak handelen.

### 3.4 Børsen

Børsen er den fysiske markedsplassen hvor all handel (kjøp/salg) av børsnoterte aksjer skjer. All handel skjer her gjennom en aksjemegler som er godkjent av børsen som mellommann.

Dagens børser er elektroniske, og handelen skjer over internett. Tidligere var børsen utelukkende en fysisk markedsplass hvor kjøpere og selgere var representert gjennom meglere som var til stede i børslokalet. Slik er det ikke lenger, med noen få unntak på verdensbasis.

Ordet børs antas å stamme fra Brugge i Belgia, hvor det var en markedsplass som het De Buers, i følge det Store Norske Leksikon.

Børsens formål er å føre sammen de som ønsker å handle verdipapirer, f.eks. aksjer. Dette gjør de ved å finne kjøpere som er interesserte i å kjøpe til en pris selgere vil selge for, og selgere som er interesserte i å selge til en pris kjøpere vil betale.

### 3.5 Verdipapirsentralen

Når en aksjemegler kjøper eller selger en børsnotert aksje på vegne av en norsk klient blir transaksjonen, det vil si kjøpet og salget, registrert elektronisk i Verdipapirsentralen på partenes VPS-konto.

For å kunne handle aksjer på børsen må du ha en VPS-konto. VPS er en forkortelse for Verdipapirsentralen. Dette slipper du å ordne selv. Din aksjemegler oppretter denne kontoen for deg og bokfører alle dine transaksjoner på din VPS-konto som til enhver tid viser hvilke aksjer du eier.

### 3.6 Noterte og unoterte aksjer

Aksjemarkedet kan deles opp i to hovedmarkeder:

- **Noterte aksjer** - Aksjer som omsettes på en bestemt børs, f.eks. Oslo Børs.
- **Unoterte aksjer** - Aksjer som ikke kan omsettes på en børs. Listen for de unoterte selskapene kalles OTC-listen i Norge.

Siden de unoterte aksjene ikke er underlagt de samme reglene som de noterte, samtidig som de ikke kan omsettes via børsen er vårt råd til "*ferskinger*" i aksjemarkedet:

**- Hold deg borte fra de unoterte aksjene til du vet hvilken risiko du tar og vet hvordan du skal komme deg ut av aksjen igjen.**

### 3.7 Det norske aksjemarkedet

Mange tror at alle aksjeselskaper kan søke om å bli notert ved Oslo Børs. Dette stemmer ikke.

I Norge er det kun allmennaksjeselskaper (ASA) som kan søke om å bli notert på Oslo Børs. Kun noen få av Norges selskaper er registrert her. For å bli tatt opp på børsen, det vil si børsnotert, må selskapet søke om notert. Hvis selskapet oppfyller alle kravene som Oslo Børs setter blir selskapet børsnotert. Kravene gjelder blant annet antall eiere (spredning), antall aksjer, markedsverdi og historie. For å være notert stiller Børsen blant annet strenge krav om behandling av konfidensiell informasjon (for å unngå børsmanipulering og inside handel).

Oslo Børs er i dag en elektronisk markeds plass hvor all handel skjer gjennom datanettverk. Handelen starter klokken 09.00 og avsluttes klokken 16.30 lokal tid (CET) alle hverdager.

### 3.8 Det internasjonale aksjemarkedet

Det internasjonale aksjemarkedet kan i likhet med det norske aksjemarkedet deles opp i markedet for noterte og unoterte aksjer.

Noen av de mest kjente internasjonale aksjemarkedene (børsene) er:

#### 3.8.1 USA - New York Stock Exchange (NYSE)

**New York Stock Exchange (NYSE)** er verdens største aksjemarked, beliggende på Wall Street i New York. Børsen viser også indekser for bransjer og markeder. De mest kjente er **Dow Jones** og **S&P 500**.

#### 3.8.2 USA - NASDAQ

**NASDAQ** (forkortelse for **National Association of Securities Dealers Automated Quotations**) er et amerikansk aksjemarked som eies og drives nå av NASDAQ OMX Group.

NASDAQ er det nest største aksjemarkedet i USA og verden. NASDAQ er et 100% elektronisk marked. NASDAQ kjennetegnes før øvrig av at børsen har spesialisert seg på IT- og Internett aksjer.



### 3.8.3 Storbritania - London Stock Exchange (LSE)

**London Stock Exchange (LSE)** er aksjebørsen for Storbritannia. Børsen ble opprettet i 1801 og er en av verdens største aksjebørser, med hovedsete i London.

### 3.8.4 Tyskland - Frankfurt-børsen

**Frankfurt-børsen** (*Frankfurter Wertpapierbörse*) er den største børsen i Tyskland og dermed også en av de største børsene i verden (målt i omsetning). Børsen har sete i Frankfurt og aksjeindeksen deres heter **DAX**.

### 3.8.5 Sveits - SIX Swiss Exchange AG

**SIX Swiss Exchange AG** (tidligere **SWX Swiss Exchange**) er Sveits primære børs, med base i Zürich. SIX Swiss Exchange driver bl.a. et jointventure med Deutsche Börse "Eurex", som er verdens største derivatbørs.

Børsens primære aksjeindeks er **Swiss Market Index (SMI)**. Indeksen består av de 20 største selskapene på SIX Swiss Exchange.

### 3.8.6 Russland - Moscow Exchange MICEX-RTS

"**Moscow Exchange MICEX-RTS** er Russlands største børs. Børsen ble offisielt etablert 19 desember 2011 som et resultat av sammenslåingen av Moskvas to største børser - Moscow Interbank Currency Exchange (MICEX) og Russian Trading System (RTS). Hovedkontoret ligger i Moskva og her handles det verdipapirer, aksjer, obligasjoner, derivater og valuta.

### 3.8.7 Spania - Bolsas y Mercados Españoles (BME)

**Bolsas y Mercados Españoles (BME)** er Spanias eneste børs, og har vært i drift siden 14 juli 2006. Aksjeindeksen deres heter IBEX 35 og består av de 35 største aktørene på den spanske børsen.

### 3.8.8 Latin-Amerika - BM&FBOVESPA

**BM&FBOVESPA** er en forkortelse for **Bolsa de Valores, Mercadorias & Futuros de São Paulo**). Dette er Latin-Amerikas største børs, med hovedsete i São Paulo i Brasil. BM&FBOVESPA har kontorer i New York, Shanghai og London.

### 3.8.9 Mexico - Bolsa Mexicana de Valores (BMV)

**Bolsa Mexicana de Valores (BMV)** er Mexicos børs. Det er den nest største børsen i Latin-Amerika etter Brasils BM&F Bovespa.

### **3.8.10 Kina - Shanghai Stock Exchange (SSE)**

**Shanghai Stock Exchange (SSE)** er den er den største børsen i Kina, og den femte største i verden.

### **3.8.11 Kina - Shenzhen Stock Exchange (SZSE)**

**Shenzhen Stock Exchange (SZSE)** er en nest største børsen i Kina, etter Shanghai Stock Exchange. Børsen ligger i byen Shenzhen, og er den 13 største børsen i verden - målt i markedsverdi. Mange av selskapene på denne børsen er datterselskaper til statseide selskaper.

### **3.8.12 Kina - Hong Kong Stock Exchange (HKEX)**

**Hong Kong Stock Exchange (HKEX)** ble grunnlagt i 1891 og er den offisielle børsen i Hong Kong. Børsen er den tredje største i Asia, etter Tokyobørsen og Shanghaibørsen, og eies av *Hong Kong Exchanges and Clearing*.

### **3.8.13 Japan - Tokyo Stock Exchange**

**Tokyo Stock Exchange** er Japans fondsbørs grunnlagt i 1878 som eies av Tokyo Stock Exchange Group. Tokyo Stock Exchange er verdens nest største børs, etter New York Stock Exchange. Tokyo Stock Exchange sine tre aksjeindekser er **Nikkei 225**, **TOPIX** og **J30**.

### **3.8.14 Sør-Korea - Korea Stock Exchange**

**Korea Stock Exchange** er børsen for handel av aksjer og obligasjoner i Sør-Korea. Børsen omfatter over 1500 selskaper verd over 1 billion US dollar.

### **3.8.15 Singapore - Singapore Exchange (SGX)**

Singapore Exchange (SGX) er børsen for handel av aksjer i Singapore, og et resultat av sammenslåingen av børsen i Singapore og Singapore International Monetary Exchange.

### **3.8.16 Taiwan - Taiwan Stock Exchange Corporation (TSEC)**

**Taiwan Stock Exchange Corporation (TSEC)** er Taiwan sin børs, lokalisert i Taipei 101, TSEC ble etablert i 1961 og reguleres av den taiwanesiske Financial Supervisory Commission.

### 3.8.17 India - Bombay Stock Exchange (BSE)

**Bombay Stock Exchange (BSE)** (tidligere *Stock Exchange, Bombay*) er en børs lokalisert i Mumbai i India. BSE er Asias eldste børs og er den børsen i verden med flest børsnoterte selskaper. Deres aksjeindeks heter **BSE SENSEX**, også kaldet "**BSE 30**".

### 3.8.18 India - National Stock Exchange (NSE)

**National Stock Exchange (NSE)** er sammen med Bombay Stock Exchange de to største børsene i India. I likhet med BSE ligger også denne børsen i Mumbai. NSE's hovedindeks er **S&P CNX Nifty**, også kjent som **NSE NIFTY** (National Stock Exchange Fifty). Aksjeindeksen består av de 50 største selskapene, vektet etter markedsverdi.

### 3.8.19 Sør-Afrika - JSE Limited

**JSE Limited** (tidligere *JSE Securities Exchange* og *Johannesburg Stock Exchange*) er børsen i Syd-Afrika, og Afrikas største børs. Børsens hovedkontor ligger i Johannesburg.

### 3.8.20 Australia - Australian Securities Exchange (ASX)

**Australian Securities Exchange (ASX)** er den største børsen i Australia med hovedsæde i Sydney. ASX fungerer som en aktør, betaling tilrettelegger, og oppgjørssentral.

Deres største aksjeindeks er **S&P/ASX 200**, en indeks med de 200 største aksjene på ASX-listen. Andre aksjeindekser de har er **S&P/ASX 100** og **S&P/ASX 50**.

## 3.9 Bullmarked og bearmarked

Er du en [investor](#) vil du høre hele tiden om at vi har et bullmarked eller bearmarked, men hva betyr egentlig disse to begrepene?

### 3.9.1 En angivelse av den langsiktig markedstrenden

Begrepene bullmarked og bearmarked er en angivelse av den langsiktige markedstrenden i [aksjemarkedet](#).

1. **Bullmarked** - den langsiktige markedstrenden peker oppover (aksjeindeksen øker).
2. **Bearmarked** - den langsiktige markedstrenden peker nedover (aksjeindeksen synker).

For at vi skal kunne snakke om et bullmarked eller bearmarked må aksjeindeksen stige eller synke med 20% i løpet av en kort periode.

1. **Bullmarked** - aksjeindeksen har steget med 20% i løpet av en kort periode.
2. **Bearmarked** - aksjeindeksen har sunket med 20% i løpet av en kort periode.

Om vi går mot et bull- eller bearmarkedet avgjøres av aksjeindeksen. Et uttrykk for den gjennomsnittlige utviklingen til alle aksjene på den aktuelle børsen.

### 3.9.2 Bullmarked

Når det er gode økonomiske tider og aksjekursene stiger med mer enn 20% i løpet av en kort periode har vi et **bullmarked**.

Et bull-marked kjennetegnes av at det hersker en bred optimisme og tillit til markedet. Positive nyheter driver markedet oppover, mens negative nyheter har en tendens til å bli oversett. Investorene er villig til å ta en større risiko enn de er villig til i et bearmarked.

Begrepet bullmarked er ikke bare knyttet til aksjemarkedet, men også til alle andre finansmarkeder (opsjoner, obligasjoner, valutaer, råvarer osv). I et bullmarked ser alle økonomiske parametre fantastiske ut. BNP, antall jobber, aksjekursen og alt annet bare stiger og stiger.

Aksjevinnerne (de aksjene som stiger mest) i et bullmarked er [momentum](#) aksjene, mens verdiaksjer er taperne (de som stiger minst). Bullmarkedet kjennetegnes av overvurderte og overprisede aksjer, da investorene er svært optimistiske og tror at aksjen alltid vil gå opp (som crypto...).

Når et bull-marked opphører, skyldes dette normalt konkrete negative nyheter, f.eks.:

- **dårlige resultater blant tungvektene i aksjeindeksen**
- **svake økonomiske nøkkeltall**
- **skift i opinionen**

### 3.9.3 Bearmarked

Et **bearmarked** er det motsatte av et bullmarked og kjennetegnes av dårlige økonomiske tider hvor aksjekursene faller. Investorene er nå blitt "*bearish*". Det vil si svært pessimistiske, da de frykter at aksjene vil gå ned og ned.

Bearmarkedet oppstår når [konjunktoren](#) har nådd toppen, og markedet snur fra å være bullish til å bli bearish. Hvor lenge et bearmarked varer vil variere, men det er vanlig at de strekker seg over to måneder eller mer.

I løpet av perioden med fallende kurser og pessimistiske investorer kan vi ha kortere perioder med stigende kurser. Disse korte periodene kalles for korreksjoner i et bullmarked, mens vi kaller dem for **bull trap** i et bearmarked.

I et bearmarked som kjennetegnes av svak eller negativ vekst vil de sykliske aksjene gjøre det svakt, da de i stor grad følger den generelle økonomiske utviklingen.

Defensive aksjer med lav beta vil derimot ofte gjøre det relativt bedre. Noe som gjør at mange investorer venter seg opp i de defensive aksjene og ned i sykliske aksjer når den økonomiske konjunktoren nærmer seg toppen.

En måte å forholde seg til bearmarked på kan være å korte verdipapirer.

### **3.9.4 Bullmarked og bearmarked går i bølger (sykluser)**

Etter en periode med et bullmarked går vi alltid over til en periode med et bearmarked, før trenden så igjen snur til et bullmarked. Optimismen som bullmarkedet skaper resulterer til slutt i at økonomien og aksjekursene blir overopphetet, noe som kommer til uttrykk i form av skyhøye [P/E verdier](#) i hele markedet eller sektorer.

I et bullmarked vil vi oppleve korreksjoner, dvs. at aksjekursen faller med rundt 10%, før trenden igjen går oppover, men når vi opplever et fall på aksjeindeksen på 20% eller mer snakker vi ikke om en korreksjon men om et bearmarked.

Ingenting går opp til evig tid. Før eller senere vil aksjekursen igjen begynne å synke til den når et bunnivå. På samme måte som ingenting går opp til evig tid, vil ingenting bli gratis til slutt. Alt har en substans verdi og aksjekursen går sjelden under den.

## **3.10 Aksjeindeks**

En **aksjeindeks** er:

- **En indeks for å måle utviklingen av et utvalgt antall aksjer over tid**

En aksjeindeks består av et sett med utvalgte aksjer som brukes som en indikator for børsens utviklingen over tid. Normalt er dette et fast antall av de største selskapene innen en bestemt børs eller sektor.

### **3.10.1 Hvilken oppgave har en aksjeindeks?**

**Oppgaven** til en aksjeindeks er:

- **å fungere som en "benchmark" for utviklingen av markedsverdien til de største selskapene på en børs på et gitt tidspunkt.**

En aksjeindeks gir oss et "*snapshot*" bilde av markedsutviklingen på et gitt tidspunkt. Dette ved at indeksen reflektere endringene i markedsoppfatningen og aktivitetsnivået indeksen gjelder for. En aksjeindeks er med andre ord:

- **en indikator for den generelle økonomiske utviklingen i et marked.**

### **3.10.2 Hva betyr det at en aksjeindeks stiger eller synker?**

Vi hører på nyhetene daglig at hovedindeksen på Oslo Børs, Dow Jones eller Nasdaq har gått opp med X,XX %, men hva betyr dette egentlig?

Når en aksjeindeks stiger betyr dette at den sammenlagte verdien av alle selskapene som inngår i indeksen har økt. Motsatt har den samlede verdien av alle selskapene i indeksen blitt redusert hvis aksjeindeksen synker.

### **3.10.3 Hva skyldes det at en aksjeindeks stiger eller synker?**

Det finnes ingen fasitsvar for hvorfor en aksjeindeks stiger eller synker, da det alltid vil finnes en mengde årsaker til at en aksjeindeks stiger eller faller.

Et fall i aksjeindeksen kan f.eks. skyldes alt fra globale eller nasjonale nedgangstider til dårlige resultater i flere av selskapene som inngår i indeksen. På samme måte er det mange forskjellige faktorer som styrer en oppgang i en aksjeindeks.

### **3.10.4 Praktisk bruk av aksjeindekser**

Den primære funksjonen til en aksjeindeks er at den forteller oss noe om markedets generelle tilstand (om markedet går opp eller ned) på en nøyaktig og enkel måte. Bare ved å følge med på hvordan indeksen utvikler seg får vi vite mye om markedets trend og utvikling. Indeksene gjør det enkelt for oss å vurdere våre egne aksjeinvesteringer opp mot et snitt av de ulike aksjemarkedene.

I tillegg bruker vi aksjeindeksene til å avgjøre om vi selv eller forvalteren gjør en god eller dårlig jobb. Slår vi eller forvalteren aksjeindeksen vi bruker som referanse gjør vi eller forvalteren en god jobb, mens de gjør en dårlig jobb hvis aksjeindeksen slår avkastningen vår. Målet er selvfølgelig alltid å prøve å slå aksjeindeksen vi bruker som referanse.

Ved å kjøpe indeks-CFD kan vi dessuten få en eksponering mot hele aksjemarkedet eller en bestemt sektor som indeksen representerer istedenfor mot enkeltaksjer. Noe som gjør at vi ikke trenger å utføre grundige analyser på hvert enkelt selskap forut aksjeinvesteringen. Dette fordi vi ikke blir avhengig av utviklingen til et enkelt selskap, men hele markedet eller sektoren.

Aksjeindekser er dessuten mindre utsatt for svingninger enn enkeltaksjer, da kursbevegelsene til indeksene er mye jevnere enn hva tilfellet er med enkeltaksjer.

### 3.10.5 Hvordan handle en aksjeindeks?

Siden en aksjeindeks ikke er et selvstendige produkt kan du ikke handle dem direkte, da du ikke kan kjøpe eller selge en andel av en indeks. I stedet må du handle indeksen gjennom derivater, for eksempel CFD-er, futures eller opsjoner.

Aksjeindekser er idag den mest populære formen for CFD-handel. Årsaken til dette skyldes at en bred sammensatt indeks eliminerer den såkalte selskapsspesifikk risikoen, slik at du bare blir sittende igjen med det vi kaller systematisk risiko.

For deg som investor og trader gir CFD-indekshandel en rekke fordeler. Den største fordel er kanskje at du kan handle de ulike indeksene uten å faktisk eie de underliggende verdipapirene (aksjer, råvarer, metaller osv.). I stedet kan du bare trade på at kursen enten vil stige eller synke uten å måtte gjøre noe annet enn å kjøpe eller selge. Mellomlegget blir du sittende igjen med i form av gevinst eller tap på din CFD-konto (marginkonto).

Siden du ikke fysisk eier indeksen du investerer i blir også kostnadene langt lavere enn andre sammenlignbare måter å handle på. Ønsker du å starte med handel med indekser er det viktig å velge en megler som har de aksjeindeksen du er ute etter, samtidig som de har konkurransedyktige priser.

### 3.10.6 Daytrading i aksjeindekser

Mange daytradere likere å kjøpe og selge index-CFDer siden aksjeindeksene er mer stabile og forutsigbare enn individuelle aksjer. At du i tillegg får en mye høyere giring når du handler indeks-CFD'er fremfor enkelt-aksjer gjør denne type handel populært blant daytradere, da du kan oppnå svært høy eksponering mot et aksjemarked, med en relativt lav andel egenkapital.

### 3.10.7 Indekseringprinsipper

For å forstå hvordan en aksjeindeks fungerer og hvilken verdi denne aksjeindeksen har for deg må vi starte med å se på hvordan en indeks fundamentalt sett fungerer, og hvilke indekseringprinsipper de bruker for å vekte de ulike selskapene i indeksen.

Vi skiller i denne sammenheng mellom:

#### 3.10.7.1 Markedsverdivektet indeks/kapitalvektet indeks

Hvis en aksjeindeks benytter **markedsverdivektet** indeks betyr dette at indeksen beregnes ved å multiplisere antall aksjer selskapene i indeksen har med aksjeprisen (markedsverdien). Dette er idag det vanligste indekseringprinsippet.

### **3.10.7.2 Likevektede (equally weighted) indekser**

**Likevektede** indekser betyr at alle aksjene i indeksen vektlegges likt. Det vil i praksis si at de små selskapene vektlegges like mye som de store selskapene. Dette gir oss et indeks tall som er vesentlig forskjellig enn hvis markedsverdivektet indeks hadde vært benyttet.

De mest kjente likevektsindekser er antagelig S&P 500 – EWI og Russel 1000 – EWI.

Likevektede indekser er bl.a. bedre egnet til å fange opp endringer i mindre kapitalvektede selskaper og har lavere volatilitet (svingninger) ved at de store selskaper ikke styrer indeksen. Slike indekser underpresterer når store selskaper har bedre resultater i forhold til de mindre og motsatt.

### **3.10.7.3 Fundamentalt vektete indekser**

I motsetning til tradisjonelle indekser som veker indeksen proporsjonalt med markeds kapitaliseringen, veker fundamentale indekser aksjene i forhold til deres fundamentale økonomiske faktorer.

Disse indeksene er hensiktsmessige når vi ikke kan stole på at markedsprisene representerer selskapenes underliggende verdier. Det vil si når markedene er ikke-effisiente.

Fundamentale indekser veker aksjer etter måltall som bokført verdi, kontantstrømmer, dividender, salg og andre bedriftsøkonomiske måltall. Dette indekseringsprinsippet er imidlertid lite brukt på grunn av modellenes kompleksitet og analysenes omfang.

### **3.10.7.4 Bruk av indeksene**

Siden indeksene bruker ulike indekseringsprinsipper må vi først sjekke hvilke prinsipper aksjeindeksen bygger på og hvilke krav selskapene i indeksen må oppfylle før vi kan bruke denne aksjeindeksen som en del av vårt beslutningsgrunnlag. F.eks. vektlegger noen indekser alle aksjene i indeksen likt, mens andre veker de største selskapene høyere.

## **3.10.8 Hvilke aksjeindekser finnes?**

Som allerede antydnet finnes det en mengde aksjeindekser. Uten at jeg har sjekket det påstås det at det idag finnes 70 ganger flere indekser enn aksjer i verden. De fleste av dem kan kjøpes som indeksfond (såkalte "*Exchange Traded Funds*" (ETF)).

Det store mangfoldet av aksjeindekser kan grupperes etter:

- **Norske aksjeindekser**
- **Internasjonale aksjeindekser**
- **Globale indekser**
- **Bransje og sektor indekser**



### 3.10.8.1 Norske aksjeindekser

Når man snakker om utviklingen til Oslo Børs snakker vi som regel om **OSEBX** som er hovedindeksen til Oslo Børs. Dette er imidlertid bare en av ni aksjeindekser som finnes på Oslo Børs. De største indeksene er:

- **OBX** – indeksen består av de 25 mest omsatte aksjene notert på Oslo Børs. OBX-indeksen er handlebar, det vil si at du kan kjøpe og selge børsnoterte futures og opsjoner på indeksen. Sagt på en annen måte kan du få samme eksponering ved å kjøpe et indeksprodukt som om du kjøper alle aksjene (vektet) som inngår i indeksen. Rangeringen baseres på en seks måneders omsetningsperiode. Indeksen justeres hver tredje fredag i juni og desember.
- **OSEBX** – OSEBX er en sammenveing av de 50-70 mest omsatte aksjene som er notert på Oslo Børs. Denne indeksen er dermed en svært bred indeks som inneholder et representativt utvalg av alle noterte aksjer på Oslo Børs. OSEBX revideres på halvårlig og endringene implementeres 1. desember og 1. juni.

### 3.10.8.2 Internasjonale aksjeindekser

De internasjonale aksjeindeksene viser utviklingen til aksjemarkedet i et bestemt land og gjenspeiler investorenes forventninger til aksjene som er notert på dette markedet. De mest kjente aksjeindeksene utenfor Norges er antagelig:

**USA:**

- **Dow Jones Industrial Average (DJIA)** – de 30 største selskapene på New York Stock Exchange og NASDAQ. Dette er den eldste eksisterende indeksen. Av de originale 12 aksjene som var inkludert i indeksen fra 1896 finnes fortsatt en aksje der. Det er General Electric (GE). Indeksen inneholder ikke lengre kun industrielle aksjer, men alle typer virksomheter. For å kompensere for markedseffekter er indeksen i dag et vektet gjennomsnitt av aksjeprisene, ikke et direkte gjennomsnitt. DJIA er den amerikanske aksjeindeksen som oftest siteres når man taler om amerikanske aksjer.
- **S&P 500 (Standard & Poors 500)** – **500 store amerikanske selskapene**. Indeksen ble opprettet i 1957, og aksjene utvelges av en komité, som representerer et bredt utsnitt av alle amerikanske industrier. Indeksen består derfor ikke bare av de 500 største selskapene i USA.
- **Nasdaq Composite** – er en aksjeindeks for alle aksjer og verdipapirer listet på NASDAQ. Indeksen består av over 3,000 komponenter. Indeksen brukes som en indikator på utviklingen til teknologiselskaper og vekstselskaper i USA. Ettersom også utenlandske selskaper er listet på NASDAQ er ikke indeksen bare en amerikansk indeks.
- **NASDAQ-100** – en aksjeindeks som inkluderer de 100 største innenlandske og internasjonale, ikke-finans selskaper listet på NASDAQ. Indeksen er en modifisert market value-weighted index; hvor indeksvekten er basert på selskapenes markedskapitalisering. Indeksen omfatter ikke finansselskaper, men inkluderer også selskaper utenfor USA; til forskjell fra S&P 500 og Dow Jones Industrial Average.

## EUROPA:

- **FTSE 100** – de 100 største britiske selskapene på **London Stock Exchange (LSE)**. Selskapene på FTSE 100 representerer omkring 80 prosent av markedsverdien på børsen.
- **OMXS** – aksjeindeks for utviklingen på **Stockholmsbørsens** A- og O-liste (tidligere benevnt som SAX-indeks). Indeksen innbefatter samtlige aksjer notert på den nordiske børsen i Stockholm. Indeksen revideres to ganger per år.
- **CAC 40** – de 40 mest verdifulle selskapene, målt i markedsverdi på Euronext Paris (tidligere Parisbørsen).
- **DAX** – 30 store tyske selskaper notert på **Frankfurt-børsen**.
- **Swiss Market Index (SMI)** – de 20 største selskapene på SIX Swiss Exchange.
- **IBEX 35** – de 35 største selskapene på den **spanske børsen**.
- **RTS** – en aksjeindeks for den russiske børsen.

## ASIA:

- **Nikkei 225** – aksjeindeksen til Tokyo Stock Exchange (TSE) i Japan.
- **S&P/ASX 200** – aksjeindeks for de 200 største selskapene notert ved Australian Securities Exchange (ASX). Indeksen er dermed hovedindeksen for Australia. I tillegg har de indeksene **S&P/ASX 100** og **S&P/ASX 50** som viser aksjekurs utviklingen til henholdsvis de 100 og 50 største selskapene ved ASX-børsen.
- **BSE 30** – aksjeindeks for de 30 største selskapene målt i markedsverdi notert ved Bombay Stock Exchange (BSE) i India. Aksjeindeksen omtales også som **BSE SENSEX**.
- **NSE NIFTY** – de 50 største selskapene, vektet etter markedsverdi ved National Stock Exchange (NSE) – en av to store børser i India. Aksjeindeksen omtales også **S&P CNX Nifty**.

### 3.10.8.3 Globale indekser

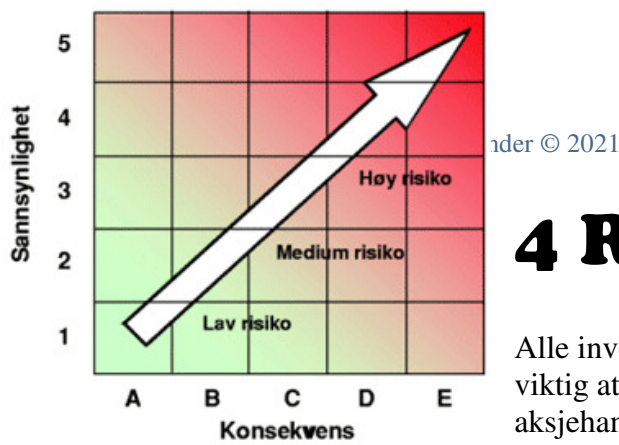
Den mest fulgte indeksen er Morgan Stanley's MSCI World som består av over 1600 selskaper i 23 land (**MSCI World-indeks**). Indeksen er kapitalvektet ut fra selskapenes størrelse og ble etablert i 1969. Indeksen brukes ofte som en referanse for globale aksjefond.

### 3.10.8.4 Bransje og sektor indekser

Dette er mer spesialiserte indekser som er beregnet på å replikere utviklingen til bestemte sektorer eller bransjer. Morgan Stanley Biotech Index replikerer for eksempel 36 bioteknologiselskaper fra USA.

## 3.10.9 Hvor ofte oppdateres indeksene?

Hvor ofte aksjeindeksene oppdateres varierer fra indeks til indeks, men de fleste av de større indeksene oppdateres hvert halvår.



## 4 Risiko

Alle investeringer i verdipapirer er forbundet med risiko. Det er derfor viktig at du vet hva risiko er og hvor stor risiko du er villig til å ta i dine aksjehandler.

### 4.1 Hva er risiko?

**Risiko** er sannsynligheten for at en fremtidige hendelse skal oppstå, sett i forhold til konsekvensene hvis denne hendelsen skulle oppstå. Selve begrepet [risiko](#) kan defineres som:

**- Variasjonen eller svingningene (volatiliteten) i avkastning i forhold til forventet avkastning, og sannsynligheten for det og de konsekvensene det måtte medføre (tap/gevinst).**

Er sannsynligheten av at noe skal skje, f.eks. at et selskap skal gå konkurs vil konsekvensene av dette være at du mister hele din aksjeinvestering. Risikoen må da anses som svært høy.

For å beregne risikoen av noe må vi se på både **sannsynligheten** (for at det skal skje) og **konsekvensen** (hvis det skjer). I en generell risikoanalyse brukes gjerne dette uttrykket for å illustrere risiko:

**Risiko = Sannsynlighet x Konsekvens**

Risiko er et uttrykk for usikkerhet omkring et resultat.

For eksempel, det er en viss risiko forbundet med å fly. Risikoen består i at flyet kan styret, og det vil kunne medføre dødelige konsekvenser. Sannsynligheten er svært liten, men konsekvensen er desto høyere.

Det er også risiko med å tippe lotto, da vi kan tape hele innskuddet, men tapet er lavt så lenge innskuddet er lavt. Sannsynligheten for å tape i lotte er svært høy, men konsekvensen er liten. I kontrast til en flyulykke som har liten sannsynligheten, men konsekvensen er stor. For begge tilfelle kan det sies at risiko er liten.

Som vi ser, betyr ikke svært uheldig konsekvens nødvendigvis høy risiko så lenge sannsynligheten er liten. Om en jumbo-jet styrter i bakken, kan flere hunder menneskelig gå tapt og konsekvensene blir ufattelige. Men sannsynligheten er svært små og dermed blir også risikoen liten. Tilsvarende med lotto er det overveiende sannsynlig å tape penger, men konsekvensen er liten så lenge innskuddet er lavt, og dermed forblir risikoen også lav.

I aksjemarkedet er det også risiko, og den er forbundet med at investeringen ikke gir den tenkte avkastning eller at vi taper penger. Men risiko kan også være «faren» for å få en større avkastning enn forventet. For det er nemlig her stikkordet ligger; **Forventning**. Vi

skal ikke ta deg med inn i et dypdykk i statistikken, men **forventning og standardavvik** er to statistiske begrep du bør ha en viss forståelse av. Så en liten dypp med tærene har du bare godt av.

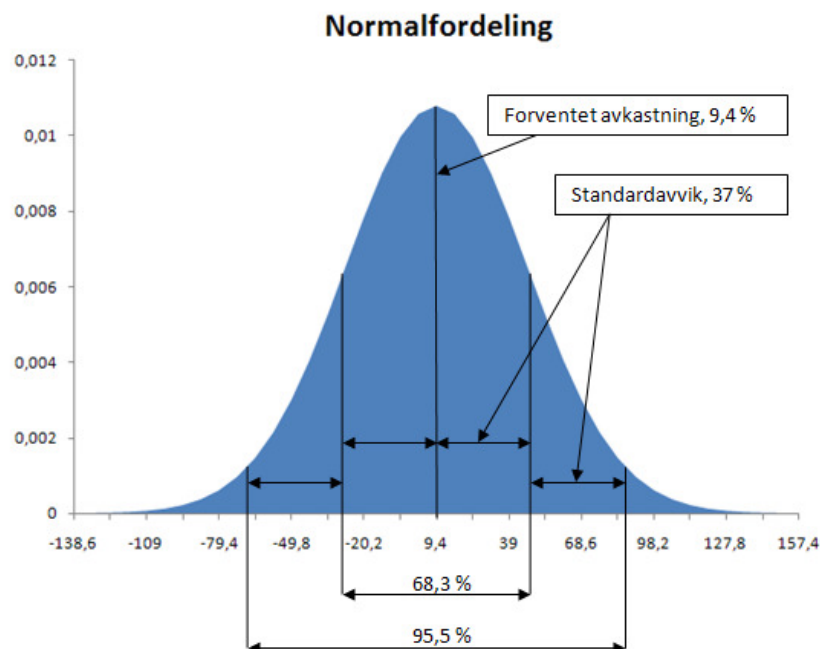
## 4.2 Forventninger

Forventningene er i aksjesammenheng ensbetydende med forventet avkastning på aksjeinvesteringen. I mangel på bedre informasjon, vil ofte den historiske langsiktige avkastningen benyttes for å komme frem til hvilke avkastning du kan forvente deg i fremtiden.

**For perioden 1996-2009 var den gjennomsnittlige årlige avkastningen for hovedindeksen 9,4 %. Om dette er det korrekte tallet er heller uvesentlig. Men vil dette si at du kan forvente deg en avkastning på 9,4 % hvert år fremover? Definitivt ikke.** Det er her [standardavviket](#) kommer inn.

## 4.3 Standardavvik

Mange nybegynnere i aksjemarkedet har urealistiske forventninger til avkastning, da de ikke har tatt standardavviket med i betraktningen. For den aktuelle perioden har standardavviket vært på 37 %. Så hva forteller dette deg? Jo det forteller deg at du kan forvente deg at den årlige avkastningen ligger innenfor området 9,4 % plussminus 37 % (Altså fra -27,6 % til +46,4 %). Dette er illustrert i grafen under.



**Standardavviket sier altså noe om hvor mye avkastningen varierer i forhold til den forventede avkastningen og sannsynlighetsområdet.**

I finans er standardavviket vanlig å bruke for å måle risiko. Standardavviket inneholder informasjon både om konsekvens (hvor store svigninger) og sannsynligheten for disse, og passer dermed inn i den mer generelle definisjonen hvor risiko betegnes som produktet av sannsynlighet og konsekvens.

Det er ikke dermed sagt at du kan tape maksimalt 27,6 % et år. Nei, langt derifra. En benytter gjerne en *normalfordelt* modell som illustrert til grafen over, når en snakker om forventet avkastning og denne modellen sier at det er en sannsynlighet på 68,3 % for at avkastningen vil ligge innenfor det nevnte området og en sannsynlighet på 95,5 % for at avkastningen vil ligge innenfor et område på 2 x standardavvik. (9,4 % pluss/minus 74 %).

Med andre ord vil neste års avkastning med stor sannsynlig ikke være i nærheten av 9,4 % til det er de årlige variasjonene altfor store. Normalfordelingen kan også fortelle deg f. eks at det er 15,9 % sannsynlighet for at avkastningen et år er lavere enn minus 27,6 % (konsekvens).

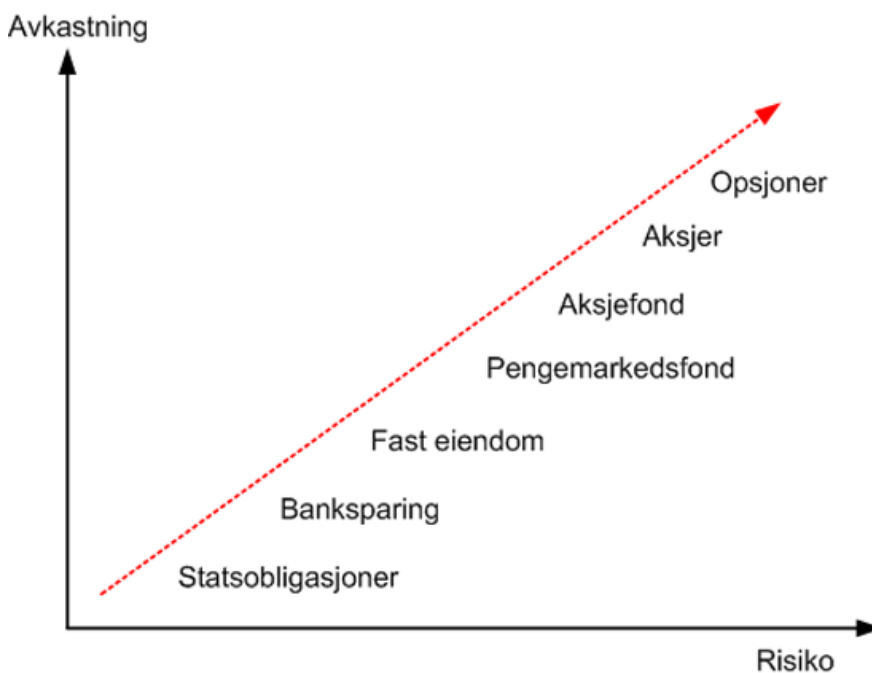
## 4.4 Ulike verdipapirer gir ulik risiko profil

Alle former for investeringer er forbundet med en risiko. Hvor stor risiko er avhengig av hvilke type verdipapir du investerer i.

Historisk sett har statsobligasjoner og bankinnskudd i norske banker vært ansett som den sikreste spareformen, da risikoen for å tape pengene er nærmest null.

I den andre enden av skalaen befinner opsjonsmarkedet seg, hvor det er ekstremt vanskelig å forutsi hvordan de underliggende verdiene vil utvikle seg. Deretter kommer investering i enkeltaksjer og aksjefond.

Risikoprofilen til de ulike verdipapirene kan prinsipielt fremstilles slik:



En tommelfingerregel i verdipapirmarkedet er:

### **- Jo høyere risiko, jo høyere avkastning.**

Tar du en stor risiko, for eksempel ved å kjøpe aksjer i et lite selskap som kanskje vil tjene penger en gang i fremtiden, men som like gjerne kan gå konkurs neste år, kan du generelt forvente høyere avkastning enn om du kjøpte en aksje i TeleNor. Du øker imidlertid samtidig risikoen for å tape alt.

Tar du mindre risiko, som man gjerne gjør ved å kjøpe aksjer i flere forskjellige selskaper og å kjøpe aksjer i store, veletablerte selskaper som tjener penger jevnt og trutt, minsker selvfølgelig sjansen for å tape penger.

Baksiden av medaljen er at lavere risiko også normalt sett gjør at sannsynligheten for å tjene de virkelig store pengene er lavere.

## **4.5 Risiko villighet**

Når det gjelder spørsmålet om hvilken risiko en investor er villig til å ta, kan vi skille mellom tre ulike typer investorer eller måter å forholde seg til risiko på:

- **Risikovillig** - Den risikovillige investoren velger det alternativet som har høyest risiko, gitt at forventet avkastning er det samme for begge alternativene.
- **Risikonøytral** - En risikonøytral investor er likegyldig til risikoen, gitt at forventet avkastning er lik for begge alternativene.
- **Risikoavers** - En risikoavers investor vil velge det alternativet med lavest risiko, gitt at forventet avkastning er den samme.

## **4.6 Foreta alltid en risikovurdering**

Dersom et selskap går konkurs blir aksjene helt verdiløse, og da taper man alt man har investert i dette selskapet. Man bør derfor tenke seg godt om før man plasserer penger man ikke har råd til å tape i aksjer.

For store, børsnoterte selskaper er sannsynligheten for at en konkurs skal skje over natten svært liten, men store nedturen kan skje også med selskaper mange har tro på.

Et eksempel fra Norge er de 25.000 småinvestorene som har brent seg kraftig på nedturen i solenergiselskapet Rec de siste årene. Her har aksjekursen sunket med over 98 prosent siden toppen ble nådd høsten 2007, så de som satset sparepengene på solskinn den gang har tapt nesten alt.

Når du skal vurdere risikoen du tar ved å investere i en aksje eller et annet verdipapir, er det mange typer risiko du må vurdere. For eksempler er markedsrisiko, kredittrisiko, renterisiko, bransjespesifikkrisiko, selskapsrisiko og juridisk risiko.

## 4.7 Risikostyring

For å vurdere risikoen til en aksje eller portefølje trenger vi et system og verktøy for risikostyring. En modell som kan brukes i denne sammenheng er modellen til James W. Kallmann og Romy Violette Maric (2001) som er en fem-steps prosess:

- **Program development:** Her skal risikostyringen settes i system og sette mål for risikostyringsarbeidet. Virksomhetens ressurser skal organiseres. Målet er her å komme frem til skriftlige retningslinjer for risikostyringen i virksomheten.
- **Risk analysis:** Steg to dreier seg om å identifisere, vurdere og evaluere virksomhetens risiko. Dette er felles for alle risikostyringsmodellene som finnes i litteraturen.
- **Solution analysis:** Etter at analysen av risikofaktorene er gjort vil neste steg være å prøve å sette seg inn i de ulike mulighetene en har til å håndtere risikoene. Det er her viktig å se hele risikoporteføljen og ikke hver enkelt risiko hver for seg.
- **The decision process:** Nest siste steg innebærer å ta en avgjørelse og samle ressurser for å understøtte den valgte avgjørelsen.
- **System administration:** Her skal risikostyringsarbeidet vurderes. En ønsker her å forstå om risikostyringen er effektiv og om den hjelper til med å nå virksomhetens fastsatte mål.

Når risikofaktorer for virksomheten er identifisert og vurdert, er håndteringen et naturlig steg i prosessen med å integrere helhetlig risikostyring.

Denne delen av prosessen består av følgende steg:

- **Å unngå:** Du må vurdere de ulike verdipapirene du er involvert i for å ta stilling til om de skal videreføre eller i ytterste konsekvens avvike for å unngå all risiko knyttet til aktiviteten.
- **Å redusere:** Tilpasse aktiviteten i markedet slik at sannsynlighet og konsekvens er i samsvar med risikoappetitt.
- **Å dele:** Overførsel av risiko til andre. Dette kan forekomme gjennom eksempelvis forsikringer for å redusere konsekvens av uforutsette hendelser.
- **Å akseptere:** Du velger i dette tilfelle å ikke sette i verk tiltak, da sannsynlighet og konsekvens er i samsvar med det som tolereres.

Når du skal håndtere de ulike risikoene, må du vurdere hvilke tiltak som har størst effekt på risikoen sannsynlighet og konsekvens. De ulike mulighetene må også vurderes opp



mot risikotoleransen din. Samtidig vil kostnadsaspektet med håndteringen spille en viktig rolle. Nyttens må vurderes opp mot kostnaden ved håndteringen.

Størst effekt får du hvis du kombinasjon av de ulike formene for håndtering. Du må derfor se på summen av all risiko, og ikke enkeltrisikoen hver for seg.

## 4.8 Systematisk- og usystematisk risiko (Risikoformer)

Når vi snakker om risiko i aksjemarkedet deler vi generelt inn i to typer risiko,

1. **usystematisk risiko** (også kalt selskapsrisiko )
2. **systematisk risiko** (også kalt markedsrisiko).

Vi kan dermed beregne risikoen knyttet til en aksje på følgende måte:

$$\text{Risiko} = \text{Selskapsrisiko} + \text{Markedsrisiko}$$

## 4.9 Systematisk risiko (Markedsrisiko)

**Markedsrisiko** eller **systematisk risiko**, er risiko som er felles for markedet som helhet. Normalt deles den inn i fire elementer:

- **Valuta**, f. eks i den globale økonomien i dag vil valutaendringer kunne påvirke store markeder. (f. eks hvis en har inntekter i \$ og utgifter i kroner)
- **Råvarepris** f. eks prisen på råvarer påvirker markeder i stor grad. I Norge har oljeprisen mye å si for hvordan aksjemarkedet utvikler seg.
- **Renter** f. eks forandring i rentenivået vil forandre prisen på penger og vil påvirke investeringer og lånekostnader
- **Aksjerisiko** den mer generelle risikoen for at det går dårlig i aksjemarkedet f. eks på grunn av generelt dårligere økonomiske tider

Markedsrisikoen vil du alltid ha i en aksjeportefølje og kan ikke diversifiseres bort slik som den selskaps-spesifikke risikoen. Du kan imidlertid forsikre deg mot diverse faktorer av markedsrisikoen gjennom f. eks derivater og opsjoner, noe som kalles **hedging** (Du har kanskje hørt om hedgefond?).

Markedsrisikoen oppstår gjerne ved høy volatilitet i markedet. Risiko kan f. eks oppstå ved en handelstransaksjon og kan ha stor innflytelse på virksomhetens økonomiske resultat og stilling. En endring i de underliggende markedsforholdene medfører på mange måter en hendelse.

Svingninger i f. eks vareprisene kan blant annet komme av substitutter og nye aktører i markedet. Substitutter er produkter som dekker det samme behovet, altså et erstatningsprodukt. Hvor stor innvirkning de har på markedet avgjøres i stor grad av både kvalitet og pris. Det at nye aktører slipper inn på markedet kan bidra til at tilbudet av en vare øker. Dette kan gi utslag i prisene og dermed redusere marginene for hele bransjen.



Dagens økende globalisering og kompleksitet har medført at enhver hendelse, enten politisk eller økonomisk, kan ha påvirkning på markedet. Ulike markeder reagerer forskjellig på hendelser som inntreffer. Et begrep som ofte benyttes for å beskrive hvordan et marked eller en indeks endrer seg er *volatilitet*.

**Volatilitet**, er nært knyttet til usikkerhet, og kan defineres som:

**- hvordan et marked eller indeks endres som følger av endring i markedet eller en annen indeks.**

Sosiale og politiske forhold vil alltid være faktorer som kan påvirke markedet i den forstand at virksomheter blir eksponert og utsatt for risiko. Sosiale forhold kan være endrede atferdsmønstre som påvirker markedets reaksjonsmønstre. Dette kan innebære endringer i både etterspørsel og konsum. Når etterspørselen etter en vare eller tjeneste endrer seg, vil prisen i markedet bli påvirket. Risiko som dreier seg om endringer i atferdsmønstre vil være vanskelig å gardere seg mot. Dette er en risiko vi velger å ikke fokusere så sterkt på, siden det bare vil være spekulasjoner om fremtiden.

Politiske forhold er også noe som vil påvirke markedet. Ofte vil f. eks. subsidier, konsesjoner, lovendringer, tilskudd etc. føre til at markedsforhold enten endrer seg positivt eller negativt. Dette er noe enhver virksomhet må ta stilling til når de skal planlegge fremtidig drift

## 4.10 Usystematisk risiko (Selskapsrisiko)

Selskaps-spesifikk eller usystematisk risiko som det også kalles er den risikoen som er spesiell for selskapet eller bransjen den er i. Selskapets aksjekurs svinger i takt med selskapets inntjening og aktiviteter. Endringer i faktorer som direkte eller indirekte påvirker selskapets evne til å tjene penger reflekteres raskt i aksjekursen. Ved å kjøpe aksjer fra flere forskjellige selskaper i forskjellige sektorer, vil man kunne redusere den usystematiske risikoen. Denne risikospredningen kalles **diversifisering**.

Det er mange faktorer som vil utgjøre en risiko for selskapet. Selskapsrisikoen kan grupperes i:

- **Forretningsspesifikk risiko**
- **Finansiell risiko**

### 4.10.1 Forretningsspesifikk risiko

Noen eksempler på **forretningsspesifikk** risiko er:

- **Nyheter i selskapet** f. eks ny ledelse, ny strategi, salg/kjøp av eiendeler, nytt produkt etc
- **Selskapets og produktenes stadi i livssyklusen**, f.eks. er risikoen langt større for et selskap og/eller produkt i introduksjons- og vekstfasen i forhold til selskaper og produkter som er kommet i en modningfase.

- **Omdømme**, får selskapet et dårlig rykte og omdømme vil dette kunne få katastrofale følger for salget og aksjekursen.
- **Uforutsett nedstegning** f. eks hvis en fabrikk eller en oljeplattform må ut av drift grunnet feil
- **Feilslått produkt** f. eks en medisin under utvikling som feiler
- **Konflikter i selskapet** f. eks streik, søksmål eller konflikter mellom eiere og andre stakeholders
- **Konkurrenter** f. eks ny konkurrent, forsvinnende konkurrent, ny konkurrerende produkter

## 4.10.2 Finansiell risiko

- **Kredittrisiko** kan defineres: ”Risiko for at motpart ikke oppfyller sine forpliktelser i henhold til avtale”. Kredittrisiko er knyttet til en virksomhets fordringer. Denne risikoen oppstår når kunden ikke kan gjøre opp sine forpliktelser overfor virksomheten som har utstedt fordringen. Kredittrisiko oppstår dersom en virksomhet gir kredittid på et salg.
- **Likviditetsrisiko** dreier seg om risiko for at virksomheten ikke er i stand til å innfri sine forpliktelser, samt finansiere ønsket vekst og utvikling. Balansestruktur, likviditeten i kapitalmarkedet og kredittverdigheten til virksomheten vil spille en rolle for hvor stor denne risikoen faktisk vil være. Kredittverdigheten til virksomheten vil bli basert på en rekke ulike faktorer. For å avgjøre denne risikoen kreves det at du gjennomfører en [likviditet/kontantstrøm](#) analyse.
- **Lønnsomhets risiko** dreier seg om virksomheten er istand til å nå sine lønnsomhetsmål med bruk av de planlagte ressursene. For å få et bilde av virksomhetens lønnsomhets risiko kreves at vi gjennomfører en [rentabilitet](#) og en [soliditet](#) analyse, basert på tilgjengelige offentlige regnskap, og en grundig gjennomgang av virksomhetens [finansiell struktur](#).

Ettersom det er selskapsrisikoen som gjør at aksjekursen til et selskap kan stupe en dag hvor resten av markedet stiger. Denne risikoen kan disverifiseres bort i en portefølje ved å ha stort nok utvalg av ulike selskaper.

## 4.11 Value at Risk

For å kunne måle risikoen har **Value at Risk (VaR)** blitt et godt og veletablert hjelpemiddel.

VaR er en statistisk teknikk som skal måle og kvantifisere risikoen til en virksomhet eller en portefølje. VaR prøver å summere all type risiko for virksomhetens portefølje i et eneste tall. Tallet som VaR representerer skal uttrykke hva en portefølje eller en virksomhet kan forvente i tap som følge av normale markedsbevegelser.

John C. Hull (2010) forklarer VaR verdien slik:

”We are X percent certain that we will not lose more than V dollars in time T”

Her uttrykker variabelen  $V$ , VaR-verdien til porteføljen og er en funksjon av både tid,  $T$ , og konfidensnivå,  $X$  prosent. Dette skal gi oss forventet tap, i verste fall, i løpet av tidsperioden  $T$  som vi er  $X$  prosent sikker på at ikke vil bli overgått (Hull, 2010).

For at VaR skal kunne gi et best mulig bilde av risikoeksponeringen er det nødvendig at alle de mest relevante risikofaktorene er identifisert. Modellen søker å svare på spørsmålet ”*Hvor ille kan situasjonen bli?*” (Hull, 2010). Dersom viktige markedsfaktorer utelates i modellen vil VaR verdien ikke være en representativ verdi for risikoen til virksomheten eller porteføljen.

For nærmere informasjon om risiko og konsekvensanalyse anbefaler vi at du leser [artikkelserien til eStudie.no om temaet](#).

## 5 Verdipapirhandel

### 5.1 Aksjer eller aksjefond - hva lønner seg?

Et av de første spørsmålene du må ta stilling til når du skal begynne å investere i aksjer er å bestemme deg for om du skal kjøpe deg inn i et [aksjefond](#) eller [enkeltaksjer](#). Det trenger det ikke å være noe enten eller. De fleste velger en kombinasjon, avhengig av hvilken risiko de er villig til å ta.

#### 5.1.1 Hva gir minst risiko?

**Aksjefond og indeksfond er idag de tryggeste formene for aksjeinvesteringer, mens shorting og kjøp av opsjoner og enkeltaksjer er de mest risikofylte formene for aksjeinvestering.**

Ut i fra en [risikovurdering](#), det vil si hvis målet er å ta en minst mulig risiko, lønner det seg å satse på indeksfond eller aksjefond fremfor opsjoner og enkeltaksjer. Noe som går frem av tabellen under som viser hvilken risiko og avkastning som er forbundet med de ulike verdipapirene som finnes.

Investeringsobjekt	Risiko	Avkastning
--------------------	--------	------------

Bankinnskudd	Null	Ingen
Obligasjoner	Lav	Lav
Valuta	Lav/medium	Lav/medium
Indeksfond	Medium	Medium
Aksjefond	Medium/høy	Medium/høy
Enkeltaksjer	Høy	Høy
Opsjoner	Ekstremt høyt	Ekstremt høyt
Shorting	Ekstremt høyt	Ekstremt høyt

Årsaken til at indeksfond og aksjefond gir en lavere risiko enn enkeltaksjer skyldes at du ikke investerer i en eller noen få enkeltaksjer, men en rekke enkeltaksjer. Gjerne i ulike markeder og sektorer eller i aksjer som gjenspeiler aksjeindeksen som brukes som referanseindeks.

### 5.1.2 Hva gir høyest avkastning?

Grunnen til at så mange allikevel velger å investere i enkelt aksjer skyldes at enkeltaksjer har potensialet til å gi en eventyrlig høyere avkastning enn ett indeks- og aksjefond. Investerer du i et aksjefond vil du aldri oppleve å få 50% avkastning eller en dobling av pengene dine i løpet av noen få måneder eller året, slik du enkelte ganger kan oppleve å gjøre hvis du investerer i spekulative enkeltaksjer. Spørsmålet om du skal velge å satse på aksjefond eller enkeltaksjer blir derfor et spørsmål om hvilken risiko du er villig til å ta. Som en mellomløsning velger mange å velge en kombinasjon av begge deler. Enten med hovedvekt i aksjefond hvis man ønsker å holde risikoen nede eller med overvekt i enkeltaksjer hvis man er mer av den risikovillige typen.

De som har forsket på investeringer i aksjefond og enkeltaksjer har kommet frem til at aksjefond generelt gir en lavere avkastning enn investering i enkeltaksjer, etter at vi har justert for omkostningene knyttet til deltakelsen i fondet.

På den andre siden må de som velger å investere i enkeltaksjer tåle å leve med en større usikkerhet og risiko enn dem som investerer i et aksjefond.

## 5.2 Hva bør du velge?

Om du bør velge å investere i enkeltaksjer for å lage en egen aksjeportefølje eller et indeks/aksjefond blir til syvende å sist et spørsmål om hvilken risiko du er villig til å ta, hvor mye kunnskap og erfaring du har med aksjehandel og hvor mye tid du kan legge ned i dette.

De som bør investere i **enkeltaksjer** er:

- **De som ikke er redd for å ta en kalkulert risiko for å kunne ha muligheten til å tjene mest mulig penger på kortest mulig tid.**
- **De som allerede har erfaring fra aksjehandel og inngående kunnskaper om aksjene de investerer i.**

- De som har tiden som kreves for å følge med utviklingen i markedet og aksjen.

Aksjefond er alternativet for dem som:

- Er du redd for å ta en risiko.
- Ikke har drevet med aksjehandel tidligere.
- Mangler inngående kunnskaper om selskapene de vurderer å kjøpe.
- Ikke har tid til å følge med markedet og aksjeporteføljen.

## 5.3 Aksjefond

Synes du at du ikke har kompetansen og tiden som kreves til å sette sammen din egen [aksjeportefølje](#) og passe på den, er aksjefond den form for aksjesparing du bør satse på.

### 5.3.1 Hva er et aksjefond?

Når du kjøper et aksjefond kjøper du en liten andel i en stor aksjeportefølje som består av mange forskjellige enkeltaksjer, indekser og/eller obligasjoner. Hvilke enkeltaksjer, obligasjoner og indekser som inngår avgjøres av fondsforvalteren som har ansvaret for fondet. Det eneste du trenger å gjøre er å bestemme deg for hvilket fond du skal velge og hvor mye penger du skal investere i dette fondet. Resten ordner fondsforvalteren for deg.

Forvalterne gjør de investeringer de til en hver tid mener er de beste, med et overordnet mål om å følge markedet (passiv forvaltning/indeksfond) eller gjøre det bedre (aktiv forvaltning).

Dette gjør aksjefond til en kjedeligere investering enn enkeltaksjer – men generelt sett langt tryggere. Dette er fordi et aksjefond ofte sprer risikoen utover flere aksjer enn om man skal investere i noen enkeltaksjer selv.

### 5.3.2 Krav til et aksjefond

For at fondet skal kunne kalles et aksjefond **må minst 80% av fondskapitalen investeres i aksjer og aksjeindekser**. Fondskapitalen er summen av alle innskudd fra deltakerne i aksjefondet. Normalt består aksjeporteføljen til fondet av minst 16 ulike enkeltaksjer eller andre verdipapirer.

### 5.3.3 Hvorfor kjøpe et aksjefond?

Den viktigste årsaken til at du bør vurdere å investere i et aksjefond er at du kan investere i aksjemarkedet uten å kunne noe om enkeltaksjer. Samtidig som risikoen reduseres i forhold til om du selv skulle drevet med kjøp og salg av enkeltaksjer i din egen aksjeportefølje.

Historisk sett gir aksjefond en vesentlig bedre avkastning enn banksparing, men lavere avkastning enn enkeltaksjer.

### 5.3.4 Tidshorisont for aksjefond

Du kan selge din andel av aksjefondet når du selv vil for å ta ut ditt innskudd med fortjeneste. Siden verdien på et aksjefond vil svinge anbefaler de fleste fondsforvaltere at du har et tidsperspektiv på minst fem år når du investerer i et aksjefond.

### 5.3.5 Passiv eller aktiv forvaltning

En av de viktigste forskjellene mellom de ulike aksjefondene som finnes er hvorvidt de tilbyr **aktiv** eller **passiv forvaltning**.

#### 5.3.5.1 Aktiv forvaltning

Ved **aktiv forvaltning** er fondets mål å prøve å slå markedet ved å finne aksjer som er feilpriset. Å slå markedet vil si å få en bedre avkastning enn aksjeindeksen som brukes som referanseindeks. Aktiv forvaltning forutsetter at markedet ikke er effisient. Ved å analysere selskaper og markedet må det være mulig å finne informasjon vi kan tjene på, er forutsetningen aktiv forvaltning bygger på.

Aktiv forvaltning fokuserer på markedstiming og aksjeseleksjon. **Markedstiming** vil si å spå hvordan markedet vil utvikle seg, mens **aksjeseleksjon** vil si å velge de aksjene som vil gjøre det bedre enn andre. Tilbyderne av aktivt forvaltede fond viser til tidligere avkastning og hevder at fond som har gjort det godt tidligere også vil gjøre det godt i framtiden.

#### 5.3.5.2 Passiv forvaltning

Fond som følger en **passiv forvaltning** prøver ikke å utkonkurrere markedet, men å kopiere det ved å legge seg tett opptil en indeks. Slike fond blir derfor ofte kalt indeksfond. Avkastningen til indeksfond vil derfor i stor grad følge avkastningen i markedet generelt. Fordi det ikke kreves like mye arbeid å forvalte et indeksfond, har slike fond ofte lavere forvaltningsgebyrer enn de som er aktivt forvaltet. Antallet tilgjengelige indeksfond er mye lavere enn antallet aktive fond.

### 5.3.6 2 ut av 3 fondsforvaltere leverer dårligere resultater enn markedet

*Så hvorfor ikke bare velge den tredjedelen av forvalterne som faktisk leverer varene?*

Jo, lykke til med det. Hvilke fond som slår indeks varierer nemlig sterkt fra år til år. Hvis du er griseheldig og putter pengene i et fond som gruser markedet et år, så er det kun et tidsspørsmål før fondet vil gå på en smell. Det tryggeste alternativet for investorer som ønsker å minimalisere risikoen og oppnå en avkastning som følger aksjemarkedets utviklingen er å investere i et indeksfond (passiv forvaltning).

### 5.3.7 Indeksfond

Kostnadene ved aksjefond har fått mange til å ta til orde for at flere burde velge såkalte indeksfond, som har langt lavere kostnader.

Filosofien til disse er simpelthen å kjøpe akkurat så mange aksjer av hvert selskap at aksjefondet følger gjennomsnittet i det markedet de skal investere i. Et norsk indeksfond, for eksempel, tar sikte på å slavisk følge hovedindeksen på Oslo Børs.

Siden fondene skal eie akkurat så mange aksjer av hvert selskap at de følger gjennomsnittsutviklingen, går det an å programmere en datamaskin til å gjøre den jobben man ellers må ha mennesker til å gjøre. Derfor blir kostnadene ved å ha penger i disse fondene langt lavere.

Vanligvis må man bare ut med 0,1 til 0,3 prosent av det investerte beløpet i forvaltningshonorar for indeksfondene, rundt en tiendedel av hva som er vanlig for aksjefond.

Resultatene av et busslass med forskning viser at brorparten av fondsforvalterne ikke bedriver annet enn kvalifisert gjetting når de plukker aksjer. Daniel Kahneman, Nobels Prisvinner i økonomi og forfatteren av boken «*Thinking Fast and Slow*» mener at forvalternes aksjeplukking minner mer om et terningspill enn poker. Vi skal ikke komme nærmere inn på denne diskusjonen, bare konstantere at passiv forvaltning i form av et indeksfond ofte er et godt valg hvis målet er å holde risikoen på investeringen til et minimum.

### 5.3.8 Fondsinndeling

Foruten å skille mellom aksjefond (aktiv forvaltning) og indeksfond (passiv forvaltning), kan fondene deles videre inn i mindre kategorier etter ulike kriterier. Normalt etter hvilket geografisk område (f.eks. Norge, Norden, Europa, USA eller USA) og/eller bransje/sector (f.eks. olje, teknologi, finans og helse) de dekker.

- **Norske fond:** Fond som normalt skal plassere minst 80% av forvaltningskapitalen i det norske aksjemarkedet.
- **Nordiske fond:** Fond som normalt skal plassere minst 80% av forvaltningskapitalen i det nordiske aksjemarkedet.
- **Europeiske fond:** Fond som normalt skal plassere minst 80% av forvaltningskapitalen i det europeiske aksjemarkedet (EU- og EFTA-landene).
- **Globale fond:** Fond som normalt skal plassere minst 80% av forvaltningskapitalen i det globale aksjemarkedet, som minimum omfatter Europa, USA og Japan.

### 5.3.9 Kostnader knyttet til et aksjefond

Mange fond tar fremdeles gebyrer for å kjøpe og selge andeler, men trenden går mot at å tilby fondshandel kostnadsfritt. Sjekk dette med banken din og vurder å kjøpe fondene gjennom en annen bank hvis banken din fortsatt tar gebyrer på fondshandel.

Alle fond tar imidlertid fremdeles et **forvaltningshonorar** for å investere pengene dine. Dette er en årlig avgift som beregnes som en prosentandel av innskuddet, og er gjerne 1 eller 2 prosent for aksjefond (aktiv forvaltning) og 0,1-0,3 prosent for indeksfond (passiv forvaltning).

Om forvaltningshonoraret er på to prosent og du har plassert 100.000 kroner i aksjefondet får de som forvalter fondet 2000 kroner hvert år så lenge du har penger der. De må dermed tjene inn mer enn det på å gjøre gode aksjeinvesteringer for at det skal lønne seg for deg å betale dem for å gjøre jobben.

### **5.3.10 Hvordan investere i aksjefond?**

Kjøper du et aksjefond gjennom din bank kan du normalt kjøpe fondsandeler gjennom å investere et engangsbeløp eller du kan opprette en månedlig spareavtale hvor du trekkes automatisk for et angitt beløp som automatisk settes inn på din fondskonto. Normalt har et aksjefond ikke større minimumsbeløp enn 100 - 500 kroner.

### **5.3.11 Skatt**

Gevinsten, minus skjermingsfradraget, du har hatt på ditt aksjefond må du betale skatt av, mens eventuelle tap du måtte ha hatt på aksjefondet er fradragsberettiget.

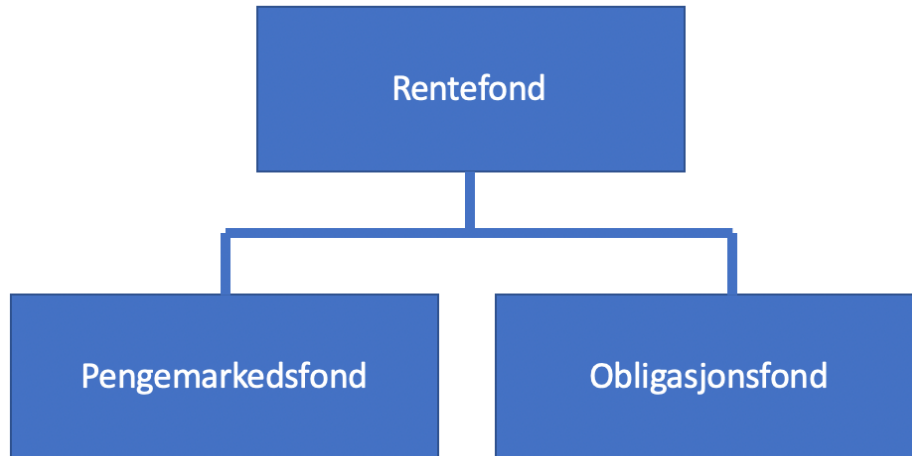
Skjermingsfradrag innebærer at en del av avkastningen blir «skjermet» for beskatning for hvert år du eier andelene.

## **5.4 Rentefond**

**Rentefond** er et alternativ til aksjefond og passer dem som synes aksjefond gir en for stor risiko. I motsetning til aksjefond som investerer i aksjer, investerer rentefond i rentepapirer som sertifikater, obligasjoner og bankinnskudd. Rentefond oppnår som regel bedre rentebetingelser enn privatpersoner klarer å oppnå på egen hånd og er dermed et godt alternativ til høyrentekonti som ofte krever høye minsteinnskudd. Å investere i rentefond er også en måte å redusere eller spre risiko på.

Bakdelen med rentefond er at du ikke kan plassere dem på din Aksjesparingkonto (ASK), da dette ikke er handel med aksjer men verdipapirer.





### 5.4.1 Pengemarkedsfond og obligasjonsfond

Rentefondene deles inn i:

- **Pengemarkedsfond.**
- **Obligasjonsfond.**
- **Andre rentefond.**

Forskjellen mellom disse fondene er at obligasjonsfond investerer i rentebærende papirer med lenger gjenværende løpende varighet (durasjon) enn pengemarkedsfond.

Pengemarkedsfond investerer gjerne i lånepapirer med en gjenværende løpetid fra 3 måneder til 1 år, mens obligasjoner investerer i papirer med durasjon fra ett til tre år. Jo kortere gjenværende løpetid, jo tryggere anses papiret å være. Pengemarkedsfond som kategori har dermed noe lavere risiko enn obligasjonsfond.

### 5.4.2 Pengemarkedsfond

**Pengemarkedsfond** er den fondsgruppen som har den lavest risikoen. Siden det er en sammenheng mellom risiko og avkastning betyr dette også at pengemarkedsfond er den fondsgruppen som gir den laveste avkastningen. Over tid kan du forvente å få litt høyere avkastning enn på en høyrentekonto i bank.

Pengemarkedsfond investerer kun i rentepapirer med kort bindingstid (maksimalt 1 år).

Pengemarkedsfond er et alternativ til bankens høyrentekonto og brukes ofte for å plassere kortsiktig bufferkapital. F.eks. bufferkapital du kan bruke hvis bilen skulle gå i stykker.

Pengene du har plassert i et pengemarkedsfond kan du gjøre tilgjengelig på kort varsel og disse pengene er ikke utsatt for verdisvingninger.

### 5.4.3 Obligasjonsfond

**Obligasjonsfond** investerer i rentebærende obligasjoner med kort eller lang løpetid. Dette er trygge statsobligasjoner og selskapsobligasjoner som har litt høyere risiko enn statsobligasjoner. Obligasjonsutstederne betaler renter på obligasjonslånene til innehaverne av obligasjonene.

Den største forskjellen mellom de ulike obligasjonsfondene er deres rentefølsomhet ved endringer i markedsrenten. Obligasjonsfond med kort løpetid vil ha lavere risiko ved renteendringer i forhold til obligasjonsfond med lang løpetid.

Når markedsrentene går opp vil verdien på fondsandelene falle, og motsatt så vil verdien på fondsandelene stige når markedsrenten går ned. Jo lengre tid det er til obligasjonene i fondet forfaller, desto større blir kurssvingningen i fondet ved endringer i markedsrenten.

Fordelen med å spare i obligasjonsfond er at du over tid kan forvente høyere avkastning enn ved sparing i pengemarkedsfond, men du må da også tåle større svingninger i verdiutviklingen.

Obligasjonsfond gir deg ikke like raskt tilgang til pengene som pengemarkedsfond. Obligasjonsfond er derfor best egnet for sparing på mellomlang sikt.

## 5.5 Kombinasjonsfond

Som det går frem av navnet er et **kombinasjonsfond** en kombinasjon av et aksjefond og rentefond. Et kombinasjonsfond er med andre ord et fond som investerer både i rentebærende verdipapirer og aksjer. De kan f.eks. investere 50% av forvaltningskapitalen i aksjer og 50% i rentebærende papirer (f.eks. obligasjoner). Fondskapitalen er summen av alle fondsandeler som er solgt.

Det finnes her ingen standardisert inndeling av hvor stor andel av forvaltningskapitalen som skal investeres i aksjer og rentebærende papirer. Fordelingen mellom aksjer og rentebærende papirer vil derfor variere fra kombinasjonsfond til kombinasjonsfond.

### 5.5.1 Typer kombinasjonsfond

Kombinasjonsfondene inndeles i følgende grupper:

- **Norske kombinasjonsfond:** Kombinasjonsfond hvor minst 80% av forvaltningskapitalen plasseres i norske verdipapirer.
- **Internasjonale kombinasjonsfond:** Kombinasjonsfond som plasserer majoriteten av forvaltningskapitalen i utenlandske verdipapirer og aksjer.
- **Livssyklusfond:** En variant av kombinasjonsfond. Her er andelen aksjer høy tidlig i fondets livssyklus, mens obligasjoner og pengemarkedsinstrumenter utgjør en

stadig større andel av fondets portefølje i de senere fasene av livssyklusen. Overgangen fra høy aksjeandel til høy andel rentebærende verdipapirer innebærer at andelseiernes kursrisiko (variasjon i verdien av fondsandelen) reduseres etter hvert som innløsningstidspunktet nærmer seg.

- **Andre kombinasjonsfond:** Kombinasjonsfond som ikke kan klassifiseres i noen av gruppene over. F.eks bransjeeksponerte kombinasjonsfond.

## 5.5.2 Risiko og avkastning i kombinasjonsfond

Avkastningen og risikoen i kombinasjonsfond er avhenge av fordelingen av rentepapirer og aksjer i fondets portefølje. Jo større andel aksjer porteføljen inneholder, jo større blir også forventningene om å få en høy avkastning med en høy risiko.

## 5.5.3 Styr unna svært skjevfordelte fond

Enkelte kombinasjonsfond har 80-90% av fondskapitalen knyttet opp mot aksjer eller obligasjoner. Dette kalles et svært skjevfordelt fond, da fondet omtrent er et aksjefond eller et obligasjonsfond. Vårt råd er at du bør styre unna slike fond og heller satse på å plassere den ønskede andelen av din kapital i rene aksjefond eller obligasjonsfond, slik at du selv beholder risikostyringen over din kapital.

## 5.5.4 Ikke velg obligasjons- eller kombinasjonsfond hvis du har gjeld

Har du personlig gjeld bør du heller nedbetale denne gjelden istedenfor å investere din kapital i obligasjons- eller kombinasjonsfond. Dette fordi kombinasjonsfond i større eller mindre grad er lastet med rentepapirer (obligasjoner) som gir en lavere forventet avkastning (risikojustert) enn lånerenten på din bil eller bolig. Du oppnår derfor bedre avkastning på å nedbetale ditt bil- eller boliglån enn å eie et obligasjonsfond.

I stedet for å eie aksjefond og obligasjonsfond i en 50/50-fordeling gjennom et kombinasjonsfond, bør du heller nedbetale gjelden din med 50% av tilgjengelig kapital og investere den andre halvparten i aksjefond.

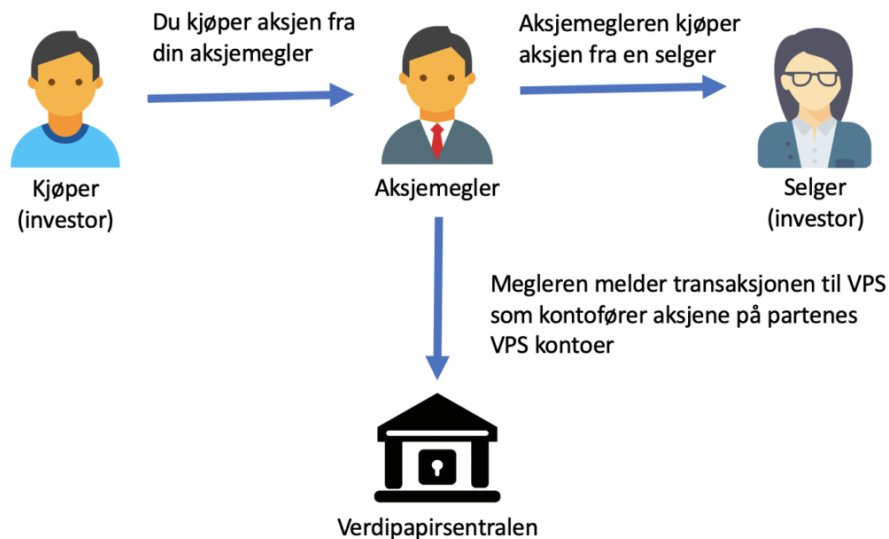
## 5.6 Verdipapirsentralen (VPS)

**Verdipapirsentralen ASA (VPS)** er et norsk aksjeselskap med konsesjon til å registrere rettighetene til finansielle instrumenter og verdipapirer med rettsvirkninger etter *Verdipapirregisterloven*.

VPS tilbyr registrering av alle de viktigste typer av finansielle instrumenter som omsettes i Norge. Det vil si:

1. aksjer
2. obligasjoner
3. egenkapitalbevis
4. sertifikater
5. fondsandeler

De fleste selskaper velger idag å la Verdipapirsentralen overta rollen med å føre aksjeboken for selskapet og holde denne aksjeboken oppdatert ved at alle aksjonæren blir registrert i Verdipapirsentralen med en egen VPS-konto. Kjøper eller selger du en aksje på Oslo Børs blir dette kjøpet eller salget alltid registrert på din VPS-konto av megleren.



### 5.6.1 Hva er en VPS-konto?

**"En VPS-konto er offentlig registrert som beviser at du er den rettmessige eier av et verdipapir".**

Alle som skal kjøpe aksjer på børsen må ha en konto i Verdipapirsentralen (VPS). Hver gang du kjøper eller selger et verdipapir, f.eks. en aksje eller opsjon, vil denne transaksjonen bli registrert på din VPS-konto og du vil få tilsendt en endringsmelding som viser denne transaksjonen.

VPS er med andre ord et registreringssystemet for verdipapirer, slik at når du kjøper en aksje får du et bevis på at det er du som er den rettmessige eieren til aksjen, på samme måte som dine kontakter står på konto i en bank.

Alle børsnoterte aksjer må være registrert i VPS. Også obligasjoner og opsjoner er registrert her. Ved registrering av VPS-kontoen din skal du også oppgi et bankkontonummer, dette blir benyttet når utbytte eller rente blir utbetalt.

## 5.6.2 Hvordan opprette en VPS-konto?

For å handle med aksjer og opsjoner må du ha en VPS-konto hos Verdipapirsentralen. VPS-kontoen oppretter du hos din bank, fondsforvalter eller nettmegler. Det eneste du trenger for å opprette en VPS-konto er en digital signatur (f.eks. BankID).

Det er ingen grenser for hvor mange VPS-konti du har. Opprettelsen er gratis, og det er ingen gebyrer for å ha en VPS-konto hvis din totale beholdning av aksjer eller andre verdipapirer er verdt mindre enn 100.000. For verdier mellom 100.000 og 1 million får du et gebyr på 400 kroner per år. For beholdninger som er verdt mer enn 1 million, vil du få regninger per påbegynt million. VPS summerer hele beholdningen, og den kontoføreren som har størst beholdning for deg sender deg regning.

## 5.6.3 Hva er en kontofører?

En kontofører er det foretaket der du har opprettet din VPS-konto. Ved eventuelle spørsmål er det hit du skal henvende deg. Kontoføreren din (banken eller megleren) er ansvarlig for at verdipapirer overføres til og fra din konto i VPS.

I utgangspunktet må du derfor selge verdipapirene dine der du har registrert din VPS-konto. Ønsker du å selge verdipapirene hos en annen bank eller megler, må du be den opprinnelige kontoføreren ordne følgende:

- **Frigivelse:** Dette betyr at de aksjene som du ber om frigivelse for, kan selges hos den bank/megler som du har bedt om å få overført frigivelsen til.
- **Handelsfullmakt:** En handelsfullmakt registreres for hele verdipapirbeholdningen på din verdipapirkonto og gjelder inntil den tilbakekalles. Tilbakekallingen er det du som må gi. Har du gitt en slik handelsfullmakt kan du handle aksjer både hos det foretaket der kontoen er registrert, samt hos det foretaket du har gitt din handelsfullmakt til.
- **Overføre beholdning:** Hvis du ønsker å bytte kontofører, kan du overføre hele beholdningen av verdipapirer fra den gamle VPS-kontoen hos din gamle kontofører til en ny konto hos en ny kontofører.

# 6 Aksjehandel

## 6.1 Hvordan tjene penger på aksjer?

Det er flere måter folk kan tjene penger på aksjer, avhengig av hvilken form for aksjehandel du har valgt.

### 6.1.1 Kursgevinst

Kursgevinster er den vanligste måten å tjene penger på en aksjeinvestering. Du tjener da pengene dine på forskjellen mellom aksjekursen du betalte for aksjen når du kjøpte den (kjøpekurs), sett i forhold til prisen du får når du selger den (salgskurs) igjen. Profitten, det vil si avkastningen, er forskjellen mellom salgs- og kjøpskursen din.

#### Eksempel:

La oss si at du kjøper 1000 aksjer for kr. 10 per stk i selskap A. Ett år senere selger du disse aksjene for kr. 12 per stk. Du har da hatt en profitt på:

$$\begin{aligned} & \text{Salgssum: } 1000 \text{ aksjer à kr. } 12 & = \text{Kr. } 12.000 \\ & - \text{Kjøpesum: } 1000 \text{ aksjer à kr. } 10 & = \text{Kr. } 10.000 \\ & = \text{Fortjeneste: } 12.000 - 10.000 & = \text{Kr. } 2.000 \end{aligned}$$

Denne investeringen har da gitt deg en avkastning på  $(2.000/10.000) * 100 = 20\%$

### 6.1.2 Utbytte

En måte å tjene penger på en aksje er gjennom utbytte som utbetales fra selskapet til aksjonærene for å frigjøre overskuddskapital selskapet ikke trenger for å fortsette sin operative drift og følge sin forretningsplan. Med overskuddskapital menes den delen av overskuddet som ikke trengs for å realisere virksomhetens strategiske planer.

Hvis folk holder aksjer lenge nok, kan de få ett eller flere utbytte fra sine investeringer.

Hypigheten av utbytte varierer, avhengig av selskapet og dets politikk. Noen selskaper velger å reinvestere sin fortjeneste i selskapet for å utnytte markedsmuligheter som skal gi enda større utbytter i fremtiden istedenfor å gi fortjenesten tilbake til aksjonærene i form av utbytte. Dette er spesielt tilfelle for yngre vekstselskaper. Eldre, mer etablerte selskaper, derimot, kan gi mer regelmessige utbytte.

Hvis du er på utkikk etter en "utbytte" aksje, det vi si en aksje hvor mesteparten av selskapets overskudd blir kanalisert tilbake til aksjonærene i form av utbytte gjelder det å sjekke selskapets utbyttepolitikk før du investerer i det. Denne informasjonen kan du lese ut av årsregnskapene for de siste 5 årene, deres forretningsplan og fås normalt ved å kontakte selskapet.

#### Eksempel:

La oss si at du kjøper 1000 aksjer for kr. 10 per stk i selskap A. Du eier disse aksjene i tre år. Når du selger aksjene igjen får du 11 kroner for aksjene, i tillegg har du fått 1 krone i utbytte hvert år du eier aksjene.

Når du selger aksjene etter tre år har du hatt en profitt på:

$$\begin{aligned} & \text{Salgssum: } 1000 \text{ aksjer à kr. } 11 & = \text{Kr. } 11.000 \\ & + \text{Utbytte: } 3 \times (\text{kr. } 1 \times 1000) & = \text{Kr. } 3.000 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} & - \text{Kjøpesum: } 1000 \text{ aksjer à kr. } 10 = \text{Kr. } 10.000 \\ & = \text{Fortjeneste: } 14.000 - 10.000 = \text{Kr. } 4.000 \end{aligned}$$

Denne investeringen har da gitt deg en avkastning på  $(4.000/10.000)/3 * 100 = 13,3\%$  per år.

### 6.1.3 Fusjon

Strategiske investorer som klarer å sikre seg aksjemajoritet i et selskap, det vil si mer enn 50 prosent av de stemmeberettigede aksjene kan tvinge gjennom en fusjon mellom selskapet og annet selskap, og på den måten øke sin fortjeneste på det sammenslåtte selskapet.

En annen strategi er å kjøpe aksjer i selskaper du tror/vet kommer til å bli kjøpt opp av noen i nær fremtid. Dette er normalt en svært lønnsom investering hvis du er istand til å plukke ut de fremtidige oppkjøpskandidatene, da det overtagende selskapet normalt må betale en betydelig overkurs i forhold til aksjens markedspris (siste noterte kurs før overtagelsen) for å få kontroll over tilstrekkelig antall aksjer i selskapet de kjøper opp.

### 6.1.4 Slakting

I et underpriset selskaper som har en likvid positiv egenkapital, dvs. anleggs- og omløpsmidler som er lett omsettelig i markedet, kan du tjene penger på å kjøpe opp hele selskapet og slakte det for å selge det skykkevis. For å kunne få full kontroll over et selskap må du kontrollere minst 90% av aksjene for å kunne tvangsinnløse de siste 10 prosentene av aksjonærene.

### 6.1.5 Fremførbart underskudd

Aksje- og allmennaksjeselskaper som har tapt penger i åresvis som har blitt dekket opp av ny egenkapital fra eierne i form av emisjoner, personlige lån eller lignende har etter hvert opparbeidet seg et betydelig fremførbart underskudd andre selskaper i lignende bransjer kan utnytte seg av ved å kjøpe opp (fusjonere) dette tapsselskapet og utnytte dette underskuddet ved at det trekkes ifra overskuddet til det overtagende selskapet.

### 6.1.6 IPO (børsnoteringer)

Har du muligheten til å delta i en [IPO](#), det vil si børsnoteringen av et selskap, bør du normalt benytte deg av denne anledningen. Dette fordi det normalt er en betydelig kursstigning de første handelsdagene etter at aksjene blir introdusert på børsen. Du har dermed mulighet til å sikre den en betydelig kortsiktig gevinst hvis du ikke ønsker å gå langsiktig inn i selskapet.

## 6.1.7 Opsjoner

Er du av den mer risikovillige typen som ønsker å tjene raske penger er [opsjoner](#) et alternativ, enten som en selvstendig investeringsstrategi eller i kombinasjon med aksjeporteføljer, hvor opsjonene brukes som sikringsinstrument.

## 6.1.8 Shorting

Shorting vil si å kjøpe og selge aksjer du ikke eier selv. Du låner dem av andre og tjener pengene med å selge dem igjen før du må betale meglerhuset for kjøpet. Dette er en meget spekulativ og risikofylt form for aksjespekulering som normalt ikke er å anbefale.

## 6.2 "Best practis" for kjøp og salg av aksjer

### 6.2.1 Gjør hjemmeleksene

Ikke kjøp aksjer i et selskap du ikke vet hva driver med. Sett deg inn i hva selskapet holder på med, hvordan de tjener penger og hva som er selskapets posisjon i markedet. Hva med fremtiden? Hvilke mål jobber de mot og hvor sannsynlig er det at de vil nå disse målene med den valgte strategien? Vil markedet øke? Hvordan vurderer markedet disse forholdene? Har de en overdreven tro på at selskapet vil stige inn i himmelen? Er aksjen allerede overpriset?

Hold deg informert, og søk informasjon om de selskapene du investerer i. Les årsregnskaper og kommentarer fra analytikere - også de utenlandske.

### 6.2.2 Ikke bli forelsket i en en aksje. Kobl ut alle følelser

De fleste profesjonelle investorer og tradere er enige om at det dummeste du kan gjøre er å bli forelsket i en aksje og la følelsene dine få ta del i beslutningene du treffer om kjøp og salg av aksjer. Skal du lykkes som investor må du koble ut alle følelser i dine vurderinger og holde deg til rasjonelle vurderinger og handelsstrategien din. Noe som kan være vanskelig under vanskelige markedssykluser.

### 6.2.3 Putt ikke alle eggene i samme kurv - spre innkjøpene!

Ikke invester alle pengene dine i en aksje. Går dette selskapet dårlig eller konkurs kan du risikere å tape store deler eller alle pengene dine. Spre heller investeringen over flere aksjer, så reduserer du risikoen forbundet med enkelt aksjer. Går en aksje dårlig vil en annen aksje som går godt veie opp for denne, slik at den samlede avkastningen blir positiv istedenfor negativ. Her gjelder regelen:



## **- Jo flere aksjer du sprer investeringen over, jo mindre blir risikoen for å tape penger på enkeltaksjer**

Her ligger årsaken til at investorene velger å bygge opp [aksjeporteføljer](#) istedenfor å satse på enkeltaksjer. Aksjeporteføljen bør du differensiere slik at du har muligheten til å få samme forventet avkastning med lavere risiko, eller motsatt; - en høyere forventet avkastning med samme mengde risiko.

De færreste kan starte med å kjøpe aksjer i ti ulike selskaper, fordi de ikke har et stort nok beløp til rådighet. Men på sikt kan det være lurt å kanskje ha aksjer i rundt 10-15 ulike selskaper i 3-5 ulike bransjer - men ikke flere enn at du klarer å holde oversikt over dem.

Det gjelder også om å spre risikoen over ulike bransjer/sektorer. For eksempel er det lite lurt å bare eie IT-aksjer, da du dermed vil være veldig sårbar om det skulle gå galt i denne spesifikke bransjen.

### **6.2.4 Små selskaper er farlige**

Vær forsiktig med å bare sette pengene dine i små (og ukjente) selskaper. De kan godt være en del av aksjeporteføljen din, men bør ikke utgjøre alt. Tenk risikospredning og husk at det kan være vanskelig å selge aksjen den dagen du ønsker det. Investerer du i et større børsnotert selskap er dette aldri noe problem, da aksjen har regelmessige kjøpere og selgere - noe som ofte ikke er tilfelle med de små og ukjente selskapene.

### **6.2.5 Ikke få panikk**

Panikk er din verste fiende. Tenk deg nøye om før du selger en aksje som plutselig raser, med mindre du hadde bestemt deg på forhånd for å selge når den passerte denne grensen.

Vær også forsiktig med å kaste deg over aksjer som stiger kraftig, det er nemlig ingen garanti for at oppturen vil fortsette.

Aksjepriser utvikler seg i utgangspunktet som en «*random walk*», som betyr at prisene utvikler seg som en full mann som sjangler nedover gaten.

### **6.2.6 Unngå å jage dine tap**

Det kan være fristende å la seg rive med noen få store gevinster og begynne å ta større risiko fordi selvtilliten øker. Men dette kan være en oppskrift på en katastrofe. Hold deg istedenfor til din handelsstrategi.

Hvis du taper, prøv å unngå å jage dine tap ved å legge et høyere beløp på bordet. Behandl hver handel som en egen handling. En måte å unngå å jage dine tap på, er å teste forskjellige strategier ved å handle på simuleringskontoer. Dette vil gi deg en større trygghet når du skal ta din beslutning.

## 6.2.7 Vær tålmodig og realistisk rundt din resultatutvikling

Dine mål må settes i henhold til relevant tidsramme og dessuten med en viss realisme. Gi din investering tid, ikke invester i aksjer med den hensikt å få penger i løpet av noen dager, uker eller måneder. Inntil du har nådd tilstrekkelig erfaring og kapital bør du ha en lengre tidshorison.

En nybegynner kan ha grise flaks i begynnelsen og oppnå en massiv profitt med en gang. Dette vil lett føre til at de begynner å tenke på investeringen som en garanti og dermed velger å investere all kapitalen på en gang, med katastrofale følger.

## 6.2.8 Ikke kjøp "billige" aksjer

Mange investorer ser seg blind på historiske kurser og kjøper aksjen i håp om at den skal nå tidligere høyder. Det er som oftest en god grunn til at en aksje faller, og en aksje kan kun være billig på relative termer, det vil si at de underliggende verdier eller forventninger til fremtiden er underpriset av markedet. Det er også slik at "dyre" (gode) aksjer har en tendens til å bli "dyrere", de stiger jo, mens billige (dårlige) aksjer har en tendens til å fortsette å falle.

## 6.2.9 Ikke kjøp de opphauste aksjene!

Unngå blindt å følge dagens trender og moter. Hva alle «synes man bør gjøre» kan føre deg til å kjøpe en overpriset aksje. Når alle begynner å snakke om en bestemt aksje, er du sannsynligvis for sent ute uansett. Spesielt hvis taxisjåføren din begynner å fortelle deg om sin suksess i aksjemarkedet. Når dette skjer er det på tide å komme seg ut av markedet eller søke alternative investeringer.

## 6.2.10 Timing er alfa omega

Noen måneder er historisk bedre enn andre, og har en aksje begynt å falle vil den ofte fortsette å falle hvis dette ikke er en kortsiktig korreksjon. Det gjelder derfor å ikke å bli sittende for lenge i en tapsaksje og ikke ta gevinsten for tidlig når aksjekursen begynner å stige. Av den er timing alfa omega i all aksjehandel og noe du raskest mulig må lære deg for å lykkes.

## 6.3 Handelsstrategi

**Skal du lykkes som investor eller trader over tid trenger du en god handelsstrategi som du følger konsekvent. Det viser all erfaring med aksjehandel.**

En handelsstrategi er:

- et sett med regler for hvilke prinsipper du skal følge når du investerer i verdipapirer, f.eks. når du kjøper og selger aksjer.

Handelsstrategien er være kartet som viser deg veien du må følge får å realisere dine mål for investeringen.

Skal denne [strategien](#) fungere må du følge retningslinjene konsekvent og holde følelsene dine utenfor. Retningslinjene bør derfor være så enkle som mulig. Strategien bør kun angi de viktige faktorer du legger vekt på når du skal treffe dine investeringsbeslutninger.

Selv om det er viktig å ha en handelsstrategi må du være klar over at det ikke finnes en perfekt handelsstrategi som alltid garanterer deg suksess.

### 6.3.1 To del-strategier

For at handelsstrategien skal være et effektivt styring- og kontrollverktøy for dine handelsbeslutninger bør du dele handelsstrategien opp i to del-strategier:

1. **Generell handelsstrategi** - en overordnet strategi for alle dine investeringer i verdipapirer.
2. **Aksjehandel strategi** - en strategi som regulerer hvordan du kjøper og selger aksjene i din aksjeportefølje.

Årsaken til at vi anbefaler du lager to del-strategier skyldes at de fleste ønsker å redusere risikoen gjennom å differensiere investeringen i flere ulike typer verdipapirer. For eksempel aksjefond og enkeltaksjer som de styrer selv. Ønsker du ikke å differensiere risikoen gjennom å investere i flere typer verdipapirer trenger du bare en utvidet strategi for din aksjehandel.

### 6.3.2 Generell handelsstrategi

Den generelle handelsstrategien er din overordnet strategi for kjøp og salg av verdipapirer. Elementene i denne generelle handelsstrategien er:

1. **Sett deg klare mål for hvor mye du skal investere og hvordan denne finansieringen skal finansieres.**
2. **Sett deg et tidsperspektiv for investeringen.** Bestem det om du er en trader eller investor.
3. **Avgjør hvor stor risiko du er villig til å ta.** Dette er viktig, da det avgjør hvilken avkastning som er realistisk.
4. **Velg ut hvilke investeringsobjekter du ønsker å investere i.**
5. **Bestem deg for et realistisk avkastningskrav (mål for investeringen).** Dette er viktig, da det avgjør hvilke verdipapirer som er aktuelle investeringsobjekter.
6. **Differensier investeringene for å oppnå høyere avkastning uten å ta en høyere risiko.**

#### 6.3.2.1 Punkt 1: Investeringsbeløp

Start planleggingen med å bestemme deg for hvor mye du skal investere i verdipapirer og hvordan du skal finansiere denne investeringen. Jo mer du investerer, jo viktigere er det at du tar forvaltningen av din portefølje seriøst.

Det viktigste rådet vi kan gi deg i denne sammenheng er:

**- Invester aldri penger du ikke har råd til å tape.**

Lån derfor aldri penger for å kjøpe aksjer. Giring er fristende siden du kan investere langt større beløp enn du selv har tilgjengelig, men giring øker også risikoen din. Hvor mye avgjøres hvor mye du girer investeringen med. Jeg anbefaler derfor at du holder deg unna giring til du har blitt en "profesjonell investor" og er villig til å ta risikoen giring medfører.

### **6.3.2.2 Punkt 2: Tidsperspektiv**

Like viktig som å bestemme seg for hvor mye du skal investere i verdipapirer og hvordan disse investeringene skal finansieres, er det å sette et tidsperspektiv for investeringen. Det er stor forskjell på å være en daytrader og en langsiktig investor. En daytrader kjøper en aksje når børsen åpner for så å selge den igjen før børsen stenger for dagen, mens en langsiktig investor kjøper aksjen for å sitte på den i flere år før aksjen selges igjen med en akseptabel avkastning.

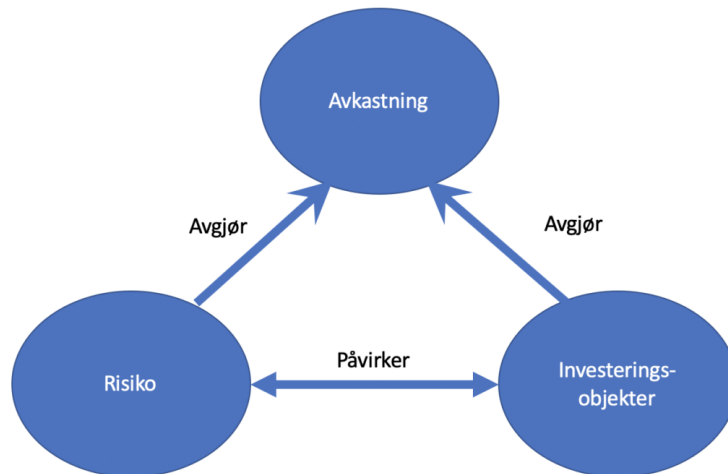
Siden ingen kan vite 100% sikkert at en aksje vil gå opp en bestemt dag, er daytrading en ekstrem risikosport som er forbeholdt profesjonelle tradere. Det vil si tradere som har dette som sitt levebrød. Dette fordi risikoen ved daytrading er ekstrem i forhold til langsiktige aksjeinvesteringer. Av den grunn anbefaler vi at du starter å lese artikkelen "[Er du en investor eller en trader?](#)" før du bestemmer deg for hvilket tidsperspektiv du skal satse på.

Hvilken sammenheng det er mellom risiko og tidshorisonten du velger for din investering kan skjematisk fremstilles slik:

Daytrading	= <b>Ekstrem stor risiko</b>
Maks. 1 måned som tidsperspektiv	= <b>Meget stor risiko</b>
Maks. halvt år som tidsperspektiv	= <b>Stor risiko</b>
1 års tidsperspektiv	= <b>Medium risiko</b>
5 års tidsperspektiv	= <b>Liten risiko</b>

### **6.3.2.3 Risiko, investeringsobjekter og avkastningskrav**

Punkt 3, 4 og 5 må ses i sammenheng, da disse tre punktene påvirker og virker styrende på hverandre. Sammenhengen kan illustreres slik:



### 6.3.2.4 Punkt 3: Risiko

Risiko er en funksjon av hvor stor sjansen for at en uønsket handling skal skje og hva som vil være konsekvensene hvis dette skulle skje. Denne risikoen må ses i sammenheng med hvilke investeringsobjekter du investerer i og dine krav til avkastning. Dette fordi din risikoprofil avgjøres av hvilke investeringsobjekter du velger å investere i og hvilken avkastning du forventer deg tilbake.

### 6.3.2.5 Punkt 4 og 5: Investeringsobjekter og avkastningskrav

Det finnes mange ulike verdipapirer du kan investere i. Hvilke investeringsobjekter du velger må ses i lys av hvilken risiko du er villig til å ta og hvilke krav du stiller til avkastningen. Jo høyere risiko du er villig til å ta, jo høyere avkastning kan du også forvente deg.

Når det gjelder sammenhengen mellom investeringsobjekt, risiko og avkastning kan vi sette opp følgende tabell for å nyansere forskjellene som finnes:

Investeringsobjekt	Risiko	Avkastning
Bankinnskudd	Null	Ingen
Obligasjoner	Lav	Lav
Eiendom	Lav	Lav
Valuta	Lav/medium	Lav/medium
Indeksfond	Medium	Medium
Aksjefond	Medium/høy	Medium/høy
Enkeltaksjer	Høy	Høy
Opsjoner	Ekstremt høyt	Ekstremt høyt
Shorting	Ekstremt høyt	Ekstremt høyt

### 6.3.2.6 Punkt 6: Differensiering

Siste steg i den generelle handelsstrategien er å differensiere investeringene for å oppnå høyere avkastning uten å ta en høyere risiko. Investerer du alle pengene dine i en enkelt

aksje taper du alle pengene dine hvis dette selskapet går konkurs. Noe som må anses å være en høyrisiko investering. Investerer du i to enkelt aksjer og den ene går konkurs taper du kun halvparten av pengene dine (hvis du har investert like mye i begge aksjene). Dobler den andre aksjen sin verdi vil du dermed komme ut i null, selv om det ene selskapet skulle gå konkurs. Dette kalles å differensiere investeringen for å redusere risikoen.

Å differensiere den generelle handelsstrategien vil si å ikke investere alle pengene i en type verdipapirer, men spre dem på flere ulike typer. F.eks. kan du velge å splitte opp din investering slik:

- **Obligasjoner** - 10% av investeringen
- **Indeksfond** - 20% av investeringen
- **Aksjefond** - 40% av investeringen
- **Enkeltaksjer** - 30% av investeringen

### 6.3.3 Aksjehandel strategi

Når du har den generelle handelsstrategien klar vet du hvor mye penger du kan bruke på enkeltaksjer. Neste steg er å lage en tilsvarende handelsstrategi for aksjeinvesteringene dine. En aksjehandel strategi som bygger videre på dine strategiske beslutninger knyttet til tidsperspektiv, risiko og krav til avkastning.

Her må vi ta stilling til:

1. **Skal du investere i noterte eller unoterte aksjer?**
2. **Ønsker du å investere i vekstaksjer, verdiaksjer eller en kombinasjon av vekst- og verdiaksjer?**
3. **Hvor mye har du råd til å tape? Sett opp en stop-loss ordre for å unngå å tape mer enn din øvre grense.**
4. **Hvor mange aksjer skal du plukke ut til din aksjeportefølje og hvordan skal du sette aksjeporteføljen sammen?**
5. **Hvilke indikatorer fra komparative og tekniske analyser skal du følge med på for å fange opp kjøps- og salgssignaler? Hvilke signaler skal du kjøpe og selge aksjene dine på?**
6. **Hvilke markedstrender finnes og hvordan vil disse markedstrendene påvirke din aksjeportefølje?**

#### 6.3.3.1 Punkt 1: Noterte og unoterte aksjer

Det første du må ta stilling til er om du skal investere i aksjer som er notert på børsen eller aksjer som ikke finnes på børsen (unoterte aksjer). Vårt råd er at du holder deg borte fra unoterte aksjer. Dette fordi:

- **Unoterte aksjer er ikke underlagt de samme strenge rapporteringskravene som gjelder for noterte aksjer.**
- **Det er vanskelig å selge unoterte aksjer.**

Ovenstående punkter gjør at unoterte aksjer har en ekstrem høy risiko. Vi anbefaler derfor kun profesjonelle, langsiktige investorer å investere i unoterte aksjer.

### **6.3.3.2 Punkt 2: Vekstaksjer, verdiaksjer eller en kombinasjon**

Det finnes to typer aksjer: -vekstaksjer og verdiaksjer? Hvilke av dem som gir best avkastning er forskningen ennå ikke enig i, da dette er avhengig av flere forhold. De fleste ender med å velge en kombinasjon av vekstaksjer og verdiaksjer. Hva velger du?

### **6.3.3.3 Punkt 3: Stop-Loss ordre**

Bestem deg så for hvor mye du maksimalt har råd til å tape og lag en stop-loss ordre som automatisk selger aksjene dine hvis de synker under dette nivået. Dette gjør at du ikke plutselig taper mer enn du råd til.

### **6.3.3.4 Punkt 4: Valg av aksjeportefølje**

Neste oppgave er å plukke ut enkeltaksjene du ønsker å kjøpe. For å spre risikoen og optimalisere avkastningen lønner det seg å differensiere investeringen. Dette gjøres ved å kjøpe ikke-konkurrerende aksjer. Det vil si aksjer i ulike sektorer. F.eks. olje- og teknologi sektoren. Går oljesektoren ned en uke, kan du fortsatt tjene penger denne uken hvis oljesektoren går opp.

Her gjelder det å bestemme seg for hvor mange enkeltaksjer du skal kjøpe og hvilke sektorer du de skal komme fra. Det anbefales at du velger minst 10 enkeltaksjer som er fordelt på minst 3 ulike sektorer for å få en godt differensiert aksjeportefølje.

### **6.3.3.5 Punkt 5: Kjøps og salgsindikatorer**

Aksjemarkedet går konstant opp og ned. For å lykkes som investor over tid gjelder det å kjøpe aksjene når kursen er på bunn (lav) og selge når kursen er på topp (høy). Timing er i aksjeverden alfa omega for å lykkes. Bruk derfor mye tid på å time dine kjøp og salg.

For å kunne treffe på bunn og topp med våre kjøp og salg må vi konstant overvåke utviklingen i markedet. Dette gjør vi ved å studere ulike indikatorer vi har valgt ut som styring- og kontrollverktøy. Dette bør være en kombinasjon av indikatorer fra en komparativ og teknisk analyse.

### **6.3.3.6 Punkt 6: Markedstrender**

Ingen trender vare evig. Det gjelder derfor å følge med på mega trendene slik at du kan utnytte de mulighetene de gir og unngå de store tapene når trenden snur fra [bullmarked til bearmarked](#).

## 6.3.4 Handelsstrategier for verdiinvestorer

Verdiinvestorer er investorer som investerer langsiktig i verdiaksjer. Som vi husker fra gjennomgangen av verdiaksjer og veksaksjer så er verdiaksjer aksjer som investoren mener er underpriset. Det vil si priset for lavt i forhold til hva andre sammenlignbare selskaper prises til.

Opp gjennom årene er det blitt kjent at Warren Buffett og andre verdiinvestorer har en del klassiske kjennetegn. Handelsstrategiene de følger bygger normalt på følgende prinsippene:

### 6.3.4.1 Kjøp selskaper, ikke aksjer

Warren Buffett sier rett ut at han ikke kjøper aksjer, men selskaper. Han ignorerer derfor trender i aksjekursen og annen markedsstøy. I stedet ser han på det grunnleggende i selskapet.

Prisen en verdiinvestor mener en aksje er verdt beregner de ved å lage en [fundamental analyse](#) av selskapet.

### 6.3.4.2 Elsk selskapet du kjøper

Ikke bare kjøper verdiinvestorer selskaper istedenfor aksjer. De elsker også aksjene de kjøper. De er lidenskapelig opptatt av det som ligger bak fasaden istedenfor å bare studere de siste markedsrapportene.

En verdiinvestor vil prøve å fjerne det attraktive dekket fra selskapets økonomi for å komme ned til den nakne sannhet. Mange selskaper ser langt bedre ut når du vurderer dem utover deres P/E, P/B og P/S verdi for å komme frem til kvaliteten på tallene som utgjør disse forholdstallene.

Hvis du holder standarden høy og sørger for at selskapets økonomi er førsteklasses er sjansene for at du vil beholde selskapet i din [portefølje](#) enn hvis du kun velger selskaper basert på magesfølelsen og de offisielle forholdstallene.

### 6.3.4.3 Invester i selskaper du forstår

Hvis du ikke forstår hva et selskap holder på med og tjener penger bør du ikke kjøpe aksjer i dette selskapet. Kritikere av verdiaksjer liker å fokusere på denne hovedbegrensningen. De mener at verdiinvestorer går glipp av mange av de gode investeringene fordi de forlanger å kunne forstå hele forretningsmodellen til selskapet. Jo mer kompleks et selskap er, desto mer usikker vil anslagene dine være. Noe som gjør at anslagene dine ikke blir noe annet enn en avansert form for gjetting, mener kritikere.

### 6.3.4.4 Finn godt administrerte selskaper

Gode ledere tilfører selskapet verdi utover de bokførte eiendelene, mens dårlige ledere kan ødelegge selv de mest solide selskapene.



Warren Buffett sier at en verdiinvestor bør se etter tre kvaliteter når de skal vurdere hvor godt ledet et selskap er: - *integritet, intelligens og energi*. "Mangler de det første vil de to andre drepe deg", sier Warren Buffett. Du kan få en følelse av ledelsens ærlighet gjennom å lese flere års regnskap. Hvor godt leverte de tidligere løfter? Hvis de mislyktes, tok de ansvar eller glanset de det over?

Verdiinvestorer vil ha ledere som opptre som eiere. De beste lederne ignorerer markedsverdien til selskapet og fokuserer på å utvide selskapet, og skaper dermed langsiktige aksjonærverdier. Ledere som oppfører seg som ansatte, fokuserer ofte på kortsiktig inntjening for å sikre en bonus eller annen økonomisk fordel. En kortsiktig tenkning som kan føre til langsiktig skade for selskapet.

Hvis du tenker som en eier, betaler du deg en rimelig lønn og er avhengig av gevinster i aksjebeholdningen for å få en bonus. I det minste vil du ha et selskap som bruker sine aksjeopsjoner. De viser at de har tro på selskapet de er en del av.

#### **6.3.4.5 Din beste investering er din guide**

Verdiinvestorer er ikke opptatt av differensiering av aksjeporteføljen men av å finne en investering (aksje) som er bedre enn de aksjene de allerede eier. Hvis de ikke finner en bedre mulighet enn den de allerede har, kan de like godt kjøpe flere av disse aksjene som de du kjenner og elsker, eller bare sitte å vente på bedre tider.

I inaktiv tid kan en verdiinvestor identifisere aksjene de ønsker og sette en pris de mener selskapet er verdt. Ved å lage en ønskeliste som denne, vil du kunne ta beslutninger raskt når det kommer en korreksjon i markedet.

#### **6.3.4.6 Ignorer markedet 99% av tiden**

Markedet har bare betydning når du går inn i eller forlater en posisjon - resten av tiden bør det ignoreres. Hvis du nærmer deg å kjøpe aksjer som å kjøpe et selskap, vil du holde fast i dem så lenge det grunnleggende er sterkt. I løpet av den tiden du holder en investering, vil det være steder du kan selge for et stort overskudd og andre der du har et urealisert tap . Dette er arten av volatiliteten i markedet .

Årsakene til å selge en aksje er mange, men en verdiinvestor bør være like treg til å selge som å kjøpe. Når du selger en investering, utsetter du porteføljen din for kursgevinster og må vanligvis selge en taper for å balansere den. Begge disse salgene kommer med transaksjonskostnader som gjør tapet dypere og gevinsten mindre. Ved å holde investeringer med urealiserte gevinster i lang tid, forhindrer du kapitalgevinster på porteføljen din. Jo lenger du unngår kapitalgevinster og transaksjonskostnader, jo mer har du fordel av sammensettingen.

## **6.4 Giring og marginhandel**

**Hvis du ønsker å tjene mye penger og bli rik raskt må du være villig til å ta en høy risiko. Er du villig til å ta en høyere risiko er giring og marginhandel en måte å øke avkastningen betydelig.**

### 6.4.1 Hva er giring?

**Giring**, eller gearing ("giring" på norsk), marginhandel, leverage og aksjekreditt er begreper som betyr det samme og som benyttes om hverandre blant tradere.

*Giring* og *marginhandel* går ut på å låne penger fra nettmegleren og bruke disse til å investere for. På den måten kan du raskere bygge opp en stor formue, men risikoen øker også tilsvarende. Mange har blitt rike på denne måten, men mange har også tapt alle pengene sine. Det gjelder derfor å vite hvordan giring fungerer slik at du vet hvilken risiko du tar før du begynner med dette.

De som starter med to tomme hender og inntekter fra en vanlig jobb, har ikke så mye penger å investere i begynnelsen. Mange velger da giring. Ved å gire kan du for eksempel kjøpe aksjer for 200.000 kroner ved kun å ha 10.000 kroner i egenkapital (tilsvarende en giring på 1:20). Dette gjør du ved å stille egenkapitalen din, i dette tilfelle 10.000 kroner, i sikkerhet til megleren som låner deg resten av pengene.

### 6.4.2 SWAP

**SWAP** er kostnaden for å låne pengene eller gjøre giringen om du vil. Det vil si rentekostnaden, kurtasjen og eventuelle andre finanskostnader. For å gjøre eksemplene våre ekle holder vi disse kostnadene utenfor.

For kortsiktig giring (belåning) er disse kostnadene små, men skal du holde posisjonen over måneder eller år er dette en kostnad du må ta høyde for. Sjekk derfor dette alltid med din megler før du starter med giring.

### 6.4.3 Fordeler og ulemper med giring

Fordelen med giring er at du kan investere for mer enn det du har i egenkapital og dermed oppnå en langt høyere avkastning hvis aksjen skulle stige. Motsatt øker tapet hvis aksjen synker. Giring er derfor ikke risikofritt.

Tenk deg at du kjøper en aksje, og så låner du halvparten av beløpet du investerer av megleren din (giring = 1:2). Dersom aksjen synker med bare 10% så sitter du med et urealisert tap på det dobbelte, altså 20%.

Motsatt er det store fordeler hvis du klarer å gjøre noen gode handler. Marginhandel er derfor midt i blinken hvis du vet hva du driver med.

### 6.4.4 Risiko ved giring

La oss si at du kjøper 10 aksjer i selskap X for 1000 kroner. Du har da investert 10.000 kroner. Hvis aksjekursen stiger med 20 prosent så har du tjent 2.000 kr (10% av innskuddet). Velger du å gire istedenfor å måtte betale hva aksjene koster og du oppnår en giring med 1:10 i margin så trenger du bare å investere 1000 kroner for den samme investeringen. Hvis investeringen din stiger 20 prosent har du fortsatt 2.000 kroner, noe

som gjør at du har tredoblet pengene dine (200% fortjeneste). Eksemplet kan illustreres med bildet nedenfor:



Kilde: <https://www.investikon.no/giring-aksjer/>

Motsatt har du tapt hele din egenkapital hvis aksjen faller med 10 prosent. Skulle aksjen finne på å falle 20 prosent sitter du plutselig med hele egenkapitalen i gjeld.

### 6.4.5 Giring krever en klar strategi!

Siden risikoen øker ved giringen (belåning) av porteføljen er det viktig å ha gjennomgått alle mulige hendelser, slik at du på forhånd vet hvordan du skal håndtere alle ulike situasjoner som kan oppstå. Du trenger med andre ord en klar strategi før du begynner med giring.

### 6.4.6 Hvordan redusere risikoen?

Siden du kan tape alle pengene dine ved å velge en for høy giring eller feil aksjer gjelder det å velge en strategi og tiltak som reduserer risikoen din.

Det første du må forsikre deg om er å velge en nettmegler som ikke lar deg tape mer enn det du satser. Gjør du ikke dette kan du komme opp i en situasjon hvor du blir "gjeldsslave".

#### 6.4.6.1 Diversifisere

Diversifisere betyr å spre risikoen og går ut på at du kjøper flere forskjellige aksjer. Hvis du kun har en aksje i porteføljen din blir du veldig utsatt for hvordan kursutviklingen til denne aksjen er. Øker du porteføljen til to aksjer kan den ene aksjen stige, mens den andre faller, og det kan igjen gjøre at totalavkastningen til porteføljen ikke blir så dårlig.

### 6.4.6.2 Stop loss ordre

Stop-loss vil si at du legger inn en salgs ordre hos megleren din på en aksje hvor megleren automatisk selger aksjen din hvis den faller under et vist nivå. På denne måten kan du ikke tape mere penger enn det du har bestemt deg på forhånd.

### 6.4.6.3 Take Profit ordre

Du kan også legge inn en Take Profit ordre hvor megleren din automatisk stenger (selger) din posisjon når fortjenesten på posisjonen kommer opp til et valgt beløp.

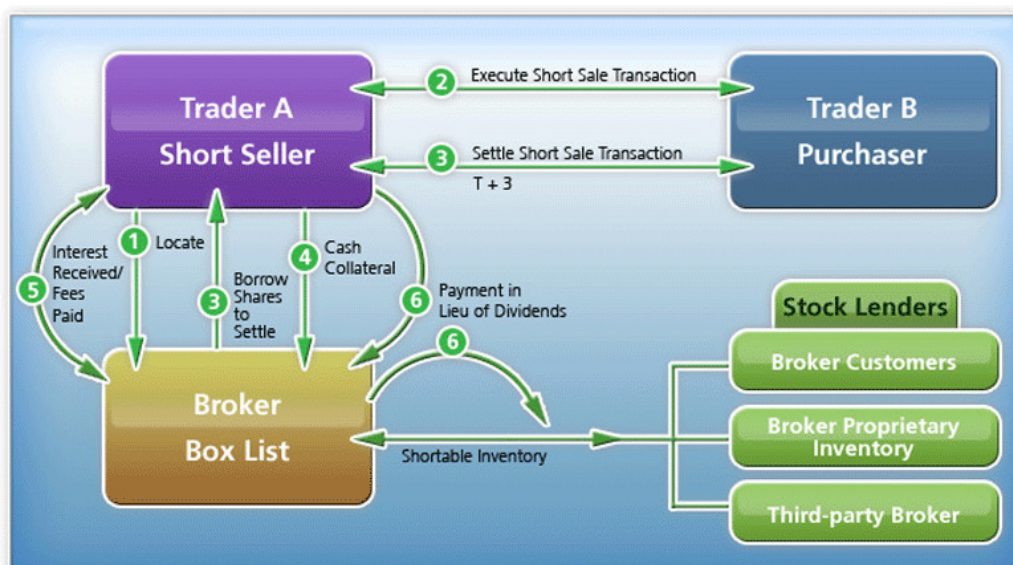
## 6.4.7 Tilbyr alle meglere giring og hvor høy giring tilbyr de?

Ikke alle nettmeglere gir deg muligheten til å gire dine investeringer, så dette er noe du må sjekke med din nettmegler.

Hvor mye du kan få i aksjekreditt varierer, både fra hvilken megler du bruker, hvilken aksje du kjøper og hvordan porteføljen din er diversifisert. Noen nettmeglere tilbyr en giring opp mot til 1:400 på råvarer og valuta, men en slik giring er ikke å anbefale. Normal giring de fleste tilbyr ligger mellom 5-30 ganger egenkapitalen (1:5-30).

Høyest giring oppnår du ved kjøp av råvarer (gull, olje osv), valuta og indekser, mens enkeltaksjer gir den laveste giringen. Dette fordi råvarer, valuta og indekser svinger langt mindre enn enkeltaksjer. Risikoen ved å gire investeringer i enkeltaksjer er derfor større enn når du investerer i råvarer og valuta.

## 6.5 Shorting og shorthandel



Når aksjemarkedet faller, er det mer utfordrende å tjene penger. Da er det langt mellom vinnerne, og det er vanskelig å velge ut de riktige aksjene. Det er imidlertid mulig å tjene penger i fallende markeder også, ved hjelp av *shorting*.

Shorting er med andre ord et alternativ dersom du tror at en aksje skal mye ned, eller dersom du tror på resesjon (fall) i markedet.

### **6.5.1 Hva er shorting?**

*Shorting* går ut på å låne f.eks. aksjer til en avtalt pris, selge aksjene for så å (forhåpentligvis) kjøpe tilbake aksjene på et senere tidspunkt på en lavere kurs enn hva man solgte for. Dermed kan man tjene penger på at aksjekursene faller.

Shorting er definitivt spennende, og i fallende markeder er det ofte den sikreste måten å tjene penger.

Du kan shorte det meste av finansielle produkter, enten det er aksjer, råvarer eller valuta.

For eksempel, å *shorte* en aksje vil si at du låner en aksje fra noen, og så betaler for det som en lånetjeneste til den prisen som dere blir enige om.

Når du shorter avtaler du dessuten også når aksjene eller verdipapiret skal leveres tilbake.

De aksjene du låner, vil man som regel selge når man shorter, i håp om at kursen på aksjen går ned. Omsider kommer dagen hvor du skal tilbakelevere aksjen, og da må du tilbake å kjøpe aksjen i markedet. Har aksjen falt i verdi, kan du dermed kjøpe aksjen billigere enn hva du solgte den for. Dermed kan du tjene penger selv i fallende markeder.

### **6.5.2 Shorthandel i praksis**

De fleste som driver med en form for trading eller investeringer vet litt om shorting, men få vet hvordan man driver med shorting i praksis.

Når man driver med shorthandel så hører det bare til sjeldenhetene at man fysisk låner aksjer fra andre investorer. Det er da mye vanligere å shorte i form av å kjøpe opsjoner.

Skal du shorte er det tryggest å kjøpe en salgsopsjon, for eksempel en binær opsjon av typen "Put" (i motsetning til "Call" som er en kjøpsopsjon).

### **6.5.3 Nettmejlere som tilbyr shorting**

Opsjoner er spennende, men uheldigvis er det et dårlig opsjonsmarked på OSE. Alternativet blir å benytte seg av utenlandske eller mer "internasjonale" nettmejlere, gjerne mejlere som har kontorer på strategiske lokasjoner som London, New York, Sidney og Kypros. Ikke alle nettmejlere tilbyr shorting til en pris som det er mulig å tjene penger på denne form for aksjehandel, men noen gjør dette hvis dette skulle være en handelsform du ønsker å prøve.

## 6.5.4 Shorting er en risikosport

Shorting er antagelig den form for aksjehandel som er mest risikofylt, da giringen gjør at du kan tape enormt. På den andre siden er også oppsiden desto større.

## 6.6 Timing av aksjekjøp og aksjesalg

### 6.6.1 Tenk timing

Om du planlegger å eie den samme aksjen over flere år har det generelt lite å si når på året du kjøper den. Om du derimot planlegger å kjøpe og selge aksjer med jevne mellomrom, er det greit å være klar over at historiske tall tyder på at enkelte perioder av året er bedre enn andre på børsen.

### 6.6.2 Januar er den beste måneden i året

«*Sell in May and stay away*», sier mange aksjemeglere. Grunnen er at halvåret fra desember til mai historisk sett har gitt mye bedre avkastning enn halvåret fra juni til november. Husk imidlertid at dette selvfølgelig ikke skjer hvert år – og ikke gjelder alle aksjer.

Januareffekten er dessuten blitt et kjærkomment fenomen for investorer som kjøpt litt for dyre diamanter til kona i desember. Januar er nemlig historisk sett den beste børs måneden, mens september har vært den dårligste måneden å ha penger plassert i aksjer.

### 6.6.3 Ikke gå for sent inn

"*Timing*" er essensielt i aksjemarkedet. Kommer du for sent inn i en aksje er den største oppsiden allerede tatt ut, og da er det ingen god grunn for å gå inn i aksjen - spesielt hvis usikkerheten knyttet til selskapets fremtidige inntjeningssevne er usikkert.

Hemmeligheten bak å tjene penger på vekstselskaper er derfor å kjøpe seg inn i dem før "alle" får opp øyne og kaster seg over dem. Når dette skjer har aksjen snart nådd toppen og den største langsiktige oppsiden er allerede tatt ut.

[su\_note note\_color="#fceed6" radius="10"]Noen klassiske tegn på slike selskaper er:

- **Du leser ukentlig positive omtaler om selskapet i media**
- **Selskapet anbefales av de store mediene og meglerhusene regelmessig**
- **"Bjellesauene" har begynt å flagge kjøp.**
- **Selskapet er blitt tatt opp som en del av en indeks.[/su\_note]**

Jo tidligere du klarer å gå inn i fremtidens børsrakter, jo større blir oppsiden (fortjenesten) din. Med "*børsrakter*" menes:



**- eksepsjonelt populære aksjer som har hatt en enorm kursøkning over lengre tid og som markedet dermed har store forventninger til.**

Klassiske eksempler på slike aksjer de siste 10 årene er Apple, Google, Facebook, Twitter, Alibaba og Amazon. Fellesnevneren for alle disse selskapene er at de er IT-selskaper. I de siste årene har vi også fått børsraketter som Tesla som egentlig er en el-bil, men som prises som et IT-selskap.

#### **6.6.4 Kjøp på aksjens støttenivå og selg på motstandsnivå**

Mange aksjer beveger seg sidelengs i markedet eller med en liten stigning. Dette betyr ikke at aksjekursen ikke svinger enormt. Mange aksjer kan bevege seg sidelengs i markedet, men ha store prissvingninger mellom topp og bunn.

For slike aksjer gjelder det å finne ut hvor aksjens støtte- og motstandsnivå ligger, for deretter kjøpe aksjen når den kommer ned til aksjens støttenivå og holde på den helt til den kommer til forventet motstandsnivå, hvis du ikke har en god grunn til å tro at aksjen nå vil bryte ut fra sitt støtte/motstand nivå.

#### **6.6.5 Kjøp på dypper**

Ingen aksjer går bare oppover. Etter et par-tre dager med oppgang kommer det alltid en liten eller større korreksjon, en såkalt dypp, før aksjekursen så stiger igjen (hvis kursen skal videre opp).

Har du ikke tid til å vente til aksjekursen kommer ned til siste støttenivå eller fordi dette er en så sterk [momentum](#) aksje som bare vil fortsette oppover i flere uker har du alltid tid til å vente på neste dypp for å unngå å kjøpe aksjen på en topp.

#### **6.6.6 Følg med på glidende gjennomsnitt, det gyldne- og døds korset**

Følg med på 200- og 50-dagers [glidende gjennomsnitt](#). Bryter glidende 50-dagers gjennomsnitt den langsiktige 200-dagers glidende gjennomsnitt er dette et kraftig kjøps eller salgssignal, avhengig av om vi snakker om et [gyldent kors og dødscoret](#).

Kontinuerlige teknisk analyse av de aksjene du allerede er inne i eller ønsker å gå inn i vil vi deg indikasjonene du trenger for å kunne time dine kjøp og salg av aksjene i din aksjeportefølje.

#### **6.6.7 Ikke sitt for lenge i en tapsaksje**

Bestem deg før du kjøper en aksje for på hvilken aksjekurs du skal selge aksjen igjen på. Dette gjør at du vet når det er på tide å selge aksjen igjen for at du skal nå dine kortsiktige

og langsiktige mål. Legg samtidig inn en Stop-Loss ordre, hvor nettmegleren din automatisk selger aksjen din hvis den skulle falle med en viss prosentsats.

Selvfølgelig er det irriterende dersom aksjen stiger igjen etter at du har solgt. På den annen side kan du bruke pengene til å kjøpe en annen aksje, og den kan stige mer enn aksjen du solgte. Uansett er dette etterpåklokskap.

Hvor tett stopp-loss man setter avhenger igjen av hvilken tidshorisont man opererer med. Er man trader og kan følge aksjen hele tiden vil man ha meget tette stopp-loss nivåer, mens man som langsiktig investor kan ligge ett godt stykke unna dagens kurs med sine nivåer. Du bør også vurdere volatiliteten i en aksje før nivået settes. Et godt råd er imidlertid å flytte stopp-loss på en stigende aksje til et nivå høyere enn det du kjøpte den på slik at tap i unngås.

### **6.6.8 Hold på vinneraksjene til de når toppen**

Selv om det er ekstremt viktig å ikke gå for sent inn i en aksje og selge seg ut før "boblen" sprekker, er det like viktig å ikke få panikk og selge ut en vinneraksje bare fordi det kommer noen dårlige nyheter i media om selskapet.

De virkelige gode aksjene finner du ikke daglig. Det gjelder derfor å bli sittende på dem til du er sikker på at de er en overpriset "boble" som vil falle på grunn av manglende fundamentale verdier i bunn. For å avgjøre dette kreves det imidlertid at du selv gjennomfører en [fundamental analyse](#) av selskapet. Noe som er både tid og kompetansekrevende.

Alle aksjer vil møte motgang og få korreksjoner i kursen. Det gjelder bare å ikke få panikk når dårlige nyheter kommer. Start med å sjekk holdbarheten til nyheten. Er det noen som er ute etter å svarte selskapet eller er dette et reelt problem og hva vil dette bety for selskapet og aksjekursen i praksis.

Hold hodet kaldt og finn svarene på disse spørsmålene får du gjør noe mer med saken. De som solgte sine Apple aksjer når Apple sa at de skulle begynne å lage smarte mobiltelefoner etter suksessen med iPod, bare fordi Nokia og resten av bransjen lo av dem og sa at det var stor forskjell på å lage mobiltelefoner og datamaskiner, angrer idag på sitt valg. Selv om også disse aksjonærene tjente gode penger på sin investering i Apple gikk de allikevel glipp av den største kursoppgangen som kom etter suksessene med iPhone og iPad.

### **6.6.9 Ikke ta for tidlig gevinst**

Kutt ut taperne i din portefølje, men la vinnerne ligge. Det er selvfølgelig riktig at ingen blir fattige av å ta gevinst, men man blir ikke nødvendigvis rik av det heller. Har man først tatt gevinst i en aksje virker det utrolig vanskelig for mange å komme seg inn igjen i aksjen dersom den fortsetter å stige. Husk, den blir jo bare "dyrere og dyrere".

Gode aksjer kjennetegnes ofte av at de stiger mye lenger enn man først kunne anta. Formuer blir skapt ved å sitte lenge nok i slike aksjer. Men, til slutt blir man ofte innhentet



av tyngdekraften. Snur markedet er det fortsatt enklest å selge aksjer man har gevinst i, og den siste tids børsvinnere blir ofte hardt rammet når markedet faller mye. Du kan til en viss grad sikre deg mot dette.

## 6.7 Stop-Loss ordre

**For å unngå at du plutselig taper mer enn det du hadde planlagt som som "worst case" scenario anbefaler vi alle investorer og tradere å legge inn en Stop-Loss ordre på sine enkeltaksjer.**

### 6.7.1 Hva er en Stop-Loss ordre?

En stop-loss-ordre er en ordre du legger inn hos din nettmegler om å kjøpe eller selge en bestemt aksje når aksjen når en bestemt pris.

For eksempel kan du legge inn en stop-loss ordre på 10% under prisen du kjøpte aksjen for. Når denne stop-loss ordren er lagt inn vil nettmegleren din automatisk selge disse aksjene hvis aksjekursen skulle synke med 10%. På denne måten er du garantert at du aldri vil tape mer enn maksimum 10% av pengene du kjøpte aksjen for, og dette uten at du engang trenger å følge med på hvordan kursutviklingen går for denne aksjen.

Tradisjonell stop loss består av to deler:

- **Trigger-vilkår:** Vilkåret kan være at aksjen skal stige eller falle til en bestemt kurs (triggerkurs). Først når vilkåret er oppnådd vil ordren din bli aktivert.
- **En ønsket kjøp/salgpris (limit):** Ordren som trigges av stop loss vil bli lagt ut i markedet til denne prisen. For at handelen skal gjennomføres må det finnes en kjøper eller selger i markedet som vil handle til den prisen du har oppgitt. Jo "dårligere" pris du angir i forhold til triggerprisen, desto større er sjansen for at handelen blir gjennomført.

Du kan legge stop loss begge veier. Det betyr at du kan legge en ordre om salg dersom kursen faller til et bestemt nivå, eller du kan legge inn en ordre om kjøp hvis kursen når et bestemt nivå.

#### 6.7.1.1 Eksempel

La oss si at du har aksjer i Selskap A som du vil selge hvis kursen synker til 100 kr eller lavere. Du setter derfor en triggerkurs for stop loss til 100 kr og limit (salgspris) til 99 kroner. Når kursen synker til 100 kr sendes salgsordren din ut i markedet med prisen 99 kroner.

## 6.7.2 Trailing Stop-Loss

Trailing Stop-Loss ligner på den tradisjonelle Stop-Loss modellen, men her kan du velg hvor for mange prosent kursen skal kunne stige eller falle før ordren din blir aktivisert.

Ved trailing stop-loss aktiviseres ordren når den høyeste eller laveste kursen er nådd etter ordretidspunktet.

En trailing stop loss består av to deler:

- **Trigger-vilkår:** Du angir hvor mange prosent kursen kan stige eller synke før ordren aktiviseres. Triggervilkåret regnes ut i fra den høyeste eller laveste gjennomførte handelen etter at ordren ble lagt. Setter du trailing stop loss på -10 % vil aksjen legges ut for salg dersom den faller 10 % fra sin høyeste kurs (toppnotering) etter at du har aktivert trailing stop loss.
- **En pris:** Du angir pris som et prosentuelet avvik fra triggerkursen. Ordren som trigges av stop loss vil sendes til markedet med denne prisen. For at handelen skal gjennomføres må det finnes en kjøper eller selger i markedet som vil handle til den prisen du har oppgitt. Jo større prisavvik du tillater, desto større sjanse er det for at handelen blir gjennomført.

Du kan bruke trailing stop loss til å både kjøpe og selge aksjer automatisk.

### 6.7.2.1 Eksempel

La oss si at du har kjøpt aksjer i Selskap A som du ønsker å selge dersom kursen faller med 10 %. Du legger inn en trailing stop loss ordre av typen "selg". For å forsikre deg om at handelen blir gjennomført tillater du et prisavvik på 2 %.

La oss så si at kursen for Selskap A går opp til 250 kr for å så snu nedover. Din ordre sendes til markedet når kursen når 225 kr (250 kr - 10 %).

Siden du anga et prisavvik på 2 % sendes ordren med pris 220,5 kr (225 kr - 2 %).

## 6.7.3 Fordeler med Stop-Loss ordre

En stopp-loss ordre er som en gratis forsikring, da det ikke koster noe å legge inn en stopp-loss ordre. Du betaler bare vanlig kurtasje når din aksjepost blir solgt.

Den største fordelen med en Stop-Loss ordre er at du ikke trenger å overvåke hvordan en aksje presterer daglig. Denne bekvemmeligheten er spesielt nyttig når du er på ferie eller i en situasjon som forhindrer deg i å se på aksjene dine i en lengre periode.

En annen fordel med en stopp-tap-ordre er at du tvinger deg selv til å følge logikken og ikke dine egne følelser. Det er lett å bli forelsket i en bestemt aksje. Noe som gjør at du får en falsk tro på at hvis du gir aksjen en ny sjanse så vil du tjene gode penger på den. Dette stemmer sjeldent (dessverre).

Legger du deg til en vane å alltid legge inn en Stop-Loss ordre når du kjøper en aksje hjelper dette deg til å holde deg på sporet og unngå at du styres av din magesfølelse og kjærlighet for enkelte aksjer.

## 6.7.4 Ulemper med Stop-Loss Orders

Den største ulempen med Stop-Loss ordre er at kortsiktige svingninger i aksjekursen kan trigge en salgsordre.

## 6.7.5 Hvilken Stopp-Loss grense bør du velge?

Skal Stop-Loss ordre være et effektivt verktøy for deg må du velge en stop-loss-prosentandel som gjør at en aksje kan svinge fra dag til dag, samtidig som den forhindrer at du taper store beløp. Å sette en 5% stop-loss-ordre på en aksje som historisk svinger med 10% eller mer i løpet av uken er en dårlig strategi. En slik strategi gjør at du bare ender opp med å tape penger på kurtasjen du må betale for å selge aksjen, for så å kjøpe den tilbake.

Det er ingen harde regler for nivået der stopp skal plasseres; det avhenger helt av din individuelle risikovillighet. En aktiv trader kan bruke et nivå på 5%, mens en langsiktig investor kan velge 15% eller mer.

## 6.8 Utbytte - utbytteaksjer – utbyttefond

### 6.8.1 Hva er utbytte?

**Utbytte** er utdeling av kontanter fra selskap til aksjonær, enten direkte eller indirekte. Utbytte er den løpende avkastningen selskapet gir til sine eiere i form av kontanter fra selskapet til aksjonærene. Normalt betales utbytte som en andel av årets overskudd.

### 6.8.2 1 av 2 måter en verdiinvestor tjener penger

Utbytte er en av to måter en verdiinvestor tjener penger på [verdiaksjene](#) de eier.

Først tjener en verdiinvestor på utbytte de mottar årlig fra selskapene de eier. Deretter tjener de penger på prisstigningen til aksjen mens de eier den. Ved å legge sammen disse to avkastningene får vi den totale avkastningen en verdiaksje gir en verdiinvestor.

### 6.8.3 Hvem bestemmer at det skal utbetales utbytte?

I aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper vedtas utbetaling av utbytte av aksjonærene i [generalforsamlingen](#), etter at [styret](#) har lagt frem sitt forslag til hvordan årets overskudd skal anvendes.

Generalforsamlingen kan ikke treffe beslutninger om utbytte som overstiger styrets forslag, jf. [Aksjeloven §8-2](#). Vedtaket om utbytte krever alminnelig flertall i generalforsamlingen. Det vil si at minst 50,1% av de stemmeberettigede aksjene må stemme for forslaget om utbytte.

## 6.8.4 Hvor mye kan deles ut i utbytte?

Hvor mye som maksimalt kan utbetales i utbytte reguleres av aksjeloven, hvor det settes et absolutt og skjønnsmessig krav.

- Det **absolutte kravet** settes av [aksjeloven §8-1\(1\)](#):  
*Netto eiendeler skal etter utdelingen av utbytte dekke aksjekapitalen og øvrig bundet egenkapital (fond for urealiserte gevinster og vurderingsforskjeller). I tillegg må det trekkes fra lån og sikkerhetsstillelse til aksjonærer, samt avtalepant i egne aksjer.*
- Det **skjønnsmessige kravet** stilles av aksjeloven 8-1(4):  
*Selskapet må ha en forsvarlig egenkapital og likviditet etter utdelingen av utbytte, som etter [Aksjeloven §3-4](#) bestemmes ut ifra «risikoen ved og omfanget av virksomheten i selskapet».*

Til syvende og sist avgjøres størrelsen på utbytte ut i fra en helhetsvurdering av selskapets økonomiske situasjon.

### Eksempel på beregning av maksimalt utbytte:

- Eiendeler
- Gjeld
- Aksjekapital/Selskapskapital
- Bundet egenkapital
- Kreditt til eiere
- Egne aksjer og avtalepant i egne aksjer
- Dekning av tap
- = **Maksimalt utbytte**

## 6.8.5 Tre ulike typer utbytte

Aksjeloven skiller mellom tre typer utbytte, avhengig av når utbytte vedtas og beregningsgrunlaget:

1. **Ordinært utbytte** - vedtas av generalforsamlingen i den ordinære generalforsamlingen som skal avholdes innen seks måneder etter utgangen av regnskapsåret (vanligvis 30. juni), jf. [Aksjeloven §5-5\(1\)](#). Beregningsgrunlaget er siste årsregnskap.

2. **Ekstraordinært utbytte** - vedtas av generalforsamlingen når som helst i den ekstraordinære generalforsamlingen. Selskapet kan f.eks. ha tjent mye penger etter at årsregnskapet ble lagt frem, og derfor ønsker å ta ut ekstra utbytte. Dette kan bare skje dersom revisor, eller minst en tidel av aksjeeierne, krever at styret innkaller til ekstraordinær generalforsamling for å få dette behandlet, jf. [Aksjeloven §5-6\(2\)](#).

Beregningsgrunnlaget er revidert mellombalanse.

3. **Tilleggsutbytte** - vedtas av generalforsamlingen, eller styret, etter fullmakt fra generalforsamlingen. Dette skjer når som helst i den ekstraordinære generalforsamlingen eller i styremøte. Dette er vanlig praksis i selskaper som ønsker å gi utbytte flere ganger i året (typisk hvert kvartal). Fullmakten kan ikke gjelde for lengre tid enn frem til førstkommende ordinære generalforsamling, jf. [Aksjeloven §8-2\(2\) pkt. 2](#). Beregningsgrunnlaget er siste årsregnskap.

## 6.8.6 Når utbetales utbytte og til hvilken konto?

Utbytte utbetales normalt et par uker etter at vedtaket er fattet, men aldri senere enn seks måneder etter beslutningen, jf. [Aksjeloven §§ 8-3\(1\) og 8-3\(2\)](#).

Pengene blir normalt betalt til en felleskonto hos nettmegleren, og går deretter direkte inn på kontoen hvor aksjene står i.

## 6.8.7 Skatt på utbytte

Mottatt utbytte er skattepliktig inntekt.

Grunnlaget for beskatning er reglene som gjelder det året generalforsamlingen vedtar utbytte. Utbytte-inntekten reduseres med skjermingsfradrag, for så å oppjusteres med 1,44, jf. [Skatteloven §10-11 \(1\)](#).

Inntekter fra utbytte regnes som alminnelig inntekt, som betyr at det er en skattesats på 22 prosent (2020-sats).

### Eksempel:

Mottatt utbytte: 10.000 kr  
Skjermingsfradrag (1,3 % for inntektsåret 2019): 1.30 kr  
Tidligere ubenyttet skjermingsfradrag: 0  
Utbytte før skattemessig oppjustering: **9.870 kr**  
Oppjusteringsfaktor (1,44): 14.213 kr  
Skatt på utbytte (22 %): **3.127 kr** (31,27 % i reell skattesats)

Utbytte etter skatt: **6.873 kr**

### 6.8.7.1 Hva med skatt på utbytte i aksjesparekonto?

På samme måte som med gevinst fra salg av aksjer, vil heller ikke mottatt utbytte beskattes løpende, så lenge pengene ikke tas ut av aksjesparekontoen. Det er først ved uttak som overstiger kostprisen (innskutt beløp) at man blir skattlagt.

## 6.8.8 Ink-dag og ex-dag

Vi skiller i denne sammenheng mellom «*ink-dag*» og «*ex-dag*».

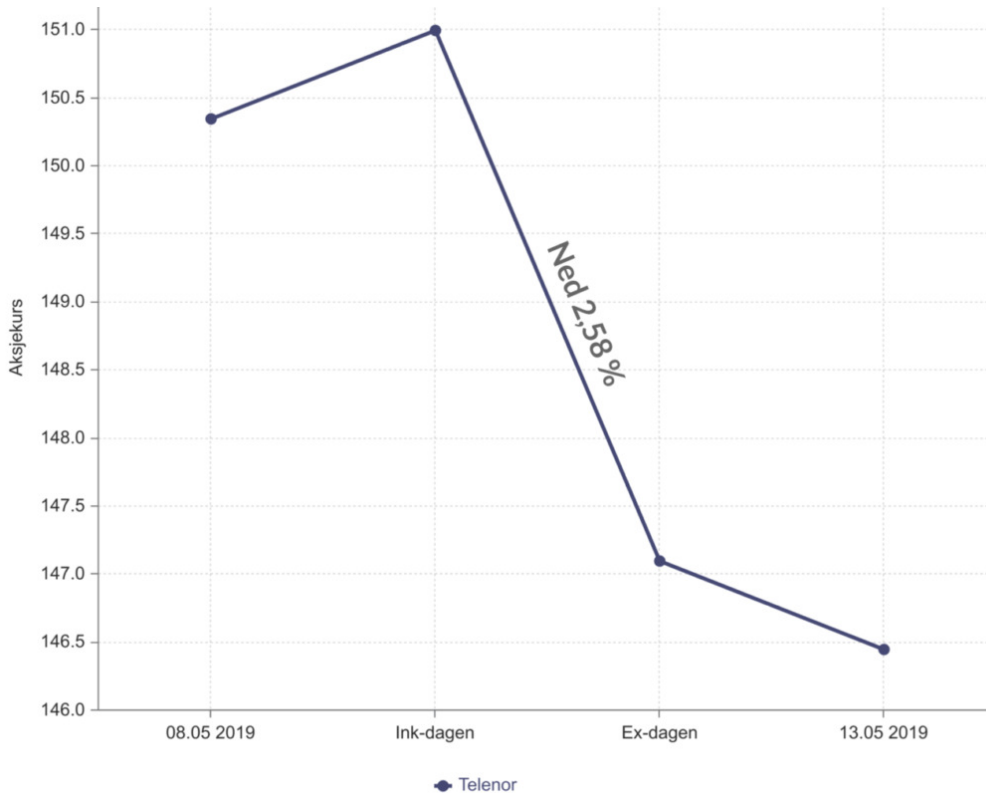
For å ha rett på selskapets utbytte må du eie aksjen på «*ink-dagen*» som er den dagen generalforsamlingen vedtok å utbetale utbytte. Første handelsdag på børsen etter dette kalles «*ex-dagen*». Aksjene som blir kjøpt før "ex-dagen" har rett på utbytte. Noe som betyr at hvis du var eier på "ink-dagen" så har du rett på utbytte, selv om du selger aksjen på "ex-dag".

- "**ink-dag**" = dagen utbytte ble vedtatt. Gir deg rett på utbytte, selv om du selger aksjen på ex-dag.
- "**ex-dag**" = første handelsdag etter "ink-dag".

## 6.8.9 Hvordan påvirker utbytte, "ink-dag", aksjekursen?

Normalt vil aksjekursen falle omtrent tilsvarende størrelsen på utbytte. Dvs. hvis det utbetales 5% utbytte per aksje, så vil aksjen normalt falle med 5% "ex-dag". Dette er logisk når man tenker på at det som tidligere var selskapets egenkapital, nå er blitt kortsiktig gjeld til aksjonærene.

**Eksempel på hvordan utbytte påvirket aksjekursen til Telenor:**



I tilfellet over ble det vedtatt et utbytte i TeleNor som utgjorde 2,9 % av aksjekursen på «ink-dagen». Dagen etter at retten til utbytte var gått ut falt aksjekursen 2,58 %.

### 6.8.10 Utbytte reduserer egenkapitalen til selskapet

Som allerede påpekt reduseres selskapets egenkapital med det beløp som vedtas som utbytte, mens kortsiktig gjeld til aksjonærene øker. Isolert sett påvirkes nåverdien til selskapet ikke noe av utbytte utbetalingen, selv om selskapets verdi reduseres.

### 6.8.11 Påvirker utbytte markedsverdien til selskapet utover selve beløpet på utbytte?

For å besvare dette spørsmålet kan vi benytte irrelevansprinsippet til Miller og Modiglianis som sier at selskapets utbyttepolitikk er irrelevant for markedsverdien.

Studier utført av blant annet Elton, Gruber og Blake, konkluderer med at når det er skattemessig fordelaktig å ta ut utbytte, vil aksjeprisen falle mer enn beløpet på utbytte.

For obligasjonsfond som ikke har skattemessig fordel av utbytte, vil prispallet være mindre enn beløpet på utbytte.

## 6.8.12 Utbytteaksjer

Aksjer i selskaper som pleier å dele ut utbytte, én eller flere ganger i året, kalles for **utbytteaksjer**. Dette er som regel store og stabile virksomheter.

Kjente norske og amerikanske utbytteaksjer er Orkla, Telenor, DNB, Gjensidige, Mowi og Equinor.

Eksempel på amerikanske utbytte-tungvektene er Johnson & Johnson, Exxon Mobile, Dow, 3M, Coca-Cola og Palmolive-Colgate.

Små oppstartsselskaper, men også store selskaper som fortsatt er i vekst (for eksempel Google), deler som regel aldri ut penger til sine investorer. Det skyldes for det første at slike selskaper gjerne går med underskudd.

Vekstselskaper reinvesterer overskuddet sitt eller bruker det til å kjøpe opp andre selskaper for å bli større og forhåpentligvis bli mer lønnsom i fremtiden. De gir derfor ikke utbytte til sine eiere (aksjonærer). Slike selskaper ser større verdi i å bruke eller spare pengene selv enn å gi de til aksjonærene. Eierne er dessuten mest opptatt av den totale avkastningen, enn fordelingen mellom utbytte og verdiøkning.

## 6.8.13 Hva bør du se etter for å finne stabile utbytteaksjer?

Stabile utbytteaksje kjennetegnes ved at de i årevis har gitt sine aksjonærer utbytte. Aller helst bør utbytte være økende for å kunne kalle selskapet for en utbytteaksje.

Utbytteaksjer har normalt en stabil etterspørsel etter sine produkter og tjenester. Coca Cola har hatt økende utbytte i 58 år på rad. For å finne frem til stabile utbytteaksjer må man først se på selskapets historikk- og utbyttepolitikk.

Selskapets utbyttepolitikk vil som regel gjenspeiles i historikken av utbytte, men det er også lurt å se på ledelsens siste utbytte mål for fremtiden når vi skal vurdere om en aksje er en utbytteaksje eller ikke.

Når du skal velge dine utbytteaksjer bør du vurdere hvor stor andel av overskuddet som utbetales som utbytte. Generelt bør utbytte ikke utgjøre mer enn 60-70 % av overskuddet. Dette er noe som er viktig å tenke på for å være sikker på at selskapet har nok kontanter til å garantere en forsvarlig drift.

## 6.8.14 Utbyttefond

**Utbyttefond** er et godt alternativ til å slippe å plukke ut enkeltaksjer som gir utbytte på egenhånd. Utbyttefondene kan også brukes som et hjelpemiddel for å finne egne utbytteaksjer.



Felles for slike fond er at de investerer i utbyttebetalende aksjer og eventuelt egenkapitalbevis. I de fleste tilfellene vil ikke utbyttene betales ut direkte til andelseierne, men reinvestert i fondet. For å få utbetalt utbytte kan gå veien gjennom å selge andeler med samme verdi tilsvarende utbyttene.

### 6.8.15 Utbyttestrategier

Den enkleste og kjedeligste strategien er ofte den beste: kjøp og hold på stabile utbytteaksjer som genererer en jevn kontantstrøm inn på konto.

En annen kjent utbyttestrategi er å kjøpe aksjen rett før utbytte-kravet utgår, og selge ved første anledning hvor utbytte ikke er inkludert. Gevinsten oppstår når utbytte er større enn fallet i aksjekursen. Utfordringen ligger selvfølgelig i å finne slike utbytteaksjer.

Andre strategier er å investere i utbytteaksjer basert på utbyttegrad, utbytteandel (utbytte i forhold til overskuddet), utbyttevekst, lønnsomhet, pris i forhold til bokført verdi og andre nøkkeltall for driften i selskapet.

## 7 Aksjeporteføljen

### 7.1 Hvorfor trenger du en aksjeportefølje?

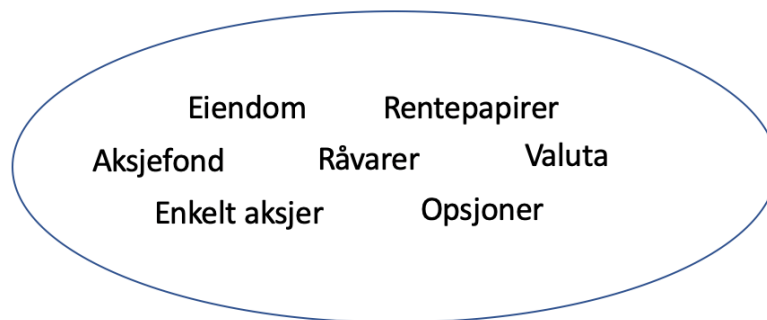
Vi trenger alle en aksjeportefølje, enten vi er [en trader eller investor](#). Dette fordi vi ikke vet på forhånd hvilke aksjer som vil stige i tiden fremover. Vi velger derfor å ikke sette alle pengene våre i en enkeltaksje.

For å redusere risikoen for å gå på store tap eller miste børsvinnerne velger vi å sette sammen en aksjeportefølje hvor vi kjøper aksjer i flere forskjellige selskaper.

## 7.2 Hva er en aksjeportefølje?

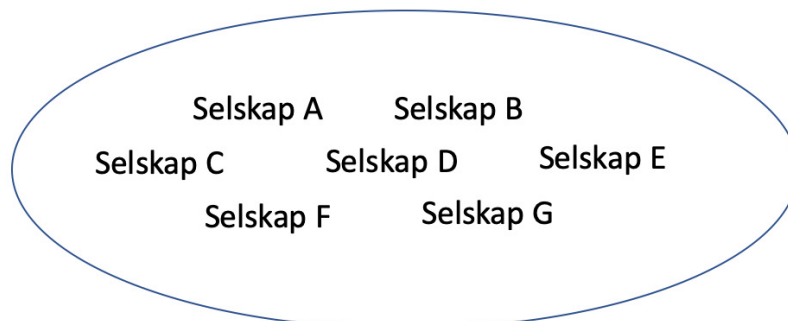
Med **portefølje** menes:

- en samling av verdipapirer, f.eks. aksjer, råvarer, valuta, fond, skjøter, obligasjoner og opsjoner.



En **aksjeportefølje** er dermed:

- en samling enkeltaksjer i ulike allmennaksjeselskaper.



Målet med å sette sammen en aksjeportefølje istedenfor å satse på en enkeltaksje er å redusere risikoen gjennom diversifisering.

## 7.3 Diversifisering

**Diversifisering** vil si:

- Å sette sammen en aksjeportefølje bestående ulike aksjer for å redusere aksjenes usystematiske risiko.

I motsetning til systematisk risiko som ikke kan diversieres bort, kan usystematisk risiko diversifiseres bort gjennom å spre investeringen på flere aksjer i ulike bransjer og markeder, uten å samtidig måtte redusere den forventede avkastningen.

Hvis du f.eks. eier to aksjer som du har betalt den samme inngangsbilletten for. En i et selskap som selger paraplyer og en i et selskap som selger solkrem, er risikoen for at du skal tape store penger på denne aksjeporteføljen i løpet av sommeren minimal. Dette fordi hvis det blir en flott sommer med masse sol og varme, vil aksjen som selger solkrem stige som et resultat av økt etterspørsel etter solkrem og andre solprodukter. Blir det en forferdelig sommer med masse regn vil aksjen som selger paraplyer stige som et resultat at flere etterspør paraplyer og regntøy.

På den måten er du sikret at du ikke vil tape store penger på aksjeporteføljen i løpet av sommeren, da kursstigningen på solkremen vil veie opp kursfallet for paraply aksjen hvis det blir en solfylt sommer - og motsatt hvis det blir en regnfylt sommer.

## 7.4 Definisjon

Basert på resonnetet over kan vi definere en **aksjeportefølje** som:

**- En samling av enkeltaksjer for å redusere aksjenes usystematiske risiko og optimalisere avkastningen.**

## 7.5 Aktivaallokering

De fleste eksperter er enig i at det er viktig å:

- spre investeringene godt over flere sektorer og mange enkeltaksjer.
- huske på at Oslo Børs er en svært energitung børs (energi er ikke alltid vinneren, og i de periodene tjener du dårlig på energiaksjer).

En portefølje, enten det er en global investeringsportefølje eller en norsk aksjeportefølje, bør bestå av elementer som har en lav samvariasjon med hverandre. For å oppnå dette kan det være lurt å spre seg på ulike aktivaklasser, aksjeregioner, aksjesektorer og rentesegmenter. Dette kalles **aktivaallokering**.

Aktivaallokering er med andre ord et fancy ord for:

***- hvor stor andel forskjellige verdipapirer (aktiva) skal utgjøre av din verdipapirportefølje.***

I praksis handler det om hvor stor prosentvis andel av den totale porteføljen som skal investeres i aksjer, fond og rentepapirer.

## 7.6 Arbeidsmodell

For å sette sammen porteføljen din bør du følge denne fremgangsmåten (arbeidsmodellen), hvor du velger (i prioritert rekkefølge):

- **Aktivaallokering (verdipapirfordeling).**
- **Fondsandel.**
- **Markedsfordeling.**
- **Sektorfordeling.**
- **Enkeltaksjer.**

## 7.7 Verdipapirfordeling

Det første du må gjøre når du skal starte å investere i aksjer og andre verdipapirer er å starte med å lage en verdipapirfordeling.

Med **verdipapirfordeling** menes:

### **- Hvor stor andel av investeringen som skal investeres i ulike typer verdipapirer**

Alle verdipapirer er forbundet med en risiko, selv om den varierer fra verdipapir til verdipapir. Størst risiko gir investering i opsjoner og enkeltaksjer, mens banksparing, statsobligasjoner og fast eiendom er de minst risikofylte investeringsformene.

Poenget her er at du må bestemme deg for hvilken risiko du er villig til å ta og hvilke typer verdipapirer du ønsker å investere i. Deretter må du bestemme deg for hvor stor andel av den frie egenkapitalen (sparekapitalen) du er villig til å bruke på de ulike verdipapirtypene. F.eks. kan du bestemme deg for å investere 50% av sparepengene dine i aksjer, mens resten skal fordeles på banksparing og fast eiendom.

## 7.8 Fondsandel

Når du har bestemt deg for hvor stor andel av pengene du ønsker å bruke på aksjeinvesteringer er neste spørsmål å bestemme seg for hvor stor andel av disse pengene som skal investeres i aksjefond og hvor stor andel som skal investeres i enkeltaksjer og opsjoner.

Aksjefond er den form for aksjeinvesteringer som gir lavest risiko, mens opsjoner er den formen som gir størst risiko. Enkeltaksjer har en risikoprofil som ligger et sted mellom aksjefond og opsjoner.

Hvordan denne fordelingen bør se ut er avhengig av hvilken risiko du er villig til å ta. For eksempel kan du bestemme deg for å fordele aksjeinvesteringen din slik:

Aksjefond: 50%  
Enkeltaksjer: 40%  
Opsjoner: 10%

## 7.9 Markedsfordeling

Når du har bestemt deg for hvor stor andel av aksjeinvesteringen som skal investeres i aksjefond, enkeltaksjer og opsjoner, er neste spørsmål å bestemme deg for hvilket marked eller markeder du ønsker å investere i.

Det første du må ta stilling til er om du skal konsentrere deg om noterte eller unoterte aksjer. Noterte aksjer er aksjer som er børsnoterte, mens unoterte aksjer er aksjer som ikke er børsnoterte. Det tryggeste er å holde seg til de børsnoterte aksjene.

### 7.9.1 Geografisk fordeling

Deretter må du bestemme deg om du skal konsentrere deg om aksjer som er notert ved Oslo Børs eller en annen børs, f.eks. Nasdaq, NYSE eller London Stock Exchange. Alternativt kan du velge å gjøre begge deler, noe som alltid er å anbefale for å gjøre deg mindre avhengig av den energitunge norske børsen.

### 7.9.2 Global fordeling

Ønsker du å minimere risikoen bør du inkludere "*hele verden*" i aksjeporteføljen. Dette fordi verdens aksjemarkeder har en tendens til å gi forskjellig avkastning til forskjellige tider. For eksempel har det amerikanske markedet siden 2015 steget til stadig nye høyder, mens store deler av verden fortsatt ligger på nivåer lavere enn før finanskrisen. Motsatt har den russiske børsen gått ned i kjelleren etter Russlands involvering i Ukraina.

## 7.10 Sektorfordeling

Etter at du har bestemt deg for hvilke markeder du ønsker å gå i gjelder det å bestemme seg for hvilke sektorer du skal satse på. Å velge å satse alle pengene på olje eller IT sektoren er f.eks. alltid en dårlig ide, da du er garantert å tape penger så fort sektoren går dårlig - noe som alltid vil skje ved jevne mellomrom. En bedre ide er å fordele investeringene på flere sektorer som er uavhengig av hverandre.

Investerer du penger i aksjefond som består av enkeltaksjer som kun er notert på Oslo Børs er det viktig å være klar over at hovedindeksen til Oslo Børs (OSEBX) gir deg en meget sterk eksponering mot energi. Omlag 50% av hovedindeksen til Oslo Børs er knyttet til energi sektoren. Dette gir en svært skjev sektor eksponering. Velger du hovedindeksen som referanse får du f.eks. en svært dårlig eksponering mot helsevesenet (snaue én prosent).

## 7.11 Enkeltaksjer

Til slutt gjelder det å bestemme seg for hvilke enkeltaksjer du bør velge. Ideelt sett bør du sette sammen et aksjeportefølje med 10-15 aksjer som er spredt på 3-5 sektorer.

Historiske data viser at:

- Å eie aksjer i SMÅ SELSKAPER gir bedre avkastning enn å eie aksjer i store.
- Å eie aksjer i såkalte VERDISELSKAPER gir bedre avkastning enn å eie aksjer i vekstselskaper.

At små selskaper gir bedre avkastning enn store er logisk, da disse har mye høyere risiko. Å forklare at verdisekskaper gjør det bedre enn vekstselskaper er litt mer finurlig. Men det kan ha med å gjøre at vi investorer har en tendens til å overvurdere disse glamorøse selskaperens fremtidige inntjeningspotensiale.

## 7.12 Risiko og tidshorisont

Til syvende og sist vil oppbygningen av din portefølje bli avgjort av din:

### - Holdningen din til risiko og tidshorisont.

Selv om en aksjeportefølje bare er en oversikt over dine enkeltinvesteringer i aksjer, er poenget med en portefølje å se alle investeringene under ett. Porteføljens mål er å maksimere avkastningen over tid, uten at vi tar en større risiko enn vi er villig til.

## 7.13 Sikring av aksjeporteføljen

Normalt prøver vi å redusere risikoen i en aksjeportefølje ved å selge ut de største risiko aksjene. Imidlertid kan vi også bruke andre **sikringsinstrumenter**, f.eks. [opsjoner](#), for å redusere eller eliminere nedside risikoen til en aksjeportefølje, uten å måtte selge oss ned eller ut av eksisterende posisjoner.

Når sikringsinstrumentet (PUT) benyttes for å sikre en aksjeportefølje må resultatet av aksjeporteføljen og sikringen vurderes under ett. Målet må være å sette sammen porteføljen slik at du kan oppnå et utbetaling fra sikringsinstrumentet hvis markedet utvikler seg negativt. Utvikler markedet seg positivt oppnår du en positiv avkastning på aksjeporteføljen, mens investeringen i sikringsinstrumentet da vil være tapt i sin helhet.

## 7.14 Anbefalt sammensetning av aksjeporteføljen

Vårt råd er at du prøver å sette sammen en aksjeportefølje som består av 10-15 enkeltaksjer som er fordelt slik:

**Markeder:** Velg å investere i minst 2 ulike markeder. F.eks. i Norge (Oslo Børs) og USA (NYSE eller Nasdaq). Det gjør deg mindre sårbar for svingningene på Oslo Børs som ofte henger sammen med svingningene i olje-prisen.

**Sektorer:** Spre aksjekjøpene over flere sektorer som er uavhengig av hverandre, slik at du kan tåle at en sektor (f.eks. IT-sektoren) går kraftig ned, så lenge de andre ikke følger etter. Aksjemarkedets anbefaling er at du sprer investeringene over minst 2-3 sektorer som er uavhengig av hverandre. Med uavhengige sektorer menes sektorer som ikke følger hverandres utvikling.

**Antall selskaper:** Til slutt gjelder det å bestemme seg for hvilke enkeltaksjer (selskaper) man skal kjøpe. Her gjelder det å ikke putte alle eggene i en kurv, da tapet kan bli formidabelt hvis aksjen synker kraftig eller selskapet går konkurs. Aksjemarkedets råd er at du sprer investeringen over 10-15 enkeltaksjer over tid.

## 7.15 Hvordan velge ut aksjene i aksjeporteføljen?

### 7.15.1 "Ovenfra og ned" eller "nedenifra og opp" strategi?

Formålet med «nedenifra og opp» og «ovenifra og ned» stil er den samme, nemlig å identifisere hvilke aksjer man skal kjøpe. Forskjellen på stilene koker ned til følgende spørsmål "hvor skal jeg begynne?"

Den største forskjellen ligger når investoren starter å sile ut aksjer. I «ovenifra og ned» stil starter investoren med å analysere makromiljøet, mens en «nedenifra og opp» investor siler ut ifra det individuelle selskapets faktorer, uten bekymringer om sitt marked.

### 7.15.2 «Ovenifra og ned» stil

«Ovenifra og ned» stil begynner med en analyse av den bredere økonomien (makroperspektiv), både innenlands og internasjonalt. Dette er faktorer som BNP, renter, inflasjon, råvarepriser og valutakurser.

Deretter innsnevres analyseområdet til ulike sektorer og deres egenskaper. Sektorspesifikke faktorer er for eksempel; salg/inntekter, konkurranse og andre konsensusestimater som er viktig for å få en bedre forståelse av hvilken bransje eller sektor som vil utkonkurrere hverandre i nær fremtid.

Til slutt identifiserer investoren de mest lovende selskaper innenfor en sektor for å legge de til i porteføljen sin.



Bransjer og sektorer følger typisk visse markedssykluser og trender. Tilhengerne av «ovenifra og ned» stilen bruker denne antakelsen som hovedsynspunktet og starter derfor med en bred tankegang før det innsnevres ned til mere spesifikke faktorer.

### 7.15.3 «Nedenifra og opp» stil

En «*nedenifra og opp*» strategi fokuserer bare på å velge en bestemt aksje basert på de ulike individuelle kvaliteter. Tilhengerne av «nedenifra og opp» stilen søker kun fundamentalt sunne bedrifter, uavhengig av sektor eller makroøkonomiske faktorer. Hvilke aksjer man imidlertid skal velge kan variere fra investor til investor, og omfatter verdi-, vekst- eller inntektsinvestering.

Synet på denne investeringsstilen er at én enkelt bedrift kan gi gode resultater selv om den tilhørende sektor eller bransje gjør det dårlig. Følgelig, hvis de fundamentale tall er gode, er aksjen et kjøpspotensiale uavhengig av ytre faktorer.

En «nedenifra og opp» stil krever en grundig undersøkelse for å få en forståelse av selskapets virksomhet og dens produkter, og derfor kan det være vanskelig å vite hvor du skal begynne. Et svært nyttig verktøy for dette formålet, er å bruke en «aksjescreener» som enkelt filtrerer ut de bedriftene som svarer til dine kriterier.

### 7.15.4 Verdi-, vekst eller inntektsaksjer

Resultatutvikling i verdi- og vekstselskaper beveger seg i sykluser fordi ulike markedsførhold påvirker verdiaksjer annerledes enn vekstaksjer. Historisk sett så har **vekstaksjer** en tendens til å prestere bedre i enn markedet når økonomien vokster, mens **verdiaksjer** har en tendens til å utkonkurrere markedet når økonomien forholder seg nøytral eller er på vei ut av en lavkonjunktur.

Siden det er svært vanskelig å både holde et nært øye på mikro og makro faktorer, er det en stor fordel å inkludere både verdi, vekst og inntektsaksjer i aksjeporteføljen. Diversifisering på tvers investeringsstiler kan også hjelpe til med å dempe risikoen.

Det finnes alternative typer investeringsstiler som kan brukes til enkeltaksjer, men også sektorer. Investorer blir ofte karakterisert i henhold til hvilken investeringsstil de benytter.



## 7.15.5 Verdiinvestering

**Verdiinvestering** er en investeringsstil som fokuserer på å kjøpe en aksje som er undervurdert i henhold til en fundamental analyse, som sier «*hold*» aksjen inntil den har nådd sin sanne verdi. **Verdiaksjer** antas å bli handlet på rabatt av den sanne verdien.

Tolkningen av verdiinvestering kan variere fra investor til investor. Noen verdiinvestorer observerer tidligere og nåværende fundamentale tall uten å tenke så mye på fremtidig vekst, mens andre baserer fullt og holdent sine strategier på estimering av fremtidig vekst og fremtidige prognoser på fundamentale tall. Til tross for disse forskjellene vil alltid verdiinvesteringskonseptet søke å kjøpe en aksje for mindre enn det er verdt.

## 7.15.6 Hvordan finne verdiaksjer?

**Verdiaksjer** er vanligvis identifisert ved hjelp av forholdstall som lav pris-til-inntjening (P/E), pris-til-bok (P/B) og P/E-til-vekst (PEG) og dessuten høyt utbytte.

En **pris-til-inntjening (P/E) rate** finnes ved å dele prisen på en aksje med dens inntjening per aksje (EPS), og det er en enkel måte å få et raskt overblikk på en aksjes verdi. En spesielt høy P/E indikerer at aksjen er overvurdert og relativt risikabel i forhold til andre aksjer i samme sektor, og derfor ser verdiinvestorer vanligvis etter en lav P/E verdi. Ulempen med P/E er at den ikke tar høyde for vekst. Følgelig kan en lav P/E aksje synes attraktiv, men dersom selskapet ikke vokser så vil sannsynligvis ikke aksjeverdien stige heller.

En **pris-til-bok (P/B) rate** brukes til å sammenligne en aksjes markedsverdi (pris) til bokført verdi. Det kan beregnes som den nåværende aksjekursen delt på bokført verdi per aksje, i henhold forrige årsregnskap. I en bredere forstand kan det også beregnes som summen selskapets markedsverdi dividert med all egenkapital. Dette forholdet gir en viss idé om du betaler for høy pris for aksjen, ettersom det betegner hva som ville være restverdien hvis selskapet gikk konkurs i dag.

Et høyere P/B-forhold enn 1 angir at aksjekursen er høyere enn hva selskapets aktiva ville bli solgt for. Forskjellen viser hva investorene mener om fremtidig vekstpotensiale i selskapet.

## 7.15.7 Vekstinvestering

**Vekstinvestering** består av å identifisere aksjer som har opplevd raskere enn gjennomsnittet inntjeningsvekst i de foregående årene sammenlignet med markedet, og er dessuten ventet å fortsette dette vekstnivået i kommende fremtid.

### 7.15.7.1 Hvorfor investere i vekstaksjer?

Vekstaksjer er sett på som mer risikofylte enn vanlige aksjer siden de som regel har høy pris-til-inntjening (P/E) rate og betaler lite eller ikke noe utbytte til sine aksjonærer. På den annen side, hvis du velger en god vekstaksje har den mulighet til å øke seg i verdi.

Investorene er dermed villige til å betale en høyere aksjekurs for aksjens fremtidige vekstpotensiale.

Vekstinvestorer søker å gjøre kapitalgevinster fra en høyere aksjekurs, i motsetning til for eksempel å motta utbytte. En vekstaksje betaler ikke utbytte fordi selskapet foretrekker å reinvestere sine inntekter til å vokse og ekspandere driften.

Siden P/E rate ikke tar høyde for vekst er det ikke veldig hensiktsmessig mål for vekstaksjer. For å ta høyde for vekst, kan P/E bli endret til P/E-til-vekst (PEG) raten. En PEG rate beregnes ved å dividere aksjens P/E verdi med den forventede 12 måneders vekstraten.

En vanlig tommelfingerregel er at veksten burde være omtrent lik P/E raten og dermed bør PEG forholdet være rundt 1. En relativt lav PEG indikerer en undervurdert aksje og en PEG mye større enn 1 indikerer en overvurdert aksje.

PEG forholdet kan være et svært informativt mål, ettersom du får en forståelse av selskapets inntjening, vekstforventninger og om det handles til en rimelig pris i forhold til selskapets fundamentale tall og analyse.

**Ved å investere i vekstselskaper, kan følgende to faktorer være nyttig å vurdere:**

1. Rask vekst fortsetter ikke i uendelighet
2. Med større ekspansjon av driften, følger en mer kompleks og utfordrende forretningsstruktur for ledelsen

Merk at enkelte forholdstall er absolutte verdier som på egenhånd ikke gir mye informasjon, derfor ser investorer vanligvis etter relative verdier for å ha noe å måle verdien oppo mot. Når disse tallene er i forhold til selskapets historiske tall eller til sine sammenlignelige selskaper (andre selskaper i tilsvarende næring og marked), blir de relative verdier. Ved å bruke relative verdier, er det en mulighet for å identifisere de vekstaksjene som er relativt undervurderte i forhold til sine sammenlignelige selskaper.

## 7.15.8 Inntektsinvesting

**Inntektsinvestering** består av å identifisere aksjer som betaler relativt høye og regelmessig utbytte til sine aksjonærer. Veletablerte inntektsaksjer har ofte en lang historie med å betale ut utbytte og en trend som viser regelmessig økende utbytte er et tegn på høy-kvalitet inntektsaksjer. Disse er vanligvis modne selskaper som har nådd en viss størrelse og kan ikke lenger opprettholde like høy vekst som før.

Noen sektorer er kjent for inntektsgenererende aksjer og er populære for inntektsinvestorer. Disse sektorene er for eksempel; gass, elektrisk sektor, telekommunikasjon, eiendomsmeglingsfond, finans og forsikring.

### 7.15.8.1 Hvorfor investere i inntektsaksjer?

Inntektsinvestering er på mange måter det samme som verdiinvestering, hvor i motsetning vekstaksjer, er målet med en inntektsinvesteringsportefølje å generere kontanter i stedet for å fokusere på å generere kapitalgevinster via høyere aksjekurs.

### 7.15.8.2 Hvilke faktorer å se på?

Det er ikke tilstrekkelig å bare se på aksjeutbytte i dollar-premisser, snarere ser inntektsinvestorer på utbytteutbetalinger, som er hvor mye selskapet betaler ut i dividende relativt til aksjeprisen.

**Utbyttet** er beregnet ved å dividere årlig utbytte per aksje (DPS) med den aktuelle aksjekursen. Dette gir den faktiske avkastningen fra utbytte, hvilket er sammenlignbart med selskaper i ulike størrelser. Gjennomsnittlig genererer selskaper utbytte på om lag 2-3 prosent per aksje, mens inntektsaksjer gir vanligvis utbytte på rundt **5-6 prosent** per aksje.

Selv om det er godt å være på utkikk etter selskaper som har høye utbytte-forholdstall, er det viktig å merke seg at for høye utbetalingsprosenten må vurderes med forsiktighet. Et selskap med høye utdelingsvaner (karakterisert med 60 prosent av inntektene og over) kan trolig ikke opprettholde disse høye utbetalingene på sikt og må kanskje senke sine utbytteutdelinger igjen. Dette regnes som en dårlig tegn for markedet, altså når en bedrift må senke sine utbytteutbetalinger. Derfor er de høyeste forholdstall tegn på at bedriften mest sannsynlig ikke klarer å opprettholde kontinuerlige utbetalinger, mens et utbytte som ligger mellom **40-60 prosent** av inntektene har mer sannsynlig potensiale for vedvarenhet.

Et selskaps tidligere utbyttepolitikk er av de ovenstående grunner en faktor som inntektsinvestorer anser sammen med utbytteutbetalingene. En utbyttepolitikk gir informasjon om selskapet vil fortsette å betale ut utbytte eller reinvestere sine opptjent egenkapital. En stor og rask økning i utbytte i løpet av en kort periode må undersøkes nøye og med forsiktighet, da selskapet kan være for optimistisk om sine fremtidsutsikter. Derfor er det svært informativt å se på den **historiske utbyttepolitikken**.

Jo lengre selskapet har betalt ut høyt utbytte, jo mer sannsynlig vil de klare å opprettholde denne trenden. Bedrifter som har hatt en jevn trend for å betale ut utbytte de foregående 5, 10 eller 20 årene vil bli klassifisert som veletablerte utbytteselskaper.

### 7.15.9 Se etter forholdet mellom DPS og EPS

I tillegg til utbytteutbetalingene og politikk, er en siste faktor som bør bli undersøkt for å praktisere inntektsinvestering; utbytte per aksje (DPS) kontra resultat per aksje (EPS).

Utbytte betales ut som en prosentandel av inntektene, så på grunn av denne nære relasjonen er en god tommefingerregel at den årlige veksten i DPS ikke bør overstige den årlige veksten i EPS. Dersom selskapets DPS øker mer enn EPS hvert år, ville selskapet sitte igjen med null i inntjening til å reinvestere i sin egen vekst de kommende årene.

Etter en investor har identifisert et selskap som betaler konstant utbytte, trenger han ikke lenger å bekymre seg for kortsiktige svingninger i markedet fordi han nå mottar en jevn strøm av penger hvert år.

## 7.16 Studer megatrendene for å finne fremtidens sektorer

### 7.16.1 Megatrendene angir morgendagens vinner sektorer

For å finne de mest lønnsomme sektorene å investere i lønner det seg å studere "*megatrendene*" i samfunnet generelt og næringslivet spesielt. De forteller hva som kommer til å bli den neste "*hotte*" tingen mange år før selve produktet eller tjenesten kommer. Du kan på den måten enkelt avdekke hvilke områder som kommer til å bli de neste store "*hotte*" aksjene om noen år.

Ser du trenden allerede idag, slik at du kan kjøpe aksjen før de kommer med produktet eller tjenesten som vil endre hele bransjen kan du tjene deg styrtrik på å ta en kalkulert risiko som normalt er verdt å ta.

### 7.16.2 Den teknologiske utviklingen styrer megatrendene

Som vi var inne på i gjennomgangen av konjunktorenes betydning for aksjekursen, styres såvel utviklingen i økonomien, næringslivet og samfunnet av den teknologiske utviklingen i samfunnet. Schumpeters [Bølgeteori](#) har vist oss at det med omtrent 50 års kommer en ny revolusjonerende teknologi som skaper et teknologisk paradigmeskifte som resulterer i en eksplosjon av nye innovasjoner så snart teknologien har kommet seg igjennom introduksjonsfasen i sin livssyklus.

Bølgeteoriens lærdom er at alle teknologier har en begrenset evne til å skape innovasjoner og dermed vekst i økonomien. Etter hvert som dette potensialet tas ut faller nyskapningen og den økonomiske veksten i hele samfunnet helt til det kommer en ny revolusjonerende teknologi som skaper et teknologisk paradigmeskifte som igjen setter fart på økonomien gjennom et hav av nye innovasjoner.

### 7.16.3 De industrielle revolusjonene skaper fremtidens megatrender

Siden [den tredje industrielle revolusjonen](#) kom på 1980-tallet har trenden gått mot at alt blir digitalisert og knyttet til Internett, og etter at [den fjerde industrielle revolusjon](#) kom på begynnelsen av 2000-tallet har denne utviklingen eksplodert.

Siden slutten av 1980-tallet og frem til idag har alle de store børsvinnerne vært selskaper i IT-sektoren. De som var smarte og kjøpte aksjer i Microsoft på slutten av 1980-tallet kunne selge aksjene sine 20 år etter med en avkastning på flere tusen prosent. For å ikke

snakke om dem som kjøpte aksjer i Google og Apple på slutten av 1990-tallet eller begynnelsen av 2000-tallet. Selv den gang var Google den ledende søkemotoren og Apple det mest innovative- og brukervennlige valget. Idag er disse selskapene verdens mest verdifulle selskaper, men en avkastning på flere titusener prosent fra den gang.

Dette viser bare hvor rik du kan bli ved å studere "*megatrendene*" og kjøpe deg inn i de ledende selskapene mens teknologien er i sin introduksjons- og vekstfase. Jo tidligere du kommer deg inn i fremtidens vinnere, jo større blir oppsiden (avkastningen).

## 7.16.4 Dagens megatrender

Noen trender som har vært synlige drivkrefter i børsutviklingen de senere årene har vært:

- **Cloud baserte tjenester**
- **Elektriske og selvdrevne kjøretøy og batteriteknologi**
- **Droner**
- **Sol- og vindkraft**
- **Hydrogen**
- **Biokjemi**
- **Cannabis**

Din oppgave er å identifisere starten på de neste megatrendene som vil komme slik at du kan identifisere hvilke sektorer du bør gå inn i. Så snart du vet dette gjelder det å finne ut hvilke enkeltaksjer som har størst sjanse til å lykkes med sin strategi.

## 7.17 Alle megatrender er "bobler" som vil sprekke

I forrige artikkel forklarte jeg hvordan vi bør studere megatrendene for å finne de sektorene som vil være børsvinnerne i fremtiden. Når disse sektorene er identifisert gjelder det så å identifisere de mest lovende selskapene i denne sektoren og komme seg inn i disse aksjene får den store "boomen" kommer.

Når det er sagt må det samtidig legges til at selv om en megatrend kan vare i flere år vil de ledende selskapene i denne sektoren få en stadig høyere pris i forhold til sin fortjeneste (P/E-verdi) fordi stadig flere ønsker å kjøpe denne aksjen. Ingenting kan imidlertid bare stige til evig til. Før eller siden vil denne "boblen" sprekke. For å unngå å tape store beløp gjelder det å komme seg ut av disse aksjene før krasjet kommer.

### 7.17.1 Kom deg ut før boblen sprekker!

Alle teknologier og selskaper har en begrenset levetid og vil følge en [S-formet livssyklus](#), på samme måte som produktene gjør. Det gjelder derfor å følge med og komme seg ut av selskapet og teknologien før tilbakegangsfasen kommer og boblen sprekker.

Selv om alle "*megatrendene*" idag bygger på det digitale paradigme, har vi allerede sett mange digitale teknologier dø ut siden de ble lansert - med det resultat at aksjekursen har stupt katastrofalt for dem som ikke kom seg ut i tide.

### 7.17.1.1 Eksempler

Sony og en rekke andre selskaper tjente seg styrtrike på DVD-teknologien når den kom på 1990-tallet, det samme gjorde aksjonærene i selskapet. Gleden var imidlertid ikke langvarig. I takt med utbredelsen av Internett kom fort nye tjenester som gjorde samme jobben som DVD-teknologien, bare med den forskjell at alt kan skje over Internett gjennom å overføre data fra en server til den lokale enheten. Idag tjener ingen penger på DVS-teknologien lenger.

Aksjonærene i Dell, Compaq, Hewlett-Packard og andre PC-produsenter fikk som vi husker enn fantastisk avkastning på aksjene sine helt fra 1990-tallet og frem til midten av 2000-tallet, da alle skulle ha en stasjonær PC på jobben og hjemme, med en tilhørende bærbare maskin som de kunne ta med seg over alt. Siden den gang har aksjonærene i disse selskapene blødd kraftig i takt med fremveksten av den dagens mobiltelefon teknologi, med smarttelefoner og nettbrett som kan gjøre den samme jobben rimeligere, samtidig som enheten som kreves er både mindre og lettere enn de gammeldagse bærbare maskinene.

### 7.17.1.2 Ikke alle selskapene i en sektor blir børsvinnere

Selv om selskapet du har investert i befinner seg i riktig sektor, er det ikke sikkert at selskapet er istand til å følge med på utviklingen. Noe som mobilprodusenten Nokia er et klassisk eksempel på. I 20 år var selskapet et begrep og den ledende produsenten av mobiltelefoner, helt til smarttelefonen til Apple kom og tok over hele mobilmarkedet i løpet av noen få år, som et resultat av at Nokia ikke hadde tro på touch screen teknologien Apple lanserte. Som vi husker ble dette Nokias død, mens de mobilprodusentene som raskt adopterte Apple sin touch screen teknologi fikk en ny vår med vekst i et nytt stort marked.

**Lærdommen av dette er å forstå at ingenting varer evig og ingenting vokser inn i himmelen. Det gjelder derfor å følge med på hva selskapet holder på med slik at du er sikker på at du klarer å komme seg ut av selskapet før markedet skjønner at aksjen er overpriset.**

## 7.17.2 Hva er en megatrend og hva skaper dem?

En "*mega-trend*" oppstår som et resultat av at et stort antall mennesker får opp øyne for noe og begynner å tro på en ide, en ny teknologi eller lignende som skaper optimisme i markedet etter hvert som media fanger opp trenden og begynner om den. Optimisme skaper tro på fremtiden og driver dermed aksjekursen oppover etter hvert som markedet får opp øyne for denne nye "*megatrenden*" som media skriver om og vennene prater om.

### 7.17.3 Skaper et overoptimistisk marked med skyhøy P/E verdi

Dette skaper fort overoptimisme i markedet og driver aksjekursen for enkeltaksjer til himmelen ved at "*alle*" plutselig begynner å kaste seg over de samme aksjene, uten å sjekke selskapets fundamentale verdier, markedets modenhet for ideen og selskapets evne til å realisere sin visjon. Noe som skyldes at analytikerne og folk flest ikke forstår dette markedet. I frykt for å fremstå som "*dumme*" velger de heller "*å følge flokken*" og kjøpe de

samme overprisede aksjene som de gjør. Resultatet blir at det pumpes stadig mer "luft" i aksjen, helt til hele sektoren eller enkeltaksjen som er pumpet opp til en kjempeboble som et resultat av urealistisk overoptimisme sprekker.

### **7.17.4 Ender med at "boblen" sprekker**

Eksemplene på dette er mange. I 2001/2002 sprakk "*Internett boblen*" som vi husker som et resultat av urealistiske forventninger om hvor fort folk ville begynne å handle på Internett. Resultatet ble at alle selskaper som hadde noe med Internett å gjøre ble priset himmelhøyt, uten at de engang hadde et ferdig produkt klart. Når det så begynte å bli klart utover 2000-tallet at Internett ikke ville ta av så fort som markedet hadde håpet, begynte pessimismen å spre seg, før panikken brøt ut i 2001/2002 hvor alle ville selge sine overprisede aksjer. Resultatet ble et prisfall på 98-99% av aksjeverdien for de fleste som ikke ble slått konkurs av kreditorene. 15 år etter at "*Internett bobla*" sprakk er imidlertid dette markedet endelig modent for alle de ideene som ble lansert på slutten av 1990-tallet.

Finanskrisen som kom i 2009 som et resultat av bankenes uhemmet utlån over mange år, basert på urealistisk prising av sikkerheten og forventninger om fremtiden, er et annet eksempel på overoptimisme i markedet som til slutt får en hel sektor til å sprekke.

### **7.17.5 Gjelde å finne og unngå "boble selskapene" i sektoren**

Selv om vi alltid vil finne "boble" sektorer, er det enda viktigere å avdekke "*boble selskapene*" som er priset himmelhøyt, basert på urealistisk tro på fremtiden og en karismatisk leder som støttes av et knippe analytikere og meglere som hauser opp aksjen.

*Opticom* er her et godt eksempel. Selskapet ble priset på gråmarkedet til flere milliarder kroner, uten å ha et eneste konkret produkt å vise markedet. Alt de hadde var en ide om en ny lagringsteknologi som de pratet ekstremt varmt om, sammen med et knippe styremedlemmer, analytikere, meglere og "*bjellesauer*" som hauset opp aksjen over flere år - før boblen endelig sprakk med påfølgende kjempetap for aksjonærene som fortsatt satt i aksjen. Solpanel selskapet *REC* er et annet eksempel fra de senere årene. De hadde riktignok et produkt, men teknologien deres var ikke så bra som først antall og den kunne enkelt kopieres av andre til en langt lavere kostnad enn det *REC* klarte. Resultatet ble en kursfall på over 98% fra toppnoteringen.



## 7.18 Risiko aksjer du bør unngå eller være forsiktige med

### 7.18.1 Gråmarkedet er for proffene

Hold deg unna “gråmarkedet”, dvs. markedet for de unoterte aksjene, hvis du ikke er en profesjonell investor. Gråmarkedet er ikke bare “inlikvid”, men også et marked som ikke er underlagt de samme strenge reglene for informasjonsplikt og rapportering som de børsnoterte selskapene.

Anbefalingen er derfor å holde seg borte fra dette markedet med mindre du er sikker på hva du gjør og hvordan du skal komme deg ut av aksjen den dagen du ønsker det. Gråmarkedet er ikke for amatører og er alltid forbundet med en ekstremt høy risiko.

### 7.18.2 Små selskaper er farlige

Vær forsiktig med å bare sette pengene dine i små (og ukjente) selskaper. De kan godt være en del av [aksjeporteføljen](#) din, men bør ikke utgjøre alt. Tenk risikospredning og husk at det kan være vanskelig å selge aksjen den dagen du ønsker det. Investerer du i et større børsnotert selskap er dette aldri noe problem, da aksjen har regelmessige kjøpere og selgere – noe som ofte ikke er tilfelle med de små og ukjente selskapene.

Sørg også for å få informasjon om hvor ledelsen i det (nye) og mindre selskapet kommer fra. Hvilke resultater har de skapt tidligere?

### 7.18.3 Ikke kjøp ”billige” aksjer

Mange investorer ser seg blind på historiske kurser og kjøper aksjen i håp om at den skal nå tidligere høyder. Det er som oftest en god grunn til at en aksje faller, og en aksje kan kun være billig på relative termer, det vil si at de underliggende verdier eller forventninger til fremtiden er underpriset av markedet. Det er også slik at ”dyre” (gode) aksjer har en tendens til å bli ”dyrere”, de stiger jo, mens billige (dårlige) aksjer har en tendens til å fortsette å falle. Ett godt eksempel på at gamle høyder er vanskelig å nå er Tandberg Data, som for 10 år siden nærmet seg 10.000 kroner aksjen, og som i dag omsettes for 18 øre.

### 7.18.4 Ikke kjøp de opphauste aksjene!

Unngå blindt å følge dagens markedstrender og moter. Hva alle «synes man bør gjøre» kan føre deg til å kjøpe en overpriset aksje. Når alle begynner å snakke om en bestemt aksje, er du sannsynligvis for sent ute uansett. Når taxisjåføren forteller deg om sin suksess i aksjemarkedet, er det på tide å komme seg ut av markedet eller søke alternative investeringer.



### 7.18.5 Ikke hør på eller følg "bjellesauene"

Mange har tapt store penger opp igjennom årene ved å høre på "bjellesauene" i aksjemarkedet. "Bjellesauene" er de finans kjendisene du leser om i Finansavisen og Dagens Næringsliv, hor det høres ut som om alt de tar i blir til "gull".

Grunnen til at disse "bjellesauene" tjener store penger på å gå tidlig inn i små ukjente selskaper skyldes at de vet at tusenvis av småinvestorer vil kaste seg over disse aksjene hvis de leser i Finansavisen at de har doblet eller tredoblet sin investering i disse selskapene i løpet av kort tid. Når du leser denne historien har de allerede begynt å selge seg ut av dette selskapet. De slipper derfor nyheten til Finansavisen og Dagens Næringsliv for å hause opp aksjekursen for en kort periode, slik at de selv kommer seg ut av aksjen når den er på topp.

La deg derfor ikke lure. Hold deg borte fra disse aksjene når du leser at en "bjellesau" har tro på et selskap.

### 7.18.6 Selskaper med høy gjeldsgrad og lav egenkapital er sårbare

Aksjer som har en høy [gjeldsgrad](#) og/eller lav [egenkapital](#) er svært sårbare for konjunktursvingninger og uforutsette hendelser. Når Corona epidemien kom i 2020 gikk mange selskaper konkurs eller så måtte gjennomføre store emisjoner for å hente inn ny egenkapital for å unngå konkurs. Går selskapet konkurs taper du alle pengene du har investert i selskapet. Må selskapet gjennomføre en stor emisjon for å overleve vil prisen for disse aksjene bli satt svært lavt i forhold til din inngangsverdi. Noe som gjør at du blir kraftig utvannet og blir sittende med aksjer med en så høy inngangsverdi at du aldri vil kunne få tilbake det du betalte for dem.

Av denne grunn bør du alltid sjekke selskapets gjeldsgrad og egenkapital før du kjøper en aksje i selskapet for å unngå at du går inn i et selskap som kan gå konkurs eller må gjennomføre en krise emisjon til en svært lav pris.

### 7.18.7 Selskaper som lever av "gårsdagens" teknologi er morgendagens tapere i aksjemarkedet

Utviklingen i markedet går alltid i bølger, det dokumenterte Schumpeter gjennom sin [bølgeteori](#) for snart 100 år siden. Det er også allment akseptert at alle bransjer, selskaper og produkter har en [livssyklus](#), fra de blir født til de dør og blir erstattet med nye produkter fra nye selskaper. Det gjelder derfor å holde seg borte fra selskaper og produkter som har nådd sin modning eller tilbakegang fase i sin livssyklus, da disse selskapene ikke lenger vil oppleve vekst som gjør at aksjekursen vil stige igjen.

De vil kanskje ikke forsvinne imorgen, men deres posisjon i markedet vil stadig bli mindre og mindre, og fokuset til ledelsen vil være å rasjonalisere og effektivisere for å opprettholde lønnsomheten istedenfor å fokusere på hvordan selskapet skal oppnå økt lønnsomhet gjennom vekst. Les mer: [Produktets livssyklus](#)

For å avgjøre hvilke selskaper som går inn i en konstant tilbakegang fase må vi se på hvilken teknologi selskapet bygger sin forretningsmodell og verdiskapning på. Dette fordi såvel samfunns- som markedsutviklingen drives av teknologiderminisme, dvs. av den teknologiske utviklingen.

Eksempler på bransjer som idag er kommet til en tilbakegangfase er kullkraft og oljebransjen, da det er åpenbart at verken kull eller olje er noe vi ønsker å bygge fremtidens samfunn på. Andre klassiske eksempler er aviser, blader og magasiner som for lengst er blitt erstattet av nettaviser, blogger og portaler.

Disse selskapene vil ikke boome igjen på børsen med mindre de klarer å gjøre om hele sin forretningsmodell og verdiskapning til å bygge på morgendagens teknologi.

## 7.19 Vinneraksjene som gir deg den høyeste avkastningen

Selv om det er viktig å være klar over hvilke aksjer som er de største risiko aksjene slik at vi kan holde oss borte fra dem eller i det minste ikke ha for mange av dem i porteføljen er det enda viktigere å vite hvilke typer aksjer som normalt gir den største kursstigningen (avkastningen).

La oss derfor se litt nærmere på hvilke typer aksjer som normalt gir den høyeste kursstigningen.

### 7.19.1 Upopulære aksjer gir høyere avkastning enn de populære

De som har fulgt med aksjemarkedet enn stund har lenge sett at upopulære aksjer gir en vesentlig høyere avkastning enn de populære. Med populære aksjer menes aksjer som kjøpes og selges daglig på børsen i et stort antall.

Årsaken til at de upopulære aksjene gir en høyere avkastning enn de populære er mange, men en av de viktigste årsakene er allikevel de dårlige exit-mulighetene. De upopulære aksjene er det vanskeligere å selge enn de populære aksjene, noe som gjør at investorene som kjøper disse aksjene krever større likviditetsrabatt enn de gjør for de populære aksjene.

Selv om det kan høres ut som en god ide å velge de upopulære aksjene fremfor de populære, må du ikke glemme at det ikke er sikkert at du får solgt aksjen til den kursen du ønsker og det kan ta lang tid å få solgt den. Selskapet kan dessuten gå konkurs. Velg derfor ikke å overvekt porteføljen din med upopulære aksjer. Ha heller en god miks.

## 7.19.2 Små og mellomstore selskaper stiger mer enn store

At små og mellomstore selskaper stiger mer enn store er logisk. Skulle du være så heldig at aksjekursen har doblet seg i løpet av et år, betyr dette at markedsverdien av selskapet har blitt doblet i perioden.

Når Amazon var et mindre selskap som var verdt 100 millioner dollar var det fullt mulig å doble markedsverdien i et godt år, men når markedsverdien i 2019 passerte 1 trillion dollar sier det seg selv at det umulig for noen av verdens største selskaper å bli dobbelt så store i løpet et år. Et selskap som kun har 1.000 kunder et år kan lett tidoble sin kundeportefølje til 10.000 kunder i løpet av et år. Har du allerede 200 millioner kunder kan du ikke det.

Dette gjør at de små og mellomstore selskapene normalt stiger mer enn de store børsnoterte selskapene. På den andre siden er de små selskapene ikke så økonomisk solide. Noe som lett kan skape store negative konsekvenser for aksjekursen.

## 7.19.3 Moment aksjene er alltid børsvinnerne viser historien

Historien viser at børsvinnerne, det vil si de aksjene som har hatt den største kursøkningen er de såkalte momentum aksjene. Det vil si populære aksjer med et stadig større volum.

Siden det er flere årsaker til at momentum aksjene historisk er børsvinnerne har vi skrevet en egen artikkel om dette fenomenet.

## 7.19.4 Vekstselskaper stiger raskere og mer enn verdi selskaper

En annen kjent sak er at aksjekursen til vekstselskaper stiger raskere enn aksjekursen til såkalte verdi aksjer.

- **Vekstselskaper** - selskaper med en stor årlig vekst i kundeporteføljen og omsetningen.
- **Verdi selskaper** - selskaper med en stabil, høy årlig profitt, hvor deler av overskuddet deles ut til aksjonærene i form av utbytte.

## 7.19.5 Finn oppkjøpskandidatene til "børsrakettene"

Er du for sent inne i "børsrakettene" til å kunne være med på den store oppsiden de andre aksjonærene i selskapet har vært med på er en god strategi å prøve å finne de potensielle oppkjøpskandidatene til "børsrakettene".

Med “*børsraketter*” menes:

**– Eksepsjonelt populær aksjer som har hatt en enorm kursøkning over flere år og som markedet derfor har store forventninger til**

“Børsrakettene” har en stor kontantbeholdning og lever under enorme forventninger om fremtidig vekst og inntjening fra aksjemarkedet. Forventninger det er vanskelig å overgå kvartal etter kvartal over flere år. En forutsetning for å klare å slå forventningene markedet har igjen og igjen til selskapet, er at selskapet klarer å komme opp med stadig nye produkter og tjenester som tvinger de eksisterende kundene til å foreta et gjenkjøp eller et tilleggekjøp, samtidig som de tiltrekker nye brukere/kunder.

For å klare å komme opp med nye produkter, tjenester og tiltrekke seg nye brukergrupper (kunde grupper) velger de fleste “børsrakettene” å benytte sin kontantbeholdning til å kjøpe opp andre selskaper som kan tilføre dem nye teknologiske løsninger de kan kapitalisere på eller nye brukergrupper som de kan slå sammen med deres egen. Dette skaper nye forventninger til fremtiden i markedet og holder aksjekursen til “børsraketten” oppe bare på meldingen om oppkjøpet av et mindre selskap som har en teknologi eller kundemasse de ønsker tilgang til.

For dem som er aksjonærer i selskapet som blir kjøpt opp er slike oppkjøp alltid gode nyheter, da “børsraketten” alltid vil måtte betale en betydelig overpris i forhold til den gjeldende markedsprisen for å kunne overta selskapet. Dette gir aksjonærene i disse selskapene en “super-profit” på sin investering som de ellers aldri ville kunne ha oppnådd.

Selv om vi omtrent med 100% sikkerhet vet at ethvert populært selskap som nettopp har blitt børsnotert eller som har vært en “børsrakett” en stund vil begynne å kjøpe opp mindre selskaper for å tilføre selskapet ny kompetanse og/eller kunde/brukergrupper er problemet å finne ut hvilke selskaper de vil velge å kjøpe.

I enkelte tilfeller er det relativt enkelt å identifisere de potensielle oppkjøpskandidatene, i andre tilfeller blir det nesten som å drive med avansert form for tipping. Er du istand til å finne dem, bør du investere noe “såkorn” kapital i disse selskapene, slik at du er sikker på å ha en aksje i det neste selskapet de kjøper opp. Må du kjøpe deg inn i fem ulike selskaper for å være sikker på at du har en aksje i det selskapet som blir valgt, er dette normalt en lur strategi – da oppsiden i vinneraksjen vil være langt større enn nedsiden du får i de fire andre selskapene som du må selge igjen med tap eller med nullfortjeneste.

# 8 Aksjekursen

## 8.1 Aksjemarkedet er et "åpent system", hvor "alt påvirker alt"

Et aksjeselskap lever ikke i et "lukket system". Alle selskaper, enten de er et aksjeselskap, enkeltmannsforetak eller et stort konsern er avhengig av omgivelsene sine. Ikke bare av sine kunder, leverandører og salgs- og distribusjonskanaler, men også av myndighetene, politiske forhold, inflasjonen, kjøpekraften, lønnsveksten, arbeidsledigheten, valutakursene, råvaretilgangen og tusenvis av andre forhold.

Alle selskaper er gjennom verdikjedesystemene de inngår i avhengig av hverandre på en eller annen måte og de blir alle påvirket av hverandres utvikling. Å skjønne hva som påvirker aksjekursen til enhver tid er derfor ikke lette.

## 8.2 Verdens finansmarkeder er hoveddriveren i kursutviklingen

Selv om utviklingen i verdens finansmarkeder er hoveddriveren i kursutviklingen på verdens børser, er det ikke nok å se på denne utviklingen hvis vi ønsker å spå utviklingen til en bestemt aksje. Dette fordi alle aksjer er individuelle selskaper med sin egen vilje og kraft som ikke nødvendigvis trenger å være sammenfattende med hovedtrendene i finansmarkedene. Det vil derfor alltid være store individuelle forskjeller i kursutviklingen til sammenlignbare selskaper.

Å spå hvordan finansmarkedene vil utvikle seg er heller ikke lett, da dette er markeder som påvirkes av såvel lokale, nasjonale som globale forhold. En lokal hendelse, som for eksempel en konkurs i ett selskap, kan skape globale ringvirkninger for aksjemarkedet, valutamarkedet, råvaremarkedet og andre finansmarkeder.

## 8.3 Hvordan spå hvordan aksjekursen utvikler seg?

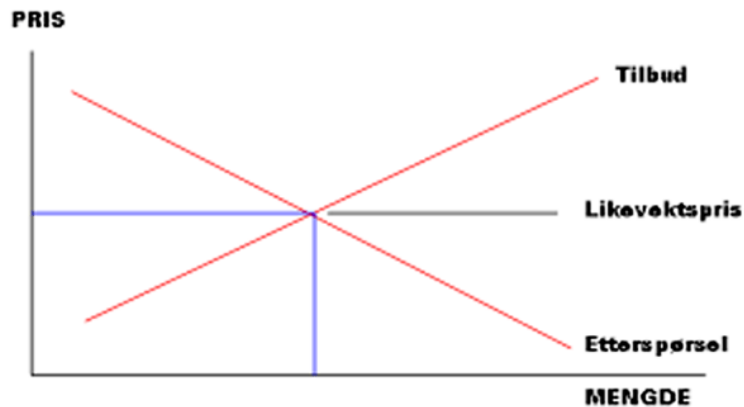
Siden ingen kan spå om fremtiden, er det umulig å spå med sikkerhet hvordan morgendagens aksjekurser vil være. Det vi imidlertid kan gjøre er å analysere markedet, lage prognoser og sannsynliggjøre ulike scenarier for å få indikatorer vi kan bruke til å spå hvordan kursutviklingen til en bestemt aksje vil forløpe. Når dette er sagt må det samtidig legges til at alle prognoser om den fremtidige kursutviklingen til en aksje alltid vil være beheftlig med stor usikkerhet og mange potensielle feilkilder det er viktig å være klar over.

I de påfølgende artiklene vil vi prøve å se litt nærmere på de viktigste makroforholdene som påvirker aksjekursen, hvordan disse makroforholdene påvirker aksjekursen og hvordan du skal tolke disse forholdene når du selv skal vurdere kursutviklingen for en aksje, aksjefond eller andre verdipapirer.

I de påfølgende artiklene vil vi se litt nærmere å følgende kjente påvirkningsforhold for enhver aksje.

## 8.4 Tilbud og etterspørsel avgjør aksjekursen

**Aksjekursen er alltid avhengig av hvor likevektspunktet mellom tilbud og etterspørselen etter aksjen er.**



Tilbudet etter aksjen er avhenger av hvor mange som ønsker å selge, mens etterspørsel etter aksjen er avhenger av hvor mange ønsker å kjøpe. Investorene har forskjellige oppfatninger om en aksje og forventninger til fremtiden.

Noen vil ønske å selge og noen vil ønske å kjøpe. Hvis det er større etterspørsel enn tilbud vil kursene stige - og motsatt. Videre, når det er mye overskuddslikviditet blant investorer og få alternative plasseringsformer (for eksempel når rentenivået er lavt) vil stor etterspørsel drive kursene opp.

Spørsmålet er bare hva er det som påvirker tilbudet og etterspørselen. I de resterende artiklene vil vi prøve å indikere dette.

De forholdene som i størst grad påvirker tilbudet og etterspørselen etter en aksje er:

## 8.5 Hva påvirker aksjekursen?

### 8.5.1 Markedseffisiens

Mange trekker frem markedseffisiens når de skal forklare hva som driver en bestemt aksjekurs. Markedseffisiens er en teori som ser på i hvilken grad aksjekursene reflekterer historiske kurser, offentlig informasjon og informasjon fra analyser av selskapene og økonomien.

## 8.5.2 Atferdsfinans

Det tradisjonelle utgangspunktet for å vurdere finansmarkedet har vært at markedet består av rasjonelle investorer som treffer rasjonelle og veloverveide beslutninger. Å se på menneskelige beslutninger som en rasjonell prosess, styrt av logikk, fornuft og matematiske beregninger, er å betrakte investorene som en gjeng med personer som har store dyssosiale personlighetsforstyrrelse – et menneske uten evne til empati, sosial intelligens og med avvikende adferd, tanker og følelser i forhold til omgivelsene sine. Et urealistisk menneskesyn mener stadig flere.

Motpolen til disse etablerte hypotesene er en retning som kalles **adferdsfinans**, og er en disiplin som forsøker å forklare og øke forståelsen for hvordan investorers ”*kognitive feil*” og følelser påvirker beslutningsprosessen.

## 8.5.3 Konjunktorenes betydning for aksjekursen

Det er normalt en stor sammenheng med konjunktorene og selskapenes evne til å tjene penger. Aksjekursen stiger i oppgangstider når selskapene går godt og faller i nedgangstider når selskapene går dårlig. I nedgangstider har folk lite penger å rutte med. Det påvirker etterspørselen etter varer og tjenester generelt og dermed også næringslivets inntjeningssevne, med det resultat at aksjekursene synker.

## 8.5.4 Oljeprisens betydning for aksjekursen

Det er en allmenn oppfatning at Oslo Børs er en oljeprissensitiv børs, noe som har sammenheng med at omtrent halvparten av Norges eksportinntekter kommer fra salg av råolje og gass. Siden vi selger råoljen og gassen uforedlet videre istedenfor å videreforedle råvarene til sluttprodukter for konsumentene blir Norge ekstra sensitive for endringer i oljeprisen. Dette påvirker utviklingen i landets aksjekurser på ulike måter.

## 8.5.5 Industriproduksjonens betydning for aksjekursen

Industriproduksjonsindeksen sier noe om den generelle tilstanden i økonomien og kan være med på å identifisere konjunkturutviklingen. Spørsmålet er bare om det er noen sammenheng mellom industriproduksjonen og utviklingen til aksjekursen. I denne artikkelen ser vi nærmere på dette.

## 8.5.6 Rentenivåets betydning for aksjekursen

På hvilken måte påvirker renten aksjekursen? For å avgjøre dette må vi vurdere såvel renterisikoen og rentenivået i markedet opp mot aksjekursen. Rentenivået er et viktig nøkkeltall. Aksjekursene vil normalt stige når renten faller, og omvendt.

## 8.5.7 Valutakursens betydning for aksjekursen

Mange aksjekurser påvirkes av valutakursen, da de fleste selskaper er avhengig av handel med utlandet. Denne form for risiko kalles **valutarisiko**.

Valutarisiko er direkte knyttet til fluktuasjoner i valutakursene, og er noe som alltid må vurderes i en risikoanalyse. Børsum og Ødegaard (2005) sier følgende om valutarisiko:

*”Et selskap er utsatt for valutarisiko dersom dets verdi påvirkes av svingninger i en eller flere valutaer”*

## 8.5.8 Inflasjonens betydning for aksjekursen

Markedsverdien påvirkes av prisstigning og man skulle derfor isolert sett tro at aksjekursene steg med inflasjonen. Men så enkelt er det ikke. Vekst i økonomien er bra, men ikke for sterk vekst. Vokser økonomien for raskt stiger renten og inflasjonen, noe som er negativt for selskapene da finansiering blir dyrere, samtidig som forbrukernes kjøpekraft reduseres.

Det er imidlertid ingen åpenbar og entydig sammenheng mellom inflasjon og aksjekursen og aksjeavkastningen.

## 8.5.9 Påvirker de utenlandske børsene kursutviklingen i Norge?

Selv om hovedindeksen til Oslo Børs er mer volatil enn de store utenlandske aksjeindeksene, følger de allikevel hverandre i stor grad. Hvorfor? I denne artikkelen ser vi litt nærmere på dette.

## 8.5.10 Politiske forhold sin betydning for aksjekursen

Politiske beslutninger som endrer forutsetningene for selskapets evne til å tjene penger, eksempelvis beskatning av selskap og aksjonærer, strenge miljøtiltak m.v., påvirker aksjekursene.

## 8.6 Markedseffisiens

**Markedseffisiens** er et teoretisk utgangspunkt for sammenhengen mellom aksjemarkedet og makroøkonomien, og er en forutsetning for effektive aksjemarkeder. I et slikt effektivt aksjemarked vil:

**- aksjekursene reflektere historiske kurser, offentlig informasjon og informasjon fra analyser av selskapene og økonomien.**



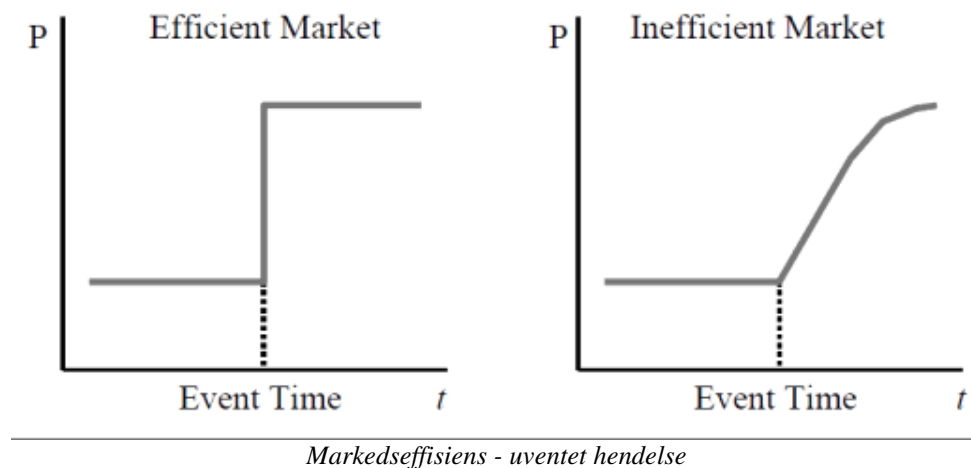
I 1953 publiserte Maurice Kendall en kontroversiell artikkel som omhandlet oppførselen til aksje- og råvarekurser. Han hadde forventet å finne prissykler, men til sin overraskelse så det ikke ut som om det fantes slike sykler. Det var derimot slik at aksje- og råvarekursene fulgte en ”*random walk*”. Han mente at kursendringene var uavhengig av hverandre. Dette fordi så snart en investor ser en syklus i kursene, vil de eliminere denne syklusen ved å starte å kjøpe eller selge disse aksjene.

Grunnen til at prisene må følge en ”*random walk*” er at hvis man kunne predikert fremtidig kursendring ut fra historisk/ dagens kursendring, ville investorene lett kunne profitert på kjøp og salg av aksjer. Men i konkurranseutsatte markeder varer ikke slike muligheter. Når investorene prøver å dra nytte av informasjonen i historiske kurser, justeres kursene umiddelbart inntil ”*superior profit*” ved å studere historiske kurser ikke lengre er tilstede. Resultatet av dette er at all informasjon som ligger i historiske kurser er reflektert i dagens kurser. Og dermed er det ikke lengre et mønster i kursendringene. Dagens kursendring er uavhengig av kursendringen i foregående perioder, sier teorien.

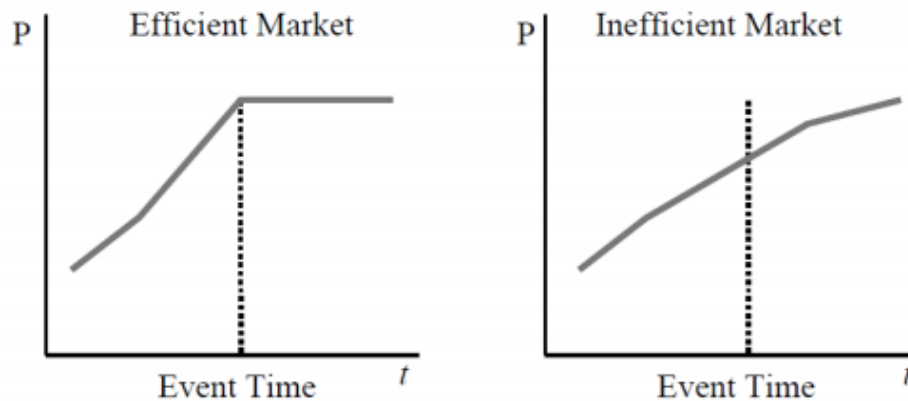
For at man skal ha et effisient marked må følgende betingelser være oppfylt:

1. **Ingen transaksjonskostnader.**
2. **Informasjon er gratis og tilgjengelig for alle.**
3. **Alle investorer tolker informasjonen på lik måte.**

Figuren under viser hvordan et effisiente og ineffisiente marked vil reagere på en uventet hendelse. Hvis markedet er effisient, vil aksjekursen justere seg opp veldig raskt. Hvis markedet ikke er effisient, vil prisene stige jevnt en tid i etterkant av hendelsen.



Dersom hendelsen er forventet, vil prisene i et effisient marked gradvis øke en stund i forkant av hendelsen, og sannsynligvis stabilisere seg på ”*hendelsestidspunkter*”. Dette er illustrert i figuren under.



Markedseffisiens - forventet hendelse

Fama (1970) videreutviklet Kendall sin teori og introduserte tre forskjellige former for markedseffisiens: Svak, halvsterk og sterk form for markedseffisiens. De tre formene for markedseffisiens har disse egenskapene:

### 8.6.1 Svak effisiens

**Svak form** – dagens pris på et finansielt instrument reflekterer til enhver tid all historisk markedsinformasjon, slik som tidligere kursbevegelser. Hypotesen sier videre at dersom det eksisterer data som kan indikere framtidig prestasjon, har markedet allerede utnyttet denne informasjonen gjennom en kurskorleksjon. En teknisk analyse av den historisk kursutvikling ikke har dermed ikke noen verdi, da dette ikke vil medføre noen ekstraordinær avkastning.

### 8.6.2 Halvsterk effisiens

**Halvsterk form** – dagens aksjekurs reflekterer all tilgjengelig offentlig informasjon om markedet. Det vil si all historisk informasjon og all nåværende tilgjengelig offentlig informasjon. Slik informasjon er gjerne børsmeldinger, kvartalsrapporter og meldinger om makroøkonomiske statistikker som jobbtall. Aksjekursen vil derfor korrigeres så fort ny offentlig informasjon er tilgjengelig. Fundament- og tekniske analyser som for eksempel inneholder rapporterte avkastning, omsetning og kontantstrøm har dermed ingen verdi da all offentlig informasjon er priset inn i dagens aksjekurs. Bare dersom man er i besittelse av informasjon som ikke er allment kjent, kan man oppnå meravkastning utover markedets risikopremie.

### 8.6.3 Sterk effisiens

**Sterk form** – hevder at absolutt all offentlig og privat informasjon reflekteres i aksjekursene, inkludert innsideinformasjon. Herunder kan Grossman-Stiglitz paradokset nevnes: Vi antar at markedets investorer er rasjonelle og mener markedet reflekterer all tilgjengelig informasjon (markedet er effisient), og dermed har ikke investorene noe incentiv til å analysere informasjon da dette er en kostbar prosess. Dermed vil investorene kjøpe og holde sine innledende porteføljer, og en passiv investeringsstrategi implementeres over hele markedet. Ettersom tiden går vil ny, tilfeldig informasjon oppstå. Denne

informasjonen vil ikke bli fanget opp av markedsprisene siden ingen er villige til å handle. Etter hvert vil prisene som skal inneholde all tilgjengelig informasjon, avvike fra markedsprisene. På grunnlag av dette ser vi paradokset ved at hvis alle aktørene virkelig tror markedet er effisient, vil det medføre at markedet blir ineffisient. Dette kan bety at en investor har mulighet til å slå markedet over tid hvis markedet preges av sterk effisiens.

#### **8.6.4 Effisiensgraden varierer over tid og mellom segmentene**

Graden av markedseffisiens kan imidlertid variere over tid og mellom ulike markedssegmenter. Om et marked er effisient bestemmes da av om aktørene er informerte eller ikke informerte, samt kostnader og risiko ved å justere aksjekursen riktig. På bakgrunn av dette kan man hevde at verdipapirer for små og mellomstore bedrifter, samt finansmarkedene i hurtig voksende økonomier gjerne gir mindre grad av markedseffisiens.

Standardavviket til en aksje gir et bilde på risikoen ved en aksje. Jo større standardavvik en aksje har, jo større oppside og nedside har en aksje. Dermed vil man teoretisk få betalt for risikoen man tar i markedet gjennom en såkalt risikopremie. Ved effisiente markeder er muligheten til å oppnå høyere avkastning enn risikofri rente ved å akseptere systematisk risiko, som da er risikopremien i markedet.

Generelt kan man si at aksjemarkedene i de fleste industrialiserte land oppfyller kravene til effisiens på svak form, men at resultatene for de sterkere nivåene ikke er like entydig

#### **8.6.5 Hvor fort korrigeres aksjekursen ved ny informasjon?**

Patell og Wolfson (1984) gjennomførte et studium for å se hvor fort aksjekurser reagerer på ny informasjon. De fant at når selskap offentliggjør sine siste omsetnings-/inntjenings tall eller annonserer endring i dividendeutbetalingen, vil justeringen i aksjekursen i hovedsak være over 5 til 10 minutter etter annonseringen.

### **8.7 Adferdsfinans**

*En disiplin som forsøker å forklare og øke forståelsen for hvordan investorers "kognitive feil" og følelser påvirker beslutningsprosessen.*

Dagens akademiske finansteorier har vært basert på moderne porteføljeteori og markedseffisiens.

Det tradisjonelle utgangspunktet for å vurdere finansmarkedet har vært at markedet består av rasjonelle investorer som treffer rasjonelle og veloverveide beslutninger. Å se på menneskelige beslutninger som en rasjonell prosess, styrt av logikk, fornuft og matematiske beregninger, er å betrakte investorene som en gjeng med personer som har store dyssosiale personlighetsforstyrrelse – et menneske uten evne til empati, sosial

intelligens og med avvikende adferd, tanker og følelser i forhold til omgivelsene sine. Et urealistisk menneskesyn mener stadig flere.

Motpolen til disse etablerte hypotesene er en retning som kalles **adferdsfinans** eller **Behavioral finance** på engelsk. Denne disiplinen forsøker å forklare og øke forståelsen for hvordan:

### **- investorers ”kognitive feil” og følelser påvirker beslutningsprosessen.**

Kahneman, professor ved Princeton University i New Jersey, fikk i 2002 Nobels prisen i økonomi ved å vise at mennesket systematisk avviker fra det kjølige, fornuftige og rasjonelle når beslutninger skal tas under usikkerhet. Er vi usikre tar vi ofte våre beslutninger ut fra vaner, sosial bakgrunn, ønske om rettferdighet, at vi hater å tape og andre såkalte «irrasjonelle» impulser. Kahnemans økonomiske modell tar høyde for slike sammenhenger.

Gjennom psykologi, sosiologi og annen adferdsvitenskap forsøker adferdsfinans å komme til bunns i individuell handling og videre ”på gruppenivå”, og ut i fra dette forklare og forutse finansmarkedene.

Flere studier som gransker såkalte anomalier i aksjemarkedet, har kommet frem til at investorene ofte treffer sine beslutninger som et resultat av kognitiv svikt og irrasjonelle handlinger.

Forenklet kan vi dele disse irrasjonelle handlingene inn i to hovedkategorier:

- **Feiltolkning:** For det første at investorer ikke alltid tolker informasjon korrekt, og derfor tildeler hendelsen(e) feilaktig sannsynlighetsfordeling knyttet til fremtidig inntjening.
- **Usystematiske og suboptimale handlinger:** For det andre vil investorer, til tross for korrekte sannsynlighetsfordelinger, ofte utføre usystematiske og suboptimale handlinger.

Begrepet adferdsfinans har å gjøre med å hvordan psykologiske, sosiale og kulturelle forhold og variabler påvirker våre beslutninger i finansmarkedet. Sentralt i denne forskningen står hvordan våre følelsesmessige reaksjoner påvirker våre beslutninger i aksjemarkedet og prisene på enkeltaksjer, markedsprisen i utvalgte markeder og tildeling av økonomiske ressurser i både sparing og forbruksvaner.

Innenfor atferdsfinans er det allment akseptert at det er tre faktorer som vi alltid må se på når vi skal identifisere og forklare atferdsvariablene som påvirker investorenes beslutninger og dermed også aksjekursen. Disse tre faktorene er:

1. **Heuristikker**
2. **Framing**
3. **Markedet ineffektivitet**

## 8.7.1 Heuristikk

**Heuristikk** vil si at en investor kan velge å gjøre en økonomisk beslutning basert på en personlig ide eller verdier som ikke er relatert til noen grunnleggende økonomiske prinsipper. Med dette menes at investorens beslutninger kan være basert på forhold som virker totalt irrelevant for utenforstående, selv om de gir en mening for investoren.

## 8.7.2 Framing

**Framing** er en annen faktor som vi alltid må ta med i betraktning når vi skal studerer adferdsfinans. Framing refererer til måten et økonomisk problem eller mulighet blir presentert til en investor på. Siden vi er sosiale individer som styres av våre følelser, holdninger og erfaringer vil måten vi får presentert et problem, mulighet eller løsning på ofte avgjøre hvordan vi reagerer på presentasjonen av informasjonen. Med dette menes at hvis de samme fakta hadde blitt presentert på en annen måte, ville investoren tatt en annen beslutning som et resultat av presentasjonen av denne nye informasjonen.

Dette er med ord bare en påpekning om at valg av vinkling, perspektiv, metode, analyse, argumentasjon og presentasjonsteknikk alltid vil påvirke utfallet av finansinformasjonen som presenteres for en investor. Noe som er greit å ha i bakhodet når du skal presentere eller vurdere en aksje.

## 8.7.3 Markedets ineffektivitet

Den tredje grunnleggende faktoren når vi skal vurdere adferdsfinans er **markedet ineffektivitet**, som kanskje er den mest logiske av de tre grunnleggende faktorene.

Markedets ineffektivitet referer til at markedet ofte har en tendens til å utvikle seg utenfor rammen av universelt aksepterte forklaringer på markedsutviklingen. Eksempler på markedet ineffektivitet er alle forhold som punktbelyses og isoleres som viktige forklaringsvariabler, istedenfor å strukturbelyse situasjonen og se på helheten. Det vil si hvilken helhetlig betydning dette forholdet har for sluttresultatet og hvilke andre forhold som kanskje har større påvirkningskraft enn nettopp denne forklaringsvariablen.

## 8.7.4 Psyko-sosial kompetanse

For å bli en dyktig investor kreves det derfor at du har god psyko-sosial kompetanse i tillegg til økonomisk forståelse og analytiske evner for å forstå markedsmechanismene og hvordan informasjon og hendelser kan påvirke markedet og enkeltaksjene.

Vi anbefaler derfor at du leser [artikkelseriene til eStudie.no](#) om menneskelig atferd for å lære deg hva som påvirker menneskets atferd og beslutninger generelt.

## 8.8 Konjukturer påvirker aksjekursen

**Det er stor sammenheng med konjunktorene og selskapenes evne til å tjene penger.**

Kursene stiger i oppgangstider når selskapene går godt og faller i nedgangstider når selskapene går dårlig. I nedgangstider har folk lite penger å rutte med. Det påvirker etterspørselen etter varer og tjenester generelt og dermed også næringslivets inntjeningssevne, med det resultat at aksjekursene synker.

### 8.8.1 Verden utvikler seg i bølger

At såvel samfunns- som næringslivet utvikler seg i bølger har vært kjent lenge. Schumpeter dokumenterte gjennom sin "[bølgeteori](#)" at ved omtrent 50 års mellomrom kommer en ny revolusjonerende teknologi som vil skape et teknologisk paradigmeskifte som resulterer i en eksplosjon av nye innovasjoner som setter fart på såvel utviklingen av næringslivet som samfunnet.

Schumpeters bølgeteori viste oss at alle teknologier har en begrenset evne til å skape innovasjoner, og at utnyttelsen av dette potensialet som ligger innebygd i alle teknologier vil følge en kurve som ligner på den tradisjonelle livssyklusen vil kjenner fra teoriene om produktets livssyklus. Økonomien vokser så lenge teknologien er i sin vekst- og modningfase, før det utviklingen flater seg ut når teknologien når sin metningfase.

Etterhvert som teknologien nærmer seg sin tilbakegang er teknologiens innovasjons potensiale utnyttet og vi får dermed en tilbakegang i økonomien, helt til det så kommer en ny teknologisk revolusjon som skaper et nytt teknologisk paradigmeskifte og setter fart på økonomien igjen.

Selv om teknologien anses som den primære driveren av samfunns- og næringslivsutviklingen i et makroperspektiv, det vil si i et langtidsperspektiv, er det andre trender og konjukturer som ofte er viktigere for å spå aksjekursens utvikling i et mikroperspektiv, dvs. på et mellomlangt og kortsiktig perspektiv. F.eks. har utviklingen av oljeprisen, sysselsettingen, lønnsveksten, renteutviklingen og troen på fremtiden historisk sett hatt stor innflytelse på utviklingen av hovedindeksen ved Oslo Børs.

### 8.8.2 Norge er svært avhengig av internasjonal økonomi

Siden Norge har en svært høy andel eksport/import i forhold til størrelsen på landets økonomi, er vi svært avhengig av hva som skjer i internasjonal økonomi. Derfor vil aksjekursene reagere på tall fra andre land, spesielt tall fra USA, England og Tyskland. Det er derfor viktig å følge med på konjunktursvingningene i de store markedene, og spesielt i de markedene som aksjeporteføljen du investerer i er avhengig av.

### 8.8.3 Konjunktursykluser

Et kjennetegn ved konjunktursykluser er at de påvirker store deler av økonomien i positiv eller negativ retning gjennom betydelige endringer i arbeidsledigheten, bruttoinvesteringer, lønns- og rente vekst og andre makroøkonomiske størrelser.

Målinger av konjunktursykluser bygger på en **makroøkonomiske tidsserie** i en **langsiktig trend**, med en **konjunkturkomponent** innebygd. Brukes måneds- eller kvartalsdata, må man også korrigere data for sesongvariasjoner før konjunkturkomponenten (for eksempel BNP) kan måles.

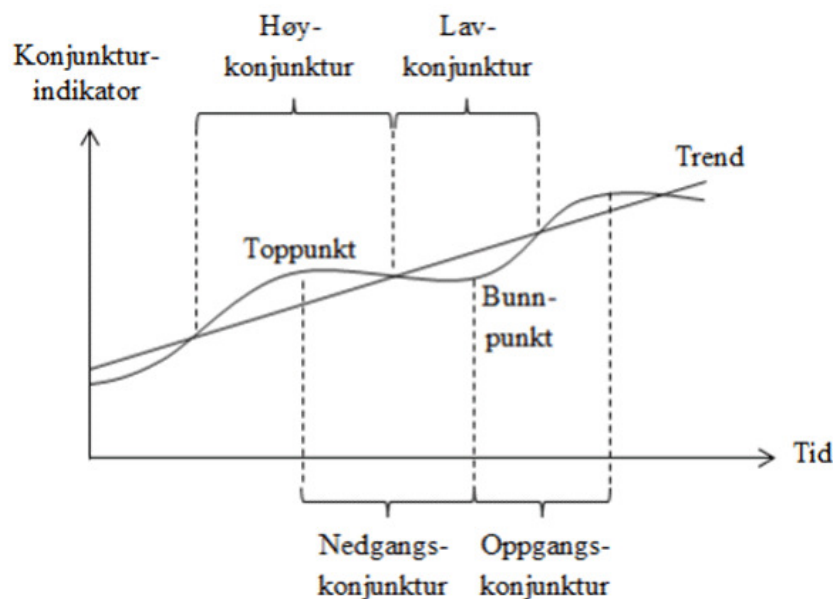
Trenden kan for eksempel være definert som en vekstkurve med konstant veksttakt, såkalt **eksponentiell trend**. Det kan ikke gis noen noe objektivt svar på hva som er den egentlige trenden i en tidsrekke for en konjunkturindikator.

Valg av metode for å beregne trend vil nødvendigvis påvirke målingen av konjunkturbevegelser. Det er derfor ikke til å unngå at analyser og beregninger av konjunkturbevegelser blir influert av valg av konjunkturindikator, valg av tidsperiode, samt valg av metode for å beregne trendutviklingen.

### 8.8.4 Konjunkturindikatorer

I figuren under har vi illustrert de ulike stadiene i konjunktursyklusene. Vi sier at økonomien er i **høykonjunktur** når konjunkturindikatoren ligger over **trendnivået**, og i **lavkonjunktur** når den ligger under. Med **oppgangskonjunktur** menes en periode da veksten i økonomien er sterkere enn trendveksten, og med **nedgangskonjunktur** menes en periode da veksten i økonomien er lavere enn trendveksten.

**Bunnpunktet** i en konjunktursyklus er der det skjer et omslag fra nedgangs- til oppgangskonjunktur. Tilsvarende er **toppunktet** der en oppgangskonjunktur snur til nedgang. Topp- og bunnpunktene kalles ofte **vendepunkter**.





Den økonomiske utviklingen er sjelden helt jevn og det er viktig å slå fast at konjunktursykluser ikke er regelmessige. De har verken samme periodelengde fra gang til gang eller samme prosentvise avstand fra vendepunkter til trendlinje. Noen ganger kan det gå så lenge som 10-12 år fra et vendepunkt til et annet, mens det andre ganger bare går noe over et år.

I noen perioder er svingningene små slik at økonomien vokser relativt stabilt. Likevel kan neste konjunktursyklus bli meget kraftig. Disse kjensgjerningene innebærer at det er vanskelig å forutsi når konjunktorene snur, og hvor kraftig konjunkturomslaget vil bli.

### **8.8.5 Sesongsvingninger**

Du har kanskje hørt ordtaket "*Selg i mai og gå bort.*" Dette er en Wall Street ordtaket henviser til når du bør selge dine aksjer. Årsaken til at ordtaket har oppstått skyldes at aksjemarkedet historisk sett ikke fungerer godt i sommermånedene. Mange investorer velger derfor å selge aksjene sine i mai for så å komme tilbake til aksjemarkedet til høsten når markedet tar seg opp igjen.

## **8.9 Oljepris versus aksjekurs**

Det er en allmenn oppfatning at Oslo Børs er en oljeprissensitiv børs, noe som har sammenheng med at omtrent halvparten av Norges eksportinntekter kommer fra salg av råolje og gass. Siden vi selger råoljen og gassen uforedlet videre istedenfor å videreforedle råvarene til sluttprodukter for konsumentene blir Norge ekstra sensitive for endringer i oljeprisen.

Synker oljeprisen medfører dette at oljeselskapene og statens overskudd reduseres, og dermed reduseres også oljeselskapenes investeringsnivå i råvaren. Dette vil etter hvert dempe aktiviteten og lønnsomheten i selskapene som leverer varer og tjenester til oljeselskapene.

På den annen side vil en lavere oljepris kunne føre til sterkere økonomisk vekst ute og dermed økt etterspørsel i andre norske eksportnæringer. Dette vil isolert sett bedre lønnsomheten i foretakene. Dessuten vil lønnsomheten til konkurranseutsatte næringer være avhengig av utviklingen i kronekursen og kostnadsutviklingen.

Ytterligere økninger i oljeprisen eller økt bruk av oljeinntekter vil kunne bidra til sterkere kronekurs og svakere konkurranseevne overfor utenlandske bedrifter.

Også staten tjener på en høy oljepris. Staten har store inntekter fra oljeproduksjon og salg og man kan derfor tro at velferdstilbudet vil bli svekket av en nedgang i oljeprisen. Dette er imidlertid ingen stor fare for velferdstilbudet så lenge man følger handlingsregelen. Inntektene vil jevne seg ut over tid og velferdstilbudet kan derfor være stabilt, selv om dette på kort sikt kan gi seg store utslag i aksjekursen for enkelte aksjer. Mye på grunn av panikk og ikke på grunn av økonomiske prinsipper og realiteter.

Jones & Kaul (1996) undersøkte hvilke påvirkning oljepris har på aksjemarkedet og fant i sine analyser at det amerikanske og kanadiske aksjemarkedet er rasjonelle i den form at



oljesjokk reflekteres i dagens og fremtidens kontantstrøm. Mens de engelske og japanske markedene overreagerte når de får ny informasjon om oljepris.

En rekke eldre undersøkelser av det norske markedet, blant annet Gjerde og Sættem (1999), Halland, Hansen & Pedersen (1999), Gjølberg og Johnsen (1987), Carlsen, Hagland & Ruth (1990) og Kamsvåg (1993), har påvist at det er en positiv sammenheng mellom aksjekursen og oljeprisen.

Et utenlandsk empirisk studie - Jones & Kaul (1996) - av aksjemarkedet i US, UK, Japan og Canada viste at en økning i oljeprisen virket negativt på aksjekursen i US og Canada.

Selv om Carlsen, Hagland og Ruth fant en positiv sammenheng påpekte de i sine analyser at Norges økonomi er svært avhengig av oljeinntektene. Fall i oljeprisen medfører behov for innstramminger i den økonomiske politikken som forsterker den reduksjonen i innenlandsk etterspørsel som oljeprisfallet fremkaller. Dette tilsier at mange selskaper vil få vanskeligheter med å få avsetning for sine produkter i tiden etter et oljeprisfall.

På den annen side betyr fallende energipriser at selskapenes innsatsfaktorer blir rimeligere. I tillegg kommer at lavere energipriser øker kjøpekraften i en del land som importerer norske produkter. Det er derfor ikke gitt at det er en entydig sammenheng mellom høye oljepriser og gode fremtidsutsikter for selskapene.

## 8.10 Industriproduksjon versus aksjekurs

**Industriproduksjonsindeksen** sier noe om den generelle tilstanden i økonomien og kan være med på å identifisere konjunkturutviklingen. I det amerikanske markedet ser man at Dow Jones industriindeksen er nesten det tredobbelte av hva den var i midten av 1982, mens den reelle industriproduksjonen av varer og tjenester ikke har økt mer enn 20 % i den samme perioden.

I dette markedet ser det altså ut som om linken mellom vekst i industriproduksjon og avkastningen i aksjemarkedet er svak, men tilstede.

En annen oppfatning er:

***”In case production increases, the value of money also increases that stimulates growth in the stock market and vice versa fall in the bond market.”***

En rekke studier og analyser at det er en signifikant sammenheng mellom industriproduksjonen og aksjekursen i USA. Også i Norge er det funnet et positivt forhold mellom reell industriproduksjon og aksjeavkastning, men aksjemarkedet reagerer ikke umiddelbart på industriproduksjonen. Endringene kommer alltid forsinket i forhold til den reelle aktiviteten.

## 8.11 Rentenivået påvirker aksjekursen

På hvilken måte påvirker renten aksjekursen? For å avgjøre dette må vi vurdere såvel renterisikoen som rentenivået i markedet opp mot aksjekursen.

## 8.12 Renterisiko

**Renterisiko** er en type risiko som de fleste virksomheter har uavhengig av bransje og marked. Denne typen risiko er knyttet til rentebærende eiendeler og gjeld.

**Renterisiko** kan defineres som:

**”Risikoen for at svingninger i renten påvirker markedsverdien og/eller rentenettoen”**(Aas, 2006).

## 8.13 Rentenivå

**Rentenivået er et viktig nøkkeltall. Aksjekursene vil normalt stige når renten faller, og omvendt.**

Dette forholdet mellom rente og aksjeavkastning er påvist i mange analyser av flere ulike markeder. Blant annet fant Gjerde og Sættem (1999) et umiddelbart negativt forhold mellom reell kortsiktig rente og akseavkastning i det norske markedet, mens Chen, Roll og Ross (1986) fant et slik negativt forhold mellom rentens terminstruktur (forskjellen mellom lange og korte renter) og aksjeavkastningen i det amerikanske markedet.

Lee (1992) fant i sine analyser derimot at koeffisienten til reell renteendring ikke er signifikant.

Analyser av andre lands aksjemarkeder er heller ikke entydige. Blant annet kunne ikke Poon og Taylor (1991) forklare aksjeavkastning i Storbritannia med de makroøkonomiske variablene brukt i analysen Chen, Roll og Ross (1986). '

Resultatene er altså noe motstridene for ulike land og ulike tidsrom. Men både basert på Gjerde og Sættem (1999) resultat ser det ut til at aksjekursen reagerer umiddelbart og negativt på endring i både langsiktig og kortsiktig rente.

Rentenettoen kan sees på som bankenes viktigste inntektskilde, da den representerer differansen mellom bankenes utlånsrenter og renten i andre verdipapirer og renteutgifter til innskudd og annen finansiering (Sparebankforningen, 2010).

Når vi ser på foretaksnivå så vil markedsverdien være den måleenheten som er mest relevant. Markedsverdien vil reduseres ved økt rente, siden diskonteringsfaktoren øker, mens redusert rente vil øke markedsverdien. For de fleste virksomheter oppstår renterisikoen ved opptak av lån. Opptak av lån innebærer betaling av renter og avdrag der risikoen er knyttet til økte rentekostnader ved en renteoppgang.

Om virksomheten får umiddelbare virkninger av en eventuell renteoppgang vil avhenge av virksomhetens rentebinding. Dersom en stor del av virksomhetens rentebærende gjeld er bundet over en lengre periode, vil risikoen for økte rentekostnader reduseres. Samtidig øker dette risikoen for å gå glipp av en eventuell gevinst ved fall i markedrenten, sammenlignet med renten i gjeldsporteføljen.

Når renten faller er dette bra for selskapene fordi finansiering vil bli billigere, samtidig som alternativ kostnaden øker. Et lavere rentenivå vil også bety at folk flest vil ha mer penger å rutte med og etterspørselen etter varer og tjenester vil øke. Disse faktorene vil bety at forventet inntjening vil bli høyere og derfor stiger aksjekursene ved rentenedsettelse.

Virksomheter som opererer i internasjonale markeder vil også oppleve renterisiko ved eksempelvis valutalån. Slike lån er svært vanlig for virksomheter som har inntekter og/eller eiendeler i fremmed valuta. Valutalånet kan også fungere som sikring av valutarisiko.

## 8.14 Valutakurs vs. Aksjekurs

**Mange aksjekurser påvirkes av valutakursen, da de fleste selskaper er avhengig av handel med utlandet. Denne form for risiko kalles valutarisiko.**

Valutarisiko er direkte knyttet til fluktuasjoner i valutakursene, og er noe som alltid må vurderes i en risikoanalyse. Børsum og Ødegaard (2005) sier følgende om valutarisiko:

*”Et selskap er utsatt for valutarisiko dersom dets verdi påvirkes av svingninger i en eller flere valutaer”*

Oljeindustrien dominerer den norske økonomien og oljen omsettes i USD. Noe som gjør aksjekursen nært knyttet til utviklingen i dollarkursen. Også i shipping noteres de fleste transaksjoner i USD. Mange av de børsnoterte selskaperes kontantstrømmer vil derfor være sensitive overfor endringer i valutakursen, NOK/USD.

Endringer i valutakurser sier noe om konkurranseforholdet mellom de ulike valutaer. Selv om ikke alle selskapene handler direkte i USD vil en økning i dollarkursen i forhold til den norske kronen (**depresieres**) føre til bedret konkurransevne for de norske selskapene. I tillegg betyr en sterk dollar ofte sterk amerikansk økonomi. Etterspørselen etter importvarer i USA vil da øke, noe som også er positivt for norsk økonomi.

Motsatt vil en styrkelse (appresiering) svekke konkurransesituasjonen for norske eksportbedrifter som opererer i andre valutaer. For norske importbedrifter så er de tjent med en sterk norsk krone, da utenlandske varer og tjenester blir billigere jo sterkere NOK er. Dette er en av faktorene som er sentrale i Norges Bank sin fastsettelse av styringsrenten.

Kaneko & Lee (1995) fant i sine analyser et signifikant forhold mellom aksjekursen og valutakursen i det Japanske aksjemarkedet, mens Gjerde og Sættem (1999) ikke fant noe signifikant forhold mellom valutakursen NOK/USD og avkastningen i det norske aksjemarkedet.

I tillegg til risikoen som er knyttet til konkurranseforhold, er også endringer i valutakurser en risiko når fordringer og/eller balanseposter er nominert i annen valuta enn den lokale valutaen.

**Valutaeksponering** defineres av Korsvold & Høidal (2012) som:

**”(...) konsekvensen av en uventet endring i prisen på det underliggende aktivum for en investering eller et låns markedsverdi”** (Korsvold & Høidal, 2012)

Her er det underliggende aktivum f. eks valutakursen. Ved måling av økonomisk eksponering måles normalt den hjemlige valutaen som virksomheten er nominert i.

Videre defineres **eksponeringsgrad** som:

**”Den prosentvise endringen i verdi, målt i basisvaluta, gitt 1 % uventet endring i prisen på det underliggende aktivum”**(Korsvold & Høidal, 2012)

$$\text{Eksponeringsgrad} = \frac{(\text{Endring i kontantstrøm i kroner})}{(\text{Opprinnelig kontantstrøm i kroner})(\text{Uventet prisendring})}$$

Som igjen kan skrives:  $E = \frac{C1 - C0}{C0 \cdot \Delta S} = \frac{\Delta C}{\Delta S}$  der,

- $C0$  og  $C1$  er kontantstrøm i kroner på tidspunkt 0 og 1 ved uventet endring i prisen.
- $\Delta C$  er prosentvis endring i kontantstrømmen
- $\Delta S$  er prosentvis endring i valutakursen

For å gjøre dette anvendelig vil vi nedenfor komme med et enkelt eksempel:

- Vi har en investering i Fremmed med verdi lik FRM 10 000 000 ( $t=0$ ). Spotkurs i dag er 4,0 NOK/FRM. 1 prosent endring i det underliggende, gir en verdi på 10 100 000 i FRM gitt uventet endring i kursen på tidspunkt 1 ( $t=1$ ) til 4,08 (appresiering av FRM på 2 prosent).

Dette gir følgende eksponering ved bruk av Korsvold & Høidal sin fremgangsmåte for å beregne eksponeringsgrad:

- **Eksponering Fremmed (FRM):**
  - o  $t = 0$ : 10 000 000
  - o  $t = 1$ : 10 100 000
- **Eksponering hjemlig (NOK):**
  - o  $t = 0$ :  $10\,000\,000 * 4 \text{ (NOK/FRM)} = 40\,000\,000 \text{ kr}$
  - o  $t = 1$ :  $10\,100\,000 * 4,08 \text{ (NOK/FRM)} = 41\,208\,000 \text{ kr}$
- **Eksponeringsgrad tidspunkt 0:**
  - o  $E = \frac{(41\,208\,000 - 40\,000\,000)}{(40\,000\,000 * 0,02)} = 1,51$

Dette sier oss at en appresiering på 1 prosent av FRM indikerer en oppgang på 1,51 prosent i investeringsverdien angitt i kroner. Eksempelet som vist ovenfor forteller at relativt små fluktasjoner i valutakursen gjør relativt markante utslag i investeringsverdien.

Uansett om en virksomhet kun opererer nasjonalt vil valutarisikoen være sentral da utenlandske produsenter kan ha incentiver for eksport til Norge dersom NOK depresieres i forhold til utenlandsk valuta. Det betyr at enhver virksomhet er eksponert, spørsmålet er bare i hvilken grad de er eksponert (Korsvold & Høidal, 2012).

For virksomheter som er eksponert for valutarisiko vil dette i aller høyeste grad være en aktuell problemstilling og et område som trenger oppfølging. Endringene i valutakursene og kontantstrømmene kan på lengre sikt medføre stor konsekvenser for virksomheten og det er avgjørende å vurdere og deretter håndtere denne formen for risiko for å kunne implementere en god helhetlig risikostyring.

## 8.15 Inflasjon versus aksjekurs

**Vekst i økonomien er bra, men ikke for sterk vekst. Vokser økonomien for raskt stiger renten og inflasjonen, noe som er negativt for selskapene da finansiering blir dyrere, samtidig som forbrukernes kjøpekraft reduseres.**

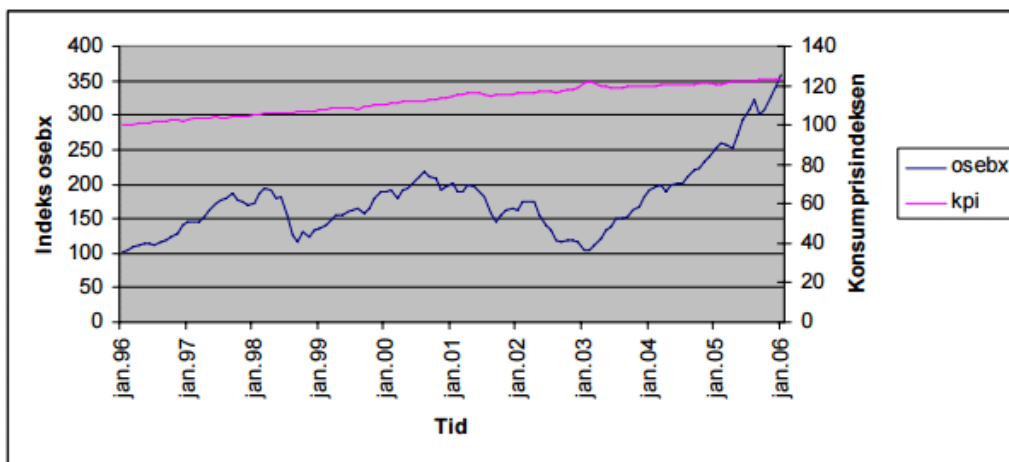
Det er imidlertid ingen åpenbar og entydig sammenheng mellom inflasjon og aksjekursen og aksjeavkastningen.

Markedsverdien påvirkes av prisstigning og man skulle derfor isolert sett tro at aksjekursene steg med inflasjonen. Men så enkelt er det ikke. Høyere inflasjon tyder på konjunkturoppgang og dermed høyere etterspørsel, Dette gir selskapet høyere inntekter og dermed høyere aksjekurs.

En høyere inflasjon hjemme enn i verdensøkonomien vil føre til depresieringsforventninger. Norske selskap får økt konkurransevne, men samtidig vil deres utenlandske lån blir dyrere.

Analysen av amerikanske data fra etterkrigstiden, Fama og Schwert (1977), har funnet negativ korrelasjon mellom inflasjon og aksjeavkastning (aksjekursen). Men Fama (1981) mener dette kan være et uttrykk for en mer fundamental sammenheng mellom reell aktivitet og aksjeavkastning.

Gjølberg og Johnsen (1987) fikk i sine analyser en negativ, men usignifikant, koeffisient for hvordan endring i inflasjon påvirker aksjeavkastningen. Semmen (1991) fikk i sine analyser en negativ og usignifikant koeffisient for inflasjon for månedlige observasjoner, mens koeffisienten var negativ og signifikant for årlige observasjoner. Ut fra disse resultatene og figuren under ser det ut til at inflasjonen vil ha en negativ, men svak innvirkning på aksjeavkastningen og dermed også aksjekursen som er et uttrykk for forventet inntjening.



## 8.16 Påvirker de utenlandske børsene den norske aksjekursen?

Norge er en liten, åpen økonomi med mindre utviklet finansmarked enn de amerikanske, japanske og engelske. Mange av de børsnoterte bedriftene er store eksportører som er sensitive overfor internasjonale konjunkturer og selskapene har derfor store svingninger i profitten. Men likevel kunne ikke Mathur & Subrahmanyam (1990) påvise at det amerikanske aksjemarkedet påvirker det norske. Selv om ikke Mathur & Subrahmanyam (1990) fant noe signifikant påvirkning fra det amerikanske aksjemarkedet skulle man tro at endringer i avkastningen på store utenlandske børser vil påvirke avkastningen på Oslo Børs.

Dette ikke bare fordi norske børsnoterte selskap er eksportorienterte, men også fordi flere norske selskap er notert på utenlandske markedsplasser og fordi arbitrasje skjer mellom ulike markedsplasser.

Det er også viktig å påpeke at et lite marked er mer utsatt for forsøk på manipulasjon og det er derfor større fare for at små marked ikke reagerer ”riktig” på ny informasjon.

I følge Mathur og Subrahmanyam (1990) påvirker svenske aksjekurser det norske og det finske aksjemarkedet, mens kun det amerikanske aksjemarkedet påvirker det danske. Eun og Shim (1989) fant derimot at amerikanske aksjekurser påvirker alle disse nordiske markedene.

### **Selv om hovedindeksen til Oslo Børs er mer volatil enn de store utenlandske aksjeindeksene, følger de allikevel hverandre i stor grad.**

Ehrmann, Fratzscher & Rigobon (2004), forklarer hvordan en kraftig endring i form av en strammere amerikansk pengepolitisk, gir virkninger innenlands så vel som internasjonalt gjennom flere kanaler.

Innenlands reduserer en slik pengepolitikk aksjeprisene gjennom å redusere diskonteringsrenten på fremtidige kontantstrømmer. Det kan medføre lavere fremtidig inflasjon, og på den måten flate ut avkastningskurven. Dette kan videre ha en indirekte effekt på aksjeprisene ved å påvirke bedriftenes forventninger om fremtidig profitt. En strammere pengepolitikk i USA kan internasjonalt trigge strammere renter og på den måten inducere en tilnærmet mekanisme som innenlands, der obligasjonsavkastning og aksjekurser synker.

Det poengteres videre at det eksisterer langt flere kanaler som reaksjoner kan forplante seg gjennom; stram pengepolitikk innenlands kan påvirke utenlandske aksjekurser via innenlandske aksjemarkeder. Dette fordi svake resultater i innenlandske aksjemarkeder reduserer avkastning i utenlandske aksjer gjennom finansiell ”smitte” eller bedriftenes internasjonale diversifisering. Videre vil endringer i innenlandsk rente også endre valutakursen som utgjør en annen overføringskanal til utenlandsk prising av verdipapirer

Et kjent uttrykk sier: ”*When America sneezes, Europe catches a cold*” (Kose & Yi, 2001). USAs børser har lenge hatt påvirkning på Norge (Holm, 2005). Eksempelet ovenfor skisserer noen av årsakene til at dette er tilfelle, samt enkelte av de kanaler påvirkningen sprer seg gjennom.

I de senere tiår har det vært skrevet en rekke artikler og publisert flere studier rundt samvariasjon mellom de store globale børsene. Man kan eksempelvis i tider med børsuro, observere en kraftig økning i korrelasjon mellom markeder og selskaper. Bergh (2011) beskriver dette som en såkalt syklisk økning av korrelasjon.

Selv om det på ingen måte er et perfekt mål, har korrelasjon lenge vært et anerkjent og viktig redskap for å kartlegge den økonomiske og finansielle globaliseringsprosessen. Dette betyr at økt internasjonal økonomisk/finansiell integrasjon vil medføre økt korrelasjon i verdipapirmarkedene (Bekaert & Hodrick, 2009).

## 8.17 Politiske forhold påvirker aksjekursen

Endring i de politiske forhold, kan være av betydning for aksjekursen. Politiske beslutninger som endrer forutsetningene for selskapets evne til å tjene penger, eksempelvis beskatning av selskap og aksjonærer, strenge miljøtiltak m.v., påvirker aksjekursene.

Det er derfor viktig å følge med på den politiske utviklingen, ikke bare i Norge men også internasjonalt - spesielt i de markedene aksjeporteføljen din er avhengig av. En ny president i USA kan f.eks. sende aksjekursen vesentlig opp eller ned, avhengig av hvilke forventninger finansmarkedet har til den nye presidenten.



## 9 IPO

**Investorer og tradere får fra tid til annen tilbudet om å delta i en IPO i forbindelse med en børsnotering av et unotert selskap.**

Spørsmålet blir dermed: - *Bør du velge å kjøpe aksjer i en IPO hvis du får tilbud om det?*

### 9.1 IPO = en børsnotering

**IPO** er en forkortelse for **Initial Public Offering** og vil si at et unotert selskap henter inn mer egenkapital i forbindelse med en **børsnotering** av selskapet. IPO er med andre ord prosessen ikke-børsnotert selskap går igjennom når de bestemmer seg å gå på børs for første gang.

En IPO (børsnotering) er dermed selskapets første utstedelse av aksjer til allmennheten. Dette skjer i praksis ved at en tilrettelegger gjennomføres en **offentlig emisjon** hvor hvem som helst kan tegne seg for aksjer i selskapet for første gang. Disse aksjene er uten omsetningsrestriksjoner og kan dermed kjøpes og selges fritt i aksjemarkedet.

### 9.2 IPO = offentlig emisjon

Siden børsintroduksjonen skjer ved at det gjennomføres en offentlig emisjon selger ingen av selskapets eksisterende aksjonærer noen sine aksjer ved børsintroduksjonen. Dagens aksjonærer får dermed ingen av pengene som hentes inn ved børsintroduksjonen. De går uavkortet til å styrke selskapets egenkapital.

I praksis skjer dermed børsintroduksjonen ved at selskapets aksjebeholdning (antall aksjer i selskapet) økes med en viss prosentsats. Hvis selskapet f.eks. velger å doble sin aksjebeholdning ved børsintroduksjon vil dette si at dagens aksjonærer i selskapet får redusert sin eierandel fra 100% til 50%.

### 9.3 Tegningskurs ved børsnotering

Når selskapet skal børsnoteres gjennom en offentlig emisjon må selskapet bestemme seg for hvor mange nye aksjer som skal bli utskrevet (utvanningseffekten) og tegningskursen. Hvor mye penger selskapet får hentet inn gjennom IPO-en kan så beregnes slik:

$$\text{Antall aksjer} \times \text{Tegningskurs} = \text{Innhentet egenkapital}$$

Det finnes flere måter å avgjøre tegningskursen på. Det vil si hvor mye hver investor som ønsker å tegne seg (kjøpe aksjer) i emisjonen må betale for hver enkelt aksje.

De vanligste metodene er:

- **Fastpris** - Dette er den vanligste måten å sette tegningskursen på. Her setter tilretteleggeren en fast tegningskurs på forhånd som alle kan tegne seg til ved å sende inn et tegningsskjema. Det hender at tilrettelegger tar forbehold om emisjonskursen, slik at den kan justeres dersom etterspørselen blir høyere enn forventet.
- **Book building** - Ved bruk av ”*book building*”-metoden reiser tilretteleggeren og selskapets ledelse på en rundtur (”*road show*”), hvor de kommer i kontakt med potensielle investorer og undersøker hvor mange aksjer de ønsker og til hvilken pris. På denne måten får man kartlagt etterspørselen etter aksjen, og man får et bedre utgangspunkt for å sette en riktig pris. ”Book building” gir tilretteleggeren en viss fleksibilitet til å justere prisen dersom det skulle dukke opp ny informasjon i løpet av ”book building”-prosessen. Her blir tegningskursen med andre ord satt uten at investoren vet hva den endelige tegningskursen vil bli når de tegner seg. I stedet blir de bedt om å by på aksjene innenfor en viss prisklasse. Selskapet og tilretteleggeren bruker deretter budgivning informasjonen til å komme opp med en pris som passer best til IPO-en. Investorer som har gjort bud blir så tildelt aksjer til denne prisen, som kan være annerledes enn deres opprinnelige bud.
- **Den nederlandske auksjonmetoden** - Her blir tegningskursen basert på investorene kommer med bud. For eksempel, tenk det er 200 aksjer i et lager som tilbys. De 200 budgivere som gjorde de høyeste budene ville alle få aksjer, og prisen vil bli satt til det laveste beløpet bud av disse topp 200. Selvfølgelig, det kan være budgivere som ønsker flere aksjer, men de kan ikke være i stand til å få dem tatt. Hvis det var en person i dette eksempelet som hadde lagt inn bud på 10 aksjer på ett hundre og nittisjette høyeste budgivning pris, ville han bare få fem av sine ønskede aksjer, siden de andre fem ville overstige 200 aksjer tilgjengelig.

I USA er det vanligst å bruke ”*book building*”-metoden, mens i Storbritannia er fastprismetoden dominerende (Brealey et al. 2006). På Oslo Børs har ”*book building*” vært mest brukt de siste årene (Moe 2007), mens det på 80-tallet og begynnelsen av 90-tallet var fastpris-metoden som dominerte.

## 9.4 ”Firm commitment” vs ”best effort” emisjon

Når selskapet (utsteder) og meglerhuset inngår avtalen om tilrettelegging (børsnotering eller emisjon), må partene også avgjøre om det skal være en ”*firm commitment*”-emisjon eller en ”*best effort*”-emisjon. Forskjellen mellom disse to formene ligger i risikoen tilrettelegger tar.

Ved ”**firm commitment**” garanterer tilrettelegger for emisjonen, hvilket betyr at usolgte aksjer må kjøpes av tilretteleggeren. Dersom ”**best effort**” velges, forplikter tilrettelegger seg kun til å gjøre sitt beste, og risikoen for usolgte aksjer skyves dermed over på utsteder.

## 9.5 ”Lock-up”-avtale

En ”lock-up”-avtale er en:

**- avtale hvor en eller flere av de eksisterende eierne forplikter seg til ikke å selge hele eller deler av aksjeholdningen sin før et på forhånd avtalt tidspunkt.**

For selskapene som noteres på Oslo Børs ser det ut til at det vanligste er å velge en ”lock-up”-periode på mellom seks og 18 måneder. Bruken av ”lock-up”-avtaler kan ha flere formål. Ved å hindre salg av aksjen etter noteringen, vil en slik avtale bidra til å stabilisere prisen i ettermarkedet. Det at eksisterende aksjonærer lar seg ”binde til masten” på denne måten kan også ses på som et signal om at de har tro på selskapet. I noen tilfeller er det slik at store institusjonelle investorer stiller krav om at visse eksisterende eiere må inngå en ”lock-up”-avtale, for at de institusjonelle eierne skal være villige til å delta i emisjonen.

## 9.6 Underprising

**Underdekning** vil si at ikke alle aksjene i emisjonen blir tegnet, mens **overdekning** vil si at det er flere som ønsker å tegne (kjøpe) enn det som er til salgs. Ved overtegning tildeles aksjene normalt ved loddtrekning.

Fastpris og ”book building” metoden, basert på et komparativt studie, er de vanligste beregningsmetodene for å avgjøre IPO-ens tegningskurs. Med **komparativ studie** menes:

**- at selskapet blir sammenlignet opp med andre lignende børsnoterte selskaper for å komme opp med en rettferdig pris på aksjen.**

Normalt vil tegningskursen i en IPO være underpriset. Det vil si at aksjene i selskapet prises lavere enn markedsverdien. Dette gjøres for:

- *å sikre fulltegning i emisjonen og unngå at garantistens ansvar utløses. Tilretteleggeren står som garantist for IPO-en og må ta ansvar ved undertegning. Det vil si i tilfeller hvor alle aksjene i emisjonen ikke blir tegnet av andre.*
- *å sikre en positiv børsintroduksjon hvor aksjekursen fortsetter å stige etter børsintroduksjonen istedenfor å synke. Noe som er viktig for at markedet skal få tillit til aksjen og begynne å handle den regelmessig.*

At det normalt er en systematisk sammenheng i økningen mellom tegningskursen ved IPO og sluttkursen første handelsdag ved børsintroduksjoner har vært godt dokumentert helt siden tidlig på 1970-tallet. Dette fenomenet omtales både som **underprising** og ”*firstday returns*”

For deg som investor betyr dette at det ofte er store penger å tjene ved å kunne være med på en IPO som blir tatt godt imot av markedet etter børsintroduksjon. De fleste aksjene stiger normalt umiddelbart etter børsintroduksjon, så mange investorer velger å være med

på IPO-en bare for å selge ut aksjebeholdningen ved første ordinære handelsdag på børsen etter børsintroduksjonen.

Det er ofte en stor interesse i en ny emisjon, og verdien vil nesten alltid stige, med mindre aksjen ikke er overpriset, et problem som kan oppstå når garantistene overvurderer interessen for en ny emisjon.

Graden av underprising varierer både over tid og mellom land, men ligger typisk et sted mellom 10% og 30%

## 9.7 Lav langsiktig avkastning

Mens aksjen synes å være underpriset på IPO tidspunktet, med det resultat at aksjen kan stige 10-30% de første dagene etter børsintroduksjon, gir nye børsnoterte historisk sett en lavere langsiktig avkastning enn aksjeindeksen. En riktig investeringstrategi synes derfor ofte å være å bli med i IPO-en med så mange aksjer som mulig, for så å selge seg helt ut når aksjene begynner å nå toppen etter at nyhetsverdien har gitt seg.

Årsaken til at nye børsnoterte selskaper har en tendens til å gi en lavere avkastning enn aksjeindeksen når vi legger et 5-års eller 10-års perspektiv til grunn, skyldes at det ser ut til at selskapene som velger å bli børsnotert velger å gjøre dette på et tidspunkt hvor markedet er spesielt optimistisk til selskapets fremtidige vekst og inntjeningsevne. Noe som gjør aksjene midlertidig overpriset. Et "*Windows-of-opportunity*" som selskapet velger å utnytte ved å time børsintroduksjonen til et tidspunkt hvor markedet er overoptimistisk til selskapets muligheter og strategiske konkurransefortrinn. Noe de gjør for å skaffe seg rimeligst mulig kapital (minst mulig utvanningseffekt).

Resultatet av denne forbigående optimismen til fremtidig inntjening gir seg så utslag i en dårligere kursutvikling over tid enn de etablerte selskapene som utgjør aksjeindeksen.

## 9.8 Hvorfor IPO (børsnotering)?

Når et selskap velger å bli børsnotert mister de mye av sin frihet til å avgjøre hvilke regnskapsprinsipper og praksis som skal benyttes, regnskapskostnadene øker og de blir underlagt strenge regler om opplysningsplikt, inside handel og en rekke andre forhold, så hvorfor velger enkelte selskaper å bli børsnotert?

La oss prøve å se på denne problemstillingen med bedriftsledernes øyne og ikke øyne til en investor eller trader, slik at vi bedre forstå hvilke drivkrefter som ligger bak denne strategiske beslutningen.

## 9.8.1 De viktigste grunnene for IPO (børsnotering)

De viktigste grunnene til at et selskap velger å bli børsnotert er en eller flere av følgende forhold:

1. **Få tilgang til rimelig egenkapital**
2. **Gjøre aksjen likvid (omsettlig)**
3. **Skape en exit-mulighet for dagens aksjonærer**
4. **Kvalitetsstempel**
5. **Synliggjøre verdier og oppnå en høyere prising**

### 9.8.1.1 Tilgang til ny rimelig egenkapital

De fleste selskaper velger å bli børsnotert for å gjøre det enklere for selskapet å få tilgang til ny kapital gjennom en offentlig emisjon hvor allmenheten kan begynne å kjøpe aksjer i selskapet for første gang.

Den nye egenkapitalen selskapet får inn gjennom den offentlige emisjonen i forkant av børsintroduksjonen kan selskapet bruke til å investere i nye prosjekt, kjøpe opp konkurrenter eller betale ned gjeld.

### 9.8.1.2 Gjøre aksjen likvid (omsettelig)

Årsaken til å at det enklere å hente inn store beløp gjennom en offentlig emisjon i forkant av en børsintroduksjon enn i emisjoner i unoterte selskaper, skyldes at de unoterte selskapene ikke har noe marked for investorene som kjøper seg inn gjennom emisjonen å selge aksjene i når de ønsker å gå ut av aksjen igjen. Det har de børsnoterte aksjene. Ved at selskapet får tilgang til et regulert marked for kjøp og salg av aksjene skaper økt handel (likviditet) i aksjen, synliggjør selskapets verdier og gjør det mulig å bruke aksjen som et finansinstrument

### 9.8.1.3 Skape exit-muligheter

Exit-mulighetene de børsnoterte aksjene tilbyr i forhold til de unoterte aksjene er en av de viktigste grunner for at det er enklere for børsnoterte selskaper å hente inn penger gjennom en emisjon enn for unoterte selskaper som heller ikke må følge de strenge rapporteringsreglene som gjelder for de børsnoterte selskapene.

Enkelte ganger kan exit-mulighetene i seg selv være den viktigste grunnen til at et selskap ønsker å bli børsnotert. Ved at selskapet blir børsnotert kan de eksisterende eierne som har bygd opp selskapet velge å selge seg helt eller delvis ut når de selv måtte ønske å kapitalisere sitt livsverk til cash. Noe som er vanskelig for unoterte selskaper å gjøre.

### **9.8.1.4 Kvalitetstempel**

Å være børsnotert er et kvalitetstempel som gjør det enklere å trekke til seg nye investorer ved fremtidige emisjoner. Dette skyldes at selskapet pliktes å rapportere jevnlig hvordan driften går. Enkelte hevder for eksempel at banker og andre finansinstitusjoner gir lettere lån når et selskap spiller med åpne kort, og rapporterer jevnlig utviklingen i selskapet. Et annet viktig poeng er at børsnoterte selskaper må ha tilfredstilt Oslo børs sine relativt strenge krav. På denne måten kan investorer og andre interesserte oppnå mer innsyn til selskapets verdier, og få et bedre bilde av bedriftens utvikling.

### **9.8.1.5 Synliggjøre verdier og oppnå en høyere prising**

Ved at selskapet får tilgang til et marked hvor aksjen kan kjøpes og selges fritt etter børsintroduksjon vil en børsintroduksjon normalt medføre at selskapet oppnår en høyere prising enn det selskapet ellers ville ha fått hvis et meglerhus skulle ha verdsatt et unotert selskap. En viktig grunn for å børsnotere et selskap kan derfor være så enkelt som å ha et ønske om å vise og kunne realisere selskapets reelle verdier for selskapets eksisterende aksjonærer.

## **9.8.2 Ulemper**

Selv om IPO kanskje høres ut som en god måte for selskaper å skaffe penger på, er det også en del ulemper ved å bli børsnotert. For eksempel er det et stort spekter av strenge juridiske og økonomiske regler, reguleringer og rapporteringer som selskapet må følge for å kunne være børsnotert.

### **9.8.2.1 Dyrt**

Det er også svært dyrt å være børsnotert. Spesielt for små selskaper, da de fleste kostnadene er såkalte faste kostnader som påløper uavhengig selskapets størrelse eller omsetningsvolumet i aksjen. De direkte kostnadene omfatter gebyrer til børsen, rådgivning, advokater, økte regnskapskostnader, meglerhonorar etc. Forhold som gjør at selskapets årsresultat blir redusert.

### **9.8.2.2 Tids- og ressurskrevende**

En børsnotering er dessuten en svært tidkrevende prosess som legger beslag på både mye ressurser og tid. Fra styret får klarsignal fra generalforsamlingen til noteringen er gjennomført kan det ta opp til flere måneder. Når Statoil ble notert tok det to analytikere seks måneder bare for å gå igjennom selskapet og prospektet (Nyland 2007) For å gjennomføre en vellykket børsnotering forventes det også at ledelsen og styret er skolert innen blant annet: interne rutiner, kommunikasjonsstrategier, børsmessige forhold og formelle forhold. Denne interne skoleringen vil både ta tid og ressurser før en notering.

### **9.8.2.3 Tap av konkurransefortrinn**

Informasjonskravet som blir pålagt alle noterte selskaper er ikke bare kostbart og tidkrevende. Det kan også føre til tap av konkurransefortrinn. Offentliggjøring av sensitiv informasjon som for eksempel forskning, markedsføringsstrategier, fremtidige prosjekter etc. kan være nyttig for konkurrenter som ikke er listet. Dette fører til at selskaper med høy grad av konfidensiell og sensitiv informasjon heller vil vurdere å finansiere fremtidige investeringer på andre måter enn børsnotering.

### **9.8.2.4 Mindre arbeidsro**

Etter en notering opplever også mange selskaper at de får mindre arbeidsro. Børsnoterte selskaper blir kontinuerlig vurdert og gransket av analytikere, journalister, investorer, skattemyndigheter etc. Noterte selskaper må også være forberedt på økt interesse fra offentligheten, press fra investorer med ulik agenda og også den overhengende faren for fiendtlige oppkjøp. Et fiendtlig oppkjøp kan oppleves som en trussel for både opprinnelige eiere, men også ledelsen. De opprinnelige eierne som har startet selskapet er kanskje ikke interessert i nye hovedaksjonærer. Dette kan skyldes frykt i forbindelse med flytting av selskapet, nedleggelse, forandringer i primær aktiviteter og lignende. Ledelsen i et selskap vil også ha grunn for å forhindre et fiendtlig oppkjøp på grunn av faren for å miste jobbene sine.

### **9.8.2.5 Endret fokus**

Mange selskaper opplever også at fokuset endres fra drift og produktutvikling til finans etter en notering. Ledelsens viktigste oppgave er å maksimere aksjonærenes avkastning. Dette fører ofte til at ledelsen velger å gå for prosjekter med kortere inntjeningsstid, enn prosjekter som kan være mer lønnsomme på sikt. Et slikt kortsiktig syn kan resultere i tap av lønnsomme prosjekter og verdifull innovasjon.

### **9.8.2.6 Nye investorer har andre ideer og krav enn de gamle**

Etter en notering kan man også få en kollisjon mellom gründere og nye investorer. En notering kan ses på som en endelig belønning for en hardarbeidende gründer hvor han kan tjene penger på ideene som ligger bak selskapet, men dette kan også skape potensielle konflikter. Gründere er ofte opptatt av å ta vare på de ansatte, drive med produktutvikling, være tro mot forretningsideen etc. Kollisjonen oppstår når nye investorer kun måler verdien av selskapet i dagens kurser. Etter en børsnotering vil ledelsens viktigste oppgaver være å maksimere avkastningen til aksjonærene. Trygge arbeidsplasser og lignende vil derimot komme lengre ned på listen.



### 9.8.3 Oppsummering

Etter en notering kan mange selskaper oppleve at de mister mer kontroll over selskapet. En annen faktor som mange vil oppleve som nytt er økt fokus på omdømmet til selskapet. Når et selskap blir børsnotert blir det fortløpende vurdert og selskapet er avhengig av toppledelsens omdømme. En dårlig ledelse eller feilslåtte investeringer resulterer ofte i svært lave kurser, som i verste tilfelle kan føre til fiendtlige oppkjøp. Det er ledelsen sin oppgave å opprettholde en profil til selskapet som gir positive assosiasjoner hos journalister, analytikere og investorer. Burson-Marsteller gjennomførte i 2003 en undersøkelse som påviste at 30 % av et selskapsomdømme kan tilskrives toppledelsen. Dette viser at listede selskaper er sårbare ovenfor menneskelige egenskaper hos toppleren.

I 1998 gjennomførte Hartmark Consulting AS (Magma 2001) en spørreundersøkelse blant selskaper listet på Oslo børs. Undersøkelsen viste følgende:

- Et av fire selskaper hadde foretrukket ikke å være listet.
- En tredjedel finner situasjonen som notert lite tilfredsstillende / utilfredsstillende.
- Syv av ti selskaper klassifiserte kostnaden forbundet med å være på børs for høye eller urimelige.
- Kun ett av ti selskaper var fornøyd med likviditeten på aksjene sine.
- Ni av ti selskaper var lite tilfredse / utilfredse med prisingen av aksjen.

## 9.9 IPO prosessen (børsnotering fasene)

For å forstå prosessene rundt prising av emisjonen og børsnoteringen, skal vi gå gjennom de forskjellige trinnene i en børsintroduksjonsprosess for et norsk selskap.

Prosessene kan skjematisk fremstilles slik:



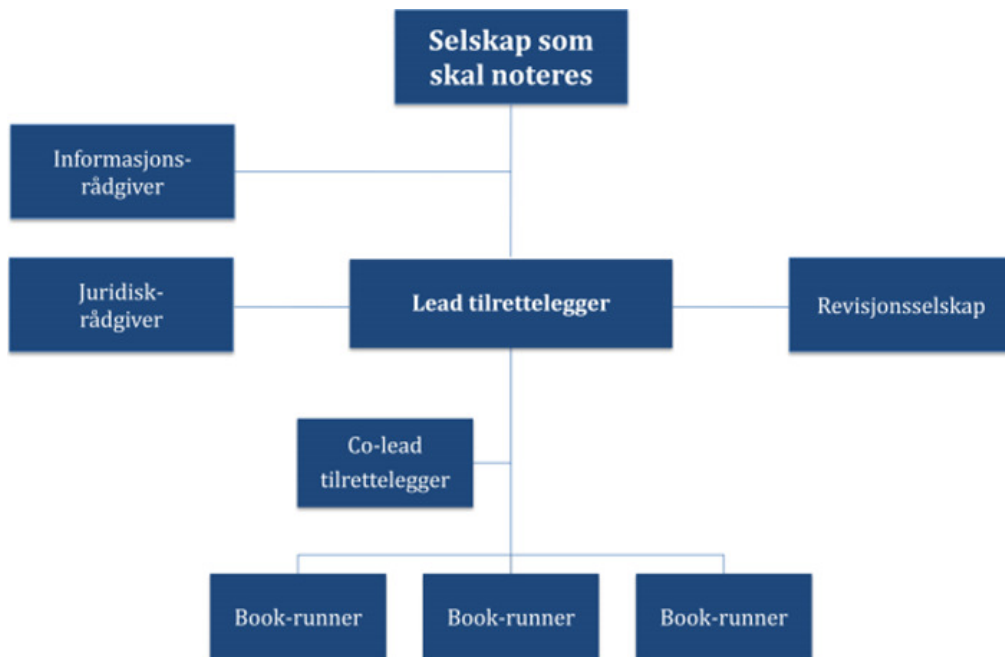


## 9.9.1 Rådgivningsfasen

Noe av det første som skjer når et selskap vurderer å gjennomføre en børsintroduksjon er at en finansiell rådgiver ansettes for å bistå selskapet med å ta den endelige avgjørelsen om hvorvidt introduksjonen skal gjennomføres, samt gi råd underveis i en eventuell børsintroduksjon. Slike tilretteleggere er som regel et team fra ”*corporate finance*”-avdelingen til et meglerhus.

Deretter fastsettes tidsskjema for noteringsprosessen samtidig som man setter sammen et transaksjonsteam. Selskapets tilrettelegger tar seg av koordineringen av teamet, som ofte består av selskapets ledelse og styre, en juridisk rådgiver og representanter fra et revisjonsselskap. For å kontrollere informasjonsflyten ut fra selskapet og ta vare på dets image, velger man ofte å ansette en informasjonsrådgiver (Gretland 1994).

Videre fastsettes målsetningene for børsintroduksjonen, det vil si hvor mye kapital som skal hentes og hvordan det skal gjøres. Hvor mange gamle og nye aksjer som skal selges og hvilket prisintervall man ønsker å havne innenfor er viktige forhold som avklares i denne fasen. Ved større børsintroduksjoner, trenger man ofte flere meglerhus. Disse blir da med som ”*co-leads*” (deler koordineringsansvaret med selskapets tilrettelegger) eller som ”*book runners*” (har kun ansvar for å selge aksjene). Figur under viser de ulike partene som er med i prosessen.



## 9.9.2 Forberedelsesfasen

I denne fasen initierer tilretteleggeren kontakten med Oslo Børs for å søke om notering. Søknadsprosessen er tidkrevende og den settes derfor i gang slik at en eventuell aksept av søknaden skjer omtrent samtidig med at emisjonsprosessen er ferdig. Det er også i denne fasen at hovedarbeidet med verdsettelsen av selskapet finner sted.

For at verdivurderingen skal bli så riktig som mulig, har man en grundig gjennomgang av selskapet både juridisk, kommersielt og regnskapsmessig ("due diligence") slik at man får avdekket forhold som kan påvirke selskapsverdien.

Etter at man har kommet frem til en verdi på selskapet, avgjøres transaksjonsstrukturen, det vil si at emisjonsmodell, emisjonsstørrelse, instrumentvalg, forkjøpsrett, "lock-up" og eierstruktur blir bestemt. Selskapet må også bestemme hvordan det skal fastsette prisen. De vanligste metodene er da "book building" eller fastpris.

Med utgangspunkt i transaksjonsstrukturen starter arbeidet med å utarbeide det skriftlige materialet som skal brukes i resten av prosessen som noteringsprospektet, "road show"-materiell og investorpresentasjoner som skal brukes i neste fase.

### 9.9.3 Markedsføringsfasen

I denne fasen skal tilretteleggeren markedsføre selskapet til de potensielle investorene, hvilket gjør markedsføringsfasen svært viktig og krevende. Til å begynne med presenteres selskapet for aksjeanalytikerne og aksjemeglerne i tilretteleggerens meglerhus. Videre offentliggjøres noteringsprospektet og annet skriftlig materiell på meglerhusets og selskapets internettsider. Basert på det som er av offentlig tilgjengelig informasjon, lager analytikerne en rapport som de bruker når de reiser rundt på et "road show" til viktige investorer. Hensikten med disse rundturene er å vekke interesse rundt selskapet. Kort tid etter drar et team bestående av representanter for tilretteleggeren samt selskapets ledelse rundt på et "management road show".

Parallelt med dette foregår "book building" dersom den metoden er valgt. I slutten av markedsføringsfasen stenges boken<sup>2</sup>, og det er ikke lenger mulig for investorer å tegne seg for aksjer. Tilretteleggeren går da gjennom boken og deler investorene inn i forskjellige klasser etter hvor attraktive de er som eiere for det aktuelle selskapet. De investorene som er mest attraktive for selskapet havner i den øverste klassen, og er typisk institusjonelle og langsiktige investorer som ikke kommer til å selge seg ut umiddelbart etter noteringen. I den nederste klassen kommer små privatinvestorer og andre mer kortsiktige investorer.

Representanter fra selskapet og tilretteleggeren bestemmer til slutt hvilken pris som skal settes på aksjen, hvilke investorer som skal få tildelt aksjer og hvor mange aksjer de skal tildeles. Tidspunktet når allokering fastsettes og kunngjøres for investorene kalles for t. Investorene trenger som regel to til tre dager til å betale for aksjene. Etter at betalingen er gjennomført, går det kort tid før aksjene er registret og utstedt. Handel i aksjen kan starte dagen etter utstedelsen. Dersom noen av de eksisterende aksjonærene kan låne ut aksjene sine eller kjøperne skaffer seg en betalingsgaranti, kan det gå enda kortere tid fra t til notering.

## 9.9.4 Ettermarkedet

Denne fasen innledes med at selskapet børsnoteres. Etter at selskapet er notert, er det viktig at ledelsen gjennom god kommunikasjon bygger tillitt til selskapet slik at likviditeten økes.

Før notering velger selskapet om det vil gi tilretteleggeren en såkalt ”*green shoe option*”. Dette er en opsjon som gir tilretteleggeren mulighet til å utstede flere aksjer enn indikert ( gjerne 15 prosent flere aksjer). Dersom tilretteleggeren forventer høy etterspørsel etter aksjen i etterkant av noteringen, vil han typisk på forhånd selge 15 prosent flere aksjer enn indikert, med en forventning om å utøve opsjonen. Hvis det forventes en lav etterspørsel i etterkant av noteringen, vil han typisk selge 35 prosent flere aksjer enn indikert, slik at 20 prosent av aksjene kan kjøpes tilbake i markedet i etterkant av noteringen, og disse aksjene kan deretter annulleres; som om de aldri hadde eksistert. På denne måten får man stabilisert aksjeprisen etter notering, hvilket kan hindre at aksjeprisen faller og at tilliten til selskapet svekkes.

## 9.9.5 Noteringssøknaden

Parallelt med selve emisjonsarbeidet pågår arbeidet med søknaden hvor selskapet fremmer ønske om å bli tatt opp til notering på børsen. I Norge kan et selskap bli notert på Oslo Børs eller Oslo Axess. Et selskap har de samme børspliktene uansett hvilken liste det er notert på. Forskjellen mellom listene er i hovedsak at Oslo Axess har noe lempeligere opptaksvilkår blant annet når det gjelder selskapshistorie og antatt markedsverdi av selskapet.

Selve prosessen for opptak til notering tar minst åtte uker og består av flere trinn. Først sendes en redegjørelse til administrasjonen på børsen, hvor selskapet beskriver hvordan det tilfredsstiller noteringskravene. Deretter møtes representanter fra selskapet, dets rådgivere og administrasjonen til børsen. I dette møtet skal selskapet presenterer seg selv og hvordan det oppfyller noteringskravene. Noen dager senere avholdes det et nytt møte med de samme representantene, hvor man går gjennom resultatene fra den kommersielle, juridiske og finansielle selskapsgjennomgangen.

Kort tid etter dette møtet sendes søknaden om notering til styret i Oslo Børs, som er det organet som tar den endelige avgjørelsen om hvorvidt selskapet får notere seg eller ikke. Så snart styret har godkjent søknaden kan selskapets noteres umiddelbart, og handelen av aksjen over børs kan starte.

## 9.10 Hvorfor underpriser aksjer ved børsintroduksjon?

Det finnes ennå ingen empiriske teorier som forklarer fullt ut hvorfor aksjer aksjer som børsnotert til en underpriset pris. Noe forklaringer som er kommet opp er disse:

### 9.10.1 Vinnerens forbannelse

En av de aller best kjente modellene for underprising er modellen til Rock (1986) som har fått navnet "*vinnerens forbannelse*". I modellen antar man at både tilrettelegger og utsteder av aksjene er uvitende om virkelig verdi på aksjene som utstedes, samtidig som kun noen av investorene har perfekt informasjon. Det vil si at aggregert marked har bedre informasjon enn en enkelt deltager, deriblant utsteder.

Modellen til Rock utelater agentproblemet da den forutsetter at tilrettelegger og utsteder har samme informasjon og at tilrettelegger dermed handler til utsteders beste. De av investorene som er informerte vil ifølge modellen til Rock kun være med på de børsintroduksjonene som er underpriset, mens en uinformert investor vil være villig til å tegne aksjer uavhengig av om emisjonen er overpriset eller underpriset. Dette fører til det som har fått betegnelsen "*vinnerens forbannelse*".

Uinformerte investorer vil i børsintroduksjoner motta alle aksjene hvis prisen er for høy, mens i introduksjoner der prisen er gunstig vil uinformerte investorer få konkurranse fra informerte investorer og dermed en mindre andel aksjer. Dette vil føre til at en uinformert investor i snitt vil kunne få en negativ avkastning, noe investoren selvfølgelig ikke er interessert i.

I følge modellen til Rock antar man at for å få gjennomført en introduksjon må også de uinformerte investorene være villig til å investere. For å unngå at de uinformerte investorene ikke vil være med på børsintroduksjoner må man derfor i gjennomsnitt underprise børsintroduksjoner. På den måten kan også de uinformerte investorene i gjennomsnitt forvente en positiv avkastning. Underprising blir dermed en kompensasjon for at uinformerte investorer vil være villige til å delta i børsintroduksjoner.

### 9.10.2 Signal på selskapets kvalitet – signaliseringsmodell.

Den andre forklaringen Jenkinson og Ljungqvist (2001) lister opp som hovedteori rundt underprising snur argumentet til Rock (1986) som forutsetter at investorene har bedre informasjon om selskapets verdi enn utsteder.

I signaliseringsmodeller antar man at selskapet som skal børsnoteres har bedre informasjon om fremtidig kontantstrøm og de generelle fremtidsutsiktene til selskapet enn investorene. Dermed vil selskapet ønske å signalisere at man har høy kvalitet gjennom underprising. Ibbotson (1975) var den som først lanserte intuisjonen bak signaliseringshypotesen i forbindelse med børsintroduksjoner.

Signalet er prisen som settes på aksjen ved en børsnotering. Jo høyere grad av underprising, som er en kostnad for utsteder, jo høyere kvalitet har firmaet. Blant annet Allen og Faulhaber (1989) hevder at selskap med lav kvalitet ikke vil ha mulighet til å underprise aksjene ved børsintroduksjon, noe som betyr at underprising er tegn på god kvalitet på selskapet.

### 9.10.3 Informasjonsavsløring

Teorier om underprising som beror på informasjonsavsløring hevder at underprising er nødvendig for å ”lokke ut” korrekt informasjon om markedets etterspørsel fra investorer.

Ved bruk av ”*book building*”-metoden undersøker tilrettelegger interessen i markedet for en børsnotering og danner seg et bilde av etterspørselen før endelig allokering bestemmes. Hver investor blir bedt om å tegne seg for et visst antall aksjer før den endelige emisjonskursen og allokeringen bestemmes. Hvis det er slik at noen investorer er bedre informert enn andre, kan det her oppstå et problem ved at informerte investorer har incentiver til å indikere lavere interesse enn de virkelig har, slik at prisen settes lavt og investoren får sine aksjer til en ”billig” pris. Vi har altså et problem med asymmetrisk informasjon, men problemet kan reduseres dersom investorene premieres tilstrekkelig for å avsløre informasjonen som de sitter på om den faktiske etterspørselen.

På bakgrunn av denne teorien, kan man forvente at prisen bare justeres delvis i forhold til prisintervallet eller emisjonskursen som i utgangspunktet var indikert. Dette fenomenet kalles gjerne ”*partial adjustment*” (Hanley 1993), og dets eksistens har blitt testet og bekreftet på bakgrunn av norske data av Moe (2007).

### 9.10.4 Prinsipal-agent-teorier

”Book building” en av to metoder man kan bruke for å fastsette emisjonsprisen på aksjen og er den mest brukte metoden i Norge. ”Book building”-prosessen innebærer en omfattende kontakt mellom investorer og tilrettelegger. Gjennom denne relasjonen vil tilretteleggeren tilegne seg mye informasjon om generelle markedsforhold og etterspørselen etter selskapets aksjer, som kan være svært nyttig når endelig emisjonspris skal bestemmes.

Dette kan imidlertid medføre at det kan utvikle seg agentproblemer mellom selskapets opprinnelige aksjonærer (prinsipalen) og tilretteleggeren (agenten) som følge av informasjonsasymmetrien som oppstår. Tilretteleggerens informasjonsfordel kan dermed være en mulig forklaring på mye av den ekstreme underprisingen som normalt skjer ved IPO-er.

Underprising kan ses på som en overføring av verdier fra de eksisterende aksjonærene til de nye. Underprisede børsintroduksjoner er derfor attraktive for nye investorer, og de nye investorene kan være villige til å betale en høy pris i form av økt betaling for andre tjenester fra samme meglerhus for å få ta del i en underpriset IPO. Man kan også tenke seg at tilrettelegger velger å allokere aksjer til investorer de ser på som potensielle kunder og som de ønsker å pleie relasjonen til, også kjent som ”*spinning*”.

Ved ”*firm commitment*” vil tilretteleggeren måtte kjøpe de aksjene som den ikke får allokert til investorer. Det vil derfor være i tilretteleggerens interesse å øke sannsynligheten for fulltegning, hvilket kan oppnås gjennom underprising. At det også blir mindre ressurskrevende og enklere å markedsføre en underpriset emisjon er også en mulig forklaring på den systematiske underprisingen.

### 9.10.5 Flokkmentalitet

Denne teorien hevder at man kan se tegn til flokkmentalitet når investorer skal tegne seg for aksjer i en IPO. Man vil kunne observere at investorer som har positiv informasjon, velger å ikke tegne seg fordi ingen andre investorer gjør det. Som en konsekvens av dette vil noen investorer være ”*bjellesauer*” for andre investorer. Dersom bjellesauene tegner seg for aksjer, vil resten av ”*flokken*” følge etter. Det blir da viktig for utsteder å gi bjellesauene incentiv til å tegne seg for aksjer, slik at resten av investormassen følger etter (”*positiv kaskade*”). I motsatt fall vil man risikere at ingen ønsker å tegne seg for aksjer (”*negativ kaskade*”). En utsatt eller avlyst børsnotering kan være svært skadelig for utsteders rykte i finansmarkedene og vil kunne gjøre det vanskeligere for selskapet å hente kapital på et senere tidspunkt. Det kan derfor argumenteres med at utsteder bruker underprising for å øke sannsynligheten for at bjellesauene tegner seg, og dermed sannsynligheten for at resten av investormassen følger etter og at børsnoteringen blir fulltegnet.

### 9.10.6 Promoteringsteorien

Promoteringsteorien ble presentert av Booth og Chua (1996), og tar utgangspunkt i et marked med asymmetrisk informasjon, hvor underprising brukes for å sikre tilstrekkelig spredt eierskap etter børsintroduksjonen. Siden det er relativt sett kostbart for små investorer å overvåke selskapets ledelse, vil små investorene kreve kompensasjon for å kjøpe aksjer i børsintroduksjonen. Underprising brukes da av selskapet for å veie opp for overvåkningskostnaden de små investorene pådrar seg. Et selskap som ønsker konsentrert eierskap behøver ikke å underprise aksjene, fordi de store eierne som er igjen etter børsintroduksjonen vil kunne overvåke selskapet uten å pådra seg relativt sett store kostnader. Samtidig vil få, men store eiere kunne føre til dårlig likviditet i aksjen.

Også Gajewski og Gresse (2008) viser til at god likviditet i aksjen i ettermarkedet er ønskelig av flere grunner. På kort sikt er det viktig for å øke sannsynligheten for fulltegning. På lang sikt vil god likviditet føre til større interesse rundt aksjen fra analytikere og investorer, hvilket vil komme selskapet til gode i form av økt oppmerksomhet rundt selskapet. På grunn av dette er det tenkelig at et selskap ønsker et mest mulig spredt eierskap og å selge ut en størst mulig andel av selskapet for å sikre tilstrekkelig likviditet i aksjen i ettermarkedet.

## 9.10.7 Kompensasjonsteorien

Ellul og Pagano presenterte i 2006 sin kompensasjonsteori, som sier at graden av underprising avhenger av forventet likviditet i ettermarkedet. Utgangspunktet er da at de potensielle investorene er opptatt av hvordan likviditeten i aksjen kommer til å bli etter noteringen. I forhold til en likvid aksje, kan en lite likvid aksje være vanskelig å selge og følgelig være mer risikabel. Informasjonsasymmetri som finner sted etter notering kan i følge Ellul og Pagano (ibid.) føre til at en aksje blir mindre likvid.

For å kompensere investorene for at de risikerer en mindre likvid aksje, underpriser aksjen av utsteder. Hvor mye underprising som er nødvendig avhenger av likviditetsrisikoen, det vil si hvor lite likvid man tror at aksjen kommer til å bli, samt hvor vanskelig det er å forutsi likviditeten. Lite likviditet og lav forutsigbarhet vil føre til behov for mye underprising.

Kompensasjonsteorien skiller seg fra promoteringsteorien ved at underprisingen er en konsekvens av lav forventet likviditet, heller enn et middel for å sørge for høy likviditet.

## 9.11 Aksjeflipping

Omsetningsvolumet like etter en børsnotering er ofte svært høyt. Spesielt de første dagene etter at et selskap har blitt notert på børs, der en i mange tilfeller ser at opp mot 60-70 % av totalt antall aksjer tilbudt ved noteringen omsettes første dag.

Med ”**aksjeflipping**” menes:

**- Situasjonen der investorer som har blitt allokert aksjer i noteringsprosessen umiddelbart selger seg ut etter at selskapet er notert i markedet.**

Slik markedsoppførsel kan selvsagt utgjøre et problem for tilretteleggere av en børsnotering, da kursen på denne måten kan bli trukket nedover som følge av salgspress. Tilretteleggere kan derfor indirekte kursstabilisere ved å implementere klare retningslinjer for sanksjoner mot dette i kontraktene, noe som i mange tilfeller i seg selv oppnår den ønskede effekten, men også ved å gjennomføre disse i ettertid der dette viser seg aktuelt.

Ofte går dette på å for eksempel trekke tilbake salgskonsesjonen til medlemmer av ”salgsgruppen”, som det viser seg har investorer som umiddelbart selger sine andeler etter notering i markedet. Det er også vanlig med inndragelse av ”*salgsmedlemmets*” (bank/meglerhus typisk) kompensasjon for de aksjer som er blitt distribuert og som det viser seg blir solgt umiddelbart. Dette gjøres for at medlemmene av ”*salgsgruppen*” til en notering skal ha et insentiv til å selge aksjer til investorer som anses som minst sannsynlige til å selge, med andre ord langsiktige investorer.



Hvordan aksjene allokeres før notering vil altså gjerne kunne indikere hvor stor grad av aksjeflipping en vil kunne regne med i annenhåndsmarkedet. Store institusjonelle investorer som ikke får tildelt den mengde aksjer, som de har indikert interesse for, ser en gjerne velger å heller ”flippe” aksjene i markedet dersom de ikke anser den tildelte mengde som ”tilstrekkelig”.

Aksjeflipping er noe som er med på å forklare både hvorfor tilretteleggere har muligheten til, samt også ofte velger å, overtildede aksjer ved børsnoteringer. Aksjeflippingen fører altså til at tilretteleggere reagerer ved å stabilisere kursen, enten ved rene stabiliseringskjøp i markedet eller ved dekning av overtildelte aksjer for å dempe salgspresset som fort oppstår i den aktuelle aksjen.

Aksjeflipping har ikke bare negative sider. Som følge av høy salgsprovisjon og kommisjonsinntekter, kan det for eksempel diskuteres hvorvidt tilretteleggere faktisk har et insentiv til å selge til investorer de vet vil selge i annenhåndsmarkedet. Dette gjelder spesielt for noteringer som blir tatt godt imot i markedet, der høyt volum kan generere store tradinggevinster for tilretteleggerne av en notering, med liten tilhørende risiko. Det har også blitt påpekt at aksjeflipping tilfører en nødvendig likviditet i aksjen, noe som i andre rekke fører til lavere kostnader knyttet til handel av aksjen, samt lavere kapitalkostnad for utstedende selskap (Booth & Chua, 1996).

Tilretteleggere kan også tjene på å dekke sine shortposisjoner i ett ettermarkedet med undertrykte priser som følge av aksjeflipping. Fishe (2002) viser dette i sin modell der han viser hvordan tilretteleggere kan maksimere sin profitt ved å innta udekkede shortposisjoner, som blir dekket med aksjer tildelt investorer som de på forhånd vet vil flippe sin allokering.

Institusjonen som fungerer som selger av noteringen fører ofte oversikt over hvor lenge investorene sitter på sin posisjon, og dersom det viser seg at en investor flipper aksjen umiddelbart etter notering kan han ”straffes” ved for eksempel at en unnlater tildeling av aksjer i senere noteringer.

Straffesanksjoner mot aksjeflipping er noe som selvsagt også gjøres gjeldende mot private investorer. Selgerens innflytelse overfor investoren vil i utgangspunktet avhenge av i hvilken grad unnlattelse av allokering i fremtidige noteringer faktisk er en reell trussel, noe som naturligvis vil variere mye fra investor til investor.

Overfor store institusjonelle investorer, som er både viktige og nødvendige for nåværende og fremtidige noteringers suksess, vil slike trusler selvsagt ikke ha like mye kraft og heller ofte ikke være fornuftig i det hele tatt, sett fra tilretteleggers ståsted. Dette dilemmaet har ført til at kritikere har hevdet at bruk av straffesanksjoner, i forbindelse med aksjeflipping, i utgangspunktet bare er en mekanisme som rammer private investorer. Da legitimiteten ved slike bestemmelser i realiteten kun begrenser private investorers tilgang.



# 10 Opsjoner

En **opsjon** er:

**- en rettighet, ikke plikt, for eieren av opsjonen til å kjøpe eller selge et aktivum til en avtalt pris eller dato.**

**Opsjoner** er en form for handel med verdipapirer, f.eks. aksjer, valuta, indekser og råvarekontrakter, hvor innehaveren (kjøperen) betaler en premie til utstederen (selgeren) for å få en rett, men ingen plikt, til å utøve rettigheten i kontrakten. Utstederen er derimot pliktig til å innfri kontrakten hvis innehaveren krever det.

Opsjoner er med andre ord en form for verdipapir som gir deg en *rettighet* (men absolutt ingen *plikt*) til å kjøpe eller selge et verdipapir. De som kjøper rettigheten må benytte seg av rettigheten sin på et bestemt tidspunkt og til en forhåndsavtalt pris.

Du kan både kjøpe og utstede opsjoner. Kjøperen betaler for retten til å benytte seg av opsjonen, mens utstederen mottar penger for å forplikte seg til å innfri opsjonen dersom kjøperen ønsker å benytte seg av den.

Opsjoner gir deg dermed muligheten til å tjene penger uansett om børsen stiger, faller eller står stille. Du kan både øke og minske din risiko, alt beror på hvilken strategi du velger og hvordan du tror markedet skal bevege seg.

## 10.1.1 Opsjoner til ansatte

Opsjoner er dessuten en vanlig form for prestasjonsrettet belønning innen næringslivet, og tilbys nøkkelmedarbeidere og topplederne i større, gjerne børsnoterte aksjeselskaper. Hensikten er at opsjonsordningen skal fungere som motivasjon for vedkommende som tilbys denne opsjonen.

Tanken bak slike opsjonsordninger til nøkkelmedarbeider og ledelsen er at dersom de bidrar til en positiv økonomisk utvikling for selskapet, og dermed høyere aksjekurs, vil de kunne realisere sin opsjon og tjene penger på selskapets verdiøkning. Målet er å skape en "vinn-vinn" situasjon for både aksjonærene og ledelsen/nøkkelmedarbeiderne.

For deg som investor er det viktig å kartlegge hvilke opsjonsavtaler selskapet har inngått med sine ansatte og andre aksjonærer, da dette disse kan påvirke kursutviklingen og forventet avkastning per aksje vesentlig hvis disse opsjonene betyr at selskapet vil utstede mange nye opsjoner til en pris om er under dagens markespris.

## 10.1.2 Opsjon typer

Når vi snakker om opsjoner skiller vi mellom:

- **finansielle opsjoner** - kan være en avtale om kjøp/salg av aksjer, valuta eller råvarer.
- **realopsjoner** - er driftsrelaterte, og kan eksempelvis gi selskap mulighet for utvidelse av drift, nedleggelse av drift eller utsettelse av investeringer.

Den opsjons typen vi vil ta for oss i denne artikkelserien er finansielle opsjoner.

## 10.1.3 Amerikansk, europeisk og Bermuda opsjon

Når du kan benytte deg av opsjonen er avhengig av om vi snakker om en amerikansk, europeisk eller Bermuda opsjon.

Ved en **amerikansk opsjon** kan du benytte rettigheten under hele løpetiden, mens du kun kan benytte opsjonen på forfallsdatoen ved en **europeisk opsjon**. I tillegg finnes **Bermuda opsjon** hvor du kan benytte opsjonen på forfall og noen bestemte datoer før forfall.

## 10.1.4 Risiko og opsjonens kursutvikling

Verdien (prisen du må betale) på en opsjon avgjøres av forventet verdi av underliggende aktiva, tid til forfall og volatiliteten.

Kursen på opsjoner følger normalt kursen på det underliggende aktiva, f.eks. en aksje, men vil ha langt større kurssvingninger. Risikoen for den som kjøper en opsjon, er at opsjonen, dersom det ikke tas risiko begrensende forholdsregler, faller i verdi eller blir verdiløs på forfallsdatoen. I såfall taper du alt du har betalt for å kjøpe opsjonen.

Også utstederen av en opsjon har en ubegrenset stor risiko, hvis selgeren ikke tar forholdsregler for å redusere risikoen.

## 10.1.5 Aksjeopsjoner

På Oslo Børs handles det opsjoner på aksjer, eller såkalte **aksjeopsjoner**. Her gjelder opsjonen et kjøp eller salg av en fysisk aksje.

Opsjoner som gir deg rett til å kjøpe en bestemt aksje, kalles **kjøpsopsjoner** eller **CALL**, mens opsjoner som gir rett til å selge en aksje, kalles **salgsopsjoner** eller **PUT**.

### 10.1.5.1 Kjøpsopsjon (CALL)

Dersom markedsverdien på det avtalte tidspunkt er høyere enn den avtalte prisen i opsjonen, vil opsjoninnehaveren kunne kjøpe til den fastsatte, lavere prisen, og dernest videreselge til markedspris, og dermed innkassere en gevinst. Dersom prisen er lavere enn prisen i opsjonen, lar opsjonshaveren normalt være å realisere opsjonen.

Vi skiller her mellom:

- **Kjøp av kjøpsopsjon**
- **Utstedelse av kjøpsopsjon**

### **10.1.5.2 Kjøpe en kjøpsopsjon**

Kjøper du en kjøpsopsjon har du rett til å kjøpe en aksje til en spesifisert pris under en bestemt tid. Dette kan være interessant hvis du forventer at aksjekursen skal stige og du vil ta del i oppgangen. Risikoen er at oppgangen uteblir. Du kan ikke tape mer enn innsatsen, altså det du betaler for opsjonen.

### **10.1.5.3 Utstede en kjøpsopsjon**

Utsteder du en kjøpsopsjon er du pliktig til å selge en aksje til en spesifisert pris under en bestemt tid. Hvis du tror at aksjen skal bevege seg sidelengs kan det være en interessant strategi der du kan få en inntekt på dine aksjer i perioder når kursen ikke stiger.

### **10.1.5.4 Salgsopsjon (PUT)**

Dersom markedsverdien på det avtalte tidspunkt er lavere enn den avtalte prisen i opsjonen, vil opsjonsinnehaveren kunne kjøpe til markedspris og dernest selge til den fastsatte, høyere prisen for å oppnå en gevinst. Dersom markedsprisen er høyere enn prisen i opsjonen, blir opsjonen ikke realisert.

Vi skiller her mellom:

- **Kjøp av salgsopsjon**
- **Utstedelse av salgsopsjon**

### **10.1.5.5 Kjøpe en salgsopsjon**

Kjøper du en salgsopsjon har du rett til å selge en aksje til en spesifisert pris under en bestemt tid. Hvis du kjøper en salgsopsjon kjøper du til en viss del også en forsikring. Dette kan være et alternativ hvis du tror at aksjen skal falle. Opsjonens verdi øker da i takt med at aksjeprisen faller. Salgsopsjoner benyttes ofte i spekulasjonsforemål.

### **10.1.5.6 Utstede en salgsopsjon**

Utsteder du en salgsopsjon er du pliktig til å kjøpe en aksje til en spesifisert pris. Strategien er risikofylt men kan brukes for å få en avkastning når aksjemarkedet står stille.

## **10.1.6 Indeksopsjoner**

Det handles også kjøps- og salgsopsjoner på aksjeindeksen OBX, eller såkalte **indeksopsjoner**. Disse opsjonene i stor grad følge bevegelsene til aksjemarkedet generelt eller den såkalte totalindeksen.

## 10.1.7 Standardisering

Et fungerende opsjonsmarked krever at opsjonene har standardiserte vilkår. Det betyr at alle opsjoner i en opsjonsserie har de samme vilkårene, slik at investorene alltid vet eksakt hvilke rettigheter og plikter som følger med opsjonene. Standardiseringen gjør det mulig å prise opsjonene i et opsjonsmarked slik at de kan være gjenstand for løpende handel.

Vilkårene bestemmer følgende:

### 10.1.7.1 Underliggende

Den aksje eller aksjeindeks opsjonen gjelder. På Oslo Børs gjelder hver opsjon normalt 100 underliggende enheter og investoren kan bare kjøpe eller utstede titalls opsjoner. Dvs. at minimumsantallet som kan handles er 10 opsjoner. En investor som kjøper 10 kjøpsopsjoner til kr 6 pr aksje, må betale totalt kr 6.000, dvs. 10 opsjoner x 100 underliggende aksjer x kr 6.

### 10.1.7.2 Innløsningskursen

Den kursen kjøperen av opsjonen har rett til å kjøpe eller selge de underliggende aksjene til. Innløsningskursene er bestemt på forhånd med intervaller på omtrent 10%.

### 10.1.7.3 Bortfall

Tidspunktet hvor rettighetene og pliktene ved opsjonen ikke gjelder lenger. Aksjeopsjoner handles normalt med maksimalt 6 måneders løpetid, dvs. tidsperioden frem til opsjonens bortfallsdag. Bortfallsdagen er normalt 3. torsdag i bortfallsmåned.

## 10.1.8 Hvordan realisere gevinst eller tap på opsjoner?

Gevinst eller tap på opsjoner kan realiseres ved innløsning, stengning eller bortfall.

### 10.1.8.1 Innløsning

Innløsning kan kun foretas av den som kjøper opsjoner. Kjøperen benytter seg da av sin rett til å kjøpe aksjer (kjøpsopsjoner) eller selge aksjer (salgsopsjoner). For aksjeopsjoner kan innløsning skje når som helst i opsjonens løpetid, men er vanligst på eller umiddelbart før opsjonens bortfallsdag. Innløsning kan kun skje på kjøperens initiativ. Dersom en utsteder blir innløst, vil pliktene ved opsjonen bortfalle etter at de er utført.

### 10.1.8.2 Stengning

Både kjøper og utsteder av opsjoner kan når som helst i løpetiden realisere gevinst eller tap ved å stenge opsjonen. Dette gjøres ved at kjøperen av en opsjon selger den i opsjonsmarkedet, eller at utstederen kjøper opsjonen tilbake i markedet. Dette er den vanligste og enkleste måten å realisere gevinst eller tap på.



kjøpte kjøpsopsjonen begrenset til investeringen, dvs. kr 4.000. Dette gjelder også aksjeinvesteringen, men tapet kan da bli kr 70.000 istedenfor kr 4.000.

Figuren viser at aksjekursen på bortfallsdagen må være over kr 74 for at investoren skal tjene penger på å innløse opsjonen. Han vil derimot også kreve innløsning dersom aksjekursen er mellom 70 og 74, fordi han da vil tape mindre enn opsjonspremien på kr 4. På aksjekurser under 70, vil han uansett tape innsatsen.

Hvis ABC-aksjen står i kr 80 på bortfallsdagen blir verdien av opsjonen som følger:

$$\begin{array}{r} \text{Aksjekurs - kr. 80} \\ - \text{Innløsningskurs - kr. 70} \\ - \text{Opsjonspremie - kr. 4} \\ = \text{Gevinst pr aksje - kr. 6} \end{array}$$

Fordi investoren har 10 opsjoner som hver tilsvarer 100 ABC-aksjer, blir nettogevinsten totalt kr 6.000, dvs. en avkastning på 150% når aksjen samtidig har steget 15%.

Eksemplet ovenfor baserer seg på at opsjonene beholdes til bortfall. Det skjer derimot bare unntaksvis, fordi kjøp av opsjoner som regel foretas med et kortsiktig perspektiv. Dersom aksjen for eksempel stiger til 80 én uke etter at investoren kjøpte kjøpsopsjonene, kan han velge å realisere gevinsten ved å selge kjøpsopsjonene i opsjonsmarkedet. Opsjonspremien vil på det tidspunktet ha steget til omtrent kr 12, noe som vil gi ham en nettogevinst på kr 8 pr aksje, eller en avkastning på 200% på én uke. Dette er selvsagt langt bedre enn å sitte med investeringsrisikoen i flere måneder og "bare" oppnå en avkastning på 15%.

## 10.2.1 Utstedelse av kjøpsopsjoner

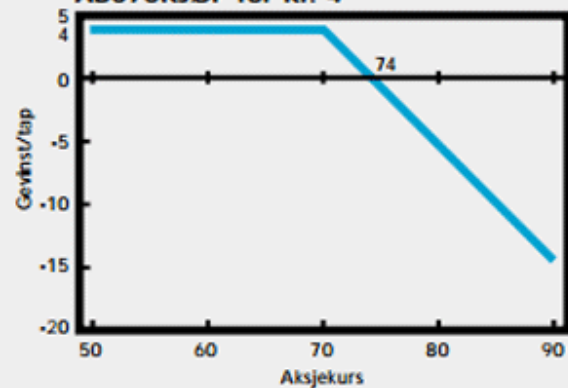
Utstederen av kjøpsopsjoner på aksjer er forpliktet til å selge de underliggende aksjene til innløsningskursen innen kl 14.00 på bortfallsdagen dersom kjøperen benytter seg av opsjonen.

Den som utsteder eller selger kjøpsopsjoner tror at aksjekursen skal falle svakt eller holde seg på samme nivå ut opsjonens løpetid. Ved å utstede en kjøpsopsjon mottar investoren opsjonspremien og oppnår dermed muligheten til avkastning i et stille eller fallende marked. Utstederen har derimot plikt til å oppfylle vilkårene ved opsjonen dersom opsjonen blir innløst av kjøperen. Dvs. at dersom opsjonene blir innløst, må utstederen selge de underliggende aksjene til innløsningskursen. Hvis investoren ikke eier aksjene, må de først kjøpes i aksjemarkedet og så selges til innløsningskursen.

Tapet som kan oppstå for utstederen er tilnærmet ubegrenset, fordi aksjen teoretisk sett kan stige til himmels. På grunn av denne risikoen, er en utsteder nødt til å stille sikkerhet for sine forpliktelser slik at avtalen er sikret oppfyllelse. Utstederen har dog alltid mulighet til å stenge sin posisjon ved å kjøpe tilbake opsjonen i markedet før tapet blir for stort.

## UTSTEDT KJØPSOPPSJON

ABC70KJØP for kr. 4



21

**ProStock**

Avkastningskurven til en utstedt kjøpsopsjon er et eksakt speilbilde av en kjøpt kjøpsopsjon. En investor som eier 1000 ABC-aksjer, tror at aksjen vil stå stille eller falle litt fra dagens kurs på kr 70. Han utsteder derfor 10 ABC70KJØP, dvs. kjøpsopsjoner med innløsningskurs 70, og forplikter seg dermed til å selge 1000 ABC-aksjer til kr 70 dersom opsjonene blir innløst. For dette mottar han opsjonspremien på kr 4 pr aksje eller totalt kr 4.000.

Avkastning på utstedt kjøpsopsjon  
Innløsningskurs(I)=kr 70 Premie=kr 4

Aksjekurs (A)	Utstedt ABC70KJØP -(A-I)	Premie	Nettoresultat
50	0	4	4
60	0	4	4
70	0	4	4
80	-10	4	-6
90	-20	4	-16

Dersom kursen på ABC-aksjen er under 70 på bortfallsdagen vil ikke opsjonene bli innløst, fordi aksjene kan kjøpes billigere i aksjemarkedet. Opsjonene vil da bortfalle verdiløse og utstederen får beholde den mottatte opsjonspremien på kr 4.000.

På aksjekurser over 70 vil opsjonene bli innløst og utstederen må selge aksjene sine til kr 70. På aksjekurser mellom 70 og 74, vil utstederen fremdeles beholde deler av opsjonspremien og vil således ikke tape penger selv om han blir innløst.

På aksjekurser over 74 vil han tape på sin investering, fordi aksjene er mer verdt i aksjemarkedet enn det han må selge dem for. Tapet blir da forskjellen mellom aksjenes kjøps- og salgskurs fratrukket den mottatte opsjonspremien. Tapet som

potensielt kan oppstå, er ubegrenset.

Investoren kan realisere gevinst eller tap før bortfall hvis han er usikker på utviklingen og derfor ønsker å bli kvitt forpliktelsene knyttet til opsjonene. Hvis ABC-aksjen én uke etter utstedelsen av opsjonene står i kr 75, vil premien på hver kjøpsopsjon ha steget til omtrent kr 7. Han aner at den underliggende aksjen kan stige enda mer og vil derfor realisere tapet før det blir større. Investoren kjøper da tilbake opsjonene i markedet til kr 7 pr aksje og realiserer dermed et tap på kr 3.000, dvs. utlegget på kr 7.000 for å kjøpe tilbake opsjonene fratrukket den mottatte opsjonspremien på kr 4.000.

## 10.3 Salgsopsjon (PUT)

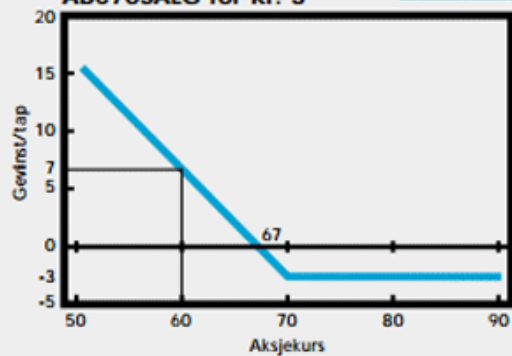
En salgsopsjon gir deg rett til å selge de underliggende aksjene til innløsningskursen innen bortfallsdagen.

Dersom du tror at aksjen skal falle innen kort tid, kan du kjøpe en salgsopsjon. Faller aksjen som antatt, vil du kunne selge aksjen dyrere via opsjonsmarkedet enn i aksjemarkedet. Dette kan du gjøre ved å innløse opsjonene. Du krever da gjennom din megler å få selge de underliggende aksjene til innløsningskursen, som på det tidspunktet vil være høyere enn markedskursen. Dersom du ikke allerede eier aksjene, får du realisert



## KJØPT SALGSOPPSJON

ABC70SALG for kr. 3



© 2021

**ProStock**

gevinsten ved å kjøpe aksjene i aksjemarkedet for så straks å selge dem til den høyere innløsningskursen.

Imidlertid vil du normalt velge å realisere gevinsten ved å selge salgsoptionsjonen i opsjonsmarkedet til en høyere kurs enn den han betalte. Premien på salgsoptionsjonen vil nemlig endre seg i motsatt retning av den underliggende aksjekursen. Faller aksjen, stiger salgsoptionsjonen i verdi og omvendt.

Det potensielle tapet ved kjøp av salgsoptionsjoner er også begrenset til opsjonspremien. Derimot kan investoren selge salgsoptionsjonen i opsjonsmarkedet før opsjonen blir verdiløs. Han kan dermed realisere tapet før det blir for stort.

Figuren til høyre viser avkastningskurven til en kjøpt salgsoptionsjon på ABC-aksjen med innløsningskurs kr 70, dvs. ABC70SALG. Opsjonspremien er på kr 3. Investoren har kjøpt 10 ABC70SALG fordi han tror at ABC-aksjen skal falle fra dagens kurs på kr 70. For kr 3.000 kontrollerer han dermed 1000 ABC-aksjer frem til bortfallsdagen.

### Avkastning på kjøpt salgsoptionsjon

Innløsningskurs(I)=kr 70 Premie=kr 3

Aksjekurs (A)	Kjøpt ABC70SALG (I-A)	Premie	Nettoresultat
50	20	-3	17
60	10	-3	7
70	0	-3	-3
80	0	-3	-3
90	0	-3	-3

Figuren viser at investoren vil innløse salgsoptionsjonene dersom aksjekursen er under 70 på bortfallsdagen, fordi innløsningskursen er høyere enn kursen i aksjemarkedet. På aksjekurser under 67 vil han oppnå gevinst på opsjonene, mens han ved aksjekurser mellom 67 og 70 vil innløse fordi han da vil tape mindre enn opsjonspremien på kr 3. På aksjekurser over 70 vil investoren uansett tape innsatsen.

Dersom ABC-aksjen står i kr 60 på bortfallsdagen blir verdien av opsjonen dersom han innløser som følger:

$$\begin{aligned} & \text{Innløsningskurs} - \text{kr. } 70 \\ & - \text{Aksjekurs} - \text{kr. } 60 \\ & - \text{Opsjonspremie} - \text{kr. } 3 \\ & = \text{Gevinst pr aksje} - \text{kr. } 7 \end{aligned}$$

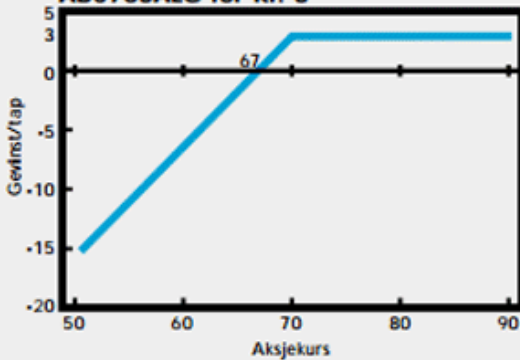
Nettogevinsten blir da kr 7.000, dvs. en avkastning på 233% når aksjen samtidig har falt 16%. Dersom investoren allerede eide ABC-aksjene og kjøpte salgsoptionsjoner for å forsikre seg mot et fall, ville gevinsten på opsjonene ha kompensert for noe av verditapet på aksjene.



## UTSTEDT SALGSOPPSJON

ABC70SALG for kr. 3

© 2021



Avkastning på utstedt salgsopsjon  
Innløsningskurs(I)=kr 70 Premie=kr 3

Aksjekurs (A)	Utstedt ABC70SALG $-(I-A)$	Premie	Nettoresultat
50	-20	3	-17
60	-10	3	-7
70	0	3	3
80	0	3	3
90	0	3	3

Hvis aksjekursen faller til kr 60 én uke etter at investoren kjøpte salgsopsjonene, kan han realisere en høyere gevinst enn hvis han hadde beholdt salgsopsjonene til bortfallsdagen. Salgsopsjonene som vil ha steget til omtrent kr 12, selger han da i opsjonsmarkedet. Nettogevinsten på opsjonene blir dermed kr 9.000, dvs. en avkastning på 300% på én uke.

### 10.3.1 Utstederen av salgsopsjoner

Utstederen av salgsopsjoner på aksjer er forpliktet til å kjøpe de underliggende aksjene til innløsningskursen innen bortfallsdagen, dersom kjøperen benytter seg av opsjonen.

Utstederen av salgsopsjoner tror at aksjekursen skal stige svakt eller holde seg på samme nivå ut opsjonens løpetid. Ved å utstede en salgsopsjon mottar investoren en opsjonspremie og oppnår dermed muligheten til avkastning i et stille eller stigende marked. Til gjengjeld har utstederen plikt til å kjøpe de underliggende aksjene til innløsningskursen dersom salgsopsjonen skulle bli innløst. Hvis salgsopsjonen ikke blir innløst, vil den bortfalle verdiløs og utstederen beholder dermed opsjonspremien.

Det maksimale tapet utstederen risikerer oppstår dersom aksjen faller så mye at den blir verdiløs. Han er da forpliktet til kjøpe aksjer som i realiteten er verdiløse og tapet avhenger dermed av størrelsen på innløsningskursen. Utstederen kan derimot stenge posisjonen ved å kjøpe tilbake opsjonen i opsjonsmarkedet før tapet blir for stort.

Avkastningskurven til en utstedt salgsopsjon er et eksakt speilbilde av en kjøpt salgsopsjon. En investor som tror at aksjen vil stå stille eller stige litt fra dagens kurs på kr 70, utsteder 10 ABC70SALG, dvs. salgsopsjoner med innløsningskurs 70. Han forplikter seg dermed til å kjøpe 1000 ABC-aksjer til kr 70 dersom opsjonene blir innløst. For dette mottar han opsjonspremien på kr 3 pr aksje eller totalt kr 3.000.

Dersom kursen på ABC-aksjen er over 70 på bortfallsdagen vil ikke opsjonene bli innløst, fordi kjøperen av salgsopsjonene kan selge aksjene dyrere i aksjemarkedet. Utstederen får dermed beholde den mottatte opsjonspremien på kr 3.000.

På aksjekurser under 70 vil salgsopsjonene bli innløst. Mellom 67 og 70 vil utstederen måtte kjøpe aksjene dyrere enn i aksjemarkedet, men på grunn av den mottatte opsjonspremien vil kun gevinsten bli redusert. Tap vil først oppstå på aksjekurser under 67.

Dersom den underliggende aksjen mot utstederens formodning faller til kr 60 to uker etter at salgsopsjonene ble utstedt, kan investoren velge å realisere tapet for å avverge at det blir større. Premien på salgsopsjonene vil da ha steget til omtrent kr 10. Ved å kjøpe tilbake salgsopsjonene i opsjonsmarkedet, vil utstederen realisere et tap på kr 7 pr aksje eller totalt kr 7.000. Dette fremkommer ved å ta utlegget på kr 10.000 for å kjøpe tilbake opsjonen fratrukket den mottatte opsjonspremien på kr 3.000.

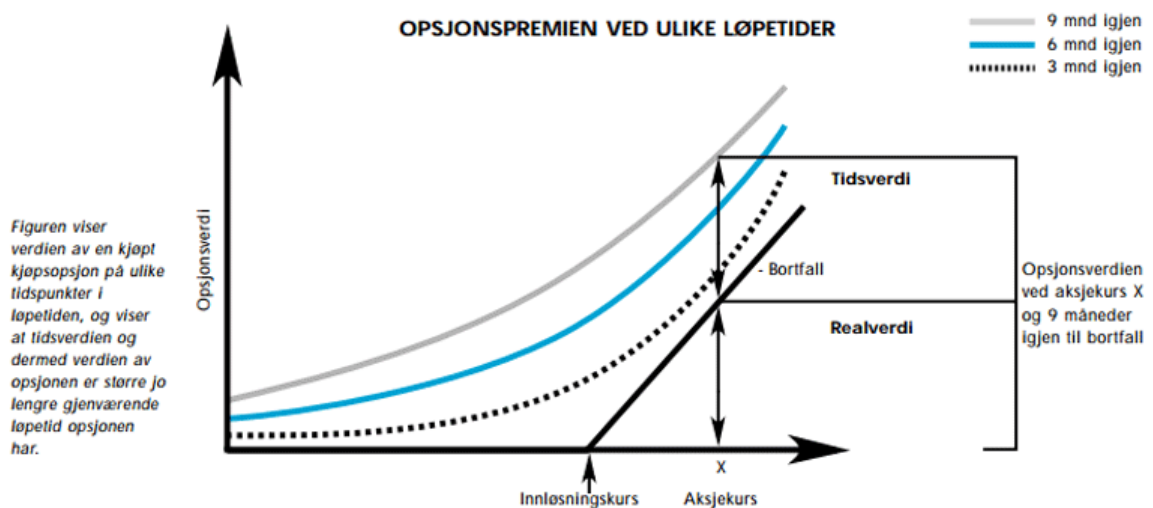
● Opsjonspremie =  
Realverdi + Tidsverdi

● Realverdi på en kjøpsopsjon =  
Aksjekurs - Innløsningskurs

● Realverdi på en salgsopsjon =  
Innløsningskurs - Aksjekurs

● Tidsverdi =  
Opsjonsverdi utover realverdi

## 10.4 Opsjonspremie og kursens påvirkningsfaktorer



### 10.4.1 Opsjonspremie

Opsjonens verdi er til enhver tid lik kursen på opsjonen i opsjonsmarkedet.

Kursen på opsjonen, også kalt opsjonspremie, består av to deler;

1. **realverdi**
2. **tidsverdi**

#### 10.4.1.1 Realverdi

Opsjonens **realverdi** bestemmes av forskjellen mellom innløsningskursen og aksjekursen. Realverdien er således opsjonens indre verdi og er minsteprisen en investor må betale for opsjonen.

For en kjøpsopsjon er realverdien til enhver tid forskjellen mellom aksjekursen og innløsningskursen, mens realverdien for en salgsopsjon er forskjellen mellom innløsningskursen og aksjekursen. Fordi opsjonen enten har verdi eller er verdiløs, kan realverdien aldri bli negativ. Dersom opsjonen har verdi på bortfallsdagen, er dette kun realverdi.

Aksjekursen på den underliggende aksjen er kr. 80 på et gitt tidspunkt. For en kjøpsopsjon med innløsningskurs kr. 70, er realverdien kr 10. Kjøpsopsjonen vil da koste minimum kr 10. For en tilsvarende salgsopsjon med innløsningskurs kr. 70 er realverdien lik null fordi den aldri kan være negativ.

### **10.4.1.2 Tidsverdi**

Opsjonens **tidsverdi** er opsjonsverdien utover realverdien, dvs. forskjellen mellom realverdi og opsjonens markedskurs. Denne verdien reflekterer markedets prising av investorens sjanser til å tjene penger på opsjonen innen bortfall.

Tidsverdien er størst i begynnelsen og reduseres mer og mer ettersom bortfall nærmer seg. Fallet i tidsverdien aksellererer når det er kort tid igjen av løpetiden og på bortfallsdagen er den lik null. Hvis opsjonen da har verdi, er dette kun realverdi.

I aksjemarkedet står ABC-aksjen i kr. 70. Kjøpsopsjoner på ABC-aksjen med innløsningskurs kr. 60 og med bortfall om 3 måneder er priset til kr 15. Realverdien er da kr 10, mens tidsverdien er kr 5. Kjøpsopsjoner med innløsningskurs 80 koster på samme tidspunkt kr 2,50. Fordi denne opsjonen ikke har noe realverdi, reflekterer premien kun tidsverdien.

## **10.4.2 Faktorer som påvirker opsjonspremien**

Som i alle andre markeder har tilbud og etterspørsel stor betydning for opsjonsprisingen. Dersom et selskap gjør det dårlig og mange av den grunn tror at aksjen vil falle i verdi, vil opsjonsinvestorene kjøpe salgsopsjoner eller utstede kjøpsopsjoner. Resultatet blir at prisen på salgsopsjonene presses opp, mens kjøpsopsjonene faller i verdi. Det samme vil skje hvis alle tror det motsatte vil skje, nemlig at aksjen vil stige. Da vil prisen på kjøpsopsjonene presses opp, mens salgsopsjonene vil bli billigere. Opsjonenes implisitte volatilitet vil gi et inntrykk av forholdet mellom tilbud og etterspørsel.

De øvrige faktorene som påvirker opsjonspremien, er vist i tabellen nedenfor. Noen av disse er utdypet på de neste sidene.

<b>FAKTORER</b> Ved en økning i...	<b>KJØPSOPSJONER</b> vil opsjonsverdien...	<b>SALGSOPSJONER</b> vil opsjonsverdien...
Aksjekurs	stige	falle
Opsjonens innløsningskurs	falle	stige
Tid til bortfall	stige	stige
Forventninger om aksjens kursbevegelse	stige	stige
Aksjens utbytte	falle	stige
Markedsrenten	stige	falle

#### **10.4.2.1 Aksjekursen**

Opsjonens realverdi bestemmes av forskjellen mellom innløsningskursen og aksjekursen. Realverdien, og dermed opsjonspremien, påvirkes derfor av bevegelser i aksjekursen.

#### **10.4.2.2 Innløsningskursen**

På Oslo Børs noteres det både kjøps- og salgsoptjoner med flere ulike innløsningskurser. Valg av innløsningskurs avhenger blant annet av investorens forventninger til aksjen og hvor mye han er villig til å investere.

Dersom investoren tror på oppgang, kan han kjøpe kjøpsopsjoner. Jo lavere innløsningskurs han velger på kjøpsopsjonene, desto høyere er realverdien. Følgelig er også opsjonspremien høyere. Opsjonspremien blir lavere jo høyere innløsningskursen er. Fordelen ved å legge ut litt mer for en lavere innløsningskurs, er at opsjonens verdi vil følge aksjekursen i omtrent samme forhold. Dvs. at hvis aksjekursen stiger kr 1, så vil prisen på opsjonen også stige med omtrent kr 1. Jo høyere innløsningskurs, desto mindre er sammenhengen mellom bevegelser i aksjekursen og opsjonspremien. Derfor koster kjøpsopsjoner med høy innløsningskurs mindre.

Det motsatte er tilfelle for salgsoptjoner. Jo høyere innløsningskurs, desto dyrere har man rett til å selge de underliggende aksjene. Salgsoptjoner med høy innløsningskurs koster derfor mer. Bevegelser i den underliggende aksjekursen vil da avspeiles i opsjonspremien i omtrent samme forhold. Faller aksjen, stiger verdien av salgsoptjonen omtrent tilsvarende. Salgsoptjoner med lavere innløsningskurser er lavere priset og kursbevegelsene blir derfor mindre enn endringene i aksjekursen.

### 10.4.2.3 Deltaverdi

Hvor mye opsjonskursen endrer seg når aksjekursen endrer seg med kr 1, uttrykkes ved opsjonens kursfølsomhet. Denne følsomheten kalles **deltaverdien**.

For **kjøpsopsjoner** varierer deltaverdien mellom 0 og 1, mens den for salgsopsjoner ligger mellom -1 og 0. Har opsjonen en delta på 1 eller -1 og aksjekursen endrer seg med kr 1, vil opsjonskursen endres med kr 1.

Som en tommelfingerregel kan man si at opsjoner med innløsningskurs omtrent lik aksjekursen, eller såkalte **at-the-money opsjoner**, vil forandre seg 50 øre for hver krone aksjen endrer seg. Opsjoner med realverdi, eller såkalte **in-the-money opsjoner** har høyere delta, mens opsjoner uten realverdi, dvs. **out-of-the-money opsjoner**, har lavere delta.

	Kjøpsopsjonens innløsningskurs er...	Salgsopsjonens innløsningskurs er...	Deltaverdien på kjøpsopsjonen/salgsopsjonen vil bevege seg mot...
<b>In-the-money (opsjonen har realverdi)</b>	Lavere enn aksjekursen	Høyere enn aksjekursen	1/-1 (opsjonspremien endrer seg omtrent likt med aksjekursen)
<b>At-the-money (opsjonen har ikke realverdi)</b>	Omtrent lik aksjekursen	Omtrent lik aksjekursen	0,5/-0,5 (opsjonspremien endrer seg med omtrent halvparten av aksjekursen)
<b>Out-of-the-money (opsjonen har ikke realverdi)</b>	Høyere enn aksjekursen	Lavere enn aksjekursen	0/0 (opsjonspremien endrer seg lite ved endringer i aksjekursen)

### 10.4.2.4 Tid til bortfall

Opsjonspremien er høyere, desto lenger tid det er til bortfall. Grunnen til dette er at sjansene for at opsjonen skal gi gevinst, er større jo lenger den varer.

### 10.4.2.5 Forventninger om kursbevegelser i underliggende

Opsjonene er dyrere, desto høyere forventningene er til svingninger i den underliggende aksjen. Grunnen til dette er at sjansene er større for at opsjonen skal gi gevinst hvis aksjen svinger mye.

## 10.5 Avgifter og sikkerhet ved kjøp og utstedelse av opsjoner

I tillegg til [opsjonspremien](#), må investoren også betale avgifter ved hver transaksjon.

Avgiftene blir betalt samtidig med opsjonspremien og fordeles så mellom Oslo Børs, NOS, Verdipapirsentralen(VPS) og megleren. Disse avgiftene vil for hver transaksjon tilsammen utgjøre omtrent 3% av investeringen, og vil bli trukket samtidig med investeringsbeløpet.

For investorer som har handlet aksjer, kan transaksjonskostnader på 3% av opsjonspremien høres høy ut. Realiteten er derimot at kostnadene ved opsjonshandel blir omtrent de samme som for aksjer, fordi opsjonsinvesteringen er lavere enn utleggene ved kjøp av aksjer.

### 10.5.1 Sikkerhet ved utstedelse av opsjoner

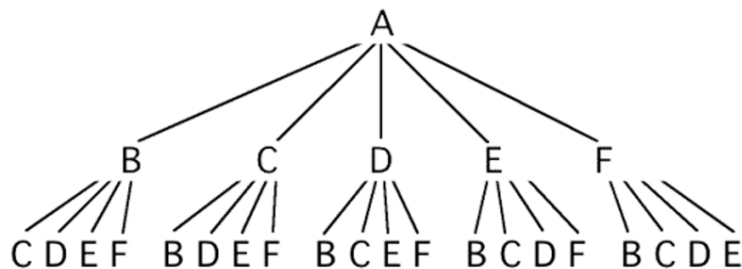
Dersom investoren utsteder opsjoner, vil han motta penger. Han forplikter seg også til å oppfylle vilkårene ved opsjonene dersom motparten ønsker å innløse.

Clearingsentralen NOS som garanterer for at alle opsjonsavtaler blir oppfylt, krever at investoren stiller sikkerhet for de forpliktelsene han har som utsteder.

Sikkerhetsstillelsen kan være i form av kontanter på en bankkonto eller pantsatte aksjer, statsobligasjoner, garantier og/eller opsjoner som er registrert på investorens konto i VPS.

NOS overvåker sikkerhetskravene og påser at de er overholdt til enhver tid. Megleren vil holde opsjonsinvestoren informert om sikkerhetskravet, og sørger for at utstederen oppfyller de nødvendige sikkerhetskravene. Detaljerte regler for sikkerhetsstillelse kan fås ved henvendelse til NOS.

## 10.6 Opsjon kombinasjoner



**Ved å kombinere kjøps- og salgsoptjoner kan en investor oppnå en avkastning som svarer til hans forventninger og ønsket risikonivå.**

Praktisk talt enhver forventning kan "oversettes" til en kombinasjon av opsjoner og aksjer som gir investoren en positiv avkastning hvis forventningen innfris. Disse kombinasjonene kan være mer eller mindre kompliserte og omfattende.

Imidlertid skiller enkelte kombinasjoner seg ut som mer anvendbare og dermed mer populære enn andre. De ulike kombinasjonene kan grovt sett inndeles utifra motiver om **spekulasjon**, **sikring** eller såkalt **arbitrasje**.

### 10.6.1 Spekulasjon

Den enkleste måten å spekulere på er å kjøpe eller utstede opsjoner på bakgrunn av forventninger til bevegelsene i den underliggende aksjen. Utstedelse av opsjoner kan som tidligere indikert, være risikabelt fordi det potensielle tapet er tilnærmet ubegrenset.



Investoren kan imidlertid denne risikoen ved å kjøp og utstedelse av Han kan dermed redusere sin tap, men må på den annen noe av den potensielle

De mest aktuelle kombinasjonene for med redusert risiko og gevinstpotensiale er **bearsread, straddle** og

### 10.6.1.1 Bullspread

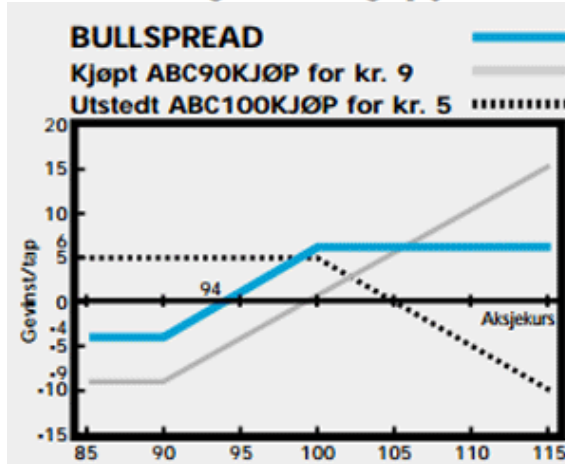
En **bullspread** gjøres dersom tro på en begrenset oppgang i underliggende aksjen, derav "bull" som symboliserer Med "spread" menes at foretar samtidig kjøp og av enten kjøps- eller salgsopsjoner.

Dersom en investor tror at en stige, kan han kjøpe en Han tror derimot at stigningspotensialet er for å forsvare premieutlegget for money kjøpsopsjon, dvs. hvor innløsningskursen er tilnærmet lik aksjekursen. Han gjør derfor en bullspread.

Dette innebærer at han utsteder en kjøpsopsjon med høyere innløsningskurs enn den kjøpsopsjonen han samtidig kjøper. Fordi den utstedte kjøpsopsjonen vil være billigere, vil han fremdels ha et nettoutlegg. Investoren trenger ikke stille sikkerhet for den utstedte kjøpsopsjonen, fordi den oppveies av den kjøpte som har høyere innløsningskurs. Som det fremgår av posisjonens avkastningskurve nedenfor, vil en bullspread ha et begrenset potensiale både for gevinst og tap.

ABC-aksjen står i kr 92, og samtidig koster ABC90KJØP og ABC100KJØP (kjøpsopsjoner på ABC-aksjen med innløsningskurs 90 og 100) med bortfall i desember henholdsvis kr 9 og kr 5. Fordi investoren tror på en moderat oppgang i ABC-aksjen, gjør han en bullspread, dvs. kjøper ABC90KJØP og samtidig utsteder ABC100KJØP. Nettoutlegget blir kr 4 for denne bullspreaden.

Faller aksjen under kr 90, vil begge opsjonene bortfalle verdiløse. Investoren har da tapt kr 9 på den kjøpte kjøpsopsjonen samtidig som den utstedte kjøpsopsjonen ikke vil bli innløst av motparten. Han kan dermed redusere sitt tap med den mottatte opsjonspremien på kr 5.



Avkastning for bullspread m/kjøpsopsjoner  
Innløsningskurser(I)=90/100 Premie=kr 4

Aksjekurs (A)	Kjøpt ABC90KJØP (A-I)	Utstedt ABC100KJØP -(A-I)	Netto-premie	Netto-resultat
85	0	0	-4	-4
90	0	0	-4	-4
95	5	0	-4	1
100	10	0	-4	6
105	15	-5	-4	6
110	20	-10	-4	6
115	25	-15	-4	6

begrense kombinere opsjoner. risiko for side oppgi gevinsten.



spekulasjon begrenset **bullspread, strangle.**

investor har den uttrykket oppgang. investoren utstedelse

aksje skal kjøpsopsjon.

begrenset til en at-the-

Investorens maksimale nettotap vil bli betalte for bullspreaden, dvs. kr 4 pr er mindre enn om han kun hadde kjøpt kjøpsopsjonen ABC90KJØP.

-  **Kjøpe kjøpsopsjon og samtidig utstede kjøpsopsjon med lavere innløsningskurs** det han aksje, som
-  **Kjøpe salgsopsjon og samtidig utstede salgsopsjon med lavere innløsningskurs**

På aksjekurser mellom 90 og 100, vil innløse den kjøpte kjøpsopsjonen og samtidig beholde den mottatte opsjonspremien på den utstedte. Break even for hele posisjonen, dvs. den aksjekursen hvor investoren hverken tjener eller taper på investeringen, oppstår ved en aksjekurs på 94. Tapet på den kjøpte kjøpsopsjonen vil da oppveies av gevinsten på den utstedte. investoren

Dersom ABC-kursen på bortfallsdagen er over 100, vil investoren fremdeles innløse den kjøpte kjøpsopsjonen. Derimot vil den utstedte kjøpsopsjonen bli innløst mot ham. Imidlertid vil gevinsten på ABC90KJØP være større enn tapet på den utstedte AB100KJØP. Nettogevinsten vil dermed flate ut og bli den samme uansett hvor mye aksjen stiger. Den maksimale gevinsten ved innløsning av begge opsjonene vil være differansen mellom innløsningskursene fratrukket nettoutlegget for kombinasjonen, dvs. kr 6 pr aksje (100-90-4).

Selvfølgelig kan investoren stenge kombinasjonen før bortfall for å realisere tap eller gevinst. Kombinasjonen kan også justeres slik at investorens posisjon svarer til nye forventninger om markedet. Det henvises her til spesialbrosjyren om strategier utgitt av Oslo Børs og NOS.

En bullspread kan også gjøres med salgsopsjoner. I likhet med en bullspread med kjøpsopsjoner, innebærer en bullspread med salgsopsjoner utstedelse av en salgsopsjon med høyere innløsningskurs enn den som kjøpes.

Avkastningskurven vil være identisk med en bullspread i kjøpsopsjoner. Forskjellen er at med salgsopsjoner vil investoren motta penger, fordi den utstedte salgsopsjonen er mer verdt enn den kjøpte. Investoren må derfor stille sikkerhet for sine forpliktelser. Av den grunn gjøres ikke bullspreads like ofte med salgsopsjoner som med kjøpsopsjoner.

### 10.6.1.2 Bearsread

En **bearsread** gjøres dersom investoren har tro på en begrenset nedgang i den underliggende aksjen, derav uttrykket "*bear*" som symboliserer nedgang.

Dersom en investor tror at en aksje skal falle, kan han kjøpe en salgsopsjon. Denne vil som kjent stige i verdi hvis den underliggende aksjen faller. Han tror derimot at fallpotensialet er for begrenset til å forsvare premieutlegget for en at-the-money salgsopsjon, dvs. hvor innløsningskursen er tilnærmet lik aksjekursen. Han gjør derfor en bearsread.

Dette innebærer at han utsteder en salgsopsjon med lavere innløsningskurs enn den salgsopsjonen han samtidig kjøper. Fordi den utstedte salgsopsjonen vil være billigere, vil han fremdeles ha et nettoutlegg. Hans tapspotensiale blir dermed mindre enn hvis han kun hadde kjøpt en salgsopsjon. Derimot vil også gevinstpotensialet bli begrenset.



En bearspread kan også gjøres kjøpsopsjoner. Investoren vil samme måte utstede en med lavere innløsningskurs kjøper. Siden den utstedte kjøpsopsjonen vil være dyrere, investoren penger for bearspreaden og må således sikkerhet.

Ved å bruke samme eksemplet bullspreaden ovenfor, vil det si utsteder den dyreste kjøpsopsjonen, ABC90KJØP, ABC100KJØP som er billigere. Han mottar dermed kr 4 pr aksje, dvs. kr 9 for utstedelsen av ABC90KJØP fratrukket utlegget på kr 5 for ABC100KJØP.

Avkastning for bearspread m/kjøpsopsjoner  
Innløsningskurs(er)=90/100 Premie=kr 4

Aksjekurs (A)	Utstedt ABC90KJØP -(A-I)	Kjøpt ABC100KJØP (A-I)	Netto-premie	Netto-resultat
80	0	0	4	4
85	0	0	4	4
90	0	0	4	4
95	-5	0	4	-1
100	-10	0	4	-6
105	-15	5	4	-6
110	-20	10	4	-6

med da på kjøpsopsjon enn den han

mottar

stille

som for at investoren

og kjøper

Hvis aksjen på bortfallsdagen er under kr 90, vil begge opsjonene bortfalle verdiløse. Investoren har da tjent opsjonspremien på kr 9 for den utstedte kjøpsopsjonen. Derimot vil han ikke benytte seg av den kjøpte kjøpsopsjonen og må derfor trekke fra den innbetalte premien på kr 5. Investorens maksimale nettogevinst vil således bli det han mottar for bearspreaden, dvs. kr 4 pr aksje, uansett hvor mye ABC-aksjen skulle falle.

På aksjekurser mellom 90 og 100, vil den utstedte kjøpsopsjonen bli innløst av motparten og den mottatte opsjonspremien vil dermed bli redusert. Han vil ikke benytte seg av den kjøpte kjøpsopsjonen som vil forfalle verdiløs. Gevinsten på den utstedte opsjonen må derfor reduseres med den innbetalte premien på kr 5. Break even for hele posisjonen, dvs. den aksjekursen hvor investoren hverken tjener eller taper på investeringen, oppstår ved en aksjekurs på 94. Tapet på den kjøpte kjøpsopsjonen vil da oppveies av gevinsten på den utstedte.

Dersom ABC-kursen på bortfallsdagen er over 100, vil den utstedte kjøpsopsjonen fremdeles bli innløst mot investoren. På den annen side vil han innløse den kjøpte kjøpsopsjonen og således redusere tapet. På aksjekurser over 100 vil han tape like mye på ABC90KJØP som han vil tjene på den utstedte ABC100KJØP. Nettotapet vil dermed flate ut og bli det samme uansett hvor mye aksjen stiger. Det maksimale tapet vil være kr 6 pr aksje, dvs. den mottatte premien fratrukket differansen mellom innløsningskursene (4-(100-90)).

Som avkastningskurven viser, vil investoren begrense både sitt taps- og gevinstpotensiale på samme måte som med en bullspread, men med eksakt motsatt fortegn. Dvs. at både gevinsten ved en nedgang og tapet ved en oppgang, vil være begrenset. Man kan også si det slik at en investor som "kjøper" bearspread, "selger" en bullspread og omvendt.

Gevinst- og tapsresonnementet for en bearspread slik det er vist i avkastningstabellen til venstre, vil derfor bli nøyaktig det motsatte av en bullspread.

## 10.6.2 Straddle og strangle

Bullspreads og bearspreads gir muligheten til å dra nytte av forventninger om at aksjekursen skal falle. Investorer kan også gjøre kombinasjoner som reflekterer forventninger om at aksjen vil ligge stille eller ha noen formening om retningen på underliggende aksjens kursbevegelser, men kun om på bevegelsen.

Med straddles og strangles tjener penger ved kursbevegelser over en størrelse uansett retning. Selgeren tjener penger dersom aksjen ikke beveger særlig fra dagens nivå.

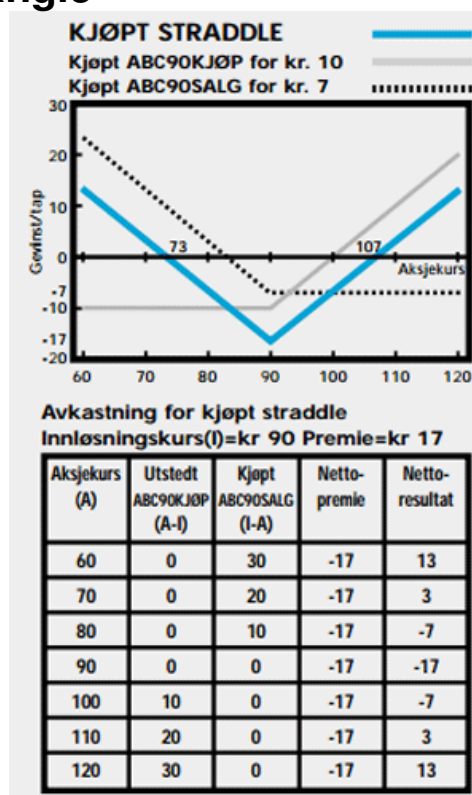
Straddles og strangles er såkalte **volatilitetskombinasjoner**. implisitte volatilitet, eller den

kursbevegelsen på den underliggende aksjen slik den er reflektert i opsjonspremien, uttrykker noe om prisnivået på opsjonen. Jo høyere volatilitet, desto større er den forventede kursbevegelsen i den underliggende aksjen. Sjansene for at aksjen skal svinge nok til at investoren tjener penger på opsjonen, er da større. Opsjonen vil derfor være dyrere. Det motsatte er tilfelle ved lav volatilitet. Opsjonen er da relativt sett billigere fordi man forventer mindre svingninger i aksjen enn det volatiliteten på opsjonene tilsier. Investorene vil derfor vurdere å selge straddles og strangles når opsjonene er dyre, dvs. har høy volatilitet, og kjøpe disse når opsjonene er billigere, dvs. ved lav volatilitet. Ved å kjøpe billig og selge dyrt kan investoren tjene penger på forventninger om volatilitet. Investorer bør derfor sette seg inn i volatilitetsbegrepet før de vurderer å gjøre disse kombinasjonene.

### 10.6.2.1 Kjøpt straddle

**- Kjøpe kjøpsopsjon og samtidig kjøpe salgsopsjon med samme innløsningskurs og bortfallsdag.**

En investor som tror at volatiliteten på opsjonene skal stige og at aksjen skal bevege seg mye innen kort tid uten å ha noen formening om retningen på kursbevegelsen, kan kjøpe en straddle. En straddle settes sammen ved å kjøpe en kjøps- og en salgsopsjon med samme innløsningskurs og bortfallsdato. Det maksimale tapspotensialet tilsvarer summen av den innbetalte opsjonspremien for de to opsjonene og vil oppstå dersom den underliggende



investorer

stige eller

stille eller  
han ikke å  
den

størrelsen

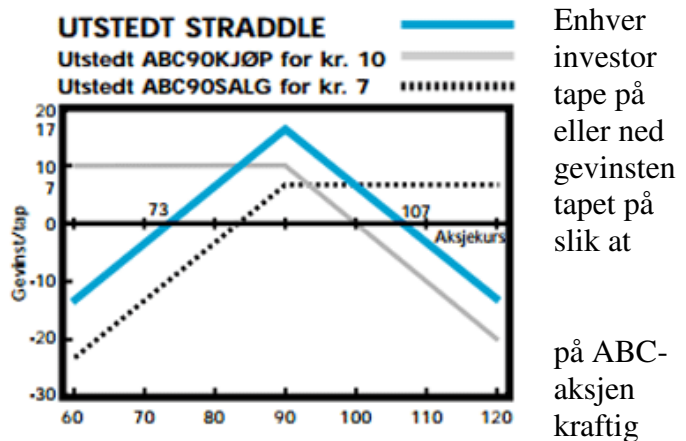
kjøperen  
viss  
tjener  
seg noe

Opsjonens  
forventede

aksjen ligger stille frem til bortfall. bevegelse i aksjekursen medfører at vil tjene på den ene opsjonen og den andre. Ved aksjebevegelser opp over en viss størrelse vil imidlertid på den ene opsjonen være større enn den andre, dvs. den betalte premien, man oppnår en nettogevinst.

En investor som tror at volatiliteten opsjonene skal stige og at ABC-innen kort tid skal bevege seg

opp eller ned fra dagens kurs på 92, kjøper en straddle. Han foretar da samtidig kjøp av kjøpsopsjonen ABC90KJØP og salgsopsjonen ABC90SALG med bortfall om tre måneder for henholdsvis kr 10 og kr 7, dvs. totalt kr 17 pr aksje.



Som avkastningskurven viser, vil gevinsten på strategien bli større desto større utslagene er i aksjekursen, mens det maksimale potensielle tapet er begrenset til den samlede opsjonspremien på kr 17.

Som det fremgår av avkastningskurven tjener investoren penger dersom ABC-aksjen beveger seg under 73, dvs. innløsningskurs 90 fratrukket opsjonspremien på 17, eller hvis aksjen stiger over 107, dvs. innløsningskursen 90 pluss opsjonspremien på 17. Gevinsten er ubegrenset i begge retninger.

Break even for kombinasjonen oppstår ved aksjekurser på 73 og 107. Hvis aksjekursen ender i dette intervallet, vil investoren tape penger. Det maksimale tapet på kr 17 pr aksje oppstår ved en aksjekurs på 90.

### 10.6.2.2 Utstedt straddle

#### - Utstede kjøpsopsjon og samtidig utstede salgsopsjon med samme innløsningskurs og bortfallsdag

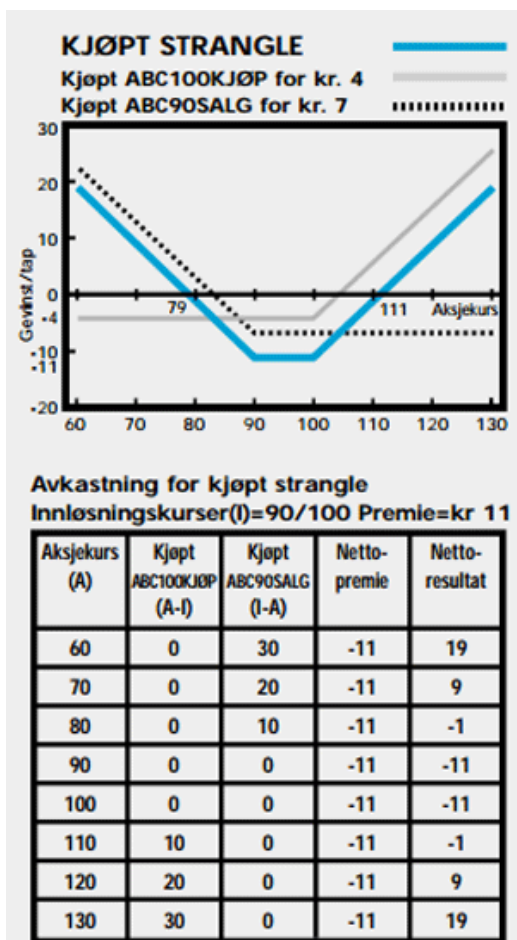
Investoren som selger en straddle, forventer at aksjen vil ligge stille på dagens nivå. I tillegg anser han volatiliteten på opsjonene for å være høy, dvs. at opsjonene er priset for høyt i forhold til de kursbevegelser han forventer i aksjen. Han har større tro på at aksjekursen vil holde seg innenfor intervallet 73 og 107 i den aktuelle perioden i eksemplet ovenfor.

Investoren utsteder derfor ABC90KJØP og ABC90SALG med bortfall i desember og mottar totalt kr 17 pr aksje. Avkastningen finner man ved å forandre alle fortegnene i avkastningstabellen ovenfor. Avkastningskurven som er et eksakt speilbilde av kjøperens posisjon, viser at utstederen av straddlen vil tjene penger ved aksjekurser mellom 73 og 107, dvs. innløsningskursen 90 pluss/minus den mottatte opsjonspremien på kr 17. Hans maksimale gevinst oppstår ved en aksjekurs på 90 hvor investoren får beholde hele den mottatte opsjonspremien på kr 17. Imidlertid er hans potensielle tap tilnærmet ubegrenset i begge retninger.

### 10.6.2.3 Kjøpt strangle

**- Kjøpe kjøpsopsjon, salgsoption med bortfallsdag, men med forskjellig innløsningskurs.**

Hvis en investor forventer store kursbevegelser i aksjen og stigende på opsjonene, men ønsker å sitt maksimale tapspotensiale i det å kjøpe en straddle som ovenfor, stedet kjøpe en strangle. I likhet straddle, settes en strangle sammen investoren kjøper en kjøps- og en salgsoption med samme forfallsdag. eneste forskjellen er at kjøpsopsjonen har en høyere innløsningskurs enn salgsoptionen. kjøpsopsjon med høyere innløsningskurs er billigere, vil det utlegget for opsjonene og dermed maksimale tapet som kan oppstå, bli lavere enn for en straddle. Gevinstmulighetene er fremdeles ubegrenset i begge retninger.



**kjøpe samme**

volatilitet redusere forhold til kan han i med en ved at

Den

Fordi en

totale det

En investor tror at volatiliteten på opsjonene vil stige og at ABC-aksjen skal bevege seg kraftig enten opp eller ned fra dagens kurs 92. Han er derimot ikke villig til å ta for stor risiko og kjøper derfor en strangle som krever et mindre utlegg enn en straddle. Han kjøper ABC100KJØP og ABC90SALG med bortfallsdag i desember for henholdsvis kr 4 og kr 7, dvs. et totalt utlegg på kr 11 pr aksje.

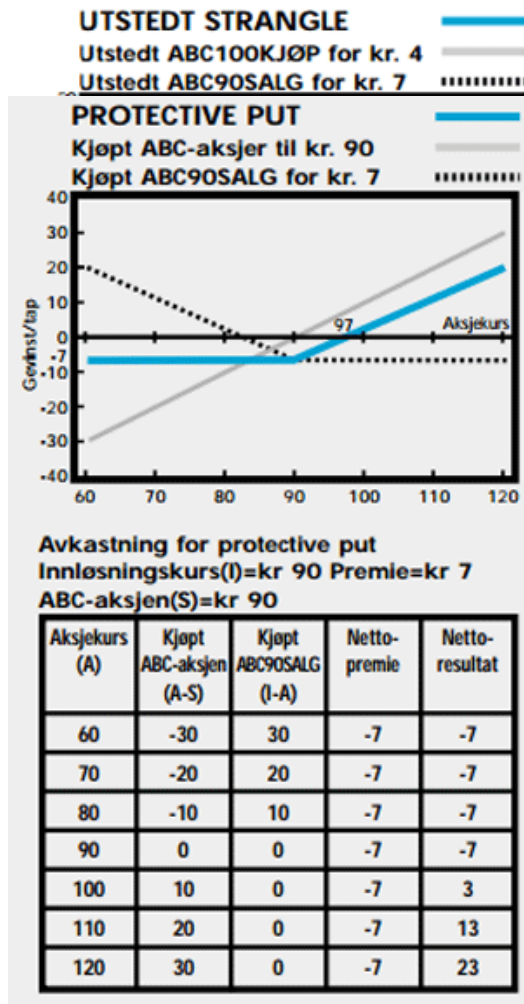
Gevinsten på strategien blir større, desto større utslag i aksjekursen, mens det maksimale potensielle tapet er begrenset til den samlede opsjonspremien på kr 11. Avkastningskurven viser at investoren tjener penger dersom ABC-aksjen beveger seg under 79, dvs. salgsoptionens innløsningskurs 90 fratrukket den totale opsjonspremien på 11, eller hvis aksjen stiger over 111, dvs. kjøpsopsjonens innløsningskurs 100 pluss opsjonspremien på 11. Gevinsten er ubegrenset i begge retninger. Break even for kombinasjonen oppstår ved

aksjekurser på 79 og 111. Hvis ender i dette intervallet, vil tape penger. Det maksimale oppstår ved aksjekurser 100.

### 10.6.2.4 Utstedt strangle

**- Utstede kjøpsopsjon, salgsoption med bortfallsdag, men forskjellig innløsningskurs.**

På samme måte som for en man utstede en strangle. således at aksjen ikke vil endre som volatiliteten på opsjonene samme forutsetninger som i ovenfor, er den maksimale utstede en strangle kr 11, mens tapet er ubegrenset. Avkastningen for utstederen finner man ved å bytte fortegn i avkastningstabellen ovenfor.



aksjekursen investoren tapet på kr 11 mellom 90 og

**utstede samme med**

straddle, kan Investoren tror seg så mye tilsier. Med eksemplet gevinst ved å det potensielle

## 10.7 Opsjonssikring og avkastning

Samspillet mellom aksjer og opsjoner er spesielt egnet til å begrense investorens kursrisiko. Med opsjoner har aksjeinvestorer en unik mulighet til å sikre sine aksjer mot verdifall eller øke avkastningen på aksjene i stille perioder. De mest benyttede kombinasjonene i dette henseende er:

- "protective puts"
- "covered calls"

### 10.7.1 Protective puts (beskyttende salgsoptioner)

Beskyttende salgsoptioner vil si:

**- Kjøpe aksjer og samtidig kjøpe salgsoptioner**

En protective put er kjøp av salgsoptioner når man allerede eier de underliggende aksjene. Investoren gjør en slik kombinasjon dersom han ønsker å beskytte seg mot et kortsiktig fall i aksjekursen. På den måten vil investoren sikre en minimumspris på aksjene sine samtidig som han ikke går glipp av gevinstpotensialet ved en kursstigning på aksjen.



## Aksjeskolen

Skrevet av: Kjetil Sander © 2021

En investor som eier 1000 med kurs 90, mener det er en kursen på ABC vil oppleve et i den nærmeste perioden. For å eventuelt verdifall, kjøper han the-money salgsoptions på dvs. ABC90SALG, for kr 7 pr totalt kr 7.000.

Avkastningskurven viser at ved under 90 vil salgsoptionsjonene mens verdien av aksjene faller. vil derimot aldri bli større enn han betalte for salgsoptionsjonene, aksjene i det vesentlige den økte verdien på

På aksjekurser over 90 vil på salgsoptionsjonene som da ikke verdi. Dette tapet vil derimot aksjenes økte verdi. Gevinsten reduseres derfor bare med opsjonspremien på kr 7 pr aksje og gevinstpotensialet vil således være ubegrenset. Break even for posisjonen oppnås ved aksjekurs kr 97, dvs. når gevinsten på aksjene oppveier utlegget til salgsoptionsjonene.

Ser man nærmere på avkastningskurven for totalposisjonen ser man at den ligner mistenkelig på avkastningskurven for en kjøpt kjøpsopsjon. Faktisk er det slik at ved å kjøpe en salgsoption når man eier de underliggende aksjene, kjøper man egentlig en kjøpsopsjon. Denne såkalte syntetisk kjøpte kjøpsopsjon er derfor det samme som en protective put.

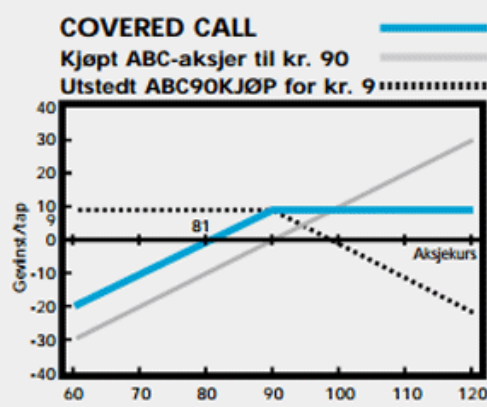
### 10.7.2 Covered calls (dekkede kjøpsopsjoner)

Dekkende kjøpsopsjoner vil si:

#### - Kjøpe aksjer og samtidig utstede kjøpsopsjoner.

En covered call er utstedelse av kjøpsopsjoner når man eier de underliggende aksjene. Investoren vil gjøre dette dersom han tror at aksjen skal stå stille eller stige svakt. På den måten vil han kunne øke avkastningen på sine aksjer i en stille periode. I tillegg til muligheten for økt avkastning på aksjene, oppnår investoren også en viss sikring mot kursfall i aksjen.

En investor som eier 1000 ABC-aksjer, tror at ABC-aksjen skal holde seg stabil eller stige svakt fra dagens kurs på kr 90 i den nærmeste perioden. Han utsteder derfor 10 at-the-money kjøpsopsjoner på ABCaksjen, dvs. ABC90KJØP, og mottar kr 9 pr aksje, eller totalt kr 9.000.



#### Avkastning for covered call

Innløsningskurs(I)=kr 90 Premie=kr 9

ABC-aksjen(S)=kr 90

Aksjekurs (A)	Kjøpt ABC-aksjen (A-S)	Utstedt ABC90KJØP (I-A)	Nettopremie	Nettoresultat
60	-30	0	9	-21
70	-20	0	9	-11
80	-10	0	9	-1
90	0	0	9	9
100	10	-10	9	9
110	20	-20	9	9
120	30	-30	9	9

Stock

ABC-aksjer fare for at midlertidig fall sikre seg mot et derfor 10 at-ABC-aksjen, aksje, eller

aksjekurser stige i verdi, Hans nettotap kr 7, dvs. det fordi tapet på oppveies av salgsoptionsjonene.

investoren tape vil ha noen oppveies av

Avkastningskurven viser at på aksjekurser under 90 vil investoren beholde den mottatte opsjonspremien for kjøpsopsjoner fordi de ikke vil bli innløst. Derimot vil han tape på aksjene sine, men dette tapet vil bli redusert av den mottatte opsjonspremien. Investoren vil ikke få noe nettotap før aksjen faller under 81 som er break even for kombinasjonen. Kombinasjonen vil derfor virke som en buffer mot tap i et fallende marked.

På aksjekurser over 90 vil kjøpsopsjonen bli innløst, men tap vil ikke oppstå før ved aksjekurser over 99, dvs. innløsningskursen pluss opsjonspremien. Derimot vil han tjene på aksjene når kursen er over 90. Gevinsten på aksjene vil oppveie tapet på kjøpsopsjonene slik at nettogevinsten vil bli den mottatte opsjonspremien på kr 9 uansett hvor mye aksjen stiger. Kombinasjonen er ikke så gunstig dersom aksjekursen stiger over 99 fordi investoren da kunne tjent mer ved kun å sitte med aksjene. Dersom han ikke hadde utstedt kjøpsopsjonene og aksjekursen hadde steget til 110, ville han ha tjent kr 20 pr aksje mot kr 9 i kombinasjonen. Investoren får altså ikke både i pose og sekk ved å gjøre covered calls fordi den reduserte risikoen motsvares av redusert gevinstpotensiale.

Ved aksjekurser under kr 99 vil altså denne kombinasjonen være bedre enn kun å sitte med aksjene. Avkastningen på kombinasjonen vil være 10% høyere enn på aksjene. Hvis investoren gjør covered calls løpende over 1 år, vil avkastningen på porteføljen sannsynligvis bli langt bedre enn hvis han ikke utsteder kjøpsopsjoner.

Når man ser nærmere på avkastningskurven for totalposisjonen, ser man at den ligner avkastningskurven for en utstedt salgsoption. Faktisk er det tilfelle at en covered call tilsvarer en utstedt salgsoption. Denne såkalte syntetisk utstedte salgsoptionen er derfor det samme som en covered call.

## 10.8 Arbitrasje

**Arbitrasje innebærer at du oppnår en risikofri gevinst ved å utnytte prisskjevheter på verdipapirer.**

Hvis ABC-aksjen er børsnotert både i Oslo og London og du i en gitt situasjon kan kjøpe ABC-aksjen i Oslo og samtidig selge den til en høyere pris i London, kan du oppnå en risikofri gevinst eller såkalt arbitrasje.

Mulighetene for arbitrasje kan imidlertid også forekomme mellom opsjons og aksjemarkedet. I opsjonsmarkedet kan du nemlig foreta såkalte syntetiske kjøp og salg av aksjer ved å kombinere kjøps- og salgsopsjoner. Således kan du oppnå arbitrasje ved enten å kjøpe aksjen syntetisk og samtidig selge aksjen dyrere i aksjemarkedet, eller ved å



## Aksjeskolen

Skrevet av: Kjetil Sander © 2021

utstede aksjen syntetisk og samtidig aksjen billigere i aksjemarkedet. Renter spiller i betydelig rolle ved beregningen på de syntetiske aksjene.

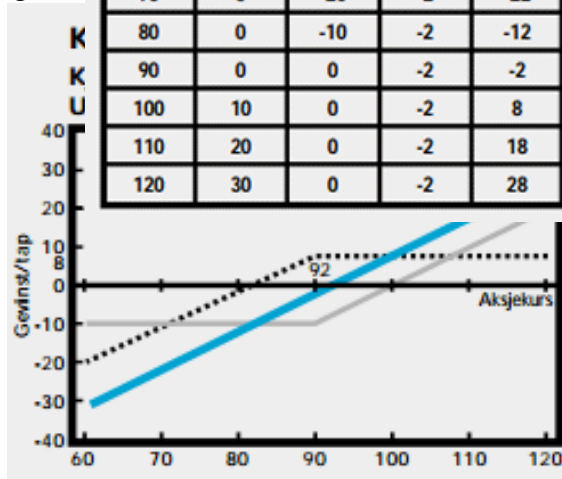
### 10.8.1 Kjøp av syntetisk aksje

Kjøp av syntetisk aksje vil si:

**- Kjøpe kjøpsopsjon og samtidig utstede salgsoption med samme innløsningskurs og bortfallsmåned**

Avkastning for kjøpt syntetisk aksje  
Innløsningskurs(I)=kr 90 Premie=kr 2

Aksjekurs (A)	Kjøpt ABC90KJØP (A-I)	Utstedt ABC90SALG -(I-A)	Nettopremie	Nettoresultat
60	0	-30	-2	-32
70	0	-20	-2	-22
80	0	-10	-2	-12
90	0	0	-2	-2
100	10	0	-2	8
110	20	0	-2	18
120	30	0	-2	28



Stock

kjøpe

tillegg en av verdien

En aksje som kjøpes syntetisk i opsjonsmarkedet ved å kjøpe en kjøpsopsjon og samtidig utstede en salgsoption med samme innløsningskurs og bortfallsmåned, har samme avkastningskurve som en tilsvarende aksje kjøpt i aksjemarkedet. Fordelen er at du betaler langt mindre for den syntetiske aksjen, men oppnår de samme avkastningsmulighetene. Rentefordelen ved å investere et langt lavere beløp kan være stor i løpet av den aktuelle perioden.

Anta at du er positiv til ABC-aksjen og ønsker å kjøpe 1000 aksjer til dagens kurs på kr 92. Gjennom din megler får du vite at prisene i opsjonsmarkedet er gunstige for å kjøpe ABC-aksjen syntetisk. Mer spesifikt så er kjøpsopsjonene relativt "billige", mens salgsoptionene er relativt "dyre". Du velger derfor å kjøpe 1000 ABC-aksjer syntetisk ved å kjøpe 10 ABC90KJØP og samtidig utstede 10 ABC90SALG for henholdsvis kr 10 og kr 8. Du betaler netto kr 2 for posisjonen eller totalt kr 2.000 ( $2 \times 10 \times 100$ ) og kontrollerer dermed 1000 ABC-aksjer frem til bortfall om 3 måneder.

Dersom du hadde kjøpt 1000 ABC-aksjer i aksjemarkedet til kr 92 pr aksje, måtte du ha betalt totalt kr 92.000. Ved å kjøpe ABC-aksjen syntetisk betaler du kun kr 2.000. Hvis du setter forskjellen, dvs. kr 90.000 inn på en høyrentekonto som gir 12% i året eller 3% på 3 måneder, vil du oppnå en rentefordel på kr 2.700 ( $90.000 \times 3\%$ ). Dette må tas med i verdiberegningen av kombinasjonen.

Den syntetiske posisjonen sikrer at du får kjøpt ABC-aksjen til kr 92 på bortfallsdagen forutsatt at de utstedte salgsoptionene ikke blir innløst av kjøperen før bortfall. Hvis ABC-aksjen på bortfallsdagen er under kr 90, vil de utstedte salgsoptionene bli innløst av kjøperen. Du må da kjøpe ABC-aksjen til kr 90.

Den mottatte opsjonspremien på kr 8 vil du beholde, mens du vil tape kr 10 på de kjøpte kjøpsopsjonene som du ikke vil innløse. Netto har du således betalt kr 92 for ABC-aksjen.

Hvis ABC-aksjen er over kr 90 på bortfallsdagen, vil du innløse kjøpsopsjonene og betale kr 90 for ABC-aksjene. For denne retten har du betalt kr 10 slik at ditt totale utlegg vil bli kr 100 pr aksje. Imidlertid vil ikke salgsoptionene bli innløst på aksjekurser over 90. Du

## Aksjeskolen

Skrevet av: Kjetil Sander © 2021

kan derfor beholde den mottatte opsjonspremien på kr 8 pr aksje slik nettoutlegg blir kr 92 pr aksje (100-

Avkastningskurven for den posisjonen vil være identisk med avkastningskurven for en aksje som kr 92. Hvis kursen på ABC-aksjen bortfallsdagen er kr 102 og du aksjen, ville du ha tjent kr 10 pr totalt kr 10.000. Dette tilsvarer en på 10,9%. Den syntetiske aksjen vil tilsvarende gevinst. I tillegg kan du rentefordelen på kr 2.700 slik at den avkastningen vil bli kr 12.700 eller

Arbitrasjemuligheter oppstår hvis eksempel i et øyeblikk kan selges aksjemarkedet, mens den syntetiske fremdeles kan kjøpes for kr 92 i opsjonsmarkedet. Du kan da kjøpe den syntetiske aksjen og samtidig selge aksjen i aksjemarkedet og oppnå en risikofri gevinst på kr 2 pr aksje. For å kunne oppnå denne arbitrasjen forutsettes det således at du har muligheter til å selge aksjer "short", dvs. selge aksjer han ikke eier. Denne kombinasjonen, dvs. aksjesalg kombinert med kjøp av den syntetiske aksjen, er en såkalt "reversal".

### 10.8.2 Salg av syntetisk aksje

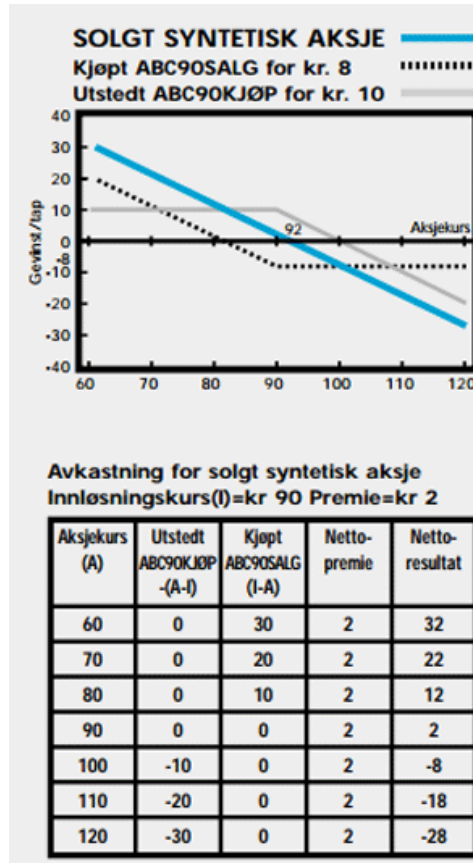
Salg av syntetisk aksje vil si:

#### - Utstede kjøpsopsjon og samtidig kjøpe salgsopsjon med samme innløsningskurs og bortfallsmåned.

Naturlig nok er en solgt syntetisk aksje det motsatte av en kjøpt og er gunstig når kjøpsopsjoner er relativt "dyre", mens salgsopsjonene er relativt "billige". Hvis du tror at en aksje skal falle, kan denne kombinasjonen være et godt alternativ til kun å kjøpe salgsopsjoner fordi du finansierer de kjøpte salgsopsjonene med opsjonspremien fra de utstede kjøpsopsjonene. Ulempen er at tapspotensialet er ubegrenset ved en stigning i den underliggende aksjen.

Arbitrasjemuligheter oppstår hvis aksjen for eksempel i et øyeblikk kan kjøpes for kr 90 i aksjemarkedet, mens den syntetiske aksjen fremdeles kan selges for kr 92 i opsjonsmarkedet. Du kan da kjøpe aksjen i aksjemarkedet og samtidig selge aksjen syntetisk i opsjonsmarkedet og oppnå en risikofri gevinst på kr 2 pr aksje. Denne kombinasjonen, dvs. aksjekjøp kombinert med salg av den syntetiske aksjen, er en såkalt "conversion".

En investor som er sikker på at ABC-aksjen skal falle, selger ABC-aksjen syntetisk ved å kjøpe 10 ABC90SALG og samtidig utstede 10 ABC90KJØP til henholdsvis kr 8 og kr 10.



Stock

at ditt 8).

syntetiske

er kjøpt på på hadde kjøpt aksje eller avkastning gi en legge til totale 13,8%.

aksjen for for kr 94 i aksjen

Kombinasjonen gir ham således kr 2 pr aksje eller totalt kr 2.000. Han har dermed "solgt" 1000 ABC-aksjer til kr 92 pr aksje, dvs. innløsningskursen pluss den mottatte opsjonspremien på kr 2 (10-8).

Den syntetiske kombinasjonen sikrer at investoren får solgt 1000 ABCaksjer til kr 92 på bortfallsdagen. Hvis ABC-aksjen på bortfallsdagen er over kr 90, vil de utstedte kjøpsopsjonene bli innløst av kjøperen. Investoren må da selge ABC-aksjen til kr 90. Den mottatte opsjonspremien på kr 10 vil han beholde, mens han vil tape kr 8 på de kjøpte salgsoptionene som han ikke vil innløse. Netto har han således solgt ABC-aksjen for kr 92.

Hvis ABC-aksjen er under kr 90 på bortfallsdagen, vil investoren innløse salgsoptionene og dermed selge ABC-aksjene for kr 90. For denne retten har han betalt kr 8 og mottar således netto kr 82 pr aksje. På kurser under 90 vil derimot kjøpsopsjonene ikke bli innløst, og investoren vil beholde den mottatte opsjonspremien på kr 10. Han vil dermed netto ha mottatt kr 92 pr aksje.

Avkastningskurven for totalposisjonen vil bli nøyaktig motsatt av avkastningskurven for en aksje som er kjøpt på kr 92. Hvis kursen på ABC-aksjen på bortfallsdagen er kr 82, vil den solgte syntetiske aksjen gi investoren en gevinst på kr 10 pr aksje eller totalt kr 10.000. Hvis han kun hadde kjøpt salgsoptionene, hadde han til sammenligning ikke oppnådd gevinst fordi opsjonspremien ville veie opp for realverdien på kr 8 ( $90-82-8=0$ ). Muligheten til å ta gevinst ved å stenge posisjonen er imidlertid tilstede i hele løpetiden.

Det kan også oppstå situasjoner i opsjonsmarkedet hvor investorer kan oppnå arbitrasje ved å foreta samtidig kjøp og salg av syntetiske aksjer. Dersom en aksje kjøpes syntetisk i en opsjonsserie og samtidig selges dyrere i en annen, kan investoren oppnå en risikofri gevinst. Man sier da at investoren gjør en "box". Transaksjonskostnader må selvfølgelig tas med i beregningen når man søker etter arbitrasjemuligheter.

### 10.8.3 Forwards

Definisjon:

**- En forward kontrakt er en avtale mellom to parter om å omsette en aksje til en bestemt pris på et fremtidig tidspunkt.**

Avkastningskurven til en forwardkontrakt er identisk med den til synteter. Når man vurderer arbitrasjemuligheter mellom aksjer og derivatmarkedet må prisen på aksjen derfor sees i sammenheng med den til synteten (beskrevet over) og forwardkontrakten.

## 10.9 Forwards og futures

**Forwards og futures er en avtale mellom to parter om å kjøpe eller selge underliggende verdipapir til en bestemt pris på et bestemt tidspunkt i fremtiden.**

Både futures og forwards går under betegnelsen "*terminer*". I likhet med opsjoner er terminer en avtale om kjøp og salg av verdipapirer til en fastsatt kurs på et fremtidig tidspunkt.

Ved inngåelse av en terminkontrakt forplikter imidlertid både kjøperen og selgeren av terminkontrakten seg til å utføre den fremtidige handelen. Dette skiller seg fra opsjonskontrakter der utstederen (selgeren) av opsjonen har en forpliktelse, og innehaveren (kjøperen) har en rett til å benytte seg av opsjonen.

### **10.9.1 Hvorfor handle opsjoner, forwards og futures?**

Opsjoner og terminer brukes ofte som et alternativ eller kompliment til investeringer i aksjer og obligasjoner, da de gir deg muligheten til å tjene penger eller sikre deg mot tap.

Den største fordel med terminer (forwards og futures) er at du kan oppnå omtrent samme avkastning som om du hadde handlet de underliggende aksjene med å investere langt mindre kapital. Dette takke være [giring effekten](#) terminer gir.

I tillegg kan du tjene penger uansett om markedet faller, stiger eller står stille. Tror du at markedet eller en aksje skal falle, kan du selge futures. Faller markedet vil futuren falle i pris slik at du kan kjøpe den billigere tilbake og dermed tjene penger på fallet. Det motsatte er tilfelle dersom markedet stiger. Du vil da tjene penger på å kjøpe futures.

### **10.9.2 Kjøp og salg av forwards og futures**

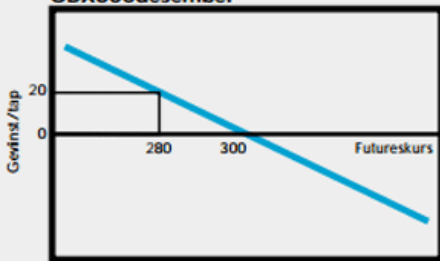
Kjøp og salg av forwards og futures går i praksis ut på å:

- **Kjøpe forwards/futures når man tror at aksjekursen/markedet skal opp.**
- **Selge forwards/futures når man tror at aksjekursen/markedet skal ned.**

Om du handler forwards eller futures vil avhenge av den underliggende varen du handler. Futures er notert på aksjeindeksen OBX og er en indeks som kan ses på som en "markedsaksje", sammensatt av de 25 mest omsatte aksjene på Oslo Børs. Forwards noteres på både norske og svenske aksjer som det også noteres opsjoner på. I tillegg er det notert forwards på den svenske aksjeindeksen OMX, som består av de 30 mest omsatte selskapene på Stockholms Fondbörs.

Ved kjøp eller salg av aksjer, tror man henholdsvis at aksjene skal stige eller synke i verdi. Det samme gjelder for forwards og futures. Dersom man tror aksjemarkedet generelt skal stige, kjøper man futures. Tilsvarende vil man selge futures dersom man mener aksjemarkedet skal falle.

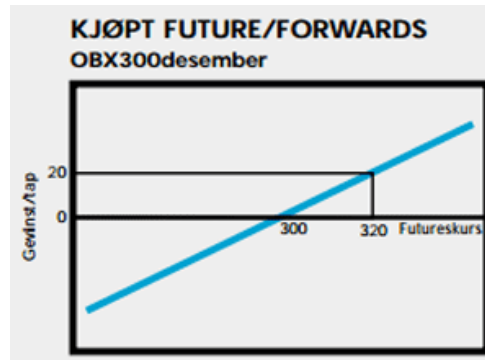
Forwards og futures er en avtale mellom to parter om å kjøpe eller selge underliggende på et fremtidig tidspunkt. Når avtalen inngås, dvs. på kjøps eller salgstidspunktet, vil verken kjøperen betale eller selgeren motta penger for terminen. Begge parter må derimot stille sikkerhet for sine forpliktelser. Sikkerheten må stilles helt til terminen bortfaller eller stenges.



Sander © 2021

Anta at OBX-futures med bortfall om 2 måneder noteres til 300. En investor forventer at aksjemarkedet generelt skal stige, hvilket innebærer at også OBX-futuren vil stige. Han kjøper derfor én OBX-future. Ved å

gjøre dette har han forpliktet seg til, fremtidig tidspunkt, å betale kurs underliggende OBX-indeksen. futuren på kjøpstidspunktet er kr kurs 300 multiplisert med en på 100. Dersom investoren får rett futuren stiger til 320, kan han gevinst på kr 2.000 ved å selge markedet, dvs.  $(320-300)*100$ . futuren har tapt det tilsvarende



på et 300 for den Verdien av 30.000, dvs. multiplikator og OBX-realiserer en futuren i Selgeren av beløpet.

Dersom investoren tror at markedet vil falle, kan han selge futures. Ved et fall vil disse bli mindre verdt og han kan dermed realisere en gevinst ved å kjøpe dem tilbake til en lavere kurs.

Anta at en investor selger én future til kurs 300 fordi han tror at aksjemarkedet skal falle. Han får rett og to uker senere står OBX-futuren i 280. Ved å kjøpe tilbake futuren på 280 vil han stenge sin posisjon og dermed realisere en gevinst på kr 2.000, dvs.  $(300-280)*100$ . Kjøperen av futuren har tapt det tilsvarende beløpet.

Det er viktig å merke seg at både kjøper og selger av futures, når som helst i futures løpetid, kan stenge sin posisjon ved å selge eller kjøpe tilbake futuren i markedet for å ta gevinst eller begrense tap. Dersom investoren ønsker det, kan han også beholde futuren helt frem til bortfall.

## 10.9.3 Hva koster det å handle forwards og futures?

### 10.9.3.1 Prising

Beregning av den teoretiske prisen til en forward- eller futureskontrakt er identisk. Den teoretiske prisen fremkommer ved å justere verdien på underliggende for et rente- og utbytteelement i kontraktens løpetid.

- **Premien på forwards/futures = Underliggende verdi - NV (utbytte) + rentetillegg**
- **Rentetillegget gjenspeiler tid til bortfall og blir derfor mindre ettersom bortfall nærmer seg**

Når man beregner den teoretiske prisen på OBX-futures tar man utgangspunkt i verdien på OBX-indeksen. Dersom det vil forekomme utbytteutbetaling i kontraktens løpetid, må det beregnes et estimat for verdifallet dette vil få for OBX-indeksen. Nåverdien av det

estimerte verdifallet trekkes dermed fra OBX-verdien. Til den justerte OBX-verdien legges det så til et rentetillegg som representerer kontraktens løpetid. Jo lenger løpetid kontrakten har, desto høyere vil rentetillegget bli. Det tas utgangspunkt i den risikofrie renten som tilbys i markedet. Ofte er dette renten på statscertifikater med samme løpetid som futuren. På bortfallsdagen vil verdien av futuren være lik OBX-indeksens verdi, fordi rentetillegget vil være lik null.

Vi ønsker å beregne teoretisk OBX-futures pris (fair value) i en periode der det ikke utbetales utbytte. Anta at OBX-indeksen står i 600, den risikofrie renten er på 6% pr år, og futuren har 3 måneders gjenværende løpetid. Den teoretiske prisen blir da:  $(600 - NVO) * (1 + ((6/4)/100)) = 609$ .

Selv om den teoretiske prisen i eksemplet over er beregnet til 609, betyr det ikke at futureskontrakten nødvendigvis blir handlet til denne prisen i markedet. Tilbud og etterspørsel vil ha stor innflytelse på prisene. Dersom investorene tror på en oppgang, vil mange kjøpe futures. Resultatet blir da at futuren blir priset høyere enn den teoretisk skulle ha vært. Det omvendte skjer dersom markedet er negativt og de fleste investorene selger futures. Markedsprisen på futuren vil da kunne bevege seg under den teoretiske, og til og med under verdien på OBX-indeksen. Man sier da at futuren selges med rabatt, noe som er et åpenbart negativt signal fra investorene. Prisen på futuren gir således en indikasjon på investorenes kortsiktige forventninger til markedet.

Anta at vi kjøper en forwardkontrakt på Norsk Hydro som løper over en periode hvor utbytteutbetaling finner sted. Kursen på Hydro er 400, den effektive renten er 10% pr år, utbytte er 7 kroner og utbetales om 1 måned. Forwardkontrakten har en gjenværende løpetid på 2 måneder. Den teoretiske forwardprisen til Hydro blir da:  $(400 - 6,94) * (1 + ((10/6)/100)) = 399,61$  (der nåverdien til utbyttet på 7 kroner om 1 måned er 6,94).

### 10.9.3.2 Avgifter

Ved handel med forwards og futures påløper transaksjonskostnader når man kjøper, selger og stenger sine posisjoner. Kostnadene er faste pr kontrakt og betales ved hver transaksjon. Kurtasjen vil dekke avgifter til Oslo Børs, NOS, VPS og megleren. Megler kan opplyse om de avgiftssatser som til enhver tid gjelder.

### 10.9.3.3 Sikkerhet

Når man inngår en futures- eller forwardavtale forplikter man seg til å kjøpe eller selge underliggende verdipapir. Således betaler du ingenting på tidspunktet du inngår avtalen. Derimot må begge partene stille sikkerhet for sine forpliktelser. Sikkerhetskravet blir beregnet av NOS, ved bruk av marginberegningssystemet **Oslo SPAN**.

Oslo SPAN står for "Standard Portfolio Analysis of Risk" og er et risikobasert marginberegningssystem. Dette innebærer at systemet evaluerer den totale risikoen for en sammensatt portefølje av opsjoner, forwards, futures og underliggende verdipapirer og beregner på bakgrunn av dette krav til marginer. Systemet behandler forwards, futures og opsjoner i sammenheng, samtidig som det tar hensyn til opsjonens unike karakteristikk. Teorien bak SPAN baseres på at clearinghuset krever et minimum av sikkerheter som skal



dekke det maksimale endags tapspotensiale som realistisk kan oppstå for porteføljen. De instrumentene som er aktuelle for marginberegning gjennom Oslo SPAN er:

- Standardiserte opsjoner
- OTC-opsjoner
- Standardiserte futures
- Forwards
- Verdipapirlån
- Aksjer og obligasjoner som sikkerhet og deler av strategier

NOS vil til enhver tid overvåke markedet og sørge for at investoren gjennom sin megler overholder marginkravene. For ytterligere informasjon om Oslo SPAN ta kontakt med NOS.

#### **10.9.3.4 Markedsoppgjøret**

Forskjellen mellom forwards og futures finnes i oppgjørsformen. Forwards er den enkleste form for terminkontrakt der oppgjøret finner sted på kontraktens bortfallsdag. For futureskontrakter foretas det et såkalt daglig markedsoppgjør mellom kjøper og selger på bakgrunn av endringer i sluttkursene fra dagen før. Det vil si at det på slutten av hver handelsdag overføres penger mellom kjøper og selger av futures ettersom man har tjent eller tapt. Dette er grunnen til at en del av sikkerhetsstillelsen må være i kontanter slik at markedsoppgjøret sikres likviditet.

Anta at investor i dag kjøper en OBX-future til kurs 600. Han må da stille sikkerhet. Sikkerhetene plasseres på investorens VPS-konto og en såkalt depotkonto. Depotkontoen er en rentebærende bankkonto, som i likhet med VPSkontoen er pantsatt til fordel for NOS.

Ved handelens slutt samme dag har OBX-futuren steget fra 600 til 610. For investoren tilsvarer hvert punkt kr 100 pr future. Siden han har kjøpt en future som har steget 10 punkter, har han tjent kr 1.000. Beløpet vil automatisk bli overført til investorens depotkonto.

Andre dag stiger futuren ytterligere til 615, og investoren får overført nye kr 500 som er differansen mellom dagens og gårsdagens sluttkurs. Han øker dermed sin depotkonto med ytterligere kr 500.

Tredje dag vender markedet. Futuren faller tilbake til 595, og det blir trukket kr 2.000 fra kontoen. Saldoen på depotkontoen vil nå være redusert med kr 2.000. Slik vil de daglige kontantoverføringene mellom kjøper og selger av futuren fortsette helt frem til investoren selger futures eller den bortfaller.

I løpet av fjerde dag stenger investoren sin posisjon ved å selge futuren i markedet til kurs 610. Det blir da automatisk overført kr 1.500 til hans konto. Dette vil netto være kr 1.000 mer enn han satte inn 5 dager tidligere. Nettogevinsten vil altså bli forskjellen mellom salgskursen 610 og kjøpskursen 600 multiplisert med 100. Gevinst eller tap blir realisert daglig gjennom markedsoppgjøret og ved stengning vil markedsoppgjørene opphøre sammen med forpliktelsene ved futuresavtalen.



**MARKEDSOPPGJØRET VED KJØPT FUTURES.**

Forløp	Kurs på OBX-futuren	Endring (punkter)	Ut/Inn fra depotkonto (kroner)
Kjøper OBX-futuren dag 1	600		
Sluttkurs OBX dag 1	610	10	1000
Sluttkurs OBX dag 2	615	5	500
Sluttkurs OBX dag 3	595	-20	-2000
Selger OBX-futuren dag 4	610	15	1500
Resultat		10	1000

## 11 Aksjeverdsettelse (verdsettelse av selskaper)

For å tjene penger på aksjer må du kjøpe en aksje så billig som mulig, for så å selge den videre til høyest mulig pris i fremtiden. Differansen mellom din innkjøpspris og salgsprisen du fikk når du solgte aksjen er din fortjeneste.

For å tjene penger på aksjer må du dermed vite hvor mye en aksje er verdt, slik at du vet når du kan kjøpe den billig og hva som er en god salgspris.

### 11.1 Hvordan sette rett en pris på en aksje?

Selv om det finnes mange måter å beregne prisen til en aksje (selskap), vil den "*rette prisen*" alltid være;

**- den kursen en kjøper er villig til å betale for å kjøpe aksjen (selskapet).**

Det hjelper lite å sitte med en analyse som tilsier at aksjen er verdt det tidobbelte så lenge du ikke klarer å finne noen som er villig til å betale denne prisen. Aksjekursen, det vil si den rette salgsprisen idag, vil alltid være der aksjens tilbuds- og etterspørselskurve krysser

hverandre. Dette punktet kaller vi **likevektspunktet** og er det punktet hvor det er mulig å få til en transaksjon idag. Glem aldri dette!!!

## 11.2 Prisdriveren er markedspotensial + inntjeningsevne

En investor vil alltid vurdere verdien til et selskapet ut i fra hvor stort markedspotensial og inntjeningsevne selskapet har, sett i forhold til hvilke sjanse selskapet har med å lykkes med sine planer (sett med deres øyne).

Jo større markedspotensial og jo større sjansene er for at selskapet skal lykkes, jo høyere pris vil en investor være villig til å akseptere. Motsatt vil de snakke ned prisen eller trekke seg hvis markedspotensialet er begrenset eller selskapets konkurransesituasjon gjør at de har små sjanser til å lykkes med sin [forretningsstrategi](#). Vår opplevelse av risikoen for å tape penger og vår vurdering av aksjens oppside (markedspotensiale og inntjeningsevne) vil alltid være de to viktigste driverne for aksjekursen til en enkeltaksje.

## 11.3 Synergieffekter

Skal verdsettelsen brukes i forbindelse med [oppkjøp eller fusjon](#) av to selskaper, vil prisen ikke bare bli påvirket av selskapets markedspotensial og dyktighet, men også av hvilke [synergieffekter](#) det sammenslåtte selskapet oppnår. Dette krever at vi kan beregne:

- **Inntekts synergier**
- **Kostnadssynergier**

Å beregne synergieffektene er svært vanskelig. Enda vanskeligere er det å sette korrekt verdi på disse synergieffektene. Alle beregninger av synergieffekter vil derfor alltid være beheftet med mye usikkerhet.

## 11.4 Beregning av selskaps verdi

Prinsipielt kan vi sette opp følgende enkle regnestykker for å beregne verdien av et selskap, avhengig av om verdsettelsen skal brukes i forbindelse med nedleggelse, fortsatt drift («*going business*») eller salg/fusjon av et selskap:

### 11.4.1 Avvikling av selskapet:

$$\begin{aligned} & \text{Beregnet substans verdi} \\ & - \text{Avviklingskostnader} \\ & = \text{Selskapets avviklingsverdi} \end{aligned}$$

## 11.4.2 Fortsatt drift:

Beregnet stand-alone verdi for selskapet  
– Opplevd risiko for å ta feil i beregningen av stand-alone verdien  
– Eventuell likviditetsrabatt  
= Selskapets verdi (markedspris)

## 11.4.3 Salg eller fusjon:

Beregnet stand-alone verdi for selskapet  
+ Synergieffekt verdi  
– Opplevd risiko for å ta feil i beregningen av verdigrunlaget  
= Selskapets verdi (salgspris)

## 11.5 Markedsverdi er den eneste verdien som har verdi i aksjemarkedet

For en aksjeinvestor er selskapets salgspris og avviklingsverdi uinteressant. En aksjeinvestor vurderer selskapets verdi kun ut i fra hva de anser som er god markedsverdi (markedspris).

Ettersom det alltid vil være usikkerhet knyttet til selskapets fremtidige inntjening vil graden av usikkerhet gjøre seg utslag i hvilken risikopremie en investor vil kreve. Noe som igjen gjør seg utslag i aksjekursen.

For en verdiinvestor som investerer i [vekstaksjer](#) er prisingen av aksjene enormt viktig. Dette fordi deres strategi er å finne aksjer som idag er underpriset i markedet. For deretter selge aksjen når kursen stiger opp til hva de anser som er rimelig markedspris. For en vekstinvestor er slike beregninger mindre viktige, da deres kjøp utelukkende er knyttet til deres forventninger om fremtidig vekst i topp- og bunnlinjen.

## 11.6 Exit-muligheter

For all investorer, enten de er private investorer som investerer i unoterte aksjer eller er aksjeinvestorer på børsen, vil markedsprisen, det vil si aksjekursen, bli påvirket av hvilke exit-muligheter som finnes. Er det enkelt å selge aksjen for å realisere en avkastning, vil dette redusere aksjen risiko og drive kursen oppover. Hvor raskt og enkelt aksjen kan realiseres til en riktig pris omtales ofte som *investeringens likviditet*.

For aksjer som det er vanskelig å selge og hvor exit-mulighetene er begrensede vil en investor kreve en ikke ubetydelig **likviditetsrabatt** som påvirker kursen.

## 11.7 Verdsettelse teknikker

Verdsettelse teknikker som benyttes for å beregne korrekt aksjekurs og spå kursutviklingen kan grovsorteres i følgende fire verdsettelse teknikker.

### 11.7.1 Teknisk analyse

Teknisk analyse dreier seg om å bruke tidligere kursbevegelser til å spå fremtiden, altså se på om historien gjentar seg. Vi ønsker altså her å finne statistiske anomalier. Tradere som bruker teknisk analyse mener at aksjekursen i større grad bestemmes av psykologi enn av de mer fundamentale årsaker.

### 11.7.2 Fundamental analyse

Fundamental analyse er det stikk motsatte der vi forholder oss til fremtiden, og baserer oss på estimater som vekst, utbytte, selskapets ledelse, kontantstrømmer, renter etc. Innenfor akademisk finans hører vi stort sett bare om fundamental analyse, og hypotesen om effisiente markeder er rådende.

For å prøve å estimere verdien på selskapets egenkapital benytter de fundamentale analysene en **balanse-** eller **inntjeningsbasert metode** for å komme frem til et verdiesimat som gir oss en indikasjon på om aksjen er under- eller overpriset, slik at vi ut i fra dette kan velge en handling strategi for aksjen.

- Balansebaserte metoder – en fellesbetegnelse på en gruppe verdivurdering metoder hvor man tar man utgangspunkt i selskapets balanse og ser på hva selskapets eiendeler er verdt i et annenhåndsmarked.
- Inntjeningsbaserte metoder – en fellesbetegnelse en gruppe verdivurdering metoder, hvor verdien på selskapet settes etter en vurdering av hvilken risikjustert avkastning selskapet kan gi i fremtiden.

### 11.7.3 Komparativ analyse

Komparativ analyse er analyser hvor vi sammenligner to eller flere lignende selskaper ved bruk av multipler for å vurdere verdien.

### 11.7.4 Sentimentalanalyse

*Sentimentalanalyse* er analyser hvor vi studerer den psykologiske tilstanden i markedet i form av meningsmålinger og lignende metoder (atferdsfinans tilnærming). Disse metodene er de minst brukte og de som er dårligst egnet til å beregne korrekt kurs og kursutvikling.

## 11.8 Hvilken metode bør velges for aksjeverdsettelse?

Når vi skal velge hvilken verdsettelsesteknikk som er best for å sette korrekt verdi på aksjen er det spesielt fire ting som spiller inn:

1. **bransje**
2. **fase i livssyklusen**
3. **varige konkurransefortrinn og betydningen av disse**
4. **sannsynligheten for en alvorlig krise eller en snarlig avvikling av driften (konkurs)**

### 11.8.1 Substansverdi / bokført verdi

I ”*gode gamle dager*” kunne en **substansverdi** basert på dagens virkelige verdier være en tilnærming til å verdsette et selskap: De fysiske anleggsmidlene representerte ofte hovedverdien i selskapet, og det var ofte maskinene som utgjorde knapphetsfaktoren for produksjonen. En markedsverdi på maskinene ville da ofte representere ”*normal profittverdi*” av maskinene og dermed antyde verdien på hele selskapet i et *normalmarked*.

### 11.8.2 Immaterielle verdier

I dagens nye økonomi holder imidlertid ikke disse forutsetningene. De viktigste verdiene i dagens selskaper er sjelden de fysiske anleggsmidlene, men verdier representert ved varemerker, goodwill, markedsposisjon, kundeportefølje, den kunnskap og kompetanse som sitter hos de ansatte i selskapet m.m. Dette gjør at det ikke lenger er noen sammenheng mellom netto bokført egenkapital og aksjeverdien i dagens marked.

Den viktigste grunnen til at det er feil å bruke dagens substansverdi som et uttrykk for verdien av virksomheten, er at hele denne verdsettelsen baserer seg på gale forutsetninger. I en substansverdiberegning verdsetter man hver enkelt eiendel til det den verdien denne eiendelen kunne blitt solgt for i et velfungerende marked. Kortslutningen i resonnementet er at man verdsetter da virksomheten når alle eiendelene er solgt, mens man i virkeligheten skal fortsette driften som før.

*Det som skaper verdiene i selskapet er ikke de enkelte aktivaene, men hvordan selskapet utnytter disse aktivaene i et samvirke.*

### 11.8.3 Substansverdi = nedre selskapsverdi

**Substansverdi** er således kun interessant som en **form for nedre verdi**: - *Nemlig den verdi man kan få hvis man faktisk avvikler/slakter hele virksomheten.*

### 11.8.4 Nåverdi = den teoretisk korrekte verdien

Den teoretisk mest korrekte fremgangsmåten for å beregne verdien av et selskap er **nåverdimetoden**. Nåverdimetoden går ut på å beregne *nåverdien* av fremtidig netto *kontantstrøm* diskontert med et avkastningskrav som tar hensyn til de forretningsmessige og finansielle *risikofaktorene* som er knyttet til sannsynligheten for å realisere den kontantstrømmen. Verdien skal risikoen ved å investere i dette selskapet andre investeringer.

Ved bruk av kontantstrømmetoden får en urealistisk høye verdier, og en kaller det neddiskontering av fremtidige "kontantdrømmer". For verdivurdering (veletablerte) små og mellomstore selskaper er det ofte mer hensiktsmessig å anvende normalresultat-/ kontantstrøm eller multiplere-metoder.

Øvre verdi



Nedre verdi

**Inntektsbaserte metoder**  
*Nåverdi - kontantstrøm*

antatte  
reflektere  
i forhold til

**Balansebaserte metoder**  
*Substansverdi*

ofte  
derfor ofte

av

### 11.8.5 Minimale og maksimale verdi

Vi kan dermed si at de [balansebaserte metodene](#) er gode verktøy for å beregne selskapets nedre verdi, er nåverdi metoden den korrekte måten å finne selskapets maksimale verdi.

Den reelle verdien bør dermed ligge et sted mellom disse to estimatene, etter at vi har trukket fra en passende rabatt for risiko og likviditetsrabatt.

En pragmatisk tilnærming til verdsettelsen av et selskap er:

*- "Et selskap er verdt det noen er villig til å betale for det"*

### 11.8.6 Velg metode etter situasjon

Situasjon	Verdsettelse metode
1. Få en magefølelse på kort tid	Multipler
2. Veletablert selskap med forholdsvis stabil drift	Normalresultat
3. Selskap med behov og mulighet for detaljert vurdering av fremtidig utvikling	Kontantstrømbasert
4. Nystartet/små selskaper	Kontantstrøm m/scenarier
5. Forsvarlig egenkapital	Substansverdi



## 11.9 Nåverdimetoden (kontantstrømmetoden)

Nåverdimetoden, også kalt kontaktstrømmetoden, er den mest teoretisk korrekte tilnærmingen for å beregne verdien til et selskap, eiendel eller aksje på. Metoden er derfor også en mye brukt metode for verdsettelse av aksjer.

### 11.9.1 Kort om nåverdimetoden (kontantstrømmetoden)

Nåverdimetoden går ut på å måle investeringen, dvs. kontantutlegget i dag, mot de kontanter vi får tilbake i fremtiden i form av utbytte, direkte kontantstrømmer og eventuelle gevinster ved aksjesalg frem i tid. Disse kontantstrømmene diskonteres så ned til dagens verdi for å gjøre dagens investeringer sammenlignbare med de fremtidige tilbakebetalingene.

Ettersom hele investeringen gjøres om til en nåverdi er den eneste teoretisk riktige modellen å diskontere de fremtidige kontantstrømmene i en *discounted cash flow* modell (såkalt *DCF-modell*).

#### **Selskapets verdi = Nåverdi av kontantstrøm**

Modellens formål er å estimere fremtidige kontantstrømmer for så å diskontere de ned til dagens verdi.

Nåverdimetoden tar utgangspunkt i selskapets forventede fremtidige kontantstrøm, og beregner hvilken verdi denne kontantstrømmen har i dag. For å finne nåverdien av de fremtidige beløpene i kontantstrømmen benyttes et krav til avkastning på kapitalen som planlegges investert i selskapet (avkastningskrav) som diskonteringsfaktor. Nåverdien viser således den økonomiske verdiskapning som oppnås i fremtiden, korrigert for investeringens generelle risiko og den spesifikke selskapsrisikoen.

### 11.9.2 "Free Cash Flow" (FCF)

Det finnes to metoder for å finne "Free Cash Flow" (FCF):

- **Direkte modell** - kontantstrøm fra driften som viser brutto innbetalinger fra kunder og utbetalinger til leverandører
- **Indirekte modell** - tar utgangspunkt i årsresultat, og korrigerer det for poster i resultatregnskapet som ikke medfører inn- og utbetalinger

Vi bruker kontantstrøm fremfor resultat fordi den gir et rett bilde på bedriftens evne til å sammenkoble de operasjonelle aktivitetene opp mot verdiskapningen i perioden



(resultatet). Dette gir en representasjon av de midler bedriften, ved slutten av året, kunne ha anvendt til alternative prosjekter.

Av ovennevnte grunner mener mange at nåverdimetoden er den beste metoden å avgjøre om et investeringsprosjekt er lønnsomt eller ikke.

### **11.9.3 NPV (Net Present value)**

Her beregner vi netto nåverdi **NPV (Net Present value)** for prosjektet. Dette er summen av alle nåverdiene for prosjektets kontantstrømmer. Dersom NPV er større enn null, er prosjektet lønnsomt.

Rentesatsen som benyttes i beregningen av netto nåverdi, kalles et **avkastningskrav** (eller rentekrav) og representerer ideelt sett den avkastning man kan få fra en annen investering med samme risiko.

### **11.9.4 Free cash flow to equity (FCFE)**

Norsk Finansanalytikerforening definerer i sin publikasjon ”*Recommendations & Financial Ratios, 2005*” free cash flow slik:

$$\begin{aligned} & \text{Free cash flow to firm} \\ & \pm \text{ net financials} \\ & + \text{ taxes on net financials} \\ & = \text{Free cash flow to Equity (FCFE)} \end{aligned}$$

### **11.9.5 Free cash flow to firm (FCFF)**

$$\begin{aligned} & \text{Free cash flow befor dividend} \\ & - \text{ financial income after tax} \\ & + \text{ financial expenses after tax} \\ & = \text{Free cash flow to firm (FCFF)} \end{aligned}$$

Ved å ta nødvendige forutsetninger om fremtidige kontantstrømmer og finne en diskonteringsfaktor, samt bestemme hvilke antagelser om vekst som skal gjelde, kan man på bakgrunn av de frie kontantstrømdataene finne verdien av et selskap. Tidshorisonten kan variere fra evigvarende til tidsbestemt (Kinserdal; 2005).

Diskonteringsfaktoren kan finnes ut fra flere perspektiv, men [kapitalverdimodellen](#) (CAPM) er utvilsomt den mest brukte modellen.

### **11.9.6 Kontantstrøm ligninger**

Det finnes flere forskjellige måter å sette opp kontantstrømmodeller på. Nedenfor demonstreres tre ulike ligninger:

**a) Formel for endelig levetid, uten vekst:**

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1-r)^t}$$

**b) Formel for uendelig levetid, uten vekst:**

$$P = \frac{CF_t}{r}$$

**c) Formel for uendelig levetid, med vekst. Populært kalt Gordons vekstformel:**

$$P = \frac{CF_1}{r - g}$$

Her er CF kontantstrøm, r er avkastningskravet og g er vekstraten. P representerer her selskapets totale verdi.

Formel 1 er vanlig å bruke når man har en kontantstrøm man vet er endelig, og som man ikke forventer vekst på. Formel 2 er nesten lik formel 3. Forskjellen er at vi i formel 2 ikke forventer noen vekst, i motsetning til 3. Det er formel 3 som er mest vanlig å bruke når man skal prøve å se på den totale verdien i for eksempel et aksjeselskap. Dette fordi man forutsetter at selskapet skal eksistere for alltid.

Grunnen til at det er naturlig å ha med g, en vekstrate, er at det er vanlig å ta hensyn til for eksempel inflasjonen. Et selskap som ikke vokser i takt med inflasjonen vil etter hvert få verdiene sine spist opp av den (Brealey, Myers & Allen, 2010).

TNOK	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	...
Resultat e. skatt								
+ Avskrivninger								
- Investeringer								
- Endring i arb.kap.								
+ Netto låneopptak								
= Kontantoverskudd EK	200	300	400	500	600	700	800	800
Terminalverdi								8 000
Neddiskonteringsfaktor (10% per år)	1,00	1,10	1,21	1,33	1,46	1,61	1,77	1,77
Nåverdi per 30/6 2006	200	273	331	376	410	435	452	4 516
					2 475 (35%)			
					100% = NOK 7 mill			
								(65%)

TNOK	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	...	
Resultat e. skatt									
+ Avskrivninger									
- Investeringer									
- Endring i arb.kap.									
+ Netto låneopptak									
= Kontantoverskudd EK	200	300	400	500	600	700	800	800	
Terminalverdi								8 000	
Neddiskonteringsfaktor (10% per år)	1,00	1,10	1,21	1,33	1,46	1,61	1,77	1,77	
Nåverdi per 30/6 2006	200	273	331	376	410	435	452	4 516	
					2 475 (35%)			100% = NOK 7 mill	(65%)

## 11.9.7 Kontantstrømbaserte metoder

Boye (1998) deler kontantstrømbaserte metoder inn i to hovedmetoder:

1. **egenkapitalmetoden**
2. **totalkapitalmetoden**

I de to neste artiklene tar vi for oss disse to sentrale metodene for kontantstrømanalyse.

### 11.9.7.1 Forutsetninger og bruk

For å kunne benytte disse metodene må man anta at kontantoverskuddet stammer i sin helhet fra den bedriften eller det investeringobjektet som skal verdsettes.

Skal du benytte denne metoden for verdivurdering av selskapet må du gjennomføre beregninger av både selskapets forventede [kontantstrøm](#) og [avkastningskravet](#). Du må kort sagt finne svaret på følgende to spørsmål:

1. **Hva blir kontantstrømmen fremover?**
2. **Hva er riktig avkastningskrav?**

Forventet fremtidig kontantstrøm kan f.eks. beregnes på årlig basis, ved at man for hvert år forsøker å estimere hvor store innbetalinger og utgifter selskapet vil få. I dette arbeidet er det viktig at man tar hensyn til at en del av kapitalen bindes opp i selskapet i omløpsmidler, som f.eks. i varelager, kundefordringer, kontanter etc. På den annen side kan en del av arbeidskapitalen finansieres av kortsiktig gjeld som leverandørgjeld, skyldige skatter og avgifter etc.

Beregning av avkastningskravet tar utgangspunkt i en risikofri rente, med påslag for en såkalt risikopremie (*Capital asset pricing modellen*, også bare kalt *CAPM*). Risikopremien er et resultat av at investorer ikke liker usikkerhet. Jo høyere usikkerhet selskapets forventede kontantstrøm har, jo høyere risikopremie vil investorene også kreve og dette vil igjen gi en lavere verdi på selskapet.

Fordelene med nåverdimetoden er at den er meget fleksibel og kan benyttes for alle typer selskaper. Forskjeller i bransjeeksponering, inntjeningsnivå, kostnadsbilde, risikoeksponering etc. kan man på en enkel måte justeres for i den forventede kontantstrømmen og i avkastningkravet.

### 11.9.7.2 Eksempel 1

La oss ta et eksempel hvor vi forventer følgende kontantstrøm fra en investering:

År	0	1	2	3	4	5
Kontantstrøm (kr)	- 10 000 000	1 000 000	3 000 000	5 500 000	3 000 000	1 500 000

Her investerer vi 10 000 000 kr i dag og budsjetterer med å få tilbake 1 000 000 kr om et år, 3 000 000 kr om to år, osv. I utgangspunktet antar vi at en risikofri investering, som f.eks. å sette pengene i banken, gir 3 % avkastning. Men siden vårt prosjekt medfører risiko for tap, krever vi høyere avkastning. Ut fra det vi vet om slike prosjekter vil de normalt gi 10 % avkastning. Vi krever derfor 10 % avkastning for at vi skal investere pengene våre i dette prosjektet. Det betyr at vårt avkastningkrav er 10 %. (Dette kjenner vi igjen fra den virkelige verden. Investeringer i aksjer med risiko forventes å gi høyere avkastning over tid enn om vi setter pengene i banken.)

En beregning av netto nåverdi, som er summen av alle nåverdiene fra prosjektets kontantstrømmer, gir:

$$NPV = -10\,000\,000 + \frac{1\,000\,000}{1,1} + \frac{3\,000\,000}{1,1^2} + \frac{5\,500\,000}{1,1^3} + \frac{3\,000\,000}{1,1^4} + \frac{1\,500\,000}{1,1^5} = 501\,084 \text{ kr}$$

Siden  $NPV > 0$  er prosjektet lønnsomt. Nåverdien av de fremtidige kontantstrømmene fra prosjektet er større enn investeringsbeløpet. En  $NPV = 501\,084$  kr betyr at vi får 501 084 kr mer i dagens kroneverdi dersom vi investerer pengene våre i dette prosjektet fremfor å investere pengene til 10 % avkastning. Det betyr også at dersom vi kan låne penger til 10 % rente p.a., kan vi ta opp et lån på 10 501 084 kr, investere 10 000 000 kr i prosjektet og ta 501 084 kr til eget bruk. Prosjektet vil deretter betjene lånet med renter og avdrag.

### 11.9.7.3 Eksempel 2

La oss også se på et eksempel der vi investerer 500 kr i et prosjekt og får tilbake 120 kr hvert år i 5 år. Når vi plasserer kontantstrømmene i slutten av hvert år, kan kontantstrømmen skrives på følgende måte der -500 kommer på slutten av år 0 (dvs. nå), 120 kommer i slutten av år 1, osv.:

$$(-500, 120, 120, 120, 120, 120).$$

Dersom avkastningkravet er 8 %, kan netto nåverdi beregnes til:

$$NPV = -500 + \frac{120}{1,08} + \frac{120}{1,08^2} + \frac{120}{1,08^3} + \frac{120}{1,08^4} + \frac{120}{1,08^5} = -500 + 120 \left( \frac{1}{1,08} + \frac{1}{1,08^2} + \frac{1}{1,08^3} + \frac{1}{1,08^4} + \frac{1}{1,08^5} \right)$$

$$= -500 + 120 \cdot A_5 \text{ år, } 8\% = -500 + 120 \cdot 3,9927 = -21 \text{ kr}$$

Dette prosjektet er ikke lønnsomt siden  $NPV < 0$ . Vi er altså 21 kr dårligere stilt hvis vi investerer i dette prosjektet fremfor å investere pengene til 8 % avkastning.

## 11.10 Balansebaserte metoder for aksjeverdsettelse

Balansebaserte metoder for verdsettelse av aksjer er:

**- en fellesbetegnelse på en gruppe verdivurderingmetoder hvor vi tar utgangspunkt i selskapets balanse og ser på hva selskapets eiendeler er verdt i et annenhåndsmarked.**

De vanligste balansebaserte metoder for verdsettelse av selskaper er:

### 11.10.1 Matematisk verdi / Bokført egenkapital

Denne metoden er lite relevant ved oppkjøp, fusjon, prising av børsnoterte aksjer etc. Metoden baserer seg på aksje- og regnskapslovens vurderingsregler, som blant annet omfatter forsiktighetsprinsippet eller laveste verdis prinsipp. Dette vil ikke være et grunnlag for å gi en korrekt verdivurdering av et selskap i et åpent marked. Metoden blir da også stort sett brukt i vedtekter og aksjonæravtaler vedrørende bestemmelser om forkjøpsrett (Boye og Dahl; 1997).

### 11.10.2 Likvidasjonsverdi (Relasjonsverdi)

Likvidasjonsverdien tar utgangspunkt i den sist tilgjengelige balanse på verdsettelsestidspunktet. Det korrigeres for differansen mellom bokførte verdier og relasjonsverdier for eiendeler og gjeld.

Likvidasjonsverdien blir sett på som den laveste akseptable verdien for en selger. I en slik fase vil salg bli forsert og det vil medføre lavere pris enn hva markedsverdien skulle tilsi.

Synspunktet er at likvidasjonsverdien skal reflektere det beløp aksjonærene vil sitte igjen med dersom selskapet skulle bestemme seg for å avvikle virksomheten.

### 11.10.3 Verdijustert egenkapital (Substansverdi)

**Verdijustert egenkapital** eller **substansverdien** av bedriftens eiendeler er ofte definert som dagens verdi i form av dagens gjenanskaffelsesverdi, fratrukket foreldelse (avskrivninger), annen verdiforringelse, samt latent skatt der hvor dette er aktuelt.

**Gjenskaffelsesverdi (idag)**  
- Gjeld

- Verdiforringelse
- Latent skatt
- = Substansverdi

Metoden baserer seg på forutsetning om fortsatt drift og der det vil være relevant å bruke den er; der det finnes et marked der bedriftens eiendeler kan selges uavhengig av virksomheten, og verdien av disse også er uavhengig av virksomheten. Samt der kjøp av eget anlegg vil være alternativet til oppkjøp av en bedrift. Hvis det ikke finnes et marked for bedriftens eiendeler, kan man benytte gjenanskaffelsesverdi justert for diverse slitasjen istedenfor markedsverdi.

Verdien av selskapet beregnes på grunnlag av verdien av eiendeler vurdert ut fra en såkalt «*going concern*» betraktning. Som beregningsgrunnlag benyttes siste tilgjengelige balanse på verdsettelsestidspunktet. Denne korrigeres for mer-/mindreverdier i eiendeler og gjeld.

Ved bruk av substansverdimodellen verdsettes selskapet indirekte ved at man:

- **Identifiserer alle eiendeler i selskapet.**
- **Deretter estimerer man alle eiendeler til markedsverdi.**
- **Så summerer man alle eiendeler og trekker fra markedsverdien på all gjeld i selskapet.**

Substansverdien vil ofte avvike vesentlig fra den virkelige verdien, da substansverdien kun inkluderer identifiserbare eiendeler og gjeld. For eksempel inkluderer ikke substansverdien ikke-balanseført goodwill eller badwill, noe som i mange tilfeller utgjør en stor grad av verdien. I tilfeller hvor det finnes goodwill (badwill) som ikke kan skilles ut fra de øvrige eiendelene, bør man vurdere en kontantstrømbasert metode ved verdsettelse av virksomheten.

Denne metoden forutsetter at man har et fungerende marked for kjøp og salg av selskapets eiendeler. Det er relativt sjeldent at denne forutsetningen gjør seg gjeldende i virkeligheten.

De balansebaserte metodene er imidlertid lite brukt idag, da de gir et dårlig bilde av aksjekursen og de forholdene som påvirker den for et børsnotert selskap. De balansebaserte metodene gir imidlertid et bilde av den nedre grensen for hvor langt ned en aksje kan falle før det lønner seg å kjøpe selskapet bare for å splitte det opp og selge innmaten bit for bit.

## 11.11 Verdibasert investering

Teorien om **verdibasert investering** ble formalisert av David Dodd og Benjamin Graham i boken «*Security Analysis*» i 1934 (Graham & Dodd, 1934), og bygger på en tilnærming i utvelgelse og verdsettelse av aksjer hvor realiserte verdier blir vektlagt fremfor estimerte fremtidige verdier.

Ved verdiinvestering kjøpes såkalte verdiaksjer. Disse defineres som aksjer som handles ved lavere priser enn hva selskapets fundamentale verdier skulle tilsi. For å velge ut verdiaksjer brukes gjerne selskapenes relative prising av fundamentale verdi, gitt ved

finansielle multipler som pris/bokført egenkapital (P/B), pris/fortjeneste (P/E), pris/kontantstrøm (P/CF), pris/dividende (P/D) med flere.

Siden 1934 er det gjort utallige undersøkelser av verdibaserte investeringsstrategier på de største markedsplassene i USA, Europa og Asia.

Et sentralt spørsmål i diskusjonen om verdibasert investering har vært hvilken implikasjon påvist verdipremie har for markedseffisiensteorien. Diskusjonen har i stor grad hatt utgangspunkt i to retninger;

1. «**markedet er effisient**
2. **en verdipremie skyldes økt finansiell eller operasjonell risiko» og «markedet er ikke effisient og en verdipremie må komme fra andre adferdsmessige forklaringer».**

**Risikotilnærmingen** har blitt frontet av Fama og French (1992) som ved å teste porteføljeavkastninger mot selskapsstørrelse, P/B og en bred markedsindeks, mener å påvise at verdipremien kan forklares ved økt finansiell og operasjonell risiko. Modellen de utviklet er blitt kjent som **Fama og Frenchs tre-faktormodell** (Fama & French, 1996).

Lakonishok (1994) mener derimot at verdipremien skyldes spesifikke forhold i adferden til individer og institusjoner som investerer i aksjer. Empirisk forskning på kognitiv dissonans som over- og underreaksjoner og uheldig stor tro på egne ferdigheter, har lagt grunnlaget for adferdsfinans som retning (Kahneman & Tversky, 1972).

Fama og French (1992) og Lakonishok, Shleifer og Vishny (1994) startet ifølge Chan og Lakonishok (2004) det som senere har blitt kalt en eksplosjon av akademisk interesse i verdi- og vekstbaserte investeringer. Fama og French (1992) satte den anerkjente kapitalverdimodellen (CAPM), først introdusert av Sharpe (1964) og Litner (1965), på prøve. Den såkalte diskusjonen om betaens død var i gang, og studiet «*The Cross-section of Expected Stock Returns*» førte til at akademikere skiftet fokus fra systematisk risiko til forholdet mellom P/B og selskapsstørrelse som forklaringsvariabler for gjennomsnittlig avkastning (Fama & French, 1992).

Dette arbeidet ble lagt på fundamentet av tidligere forskning på området. Spesielt sentralt står forskningen til Basu (1977) som studerte det han karakteriserte som anomalier i aksjemarkedet. Han viste til at aksjer med lav P/E klart tenderer til å ha høyere gjennomsnittlig avkastning enn aksjer med høy P/E. Ifølge Banz (1981) fulgte Ball opp undersøkelsen til Basu ved å bemerke at denne abnormale avkastningen antagelig kom som følge av feil i CAPM og ikke på grunn av et ineffisient marked. Dette begrunnet han med at kostnaden ved å følge en slik strategi ville være lav, så om det fantes abnormale avkastninger ville disse være tilgjengelige for en rekke «arbitrasjører» til en lav kostnad.

På tross av dette fant Fama og French (1998) klare bevis for en global meravkastning ved å investere i verdiaksjer. Elroy Dimson, et al. (2003) bekrefter en sterk verdipremie i Storbritannia, både ved store og små selskaper i perioden 1955-2001. Hamberg et al. (2005) undersøkte det svenske aksjemarkedet i perioden 1980-2004. De fant at verdipremien øker ved å justere for konservativ verdivurdering av den bokførte



egenkapitalen og engangsposter i resultatet, sammenlignet med å investere i verdiporteføljen ved P/E og P/B.

Det er etter hvert en omfattende mengde studier som viser at verdiinvesteringer gir høyere avkastning enn vekstinvesteringer, men det er derimot, ifølge Chan og Lakonishok (2004), mindre enighet om hva denne anomalien skyldes.

Fama og French (1992; 1996) argumenterte for et effisient marked, og for at verdipremien skyldes høyere risiko ved verdiaksjer sammenlignet med vekstaksjer. Lakonishok (1994) forklarte anomalien med kognitive skjevheter i investorers adferd og agentkostnader hos profesjonelle porteføljeforvaltere.

Kothari, Shanken og Sloan (1995) var blant flere som på sin side mente forklaringen hadde bakgrunn i den metodiske tilnærmingen til datainnsamlingen. Dette ble tilbakevist av Chan, Jegadeesh og Lakonishok (1995) senere samme år, men likevel er datamining i deler av akademia fremdeles ansett som en mulig tredje årsak til verdipremien.

**Spørsmålet om hva som kan forklare verdipremien har utviklet seg til å bli fronten i slaget mellom tilhengere av markedseffisiensteorien og adferdsøkonomer.**

Eugene Fama (1970) formaliserte på 1960-tallet teorien om det **effisiente marked**;

**- markedet vil i sum opptre som en rasjonell aktør som kontinuerlig tilpasser seg den informasjon som er i markedet og aksjekursen vil derfor til enhver tid reflektere all tilgjengelig informasjon.**

Fama skilte mellom tre ulike former for markedseffisiens; **svak, halvsterk og sterk**. Teorien sier at i et marked med halvsterk effisiens, vil en strategi hvor man kjøper verdiaksjer fremfor vekstaksjer ikke kunne gi noen meravkastning. Dette kommer av at aksjeprisene baseres på offentlig tilgjengelig informasjon som, ifølge markedseffisiensteorien, allerede er inkludert i prisen. Om det likevel finnes en verdipremie, er det bare mulig dersom det er knyttet større risiko til verdiaksjer enn til vekstaksjer. Resultatet er da et fellehypotese-problem, der verdipremien enten avskriver markedseffisiensteorien (Lakonishok, et al., 1994) eller er et bevis på at CAPM er feil modell å bruke for å forklare avkastning (Fama & French, 1992).

En rekke anerkjente akademikere har stilt seg tvilende til konklusjonene om det effisiente markedet. Blant disse kritikerne står Daniel Kahneman og Amos Tversky (1972) sentralt.

Ved å vise til over- og underreaksjon, informasjonsskjevhet og ekstrapolering av trender i aksjemarkeder, mener disse adferdsfinans-økonomene at de beviser at markedet ikke er effisient. Et individs irrasjonelle handlinger bryter ikke nødvendigvis med hypotesen om effisiente markeder ettersom det kreves at summen av alle aktører, og ikke hvert enkelt individ, opptrer rasjonelt.

Årsaken til at tilhengere av adferdsfinans argumenterer for et ineffisient marked, er at de mener det i praksis er begrensninger i muligheten til fortjeneste som følge av

adferdsforklart feilprising. Dette forklares blant annet med det som i denne oppgaven omtales som tidsrisiko og som innebærer at selv om det finnes en verdipremie i markedet er det fremdeles muligheter for at en underpriset aksje kan bli enda mer underpriset .

Tiden frem til aksjen konvergerer med sin «virkelige verdi» er høyst usikker, noe som gjør at den kan stride mot en aktørs investeringshorisont. Dette kan også gi agentkostnader hvor meglerhus eller fondsforvaltere i perioder risikerer å levere lavere avkastning enn konkurrentene og derav redusere sin konkurransekraft (Bodie, et al., 2009).

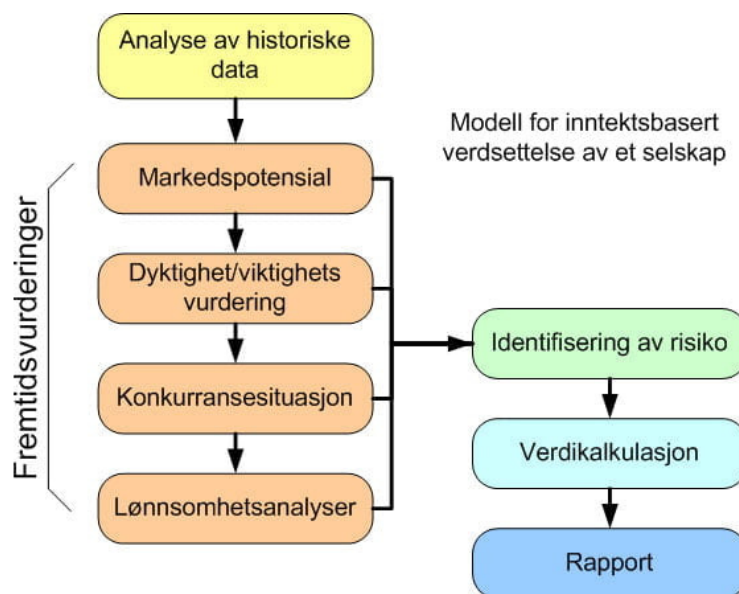
## 11.12 Inntjeningsbaserte metoder for aksjeverdsettelse

Inntjeningsbaserte metoder er:

- en fellesbetegnelse en gruppe verdivurderingmetoder, hvor verdien på selskapet settes etter en vurdering av hvilken risikojustert avkastning selskapet kan gi i fremtiden.

### 11.12.1 Vurderingskriterier

Selve verdivurderingsprosessen for de inntjeningsbaserte metodene blir vanligvis inndelt i fem ulike faser.



Først blir det foretatt en analyse av historiske data som danner grunnlag for å tolke mulig fremtidig utvikling. Disse dataene blir så vurdert opp mot forventninger om fremtiden. Dette gjøres ved å foreta en analyse av 4 nøkkelforhold for verdsettelsen av selskapet:

1. **Markedspotensial** - Jo større markedspotensial selskapets markedstilbud (produkter og tjenester) har, jo mer er selskapet verdt.
2. **Dyktighet/viktighetsanalyse** - Det hjelper lite med et stort markedspotensial hvis [verditilbudet](#) og selskapet forøvrig IKKE er dyktige på de beslutningskriteriene som er viktige for kunden når de skal kjøpe selskapets produkter eller tjenester. En [dyktighet/viktighets analyse](#) vil si å kartlegge hvor dyktig selskapet er på de beslutningskriteriene kunden vektlegger ved kjøp.
3. **Konkurransesituasjonen** - Hvis selskapet har et stort markedspotensial i forhold til investeringen, samtidig som selskapet er dyktig på de beslutningskriteriene som er viktige for kunden, går en investor videre og ser på hvilken [konkurransesituasjon](#) selskapet opererer under. Jo større og tøffere konkurransen er, jo større er også sjansene for at selskapet vil mislykkes. Motsatt er tilfellet i et marked hvor konkurransen er begrenset og/eller hvor selskapet har en dominerende posisjon.
4. **Lønnsomhetsanalyser** - Siste steg er å foreta egne lønnsomhetsanalyser, basert på hvilke forventede inntekter og kostnader selskapet vil da. Jo større fortjeneste selskapet kan forvente i forhold til sitt markedspotensial og konkurransesituasjon, jo høyere pris vil markedet være villig til å betale. Det er jo tross alt forventet og realisert fortjeneste som til syvende og sist avgjør aksjekursen og omsetningsverdien til et selskap.

Disse analysene blir så gjenstand for ulike risikoanalyser og vurderinger for å avgjøre hvilken risiko som er forbundet med de forholdene som er avdekket i de forgående analysene. Hvor stor er usikkerheten ved resultatene? Hvilke potensielle feilkiler finnes, og hvilke forutsetninger bygger vurderingene på?

Jo høyere risiko investoren opplever knyttet til verdsettelsen, jo større "rabatt" vil de forlange å få på den endelige verddivurderingen som skal danne grunnlaget for verdsettelsen av selskapet og aksjen.

Når risikoen er kartlagt kan man gå videre å foreta selve verdi kalkulasjonen som danner grunnlaget for verdsettelsen av selskapet, før en rapport tilpasset oppdragsgivernes behov blir fremlagt.

Siden vurderingen i stor grad er basert på analyser og skjønn, er det vanlig å presentere resultatet innenfor et verdiintervall. Da resultatet avhenger av hvilke faktorer som blir vektlagt, er det ikke uvanlig at forskjellige aktører kommer frem til ulik verdi. I mange anledninger vil verdien også være situasjonsbestemt alt etter hva en eventuell interessent er ute etter.

I all hovedsak blir verdien av et selskap bestemt med bakgrunn i deres evne til å skape sunn avkastning på investert kapital og evne til å vokse. Sunn avkastning og vekst fører til høye kontantstrømmer som er den ultimate kilden til verdiskapning.

## 11.12.2 Metoder inntjeningsbasert verdsettelse

Blant de mange metodene som kan brukes ved inntjeningsbasert verdsettelse er de mest brukte metodene:

- [totalkapitalmetoden](#)
- [egenkapitalmetoden](#)
- **residual income modellen**
- [dividendemodellen](#)

De tre første metodene kalles med en felles betegnelse **fundamentale verdsettelsesmetoder**.

Inntjeningsbasert verdsettelse er omfattende og tidkrevende analyse av verdien av et selskap, og passer best for modne selskaper i en stabil livssyklus. Metodene tar utgangspunkt i at den teoretiske verdien av et selskap er lik nåverdien av alle fremtidige kontantstrømmer (Damodaran, 2002, s.11).

De fleste analytikere og akademikere favoriserer totalkapital- og egenkapitalmodellen som følge av at de utelukkende fokuserer på kontantstrømmer som går inn og ut av selskapet, og legger lite vekt på kapitalstruktur.

[Egenkapitalmetoden](#) verdsetter gjelden separat og fremtidige kapitalstrømmer til egenkapitalen blir diskontert med et avkastningskrav basert på CAPM modellen.

[Totalkapitalmetoden](#) benytter en vektet kapitalkostnad (WACC) for å neddiskontere kontantstrømmene. Dette impliserer at metoden er mest hensiktsmessig å benytte dersom virksomheten har en relativt stabil gjeldsandel. Dersom gjeldsandelen er forventet å variere kan det være mer hensiktsmessig å anvende **residual income modellen** som predikerer og verdsetter kontantstrømmer knyttet til kapitalstruktur separat. Ved bruk av residual income modellen blandes driftsmessig prestasjon med kapitalstruktur i kontantstrømmen, noe som fort kan lede til feil. Det er derfor vanlig å unngå bruk av denne modellen, bortsett fra ved verdsettelse av finansinstitusjoner hvor kapitalstrukturen er nært sammenflettet med driften.

## 11.13 ROI | Return On Investment (avkastning på investering)

**Return on Investment**, ofte forkortet til **ROI**, eller **avkastning på investeringen**, er et av de mest brukte [lønnsomhetsmålene](#). ROI bruker vi f.eks. til å beregne lønnsomheten av å kjøpe et selskap, lage et nettsted eller et annet drifts- eller anleggsmiddel.

ROI ble tatt i bruk rundt 1920 og var historisk sett et viktig gjennombrudd, da dette var det første målet som rettet lederne oppmerksomheten mot avkastningen på den ”investerte” kapitalen. Ved innføringen av ROI ble lederne med ett mer opptatt av om det fantes alternativ bruk av kapitalen, som kanskje gav bedre avkastning.

Ved å beregne "avkastningen på investeringen" (ROI) får vi et mål på hvilken [avkastning](#) eller gevinst vi har hatt på en investering over en tidsperiode. ROI viser forholdet mellom vår gevinst (avkastning) fra investeringen i forhold til kostnaden. Dette gjør vi ved å dele gevinsten (avkastningen) på kostnaden for investeringen (investeringskostnaden). Resultatet er uttrykt som en prosentandel eller et forholdstall.

ROI som forholdstall:

$$\text{Netto avkastning} / \text{Investeringskostnad} = \text{Årlig avkastning (ROI)}$$

ROI som prosentandel:

$$\text{Netto avkastning} / \text{Investeringskostnad} * 100 = \text{Årlig avkastning (ROI)}$$

**Avkastning** er [fortjenesten \(gevinsten\)](#) vi har hatt på investeringen, dvs. alle [inntekter](#) - all [kostnader](#). Vi benytter normalt her netto avkastning som er et uttrykk for fortjenesten vi har hatt etter skattekostnaden. I motsetning til brutto avkastning som viser til fortjenesten før skattekostnaden.

**Investeringskostnaden** er beløpet vi har investert i investeringsobjektet. Det vi si alle kostnadene som er knyttet til investeringen.

ROI er et resultatmål som kan brukes til å evaluere avkastningen på en enkelt investering eller for å sammenligne avkastningen til en rekke forskjellige investeringer. I konsern og blant investorer brukes ROI ofte for å sammenligne ulike enheter, slik kan vi se hvor kapitalen gjør mest av seg.

### 11.13.1 Avkastning

Den absolutte lønnsomheten til et investeringsobjekt kan vi beregne ved å foreta en [inntekts-](#) og [kostnadsanalyse](#), hvor vi summerer alle inntektene vi har hatt i en periode, før vi trekker fra alle kostnadene i samme periode, for å få et bilde av hvor lønnsom investeringen har vært. Dette forteller oss hvor mye vi har tjent på investeringen i en periode i kroner og øre. F.eks. kan vi komme frem til at vi har tjent Kr. 100.000 på en investering ved å benytte en resultatberegning etter f.eks. [selvkost-](#) eller [bidragsmetoden](#). Problemet er bare at denne lønnsomhetsanalysen kun forteller oss hvor mye vi har tjent i kroner og ører. Den forteller oss ikke hvor lønnsom investeringen har vært i forhold til andre potensielle investeringsobjekter.

### 11.13.2 Måleperiode

For å avgjøre lønnsomheten må vi starte med å definere måleperioden, dvs. hvor lang tid målingen gjelder for. Har vi tjent Kr. 100.000 på investeringen de siste 6 siste månedene, gir dette oss en dobbelt så stort avkastning i forhold til om målingen gjelder for ett helt år. Av den grunn må måleperioden defineres for at en avkastningen (inntekter - kostnader) skal gi oss noen mening.

*Alternativ 1: Kr. 100.000 per 6 mnd = Kr. 200.000 per år*  
*Alternativ 2: Kr. 100.000 per 12 måneder = Kr. 100.0000 per år*

### 11.13.3 Investeringens størrelse (investeringskostnad)

For en investor gir heller ikke dette tallet noe klart bilde av hvor lønnsomt investeringen har vært, da det er stor forskjell på investere Kr. 1.000 i noe som gir oss en årlig fortjeneste på Kr. 100.000 i forhold til om vi hadde investert Kr. 1.000.000 for å oppnå denne fortjenesten. I det første tilfellet 100-dobler vi vår investering, men vi kun oppnår en avkastning på 10% i det siste tilfellet.

**Alternativ 1: Avkastning =  $\text{Kr. 100.000} / \text{Kr. 1.000} * 100 = 10.000 \%$**

**Alternativ 2: Avkastning =  $\text{Kr. 100.000} / \text{Kr. 1.000.000} * 100 = 10 \%$**

For en investor er det derfor mest relevant å se fortjenesten de oppnår i forhold til hvor stort beløp de har investert totalt sett i investeringsobjektet (f.eks. et selskap, nettsted, bil eller fabrikk).

Siden vi her snakker om investeringen totalt sett, er det her viktig at vi får med oss alle kostnadene. Dvs. både bokførte kostnader og kalkulatoriske kostnader. F.eks. kostnaden knyttet til "vennetjenester" andre gjør for oss i forbindelse med investeringen, men som det ikke finnes regnskapsbilag for. Disse [kalkulatoriske kostnadene](#) kan det ofte være vanskelig å beregne, men er allikevel noe vi må inkludere for å få et korrekt bilde av avkastningen per investert krone.

Ved å dele den periodiske fortjenesten (avkastningen) på investeringskostnaden får vi et uttrykk for ROI - Return Of Investment eller "avkastning på investeringen" på norsk.

### 11.13.4 Mange bruksområder

ROI er en svært enkel måte å beregne lønnsomheten av en investering og det er relativt enkelt å tolke resultatene. ROI er derfor en svært fleksibel metode for å beregne lønnsomheten av noe på.

Selv om ROI kanskje er mest benyttet for å beregne avkastningen av en aksjeinvestering og et selskaps lønnsomhet ([Totalkapitalens rentabilitet](#)), kan metoden brukes til å beregne lønnsomheten til omtrent hvilket som helst investeringsobjekt. Under finner du noen eksempler på ulike måter å beregne ROI av ulike investeringsobjekter:

ROI av enkeltaksje:

$$\text{ROI} = (\text{Aksjens salgspris} - \text{aksjens kjøpspris}) * 100 / \text{aksjens kjøpspris}$$

ROI på en markedsføringskampanje:

$$\text{ROI} = (\text{Kampanjens inntekter} - \text{kampanjens kostnader}) * 100 / \text{kampanjen kostnader}$$

ROI av et nettsted:

$$\text{ROI} = (\text{Nettstedets inntekter} - \text{nettstedets kostnader}) * 100 / \text{Nettstedets kostnader}$$

ROI av egenkapital:

$$\text{ROI} = \text{Netto fortjeneste} * 100 / \text{Egenkapital}$$

Totalkapitalrentabilitet:

$$\text{Totalkapitalrentabilitet} = \text{resultat/investering} * 100$$

### 11.13.5 The DuPont method of profitability analysis

Ofte kan det være hensiktsmessig å splitte ROI i flere komponenter, hvor investering er definert som totalkapital og kapitalens omløpshastighet er definert som omsetning i forhold til investering.

$$\begin{aligned} \text{Totalkapitalrentabilitet (ROI)} &= \text{resultat/investering} \\ \text{ROI} &= \text{resultat/omsetning} * \text{kapitalens omløpshastighet} \\ \text{ROI} &= \text{Return On Sales} * \text{kapitalens omløpshastighet} \end{aligned}$$

Denne oppsplittingen er kjent som ”*the DuPont method of profitability analysis*”, og viser det finnes to muligheter for å øke profitten; Enten kan vi øke omsetningen, eller så kan vi øke resultatet per krone omsatt.

### 11.13.6 Nåverdi

For at vi skal kunne sammenligne to ROI beregninger må beregningene bygge på de samme forutsetningene og tidsperiodene. Når vi skal beregne ROI over tid på en investering må vi ta hensyn til [nåverdien](#) av vår fremtidige avkastning. Av den grunn bør vi beregne nåverdien av vår ROI får å få frem sammenlignbare ROI målinger og et korrekt mål for forventet avkastning.

### 11.13.7 Ulemper

ROI er et relativt mål som ser på avkastningen i forhold til investert kapital. Metodens svakhet er imidlertid at ROI beregningen gjør at fokuset blir rettet mot kortsiktige ROI mål istedenfor de langsiktige vekst- og lønnsomhetsmålene og investeringene som sikrer en høyest mulig langsiktig lønnsomhet.

Årsaken til at ROI stimulerer til kortsiktig tenkning ligger i at ROI målene utelukkende fokuserer på de kortsiktige resultatene. ROI kan f.eks. økes gjennom å redusere investeringene i nye driftsmidler. Selv om omsetningen nødvendigvis synker på kort sikt ved at driftsmidlene blir utrangert, velger mange en slik strategi for å nå de kortsiktige ROI målene. Imidlertid er det åpenbart at utrangerte driftsmidler over tid vil redusere verdiskapningens effektivitet og dermed reduserer bedriftens lønnsomhet på sikt. Det



samme problemet oppstår når vi f.eks. reduserer selskapets investering i Fou, markedsføring og kvalitetsforbedring for å oppnå kortsiktige ROI mål.

ROI påvirkes dessuten av om resultatenheten er kapitalintensiv eller arbeidsintensiv. En kapitalintensiv bedrift binder mye kapital og gir dermed en lavere ROI per krone bundet i bedriften. Ved at nyinvesteringer med avkastning høyere enn bedriftens kapitalkostnad kan bli forkastet fordi det i gitte tilfeller kan redusere resultatenhetens ROI oppstår det ofte et problem hvis høy ROI er viktigere enn høyt overskudd.

## **12 Komparativ analyse**

**En komparativ analyse er en analyseteknikk for å komme frem til "rett pris" for en aksje eller selskap. Analyseteknikken er den mest benyttede idag blant tradere og investorer fordi den er svært enkel å benytte.**

Teknikken skiller seg ut fra fundamental og [teknisk analyse](#), som er de to andre teknikkene vi benytter for å verdsette en aksje eller selskap, ved at vi sammenligner aksjen eller selskapet med andre sammenlignbare aksjer eller selskaper for å prøve anslå hva som er markedsverdien av aksjen eller selskapet.

### **12.1 Hva er en komparativ analyse?**

En **komparativ analyse** er en:

## - analyse hvor vi sammenligner regnskapstallene til to eller flere selskaper

Målet med sammenligningen er å finne frem til verdien til en aksje eller selskap gjennom en komparativ verdsettelse. Med **komparativ verdsettelse** menes at:

## - at vi setter verdien på ett selskap ved å sammenligne selskapets resultater med andre sammenlignbare selskaper

Vi skiller i denne sammenheng mellom:

- **Direkte komparativ verdsettelse**
- **Indirekte komparativ verdsettelse**

## 12.2 Direkte komparativ verdsettelse

**Direkte komparativ verdsettelsen** vil si at vi setter verdien på en aksje eller selskap ved hjelp av **multiplikatormodellen**. Her blir virksomhetens egenkapital sammenlignet med børsverdien til komparative (sammenlignbare) virksomheter.

Teknikken er veldig følsom for svingninger i markedet – i nedgangstider tenderer verdsettelsen å være for konservative og i oppgangstider er den motsatt.

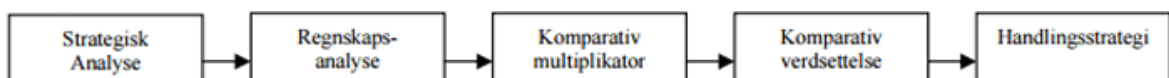
## 12.3 Indirekte komparativ verdsettelse

**Indirekte komparativ verdsettelsen** av egenkapitalen innebærer at vi setter verdien til aksjen eller selskapet ved bruk av **substansverdimodellen**. Her sammenligner vi eiendelene og gjelden med eiendelene og gjelden til komparative aksjer/selskaper.

Denne teknikken krever at vi har informasjon om alle eiendeler og gjeld og deres tilhørende markedsverdier. Teknikken krever altså mer informasjonsinnsamling enn den direkte metoden, men er fremdeles atskillig enklere enn den fundamentale verdsettelsen. Siden vi sammenligner tilsvarende eiendeler er faren med metoden at vi lett blir utsatt for en generell optimisme eller pessimisme i vår verdsettelse, ettersom vi bruker subjektive markedsverdier.

## 12.4 Rammeverk for komparativ analyse

Et rammeverk for komparativ analyse og verdsettelse er presentert under (Penman, 2004):



## 12.5 Metoder

Når vi gjennomfører en komparativ analyse benytter vi oss av en av følgende to metoder:

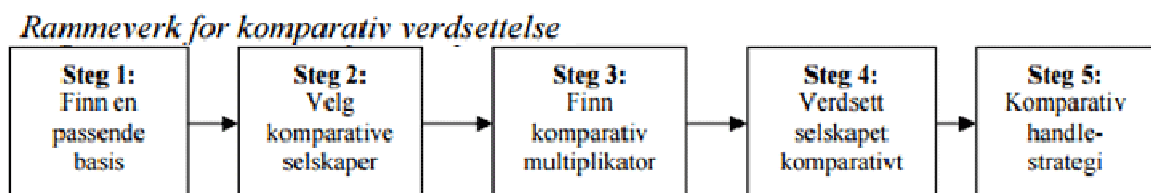
- **Multiplikatormodeller:** bruker børsverdien til selskapet til å beregne nøkkeltall for egenkapitalen, som igjen kan sammenliknes med komparative bedrifter. Ofte brukte multipler er Price/Earning, Price/Book, Enterprise value/ sale.
- **Substansverdimodellen:** brukes for å finne verdien til eiendeler ved å sammenlikne markedsverdien på komparative eiendeler . Vi finner da verdien av egenkapitalen ved å ta substansverdien til eiendeler minus komparative verdien til gjelden.

### 12.5.1 Multiplikator

Bruk av multiplikatorer er utvilsomt den mest benyttede metoden innenfor komparative analyser. I motsetning til kontantstrømbasert verdsettelse som beregner de underliggende verdiene, anslår vi verdien til aksjen eller selskapet ved å benytte oss av en multiplikator.

Fordel med komparativ analyse er at metoden er enkel og lite tidkrevende. En av ulempene med metoden er vanskeligheten med å finne sammenlignbare selskaper, da det ikke er mange like selskapsstrukturer i Norge. Ofte vil noen av kravene være oppfylt, men selskapene vil fremdeles ha flere ulikheter. Dermed vil metoden ikke ha et godt representativt grunnlag. Resultatene fra en komparativ verdsettelse er at modellen ofte gir varierende verdierestimat. Dette kommer av store individuelle forskjeller knyttet til størrelse, lønnsomhet, vekst og risiko.

Et rammeverk for multiplikatormetoden er denne:



### 12.5.2 Substansverdi

[Verdsettelse via substansverdier](#) kan være aktuelt dersom det foreligger risiko for konkurs i tilbakegangsfasen – i denne fasen vil ofte verdien av immaterielle eiendeler være tilnærmet lik null – og substansverdien blir da tilnærmet virkelig verdi ved konkurs.

## 12.6 Bruksområder for komparativ analyser

Komparativ verdsettelse er en enklere og mindre kostbar verdsettelsesteknikk enn fundamental verdsettelse, da mengden input er mindre ved at vi her ikke går inn på de

underliggende forholdene i selskapet. Faktisk er komparative studier via multiplikatormodellen den teknikken som benyttes mest idag.

Ulempen er at den som gjennomfører verdsettelsen har stor frihet til å velge multiplikator og komparative selskaper, og kan på den måten fokusere på det som gir det beste verdiestimatet. Et annet problem med den komparative verdsettelsen er at den blir sterkt påvirket av eventuelle bobler i aksjemarkedet. Er stemningen i aksjemarkedet sterk positiv kan den komparative verdsettelsen gi en høy verdi i forhold til fundamentalverdien og omvendt.

Komparativ verdsettelse egner seg best for virksomheter i oppstartsfasen i livssyklusen, da disse selskapene har lite med historiske regnskapsdata å vise til.

Komparativ verdsettelse egner seg også som et supplement til fundamental verdsettelse for virksomheter i den modne fasen, mens substansverdimodellen kan være et alternativ for fundamental verdsettelse for virksomheter i tilbakegangsfasen da det er lettere å måle virkelig verdi på eiendeler ved avvikling.

Komparativ verdsettelse kan være et tillegg for å verifisere det fundamentale verdiestimatet i den modne fasen.

Dessverre kan modellen virke for enkel – det er en myriade med ulike multiplikatorer man kan benytte for å gjennomføre en komparativ verdsettelse – og dette medfører at muligheten for å manipulere data er tilstede.

## 12.7 Valg av basis for komparativ analyse

Det første steget i den komparative verdsettelsen er å finne en passende basis – med andre ord en passende multiplikatormodell for å verdsette selskapet. Multiplikatoren er  $m = P/B$  hvor  $P$  er aksjekursen og  $B$  er verdsettelsesbasis. Kravene til  $B$  i multiplikatoren er at den må være positiv og konsistent med  $P$ . Dette innebærer at dersom basis for verdsettelse, for eksempel nettoresultatet per aksje, er negativ må man finne en annen basis for verdsettelse. I tillegg må basisen for verdsettelse være et mål på resultat til egenkapital per aksje, kontantstrøm til egenkapital per aksje eller egenkapital per aksje. Det må også være samsvar mellom teller og nevner, dersom for eksempel netto driftsresultat brukes som basis, må netto driftskapital brukes som teller for å oppnå konsistens (Damodaran, 2002).

Basis bør også være normalisert slik at virkningen av unormale forhold ikke påvirker virksomheten – ved å trekke ut unormale forhold blir basis fremoverskuende. Når forholdstallet er normalisert og fremoverskuende så bør også prisen være oppdatert. Man bruker derfor siste observerte pris i teller.

Multiplikatorene kan være balanseorienterte, resultat- og kontantstrømorienterte og ikke-finansielle (Soffer & Soffer, 2003).

**Pris/Bok** - forholdet er et uttrykk for prisen på selskapet i forhold til den balanseførte egenkapitalverdien per aksje.

**Pris/Fortjeneste** - forholdet er et uttrykk for prisen på selskapet i forhold til nettoresultatet til egenkapitalen per aksje, og måler hvilken pris investorer er villige til å betale per krone av selskapets fortjeneste (Brealy & Myers). I den komparative verdsettelsen baserer jeg meg på gjennomsnittlige forhold i bransjen for å beregne prisen (Soffer & Soffer, 2003).

## 12.8 Valg av komparative selskaper

Komparative selskaper er børsnoterte selskaper i samme bransje. En vanlig definisjon på bransje er en gruppe virksomheter som tilbyr produkter eller tjenester som er nære substitutter. Bakgrunnen for å bruke selskaper i bransjen er at man antar at disse har like vekst- og driftsutsikter – det er derfor ikke størrelsen som avgjør om to selskaper er komparative. Ved fastsettelsen av multiplikatorene bør man justere for ulik kapitalstruktur.

## 12.9 Multippel analyse

En multippel analyse er en analyse hvor vi fastslår verdien på en aksje eller selskap ved bruk av en eller flere multippel (nøkkeltall/forholdstall). Slike analyser er mye brukt av meglere og analytikere for å foreta en rask vurdering av **verdien av et selskap**, eller å avgjøre om verdien virker fornuftig i forhold til en inntjening eller lignende i dag.

Analysen går ut på at vi tar utgangspunkt i sammenliknbare selskaper eller aksjer hvor vi har tilgjengelig verdi informasjon. Problemet med metoden er bare at det aldri finnes to selskaper som er direkte sammenliknbare. Sammenligningen blir derfor full av potensielle feilkilder, noe som skaper en høy risiko for å ta feil. Metodene er imidlertid blitt svært populære, da de er svært enkle å bruke.

Felles for alle multippel analyser er at forholdet mellom selskapenes verdi og en prisindikator (som inntekt, resultat, kontantstrøm, etc.) danner multipler (nøkkeltall) for hvert sammenliknbare selskap, som så kan benyttes til verdivurderingen. Prinsippet er det samme som å bruk av gjennomsnittlige kvadratmeterpriser for sammenliknbare boenheter for å finne verdien av en leilighet eller sammenligne bruktbilpriser for samme merke, modell og årsmodell.

Metoden går under navn som "**relativ verdsettelse**", "**multiplikatormetoden**" og "**peer-group analyse**". Det som kjennetegner metoden er at den benytter markedsverdiene til andre selskaper, såkalte "sammenliknbare selskaper" eller "peer-group" selskaper, som en basis for verdsettelsen.

## 12.9.1 De vanligste multiplene (forholdstallene)

De mest vanlige forholdstallene for å beregne verdien til en aksje eller selskap er:

- **Aksjekurs/Resultat per aksje (P/E – Price/Earning)**
- **Aksjekurs/Bokført verdi på egenkapital per aksje (P/B - Price/Balanse)**
- **Aksjekurs/Kontantstrøm per aksje (P/CF – Price/Cashflow)**
- **Aksjekurs/Omsetning per aksje (P/S – Price/Sales)**
- **Markedsverdi på egenkapital + markedsverdi av netto rentebærende gjeld/Driftsresultat (EV/EBIT og EV/EBITDA)**
- **ROE – Return On Equity (Nettoresultat etter skatt)**
- **ROA – Return On Assets (Nettoresultat + renter e/skatt)**

I de neste artiklene vil vi gå nærmere inn på de vanligste av disse multiplikatorene.

## 12.9.2 Fordeler og ulemper ved forholdstall

Multipler (forholdstall) er enkle og intuitive. Noe som gjør det enkelt å forstå og bruke modellene. Siden beregningene kan utføres raskt og enkelt hvis man har tilgang til årsregnskapet og markedsverdien, benyttes de av mange analytikere og investorer. Selv om de gir et raskt oversiktsbilde som gjør det enkelt å sammenligne selskaper innen samme bransje med hverandre, er det samtidig grundig dokumentert at ukritisk bruk av multipler lett kan føre til vesentlig feilprising og katastrofale følger.

Ulemper med multippelanalyse er at det kan være vanskelig, hvis ikke umulig, å finne gode sammenliknbare selskaper. Forskjeller i risikoeksponering, vekstmuligheter, regnskapsprinsipper, finansieringsstruktur etc. kan nedgradere multippelanalysen til en teoretisk øvelse. Multippelanalyse er enklest å benytte for selskaper med stabil positiv inntjening i etablerte bransjer hvor flere sammenliknbare selskaper eksisterer, og kan således være vanskelig å benytte i forbindelse med investeringer i selskaper på idéstadiet.

## 12.9.3 Hva må du passe på?

Følgende forhold må alltid iakttas nøye når du benytter en multiplikatormodell:

- Det er viktig at det er konsistens i beregningen av skaleringsfaktoren og nevneren i multiplikatoren mellom de selskapene som sammenlignes.
- Bruk av EV-multiplikatorer gir mer treffsikre resultater enn bruk av P-multiplikatorer fordi man eliminerer forskjeller i finansieringsstruktur.
- Skaleringsfaktorer hentet fra resultatregnskapet bør være renset for engangsposter og resultater fra virksomhet under avvikling.
- Ved bruk av skaleringsfaktorer hentet fra resultatregnskapet, bør man som en hovedregel benytte driftsresultatet (EBIT) eller driftsresultat etter skatt (NOPAT) i stedet for størrelser lengre opp i resultatregnskapet, som for eksempel driftsinntekter. Unntak kan være der hvor selskapet har negative resultater, eller der hvor forskjellene i bruk av regnskapsprinsipper og estimater er så store at driftsresultatene ikke blir sammenliknbare.

- Selskaper som ikke er sammenlignbare på ett tidspunkt kan godt være sammenlignbare på et annet. Dette innebærer at selv om man for eksempel må forkaste relativ prising basert på årets resultater som skaleringsfaktor, kan det gi tilfredsstillende prising når man benytter estimater som skaleringsfaktor.
- Det ligger en fare i det å beregne en gjennomsnitts multiplikator for selskapene innen en bransje og anvende denne i verdsettelsen av et selskap. Det kan være store variasjoner med hensyn til størrelsen på verdidrivere innenfor en bransje. Derfor bør en alltid analysere hvor det selskapet man skal verdsette befinner seg i forhold til bransjen, med hensyn til de mest sentrale verdidriverne.

## 12.10 Price/Earning (P/E)

**P/E** er en forkortelse for **Price/Earning** eller **Aksjekurs/Resultat** på norsk. Forholdstallet er idag det mest populære forholdstallet for å verdsette aksjer og selskaper.

**P/E** betyr:

### *Price per Earnings*

P/E verdien brøken gir forteller oss hvor mye en investor er villig til å betale for en krone av selskapets fortjeneste.

### 12.10.1 Hvordan beregnes P/E?

P/E forholdet beregnes ved å dele markedsverdien med selskapets resultat, før ekstraordinære poster fratrukket skatt. Forholdstallet kan også beregnes ved å dele pris (siste aksjekurs) med resultatet per aksje. Forholdstallet blir det samme.

Med resultatet (*Earnings*) menes overskudd, underskudd eller bunnlinjen i regnskapet for perioden. Perioden er normalt et regnskapsår som går fra januar til januar. Resultatet



defineres som overskuddet etter skatt, eller årsresultatet/fortjenesten som det kalles i norske regnskap.

Resultatet må være annualisert, altså være for ett helt år. Om overskuddet svinger mye fra år til år, bør man bruke en gjennomsnittlig årlig overskudd for noen år tilbake. Man kan også benytte ett fremtidig estimert årlig overskudd. P/E blir da et fremtidig estimat.

Telleren i P/E, price, kan uttrykkes som aksjepris/kurs per aksje eller totalt for markedsverdien til hele selskapet. Nevneren, fortjeneste, gir rom for variasjon og tolkning.

Fortjeneste kan uttrykkes på mange måter: EBIT, EBITDA, NOPLAT, EBT osv. Det er vanlig å uttrykke nevneren på enhets nivå, EPS, altså fortjeneste per aksje. Det er viktig at man er konsistent dersom man skal sammenlikne flere selskaper, og at man velger det fortjenesteestimatet som best reflekterer den virkelige verdiskapningen i selskapene som analyseres.

Inntjeningsvnen er hoveddriveren til verdiskapningen for investorer, og EPS er en av de faktorer analytikere vier mest oppmerksomhet (Liu, Nissim og Thomas, 2007). Det finnes imidlertid noen faktorer som kan gjøre P/E mindre nyttig. EPS kan være lik null, negativ eller ha veldig liten verdi relativt til prisen. Da vil ikke P/E gi økonomisk mening. Det kan være vanskelig å skille mellom hva som er faktisk fortjeneste knyttet til driften og hva som er engangstilfeller dersom selskapene ikke spesifikt presiserer dette på en skikkelig måte.

Et selskaps P/E-tall kan utregnes ved bruk av følgende formel:

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Pris per aksje}}{\text{Fortjeneste per aksje}} = \frac{\text{Aksjens markedspris} * \text{antall utstede aksjer}}{\text{Selskapets fortjeneste}}$$

Resultatet man får ved å bruke formlene ovenfor vurderes så mot tilsvarende beregninger for sammenlignbare selskaper. Man observerer ofte store forskjeller i P/E-tall innenfor samme bransje. For å ikke trekke feil slutninger, må man identifisere og justere beregningsgrunnlaget dersom det er nødvendig.

Beregnes gjøres ved å ta utgangspunkt i aksjekursen på et gitt tidspunkt. Tidspunktet må være likt for begge selskapene. For å justere for kapitalstruktur bør vi velge å gå via en tilsvarende multiplikator med fokus på netto driftskapital i beregningen av multiplikatoren. Her kan vi inkludere selskapet i beregningen av bransjegjennomsnittet og forutsette at netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser er balanseført til virkelig verdi. Vi kan da sette opp følgende formel:

$$\frac{VNDK_0}{NDR_0} = \frac{Virkelig \cdot verdi \cdot EK + Markedsverdi \cdot NFG + Markedsverdi \cdot MI}{Netto \cdot driftsresultat}$$

La oss si at et selskap har et resultat før ekstraordinære poster, fratrukket skatt, på 303 millioner kroner, mens markedsverdien til selskapet er 4.606 millioner kroner. Beregnet P/E blir da:

$$P/E = 4604 / 303 = 15,2$$

P/E tallet er et uttrykk for hvor mange år det vil ta å tjene inn en investering. I dette tilfellet vil det ta 15,2 år å tjene inn investeringen hvis du skulle kjøpt hele selskapet. Man pleier å si at bedriften handles til 15,2 multiplikator, dvs at den handles til 15,2 ganger overskuddet.

Høy P/E (typisk over 30) indikerer også at investorer tror på høy vekst fremover, mens lav P/E (typisk under 15) tenderer til å ha lavere forventet vekst.

Den mest fornuftige bruken av P/E er når en sammenligner med selskaper fra samme bransje, hele markedet eller historisk P/E for selskapet du ser på. Samtidig er det viktig å huske på at et selskap kan ha lavere P/E enn et tilsvarende selskap grunnet ulike kapitalstruktur, risikonivå og vekstpotensiale, dermed har også P/E de samme utfordringene som vi har nevnt ovenfor.

Et par ting kan forvrengte P/E forholdstallet, eksempelvis kan selskapet selge unna deler av virksomheten noe som i sin tur kan blåse opp "E" (fortjenesten) og gir lavere P/E. Videre kan fortjenesten være blåst opp eller flattrykket som følge av engangseffekter i regnskapet. Det er to typer P/E, en historisk (siste 4 kvartaler), eller fremadskuende der analytikere estimerer fortjenesten de neste 4 kvartalene for å kalkulere forholdstallet. Siden de fleste selskaper øker fortjenesten fra år til år, vil det estimerte P/E-tallet typisk være lavere enn historisk P/E.

## 12.11 Pris/bok (P/B)

P/B er en forkortelse for Pris/Bok og er en mye brukt multipl (forholdstall) blant av analytikere og investorer i komparative analyser. Nevneren i P/B er knyttet til selskaps balanse. Uttrykket bokverdi er knyttet til at vi henter verdiene fra regnskapet og ikke fra markedsverdien. Med bokverdier menes egenkapital. P/B blir dermed et uttrykk for hvor mye investorer har investert i selskapet. P/B blir, på samme måte som P/E, brukt både på totale verdier og på per aksje nivå.

$$\frac{P_0}{B_0} = \frac{Aksjekurs}{Balanseført \cdot egenkapital \cdot per \cdot aksje}$$

$$\frac{P}{B} = \frac{\text{Pris per aksje}}{\text{Bokverdi per aksje}} = \frac{\text{Selskapsverdi}}{\text{Egenkapitalens bokførte verdi}}$$

P/B-forholdet til selskapene påvirkes av kapitalstrukturen. Vi bør derfor først finne det ujusterte pris/bok-forholdet for de to selskapene, og deretter beregnet tilsvarende forhold med fokus på netto driftskapital.

Bokverdi er en akkumulert størrelse i balansen, dermed er den nesten alltid positiv.

Metoden bør kun brukes i sammenlikning mellom bedrifter innen samme bransje som er sterkt sammenliknbar i for eksempel finansieringsstruktur, regnskapspraksis etc.

Forholdstallet oppgis i prosenter og hvis det er 100, viser det forventninger som tilsvarer avkastningskravet fra eierne. Er tallet over 100 viser det høyere forventning enn eiernes avkastningskrav, og motsatt hvis tallet er under 100.

For finansielle institusjoner som forsikringsselskaper, stemmer ofte bokverdier veldig godt med markedsverdiene noe som styrker P/B estimatene (Wild et.al., 2001, s. 233). Bokverdier tar imidlertid ikke høyde for eiendeler som ikke fremkommer i balansen, som for eksempel humankapital eller merkevareverdi.

For industribedrifter vil bokverdier ofte bestå av lave historiske verdier noe som vil redusere nytten av P/B estimatene dersom man ikke klarer å justere opp til dagens virkelige verdier. Utstedelse av nye aksjer eller gjenkjøp av aksjer kan forskyve det historiske sammenlikningsgrunnlaget.

Etter at vi har beregnet Pris/Bok forholdet for selskapet vi analyser, må vi finne det komparative (sammenlignbare) Pris/Bok forholdet til selskapet ved å vekte den gjennomsnittlige VNDK/NDK-multiplikatoren for bransjen med selskapets netto finansielle gjeldsgrad. Vi bør inkludere selskapet i bransjegjennomsnittet og forutsette at netto finansiell gjeld og minoritetsinteresser er bokført til virkelig verdi.

Den justerte komparative Pris/Bok-multiplikatoren kan da uttrykkes som følger:

$$\left(\frac{VEK}{EK}\right)_s = \left(\frac{VNDK}{NDK}\right)_B + \left(\left(\frac{VNDK}{NDK}\right)_B - 1\right) * nfgg_s = 2,75 + (2,75 - 1) * 0,31 = 3,29$$

## 12.12 Pris/Salg (P/S)

**P/S** er en forkortelse for Pris/Salg eller Price/Sale på engelsk. P/S er en multipl (forholdstall) som er blitt mer populær i den senere tid. P/S beregnes ved å dele markedsverdien eller aksjekursen med salgsinntekten totalt eller salgsinntekt per aksje. Forholdet blir det samme.

$$\frac{P}{S} = \frac{\text{Pris per aksje}}{\text{salgsinntekt per aksje}} = \frac{\text{Markedsverdi}}{\text{Salgsinntekt}}$$

Salgsinntekt er ofte mindre påvirket av manipulering og forvrengning i forhold til EPS eller bokverdier. Salgsinntekt, på samme måte som bokverdier, positiv selv om EPS er negativ, noe som gjør P/S ofte er mer stabil enn P/E.

P/S blir regnet som et godt estimat for å vurdere aksjer i markeder som er sykliske og i modne markeder (Martin, 1998). Dersom et selskap opererer på en slik måte at det ikke skaper noe fortjeneste, det vil si at inntektene er like store som kostnadene, vil P/S på lang sikt gi lite mening. Et selskap må skape overskudd for å overleve på sikt.

Aksjeverdi er et komplekst tall sammensatt av blant annet lønnsomhet og risiko i form av finansieringsstruktur. P/S tar bare hensyn til salg og vil dermed ikke fange opp endringer i lønnsomhet eller finansiering. P/S tar heller ikke hensyn til forskjellige kostnadsstrukturer blant ulike firmaer. I tillegg kan P/S påvirkes ved å inntektsføre salgsinntekt for tidlig eller for sent for å manipulere forholdstallet.

## 12.13 Pris/Kontantstrøm (P/CF)

**Pris/Kontantstrøm** eller **Price/CashFlow** som forholdstallet kalles på engelsk, forkortes normalt til **P/CF** i en multipl analyse (forholdstall analyse).

**P/CF** er en multipl som er særlig følsom for regnskapsmetodikk. Vi kan regne [kontantstrømmer](#) på flere måter, knyttet opp mot flere faktorer. Det brukes mange definisjoner på kontantstrømmer i finans, så det er særlig viktig at analytikerne spesifiserer og forklarer hvilken kontantstrøm som ligger til grunn for en gitt analyse.

Det er flere fordeler ved å benytte P/CF. Rapporterte kontantstrømmer er mindre utsatt enn fortjenesteestimer for manipulering av ledelsen i selskapene. Kontantstrømmen er generelt mer stabil enn resultatet noe som gjøre P/CF generelt mer stabil enn P/E.

Bruk av P/CF fremfor P/E adresserer i større grad forskjellene i regnskapsføringen, særlig med tanke på hvor konservativt regnskapene føres, mellom selskapene. Rapportert kontantstrøm gir i tillegg et bilde på et selskaps lønnsomhet uavhengig av selskapets gjeld.

I teorien blir kontantstrømmen til egenkapitalen (egenkapitalmetoden/FCFE<sub>35</sub>) regnet som et mer riktig mål for prisbaserte verdsettelsesmultipler, i forhold til selskapets rapporterte kontantstrøm. Man kan bruke P/FCFE, endog tendenserer FCFE til å være relativt volatil i forhold til rapporterte kontantstrømmer, samt at den oftere er negativ.

### 12.13.1 Farer ved P/CF

Det finnes flere måter et selskap kan øke/manipulere sin rapporterte konstantstrøm. Disse tiltakene er det viktig å tenke på slik at du ikke lurer deg selv ved å benytte dette forholdstallet ukritisk.

Dersom et selskap, for eksempel har mange kundefordringer, vil økt press på kundene til å betale disse kunne forbedre en ellers skrantende kontantstrøm. Eventuelt kan man fase ut leverandørgjeld og betalingen av denne til et eget selskap slik at kontantstrømmen til moderselskapet kan rapporteres med et bedre resultat.

## 12.14 Enterprise Value-to-EBITDA

Selskapesverdimultipler er multipler basert på verdien av all kapital i selskapet. Slike multipler skiller seg derfor fra prismultipler ved at man inkluderer selskapets gjeld i selskapsverdien. Ved sammenlikning av flere selskaper har selskapesverdimultipler den fordel at de er relativt mindre sensitive til selskapers finansieringsstruktur i forhold til prismultipler. I situasjoner der selskaper har samme kapitalsammensetning kan selskapsmultipler og prismultipler komplimentere hverandre.

EV/EBITDA er den mest brukte selskapesverdimultiplen benyttet av analytikere (Merrill Lynch & Co., 2006). EBITDA er en kapitalstrøm som går til både eiere og lånegivere så dermed er det et passende mål til bruk sammen med faktoren selskapsverdi.

Selskapsverdien defineres som totalverdien av selskapet:

$$\text{Selskapsverdi} = \text{Markedsverdi} - \text{Gjeld} + \text{Egenkapital} - \text{Overskuddskontanter} - \text{Kortsiktige investeringer}$$

Pinto et. al. (2010) nevner flere fordeler og ulemper ved bruk av EV/EBITDA. EV/EBITDA er normalt bedre egnet enn P/E til å vurdere selskaper med forskjellige gjeldsandel på grunn av at EBITDA ikke inkluderer renter mens EPS er etter renter. EBITDA er bedre egnet til å vurdere selskaper med forskjellige nedskrivnings- og avskrivningskostnader ettersom EBITDA beregnes før disse trer i kraft, til forskjell fra hvordan fortjenesten beregnes. Dette er grunnen til at EBITDA er det foretrukne målet når analytikere vurderer kapitalintensive bransjer. EBITDA er i tillegg normalt positivt når EPS er negativ. Nedsider ved EBITDA er at det vil overestimere kontantstrømmen fra operasjonelle aktiviteter når arbeidskapitalen vokser.

Totalkapitalmetoden, som direkte reflekterer størrelsen på selskapers nødvendige kapitalbehov, har et sterkere bånd til verdsettelsesteori enn EBITDA. Grant og Parker

(2001) hevder at EBITDA reflekterer forskjeller i selskapers kapitalsammensetning kun hvis avskrivningskostnadene reflekterer det virkelige kapitalforbruket i selskapet.

EBITDA er, som vi nevnte i delkapitlet over, mye brukt i kapitalintensive bransjer. I forsikringsbransjen der store deler av inntektene og kostnadene genereres av investeringer i finansmarkedene og består av finansinntekter og finanskostnader, vil ikke EBITDA romme mye innsikt. EBITDA er derfor uegnet til vurdering av forsikringsselskaper.

## **13 Teknisk analyse**

Profesjonelle meglere og tradere bruker **teknisk analyse** til å spå hvordan aksjekursen kommer til å utvikle seg i dagene, ukene eller månedene fremover, basert på historiske data.

**Teknisk analyse** vil si:

**å bruke tidligere kursbevegelser til å spå den fremtidige kursen.**

Vi prøver med andre ord å forutsi fremtidig retning på aksjekursen (prisen) ved å studere historiske markedsdata, og da primært pris, volum og interesse.

## 13.1 Forutsetninger

En teknisk analyse baserer seg på tre forutsetninger:

- **Markedet får med seg alt** – Mange fundamentale analytikere kritiserer tekniske analytikere for å kun ta hensyn til prisbevegelsene og ikke de grunnleggende faktorene. Tekniske analytikere mener derimot at disse grunnleggende faktorene allerede er gjenspeilt i aksjeprisen og at vi derfor ikke trenger å analysere disse faktorene separat.
- **Prisen beveger seg i trender** – Innenfor teknisk analyse antar vi at prisen beveger seg i satte trender. I praksis betyr det at når en aksje først har startet å bevege seg i en bestemt retning, er det også mest sannsynlig at aksjen vil fortsette å bevege seg i denne trenden/retningen. De aller fleste tekniske strategier baserer seg på denne forutsetningen.
- **Historien har en tendens til å gjenta seg** – Den siste viktige delen innenfor teknisk analyse er at historien har en tendens til å gjenta seg, hovedsakelig i form av prisbevegelser. Tekniske analytikere bruker blant annet diagrammønstre for å analysere markedet og forstå trender. Flere av disse mønstrene er over 100 år gamle, men fortsatt anses de for å være relevante siden de reflekterer mønstre i prisbevegelser som ofte gjentar seg selv.

## 13.2 Historisk bakgrunn

Dagens teknisk analyse bygger på Dow-teori, et sett med regler som ble laget av Charles Dow mellom 1851 og 1902. Dette er et sett regler som guider oss gjennom prinsippene om effekten av markedshendelser.

Selv om moderne teknisk analyse har utviklet seg mye med tanke på teknologien som benyttes og muligheten til å automatisere analysene, er Dow-teorien fortsatt grunnmuren i teknisk analyse.

## 13.3 Teknisk analyse vs. fundamental analyse

En teknisk analyse anses som motpolen til en fundamental analyse. Mens en **fundamental analyse** studerer selskaps grunnleggende forutsetninger er disse forutsetningene uten betydning i en teknisk analyse.

Når vi gjennomfører en teknisk analyse fokuserer vi utelukkende på aksjekursens bevegelser i pris og volum for å avgjøre i hvilken retning aksjen beveger seg. Dette gjør vi ved å studere den kortsiktige utviklingen i tilbud og etterspørsel (trenden).

Enkelt sagt kan vi si at en fundamental analyse gir deg en idé om hva aksjen er verdt, mens teknisk analyse gir deg en idé om hva naboen dine mener at den er verdt.



Tekniske analytikere tar ikke hensyn til om en aksje er underpriset eller overpriset, men baserer sin inngang på tidligere prisnivåer og hvordan tidligere informasjon om aksjens pris og volumsutvikling kan tilsi om aksjen vil stige eller synke i fremtiden.

Tradere som bruker teknisk analyse mener at aksjekursen i større grad bestemmes av psykologi enn av fundamentale årsaker. Ved å se på pris- og volumdiagrammer, trender og matematiske indikatorer bruker vi tekniske analyser til å identifisere prismønstre og trender i markedet for å treffe handelsbeslutninger.

Denne informasjonen blir vanligvis vist i form av grafisk diagrammer som oppdateres i sanntid og som tolkes for å bestemme når man skal kjøpe og når man skal selge et bestemt instrument (f.eks. en aksje).

## 13.4 Hvorfor bruker vi teknisk analyse?

Hovedargumentet for å bruke teknisk analyse som grunnlag for investeringene ligger i at all aktuell informasjon om aksjens fundamentale forutsetninger teoretisk sett skal ligge innbakt i dagens kurs. Hvis denne forutsetningen om at dagens kurs reflekterer all relevant informasjon, så er kursens reaksjon til enhver tid alt en investor trenger for å gjennomføre en handel. Teknisk analyse blir derfor ansett som det eneste verktøyet en trader trenger.

I teknisk analyse fokuserer vi på faktorer knyttet til en aksjes pris og handelsvolum. Det grunnleggende prinsipp er at prisens bevegelse er en refleksjon av all relevant informasjon. Informasjon om et selskap og fundamentale regnskapstall anses å være inkludert i prisen bevegelse av en aksje. Videre anses det at prisene beveger seg i trender og at historiske markedsmønstre gjentar seg i fremtiden.

## 13.5 Et instrument for å avgjøre om en aksje er overpriset eller underpriset

Målet med tekniske analyser er normalt å finne ut om en aksje er overpriset eller underpriset for øyeblikket. Er aksjen underpriset kan det kanskje være lurt å gå inn i aksjen, mens det motsatt kan være lurt å gå ut av aksjen hvis du mener den er overpriset. Du bør i hvert fall ikke gå inn i aksjen hvis den er overpriset.

Ved å forstå kritiske punkter i historiske analyser og de psykologiske endringene som skjer i hodene til tradere og investorer når en aksje går oppover eller nedover, kan vi forutse om interessen for en aksje er økende eller synkende. Eller sagt med andre ord: - *om et aksje er overpriset eller underpriset for øyeblikket.*

## 13.6 Fordeler med teknisk analyse

Tekniske analyser krever mye mindre data enn en fundamental analyse, noe som gjør teknikker mindre tid og ressurskrevende. Fra pris og volum informasjon kan en teknisk trader få all informasjonen han trenger.

## 13.7 Ulemper med teknisk analyse

Teknisk analyse kan bli en selvoppfyllende profeti. Når mange investorer, som bruker lignende verktøy og følger de samme konseptene, lager tilbud og etterspørsel, kan dette føre til at prisene beveger seg i den forutsagte retningen.

Tekniske analyser forutsetter at historien gjentar seg. Noe den ofte gjør, men ikke alltid. Det finnes alltid unntak som bekrefter regelen.

## 13.8 Teknisk analyse krever historiske data

En praktisk begrensning ved tekniske analyser er at de krever historiske data. Jo lengre tilbake i tid du kan gå, jo mer pålitelige data kan vi få ut av analysen. Selskaper som nettopp har blitt børsnoterte har ingen historiske data å vise til. Vi kan derfor ikke bruke tekniske analyser til å analysere kursutviklingen til disse aksjene. Riktignok kan vi se på kursutviklingen til sammenlignbare selskaper, men siden ingen selskaper er like gir slike sammenligninger lite pålitelig informasjon.

## 13.9 Tekniske indikatorer

Teknisk analyse går ut på å studere en eller flere tekniske indikatorer. Problemet er bare at det finnes mange indikatorer å velge mellom og ingen teorier som forteller oss hvem som er den rette å bruke. De har alle sine fordeler og ulemper, og kan brukes i ulike situasjoner. Jo flere indikatorer vi behersker, jo bedre er vi istand til å spå markedets og kursutviklingen til enkeltaksjer.

En typisk nybegynner feil er å se på for mange tekniske indikatorer. Ikke fyll opp skjermen din med alt du kan finne av indikatorer som du kanskje ikke engang vet hva betyr. Start heller med maks 3-4 tekniske indikatorer om gangen. Fungerer dem ikke for deg bytter du dem ut med andre.

Side det ikke finnes noe fasitsvar på hvilke indikatorer som er de korrekte eller beste blir valg av indikatorer en smakssak. Vi ender derfor opp med å velge de som passer for oss og vår personlighet. Hvilke indikatorer vi bør titte på lærer vi oss over tid, ettersom kunnskapen og erfaringsgrunnlaget øker.

## 13.10 Populære indikatorer

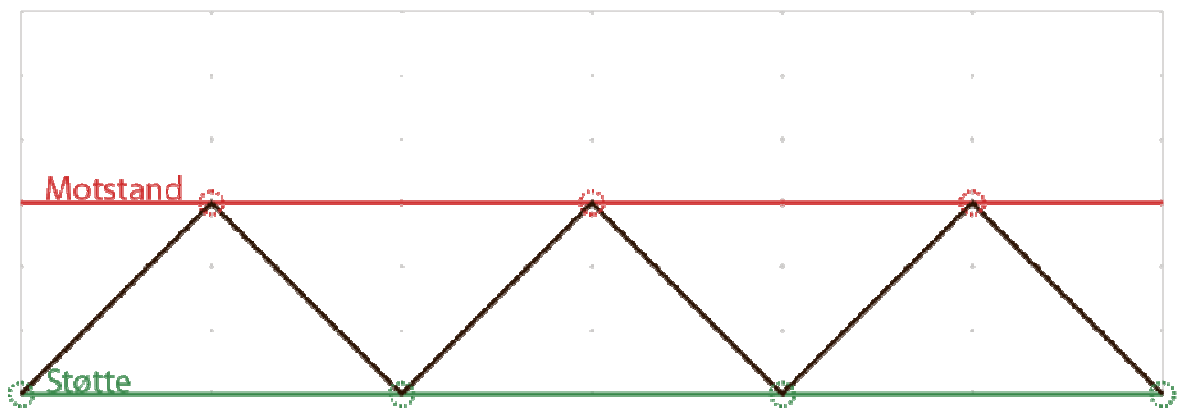
Noen populære tekniske indikatorene er:

- **Støtte og motstand**
- **Glidende gjennomsnitt**
- **Relative Strength Index (RSI)**
- **Kontinuitetsmønstre**
- **Volum og volumanalyse**
- **Formasjoner**
- **Fibonacci-analyse og Elliott-bølgeteori**
- **Bollinger-bånd**

### 13.10.1 Støtte/motstand

**Støtte/motstand** er kanskje den mest brukte tekniske indikatoren og er derfor en indikator du må lære deg først som sist.

Utgangspunktet her er at aksjekursen har en tendens til å gå i bølger, hvor aksjekursen vil gå oppover til et nivå hvor den historiske kursen vil møte et motstands nivå, eller et tak om du vil, før aksjekursen vil begynne å falle igjen til den når et støtte nivå, eller en bunn om du vil. Etter en stund mellom et støtte/motstand nivå vil kursen "bryte ut" og gå oppover eller nedover til den møter et nytt støtte/motstand nivå.



Kilde: <https://finanssans.no/teknisk-analyse>

### 13.10.2 Glidende gjennomsnitt

**Glidende gjennomsnitt** er en annen meget populær indikator. Vi ser her på hvordan aksjekursen i gjennomsnitt har utviklet seg over en tid i et trend-diagram. Trenden viser hvilken vei kursen går, men istedenfor å bruke dagens kurs bruker vi gjennomsnittet for en periode slik at vi får bort alle ekstreme topper og bunner.

I praksis tegner man en bane for kursens gjennomsnitts- eller medianverdi over enten kort sikt (5-20 dager), mellomlang sikt (30-50 dager), eller over lang sikt (det vanlige er 200 dager). Trenden settes normal ved lineær regresjon og prediksjonsintervall.

### 13.10.3 Relativ styrkeanalyse (RSI)

**Relativ styrkeanalyse** (*Relative Strength Index*) går ut på å analysere hvor lenge en aksjekurs har vært fallende eller stigende. Teorien bak er at svært få aksjer faller eller stiger «inn i evigheten», og at trenden regelmessig vil snu (logisk nok).

Relativ styrkeanalyse prøver å beregne sannsynligheten for at kurs-trenden skal snu. Vi tar her utgangspunkt i et tidsintervall (f.eks. 14 dager eller 20 dager), og analyserer deretter hvor mange av disse dagene kursen har gått enten opp eller ned.

Hvis aksjen har gått opp alle dagene i analysen, har aksjen RSA-verdi = 100. Dersom den har falt alle dagene så er RSA-verdien = 0. Dersom RSA er høyere enn 70 så er aksjen med sannsynlighet overkjøpt (overpriset), mens en verdi lavere enn 30 antyder at aksjen er undersolgt (underpriset). Man sier da at aksjens *moment* er henholdsvis positivt, eller negativt.

### 13.10.4 Kontinuitetsmønstre

**Kontinuitetsmønstre** indikerer en pause i en trend, noe som tyder på at den forrige retning vil gjenopptas etter en periode. Det finnes her mange ulike mønstre som vi kan se på, avhengig av hva vi er ute etter. Disse trend-analysene er mye brukt og kan gi oss mye verdifull informasjon om kurs-trenden.

### 13.10.5 Volum og volumanalyser

**Volum** forteller om hvor mange aksjer som omsettes til enhver tid. Jo høyere volum desto mer aktivitet i aksjen. I hovedsak kan man bruke volum for å anse hvor sterk en prisbevegelse er. En prisbevegelse i retning opp eller ned med et høyt volum anses som et sterkere signal enn en lik prisbevegelse med et mye lavere volum.

Ser man på volumet i en aksje kan dette være en indikator på intensiteten i handelen og dermed den psykologiske signifikansen. Med andre ord vil volum hjelpe oss til å bekrefte /avkrefte styrken til en kursbevegelse.

### 13.10.6 Formasjoner

**Formasjoner** viser en samling av støtte- og motstands nivåer som oppstår som en følge av korreksjonsbevegelser i en trend. Støtte og motstands nivåene vil da danne ulike mønstre i kursgrafen og disse vil vise bestemte visuelle former. Her finnes det en mengde formasjoner som er mye brukt for å spå kursutviklingen.

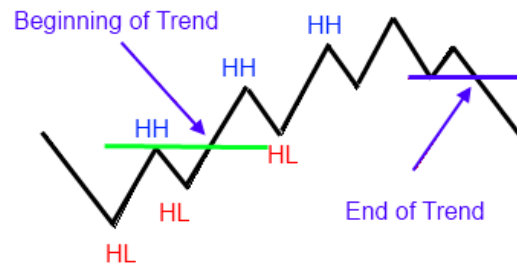
### 13.10.7 Elliott-bølgeteori (EWT)

Ralph Nelson Elliott viste til tre viktige aspekter av prisbevegelse i teorien sin: *mønstre*, *forhold* og *tid*.

Mønster refererer til bølgemønstre eller formasjoner, mens forhold (forholdet mellom tallene, spesielt Fibonacci-serien) brukes for å måle bølger. Metoden er imidlertid mer komplisert enn de fleste av de andre metodene vi har angitt over.

## 13.11 Dow teori

### Dow Theory Trend Definition



**Dow-teori** ble utviklet av Charles H. Dow og markerer starten på teknisk analyse. Teorien omhandler aksjemarkedets sammenheng med de grunnleggende økonomiske forretningsbetingelsene.

Målet var å finne endringer i hovedbevegelsene i markedet ved å utarbeide markedsindekser. Indeksene skulle gi et bilde over hvordan markedet gikk og i hvilken retning, men ikke noe om varighet og størrelse. Og som kjent er trender grunnlaget for teknisk analyse og muligheten for å kunne identifisere en vending i trenden.

Han utarbeidet en industriindeks og en transportindeks ut fra de mest betydningsfulle selskapene. Dow – teorien ble bearbejdet av W.P.Hamilton i 1921, men første i 1932 kom Robert Rhea med den endelige formaliseringen av prinsippene til et håndterbart verktøy. Selv om Dow – teorien er fra forrige århundreskifte, har teorien hans stor slagkraft også i dagens finansmiljø.

### 13.11.1 Seks grunnprinsipper i Dow teori

Dows teori inneholder seks grunnprinsipper om marked og trender:

#### 13.11.1.1 Indeksens sluttkurs avspeiler alle markedsdeltakeres (investorer, tradere osv.) totale holdning til markedet:

Dette indikerer at alle faktorer som påvirker tilbud og etterspørsel vil reflekteres i gjennomsnittlige priser i de ulike indeksene.

#### 13.11.1.2 Markedet følger tre trender:

Dow mener markedets har tre ulike trender til samme tid;

1. *primærtrend*
2. *sekundærtrend*
3. *mindre trend*

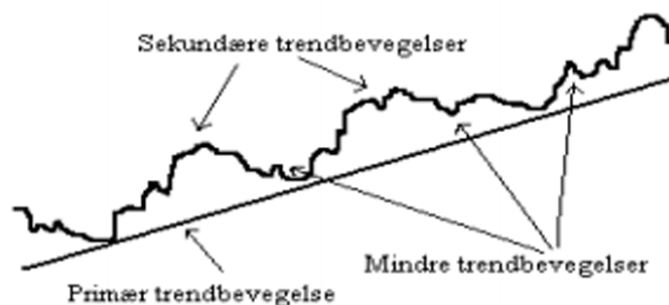
Dow var først og fremst interessert i primærtrenden, som han mente ville avspeile hovedbevegelsen i markedet.

**Primærtrenden** har et langt perspektiv, og vil vare fra ett til flere år, og er enten **bull** (*oppgang*) eller **bear** (*nedgang*). En primærtrend i et bullmarked vil vedvare så lenge de sekundære bevegelsene i markedet har høyere bunnpunkt enn det forrige bunnpunktet.

**Sekundærtrenden** har mellomlang sikt og kan bli sett på som korreksjoner eller en pause i primærtrenden. I en sekundærtrend vil ofte markedet gå tilbake 1/3 til 2/3 i forhold til bevegelsen i primærtrenden i løpet av en periode på tre uker til flere måneder.

De **mindre trendene** varer fra noen timer til tre uker. Dow mener at disse trendene er uten prediksjonsverdi for langsiktige investorer. Disse bevegelsene vil bli filtrert vekk for å ikke tilsløre informasjonen omkring primær- og sekundærtrenden. For en kortsiktig investor (trader) derimot, vil disse trendene være av stor interesse. En trader vil kjøpe og selge i korte tidsintervall, og vil se på disse trendene som muligheter for å plukke små gevinster.

Figuren under viser primærtrend, sekundærtrend og mindre trender.



### 13.11.1.3 Hovedtrenden har tre faser:

Den **første fasen** vil starte i begynnelsen på en primærtrend. I et bullmarked vil den første fasen kunne kjennetegnes med at økonomien har nådd bunne, og forholdene tilsier nå at det ikke kan bli mye verre. Det vil også komme tegn på små bedringer i økonomien. I et bearmarked vil den første fasen gi et signal på at toppen er nådd. Dette kan kjennetegnes med at markedet mister troen på ytterlig oppgang. I slike tilfeller vil investorene sikre gevinst og andre benytter seg av muligheten til å selge aksjer short.

Den **andre fasen** kjennetegnes i et bullmarked av aksjenes generelle stigning på bakgrunn av den nå erkjente bedringen i økonomien. Investorene ser at bilde har snudd og de er mer villige til å handle aksjer. De profesjonelle investorene finner man helst i første og andre fase i et bullmarked. I et bearmarked vil det nå bli kjent at selskapenes avkastning faller, og det gjenspeiler seg i selskapenes regnskap. Man vil også oppleve at færre er villige til å handle i risikokapital.

**Tredje fase** oppstår i et bullmarked når stemningen er på det mest euforiske. Optimismen er overdreven og ”alle” vil være med på oppturen. Markedet preges av mye spekulasjon og de fleste snakker varmt om økonomien. Denne fasen vil i hovedsak preges av amatører. I et bearmarked vil den tredje fasen bære stort preg av at investorene har mistet håpet og vil ut. I disse tilfellene kan det oppstå krakk, ved at nesten alle står i kø for å selge. De få kjøperne klarer ikke å absorbere det store antall aksjer som selges, og panikk oppstår.

#### **13.11.1.4 Indeksene må bekrefte hverandre:**

Dette prinsippet bygger på at den ene indeksen skal bekreftes av utviklingen i den andre. Med dette mente Dow at man ikke kan bekrefte en hovedtrend før både industriindeksen og transportindeksen gir samme signal. Jo kortere tid det går mellom signalene i indeksene, jo sterkere er signalet.

#### **13.11.1.5 Volum bør bekrefte trenden:**

Skal man kunne bekrefte en primærtrend, mente Dow at volum skal vokse i takt med trenden. Som vil si at det er en sammenheng mellom kurs og volum. Under normale forhold skal bevegelse i trendretningen gi størst volum. Hvis primærtrenden er stigende bør man se at kursstigning gir økt volum, og kursfall gir fallende volum. I tilfeller det ikke er slik kan dette være et signal på at nåværende trendbevegelse nærmer seg slutten. Denne delen av teorien skulle bare bli brukt som en bekreftende eller støttende tilleggsinformasjon. Det er ikke en selvstendig faktor i Dow – teorien, da prisen selv ga det fullstendige signalet.

#### **13.11.1.6 En trend er ikke slutt før det kommer definitive signaler på at den har snudd:**

Det som karakteriserer et stigende marked er en rekke stigende topper og bunner, der hver topp og bunn ligger over den foregående. En indikasjon på vending i denne trenden oppstår når en ny topp ikke går over den foregående. Et fallende marked karakteriseres med en rekke fallende topper og bunner, der hver topp og bunn ligger under den foregående. Indikasjonen på en reversering i en fallende trend, vil da være at den nye toppen og bunnen ligger over den foregående.

Prinsipp seks berører kjernen i teknisk analyse, ved at man forsøker å identifisere en trendvending. Men det å kunne fastslå reelle trendskifte er svært vanskelig. Mange vil derfor se på signalene for en trendvending med fatning. De ønsker å se at ytterligere en ny topp og bunn overgård den forrige i et fallende marked, før de handler aksjer. Dette for å ikke utsette seg for unødvendig stor risiko, ved at signalene som er blitt gitt viser seg å være falske.

## **13.12 Diagrammer for aksjeanalyse**

Diagrammer står sentralt i en teknisk analyse, da dette er verktøyet vi bruker for å få et visuelt bilde av utviklingen til aksjekursen.





## 13.12.1 Diagramegenskaper

Ser vi bort fra et kakediagram som er lite brukt i teknisk analyse, representerer den vertikale aksene i et diagram prisskalaen, mens den horisontale aksene representerer tid. De viktigste diagramegenskapene vi må vurdere er tidsperiode og prisskala:

### 13.12.1.1 Tidsperiode

Hver søyle, eller prikk i et diagram inneholder informasjon om et definert tidsintervall. Lengden på dette intervallet er diagramintervallet.

Å fastsette hvilket diagramintervall du skal bruke, avhenger av din handelsstil og investeringshorisont. Dagtradere kan bruke diagramintervaller så korte som 1 minutt, mens swingers (tradere som holder handlene mellom noen dager og inntil et par uker) bruker vanligvis intervaller varierende fra flere timer til en dag.

### 13.12.1.2 Prisskala

Det finnes to metoder for visning av prisskalaen langs y-aksene: **aritmetisk** og **logaritmisk**.

På en **aritmetisk prisskala**, blir hvert prispunkt atskilt av den samme vertikale avstanden uansett prisnivå. Hver måleenhet er den samme gjennom hele skalaen. Hvis en aksje øker fra 10 til 100 over en 6-måneders periode, vil bevegelsen fra 10 til 20 (+100 % variasjon) synes å være den samme avstanden som bevegelsen fra 90 til 100 (11 % variasjon). Selv om denne bevegelsen er den samme i absolutte tall, er det ikke det samme i prosent.

På en **logaritmisk skala**, er hvert prispunkt atskilt med en vertikal avstand som er lik i prosent. En økning fra 10 til 20 vil representere en økning på 100 %. En økning fra 20 til 40 vil også være 100 %, på samme måte som en økning fra 40 til 80. Alle disse tre økningene vil vises som den samme vertikale avstanden på en logaritmisk skala.

## 13.12.2 Type diagrammer

Det er tre hovedtyper av diagrammer som blir brukt av tradere, avhengig av informasjonen de søker og deres individuelle ferdighetsnivå. Disse tre diagramtypene er:

- linjediagram
- stolpediagram
- candlestick-diagram

### 13.12.2.1 Linjediagram



**TOLKNING:** Linjediagrammet er den mest grunnleggende diagramtypen. Linjen som vises i diagrammet kobler sammen enkeltpriener over en valgt tidsperiode. Det mest populære linjediagrammet er dagsdiagrammet. Selv om ethvert punkt på dagen kan plottes, fokuserer de fleste tradere på sluttkursen, som de anser som det viktigste. Men dette gir et umiddelbart problem. Ved hjelp av et dagsdiagram kan man ikke se prisaktiviteten som skjedde i løpet av resten av dagen.

**FORDEL:** Et linjediagram gir tradere en ganske god idé om hvor prisen på en eiendel har beveget seg over en gitt tidsperiode.

### 13.12.2.2 Stolpediagram (søylediagram)



**TOLKNING:** Hver vertikal stolpe representerer en periode med prisaktivitet fra den valgte periodisiteten, som kan være så kort som 1 minutt for intradagsdiagrammer, eller så lenge som flere år for historiske diagrammer.

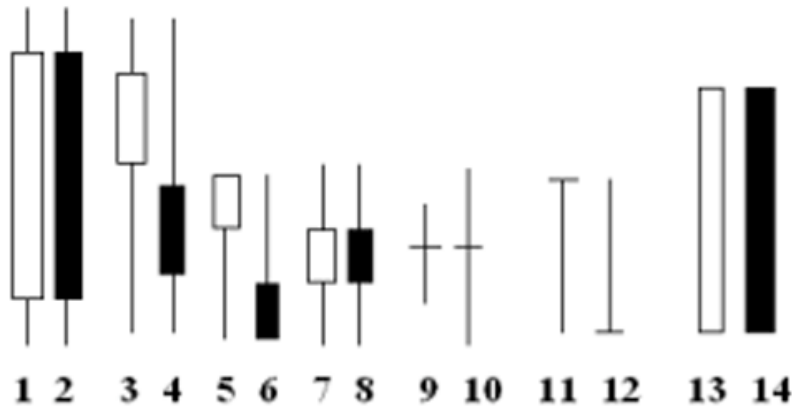
På et dagsdiagram representerer den loddrette linjen én dags handel, hvor:

- toppen av stolpen representerer markedets høyeste pris
- bunnen av stolpen representerer markedets laveste pris
- venstre #-merke på linjen indikerer åpningsprisen
- høyre #-merke på linjen indikerer sluttprisen

**FORDEL:** Ved å inkludere åpnings-, høy, lav og sluttinformasjon gir stolpediagrammer mer detaljert analyse enn standard linjediagrammer.

### 13.12.3 Candlestick-diagram

Et Candlestick diagram gir mulighet for å vise flere verdier i ett diagram. Diagrammet er derfor mye innen teknisk analyse for å vise volatilitet og kurssvingninger.



## 13.13 Candle-stick diagram

Et Candlestick diagram gir deg mulighet for å avlese flere verdier i ett diagram, og er et av de mest brukte diagrammene innen teknisk analyse. Candelstick diagram brukes stort sett til å vise volatilitet og kurssvingninger, og mange handelstrategier er basert på mønstre i candlestick-diagrammene.

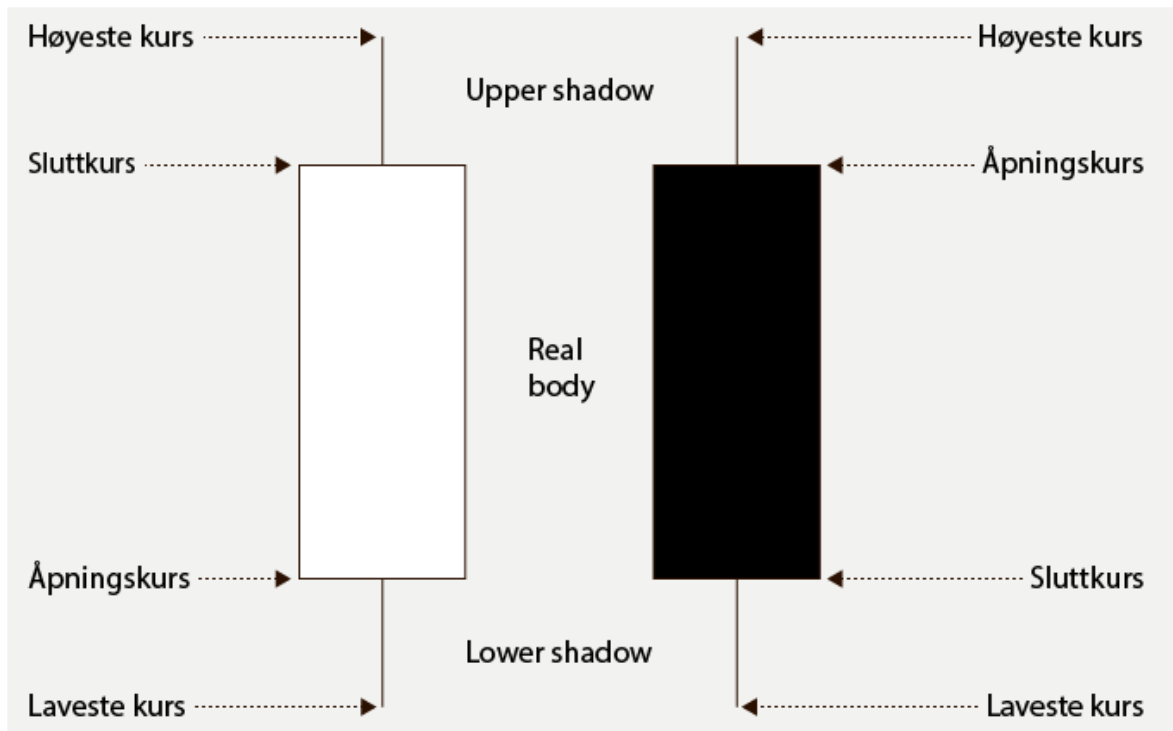
### 13.13.1 Forutsetninger

For å kunne konstruere et candlestick diagram må du ha tilgang til både høyeste, laveste, åpnings- og sluttkurs.



### 13.13.2 Oppbyggingen av et candlestick diagram

Et candlestick diagram viser tidslinjen i den horisontale aksjen og verdiutviklingen i den vertikale aksjen. Selve trenden angis i form av "kropper" og "skygger".



Kilde: <https://finanssans.no/teknisk-analyse>

### 13.13.3 Kropper og skygge

Et candlestick diagram består av såkalte ”kropper” som er hvite eller svarte (andre fargekombinasjoner kan også forekomme, men det er alltid en lys og en mørkere farge), samt en øvre og nedre ”skygge”.

- ”**Kroppen**” viser kursverdiene ved åpning og stengning for den aktuelle perioden, som regel for en børsdag. Kroppen angis i form av smale hvite og svarte rektangler. Hvis aksjen slutter høyere enn den åpnet så er ”kroppen” hvit (el. annen lys farge). Hvis aksjen slutter lavere enn den åpnet så er ”kroppen” svart (el. annen mørk farge).
- ”**Skyggen**” viser den høyeste og laveste omsatte kursen for den aktuelle perioden, som regel en børsdag. Toppen på ”skyggen” representerer dagens høyeste kurs, og laveste punkt på ”skyggen” representerer dagens laveste kurs. Skyggen vises som vertikale linjer som går igjennom kroppen.

Avhengig av hvordan aksjekursen har utviklet seg gjennom dagen så trenger ikke candlesticken for en børsdag alltid å ha en ”kropp” eller ”skygge”. Hvis kursen slutter på akkurat samme nivå som den åpnet så vil candlesticken for den børsdagen ikke ha noen ”kropp”.

### 13.13.4 Bearish og bullish skygge

Candlesticks med **liten skygge under kroppen og stor skygge over kroppen** indikerer at det var kjøpspress tidlig på dagen men at selgerne tok overhånd og presset prisen ned mot slutten av dagen. Dette er et **bearish signal** og indikerer at det er fare for videre fall på kort sikt.

Candlesticks med **liten skygge over kroppen og stor skygge under kroppen** indikerer at selgerne dominerte handelen i begynnelsen av dagen mens kjøperne tok mer og mer overhånd mot slutten av dagen og presset kursen oppover. Dette er et **bullish signal** og indikerer at det gjerne kan komme videre oppgang på kort sikt.

- **Lang skygge nede:** Signaliserer endring fra salgspres til kjøpspress. Den nedre skyggen bør minst være like lang som kroppen. **Bullish.**
- **Lang skygge oppe:** Signaliserer endring fra kjøpspress til salgspres. Den øvre skyggen bør minst være like lang som kroppen. **Bearish.**

### 13.13.5 Lange versus korte ”kropper”

Lange hvite kropper tyder på stor kjøpsinteresse. Desto lengre den hvite kroppen er, desto høyere er sluttkursen over åpningskursen. Noe som indikerer at kursen har løftet seg betydelig fra åpning til børsslutt den dagen og at det har vært stor kjøpsinteresse.

Lange hvite kropper er generelt et **bullish** signal, men det avhenger også mye av deres posisjon i det større tekniske bildet. Etter en periode med nedgang indikerer en lang hvit kropp et mulig vendepunkt oppover og det gir også signal om et mulig fremtidig støttenivå.

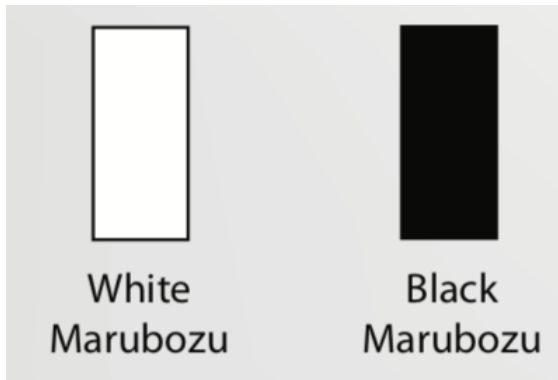
Lange svarte ”kropper” tyder på stort salgspres. Desto lengre den svarte ”kroppen” er, desto lavere er sluttkursen under åpningskursen. Noe som indikerer at kursen har falt mye fra åpning til børsslutt og at det har vært stort salgspres.

Etter en periode med bra kursoppgang signaliserer en lang svart ”kropp” at en **korreksjon** gjerne er nær forestående. Det indikerer også et mulig fremtidig motstandsnivå.

- **Hvit candlestick:** Signaliserer en stigende trend. Lengden på kroppen viser størrelsen på oppgangen i den aktuelle perioden. **Bullish.**
- **Svart candlestick:** Signaliserer en fallende trend. Lengden på kroppen viser størrelsen på nedgangen i den aktuelle perioden. **Bearish.**

### 13.13.6 Marubozu

Et enda sterkere signal enn bare lange hvite eller svarte ”kropper” er de såkalte ”**Marubozu brothers**”, *Black and White*.



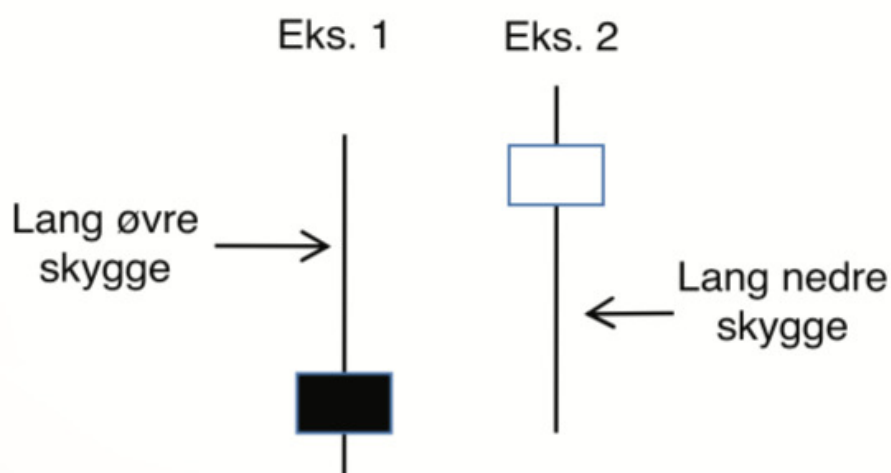
Marubozu har ikke "skygge" over eller under "kroppen" og høyeste og laveste kurs er altså tilsvarende åpnings og sluttkursen.

En "**White Marubozu**" etableres når åpningskursen er tilsvarende dagens laveste kurs og sluttkursen er tilsvarende dagens høyeste kurs. Dette indikerer at kjøperne har kontrollert kursutviklingen fra første handel til siste handel. Det har altså vært et kjøpspress gjennom dagen.

En "**Black Marubozu**" etableres når åpningskursen er tilsvarende dagens høyeste kurs og sluttkursen er tilsvarende dagens laveste kurs. Dette indikerer at selgerne har kontrollert kursutviklingen fra første handel til siste handel. Det har altså vært et salgspres gjennom dagen.

- **Marubozu hvit:** Signaliserer en stigende trend. Kjøperne dominerer fra første til siste trade.
- **Marubozu svart:** Signaliserer en fallende trend. Selgerne dominerer fra første til siste trade.

### 13.13.7 Lang versus kort "skygge"



Øvre og nedre "skygge" i candlestick kan gi verdifull informasjon om handelsdagen. Toppen på "skyggen" representerer dagens høyeste kurs, og laveste punkt på "skyggen" representerer dagens laveste kurs.



Candlesticks med liten skygge under kroppen og stor skygge over kroppen (eks. 1) indikerer at det var kjøps-press tidlig på dagen men at selgerne tok overhånd og presset prisen ned mot slutten av dagen. Dette er et bearish signal og indikerer at det er fare for videre fall på kort sikt.

Candlesticks med liten skygge over kroppen og stor skygge under kroppen (eks. 2) indikerer at selgerne dominerte handelen i begynnelsen av dagen mens kjøperne tok mer og mer overhånd mot slutten av dagen og presset kursen oppover. Dette er et bullish signal og indikerer at det gjerne kan komme videre oppgang på kort sikt.

### 13.13.8 Bullish candlestick signaler

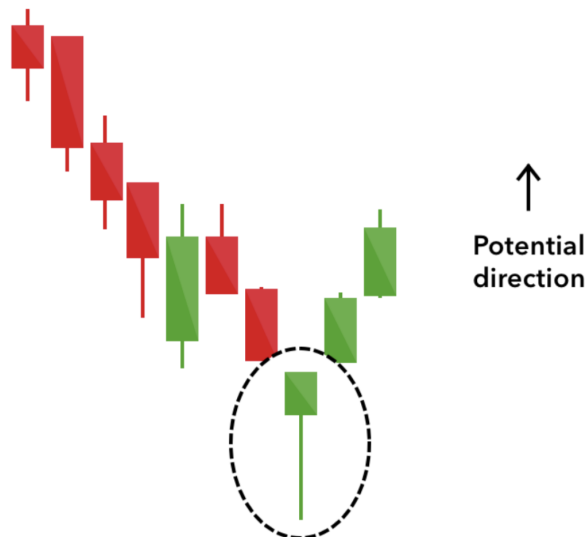
Som du skjønner av gjennomgangen over kan vi skaffe oss mye informasjon ved å tolke mønstret i de ulike candlestickene. Noen ganger forteller dem at markedet er på vei opp (bullish) eller vil bli forlenget, mens de andre ganger forteller at det er nedadgående. Det gjelder derfor å lære seg å lese disse mønstrene.

La soss se på noen klassiske mønstre for et bullish marked:

#### 13.13.8.1 Hammer

Hammer-mønsteret vil si en kort kropp med en lang nedre skygge, og er funnet nederst i en nedadgående trend.

En hammer viser at selv om det var salgstrykk i løpet av dagen ble det til slutt et sterkt kjøppepress drev aksjekursen opp igjen. Kroppens farge kan variere, men hvite (grønne) hamre indikerer et sterkere bullish marked enn en røde hammer.



#### 13.13.8.2 Omvendt hammer

Den omvendte hammeren er et lignende bullish mønster. Den eneste forskjellen er at den øvre skyggen er lang, mens den nedre skyggen er kort.

Dette indikerer et kjøpspress, etterfulgt av et salgspres som ikke var sterkt nok til å føre markedsprisen ned. Den omvendte hammeren antyder at kjøpere snart vil ha kontroll over markedet.



### 13.13.8.3 Oppslukende bullish

Det oppslukende bullish mønsteret består av to candlestick. Det første er en kort svart (rød) kropp som er helt oppslukt av et større hvit (grønt) kropp.

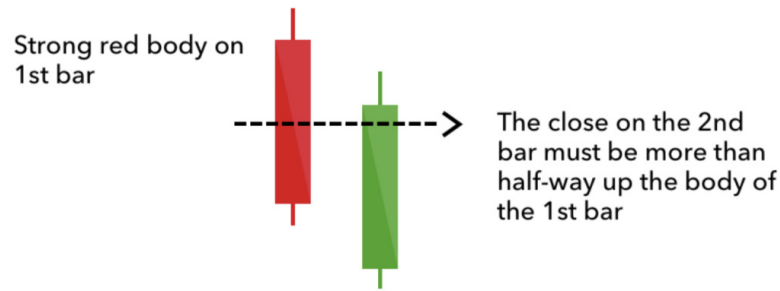
Eksemplet under viser at selv om den andre dagen åpnet lavere enn den første, skyver det bullish markedet aksjekursen opp, og kulminerer med en åpenbar gevinst for kjøpere.



### 13.13.8.4 Gjennomtrengende linje

Gjennomtrengende linje er også et mønster med to pinner, som består av et langt svart (rød) kropp, etterfulgt av et langt hvit (grønn) kropp.

Det er vanligvis et betydelig gap mellom den første lystakenes sluttpris og den grønne lystakene. Det indikerer et sterkt kjøpspress, ettersom prisen skyves opp til eller over midtprisen forrige dag.

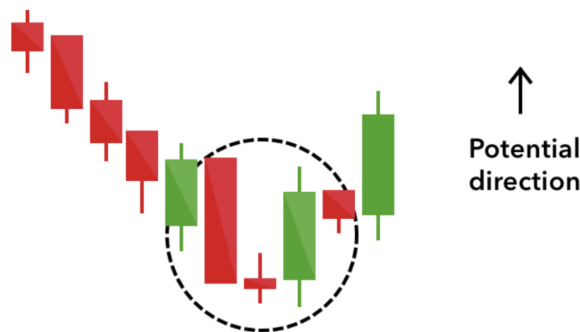


Reversal signal after a down-trend

### 13.13.8.5 Morgenstjernen

Morgenstjerne mønsteret betraktes som et tegn om håp i et dystre nedadgående marked. Mønsteret består av tre pinner: en candlestick med kort kropp mellom en lang svart (rød) og en lang hvit (grønn) kropp. Tradisjonelt vil "stjernen" ikke ha noen overlapping med de lengre kroppene, ettersom markedet spalter både på åpent og nært.

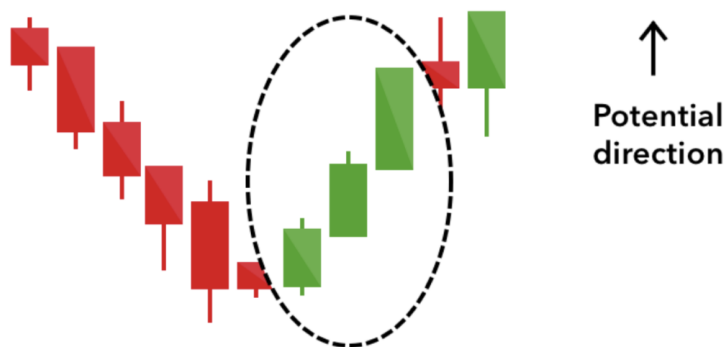
Det signaliserer at salgspresset den første dagen avtar, og et bullish marked vil komme.



### 13.13.8.6 Tre hvite soldater

Dette mønsteret skapes over tre dager. Mønsteret består av påfølgende lange hvite (grønne) kropper med små skygger, som åpnes og lukkes gradvis høyere enn forrige dag.

Det er et veldig sterkt bullish signal som oppstår etter en nedadgående trend, og viser et økende kjøpspress.



## 13.13.9 Bearish candlestick signaler

Bearish candlestick mønstre dannes vanligvis etter en opptrend, og signaliserer et motstandspunkt. Tung pessimisme om markedsprisen fører ofte til at tradere og investorer lukker sine lange posisjoner, og åpner en kort posisjon for å dra nytte av den fallende prisen.

### 13.13.9.1 Hengende mann

Den hengende mannen er bearish ekvivalenten til en hammer; den har samme form, men dannes på slutten av en opptrend.

Det indikerer at det var et betydelig utsalg i løpet av dagen, men at kjøperne var i stand til å presse prisen opp igjen. Det store utsalget blir ofte sett på som en indikasjon på at det bullish markedet har nådd sin ende.



### 13.13.9.2 Stjerneskudd

Stjerneskuddet har samme form som den omvendte hammeren, men er dannet i en opptrend: den har en liten underkropp og en lang øvre skygge.

Markedet vil vanligvis gå opp før, før stjernen slukner og faller til bakken.



### 13.13.9.3 Bearish oppslukende

Et bearish oppslukende mønster oppstår på slutten av en opptrend. Det første candlesticks har en liten grønn kropp som er oppslukt av et påfølgende langt rød skygge.

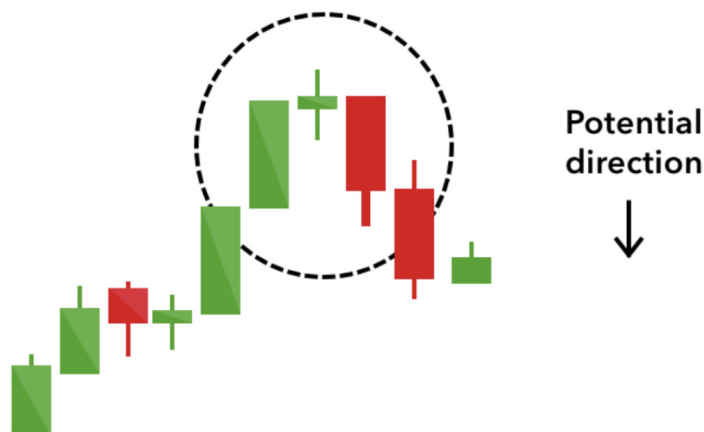
Det betyr en topp eller nedgang i prisbevegelsen, og er et tegn på en forestående markedsnedgang. Jo lavere det andre candlesticks går, jo mer signifikant vil trenden være.



### 13.13.9.4 Kveldsstjerne

Kveldsstjernen er et tre mønster som tilsvarer den bullish morgenstjernen. Den er dannet av et kort candlestick som er klemt mellom et langt hvit (grønn) candlestick og en stor svart (rødt) candlestick.

Det indikerer reversering av en opptrend, og er spesielt sterk når den tredje candlestick sletter gevinstene til det første lyset.



### 13.13.9.5 Tre svarte kråker

De tre lysestakemønstrene med svarte kråker består av tre påfølgende lange røde candlestick med korte eller ikke-eksisterende skygger. Hver økt åpnes til en lignende pris som forrige dag, men salgspres presser prisen lavere og lavere med hver stenging.

Tradere tolker dette mønsteret som starten på en bearish nedadgående trend, ettersom selgerne har gått forbi kjøperne i løpet av tre påfølgende handelsdager.



### 13.13.9.6 Mørkt skydekke

Mønsteret for mørkt skydekke indikerer en bearish reversering - en svart sky over forrige dags optimisme. Den består av to candlestick: en svart (rød) candlestick som åpner seg over den forrige grønne kroppen og lukkes under midtpunktet.

Det signaliserer et bearish marked, hvor kursen presses kraftig nedover. Hvis skyggene er korte, antyder det at nedtrendens var ekstremt avgjørende.





## 13.13.10 Trendforlengende mønstre

Hvis et candlestick mønster ikke indikerer en endring i markedsretningen, er dette et fortsettelsesmønster. Forlengelsemønstrene kan hjelpe oss å identifisere en periode hvor markedet går inn i en hvileperiode. En periode preget av ubeslutsomhet.

### 13.13.10.1 Doji

Doji er en viktig candelstick og etableres når åpningskursen og sluttkursen er tilnærmet like. Lengden på skyggen over og under kroppen kan variere noe og candlesticken ser ut som et kors eller et plusstegn.

Doji gjenspeiler en markedssituasjon preget av usikkerhet. Prisen beveger seg både over og under åpningskursen, men slutter omtrent på samme nivå som den åpnet. Verken kjøperne eller selgerne klarte å ta kontroll og dette gir ofte et signal om en mulig trendendring på kort sikt.

Alene er Doji et nøytralt signal. Et bullish eller bearish signal avhenger kursutviklingen etter Doji signalet eller neste candlesticks.

Etter en periode med kursoppgang, eller etter en lang hvit candlestick, signaliserer en Doji at kjøpspresset begynner å avta, og at kursen gjerne kan komme til å få en korreksjon ned snart.

Etter en periode med nedgang, eller etter en lang svart candlestick, signaliserer en Doji at salgspresset begynner å avta og at en vending opp i kursen kan være nær forestående.

- **Doji:** Blir meningsfull i større tekniske sammenheng. Neutral.
- **Long legged doji:** Signaliserer en mulig topp reversering.
- **Dragonfly doji:** Signaliserer en mulig reversering.
- **Gravestone doji:** Signaliserer en mulig reversering.

## 13.13.11 Spinning tops

Candlesticks med en lang øvre skygge og en lang nedre skygge og en liten kropp kalles Spinning Tops.





Lange hvite kropper tyder på stor kjøpsinteresse. Desto lengre den hvite kroppen er, desto høyere er sluttkursen over åpningskursen.

I motsetning til de candlesticks hvor det er enten en lang øvre skygge eller en lang nedre skygge og som indikerer et reversal signal (tegn på vending), så indikerer spinning tops usikkerhet.

Den korte skyggen (enten den er hvit eller svart) viser at det har vært lite bevegelse i kursen fra åpning til børsslutt, men den høye skyggen over og under kroppen indikerer at både kjøperne og selgerne har vært aktive under handelen. Selv om kursen sluttet nær åpningskursen så har kursen beveget seg mye opp og ned gjennom dagen.

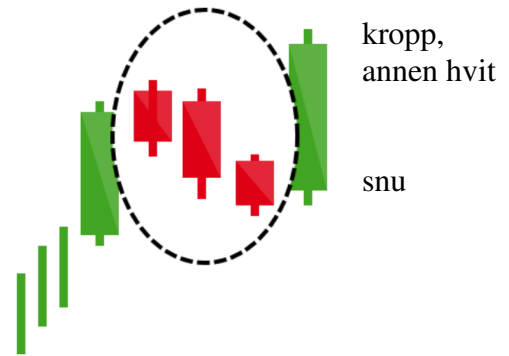
En Spinning Tops etter en periode med kursoppgang, eller etter en lang hvit candlestick, indikerer svakhet i den stigende trenden og signaliserer at en korreksjon ned kan være nær forestående. Etter en periode med kursnedgang eller etter en lang svart candlestick vil en Spinning Tops signalisere at en vending opp kan være nær forestående.

Mønsteret indikerer ubesluttsomhet i markedet, noe som ikke resulterer i noen meningsfull prisendring. Mønsteret tolkes ofte som en periode med konsolidering, eller hvile, etter en betydelig opp- eller nedtrend.

### 13.13.11.1 Fallende tre metoder

Tre-metodes formasjonsmønstre brukes til å forutsi fortsettelsen av en nåværende trend, det være seg bearish eller bullish.

Det bearish mønsteret kalles de tre fallende metodene. Den er dannet av en lang svart (rød) etterfulgt av tre små hvite (grønne) kropp, og en (rød) kropp - de hvite (grønne) ligger alle innenfor rekkevidden til de bearish kroppene. Det viser handelsmenn at de bearish ikke har nok styrke til å trenden.



### 13.13.11.2 Stiger tre metoder

Det motsatte gjelder for det bullish mønsteret, kalt stigende tre metoder. Mønsteret består av tre korte svarte (røde) sandwicher innen to lange grønne. Mønsteret viser handelsmenn at til tross for noe salgspres, holder kjøpere kontroll over markedet.

## 13.14 Trend og trendforlengelse

teknisk analyse, og brukes til å definere den generelle retningen til en aksjekurs for en tidsperiode. Dette gjøres ved å fremstille aksjekursens utvikling i et diagram, enten på frihånd eller med bruk av mer kompliserte matematiske beregninger.

En **trend** er:

**når aksjekursen opplever en klar og vedvarende oppgang eller nedgang.**

Trenden konstruerer vi ved å gjennomføre en **tidsrekkeanalyse**. En kvantitativ metode hvor vi studerer den historiske utviklingen over en periode for å finne det underliggende mønstre som gjør at vi kan forlenge trenden inn i fremtiden. Ved bruk av ulike statistiske metoder prøver vi å fjerne tilfeldige variasjoner for å komme frem til en signifikant trend.

Mønsteret vi studerer i en tidsrekkeanalyse er *linære og eksponensielle trender, sesongvariasjoner, konjunkturvariasjoner og korrelasjon* mellom naboverdier, sett i forhold til det generelle nivået.

Å identifisere starten og slutten på trender er ekstremt viktig i en teknisk analyse, da trenden forteller oss om hvilken vei aksjekursen vil gå i tiden fremover. Målet er å identifisere trendene og fremskrive kurvene slik at vi kan handle med dem, istedenfor mot dem. Å fremskrive kurven vil si å forlenge den inn i fremtiden for å spå hvordan kursen vil utvikle seg i den kommende perioden.

### 13.14.1 Trendretninger

En trend kan gå:

- **oppover**, aksjeprisen øker jevnlig. Markedet er på vei opp.
- **nedover**, aksjeprisen faller. Markedet er på vei ned.

- **sideveis/horizontalt**, kalles også for "*flatt marked*" eller "*trendløst*" markedet. Markedet har ingen tydelig trend.

## 13.14.2 Trendlengder

En trend i enhver retning kan klassifiseres i henhold til lengden

- **Kortsiktig trend** - en trend som vanligvis ikke varer mer enn tre uker.
- **Mellomlang trend** - en trend som varer et sted mellom 3 uker og flere måneder.
- **Langsiktig trend eller hovedtrend** - en trend som anses å vare i et år eller mer. Den er sammensatt av flere mellomlange trender som ofte bevege seg mot retningen av hovedtrenden

## 13.14.3 Trendlinjer

En trendlinje er en enkel diagramteknikk som består av å koble sammen betydelige "topper" eller "bunner" (bølgedaler) for å kunne se utviklingen til et marked eller en enkeltaksje. Trendlinjene bruker vi til å tydeliggjøre den gjeldene trenden og identifisere trendreverseringer.

En trendlinje kan klassifiseres som:

- **Stigende trendlinje**
- **Fallende trendlinje**
- **Sideveis trendlinje**

I diagrammet under kan du se et eksempel på en langsiktig, oppadgående trend, sammen med en stigende trendlinje.



## 13.14.4 Kanaler

Trendlinjen avgjøres normalt ved bruk av lineær regresjon og prediksjonsintervall. Visuelt danner dette en **trendkanal**. Trendkanalen indikerer det rom aksjen mest sannsynligvis vil

bevege seg i for en gitt tidsperiode. Et brudd gjennom trendlinjen vil indikere en retningsendring.

En priskanale består av to parallelle trendlinjer som fungerer som sterke støtte- og motstandsområder. Én trendlinje kobler sammen en rekke prishøyder, mens den andre kobler sammen en rekke nedture. En kanal kan helle oppover, nedover eller sideveis. Tradere forventer at aksjekursen skal fortsette mellom de to støtte- og motstandsnivåene, før de bryter ut av ett av nivåene.

Trendkanalenes mål er å avgjøre hvor du skal skulle plassere din "take profit-ordre" og "stop loss-ordre".

Nedenfor ser du et diagram med en oppadgående kanal i S&P 500-indeksen.



Som med de fleste tekniske indikatorer skal et brudd gjennom trendlinjen være på minst 3% eller mer og den må gå over flere tidsperiode (dager). Dersom en ikke kan definere en trend gjennom en matematisk tilnærming bør du bruke begrepet *tendens*.

### 13.14.5 Konsolidering og pullback

Konsolidering er det som skjer i aksjetrender når en aksje får en periode hvor den går i motsatt retning av trenden. F.eks: i en stigende trend vil det være perioder der aksjen går noe tilbake eller sidelengs. Dette kalles en **konsolidering**.

Et annet ord som er litt i samme gate er "**pullback**". Man ser ofte at ordet "*pullback*" brukes for og om en konsolidering, men forskjellen er at en pullback er mye større/raskere enn en konsolidering. En konsolidering er mer nærmest en pause.

En konsolidering kan finne sted uansett tidshorisont (timer, dager, uker osv).



### 13.14.6 Hvordan forlengende en trend (trendforlengelse)?

Fremgangsmåten vi benytter oss av for å forlengende en trend består av følgende trinn:

- innsamling av data
- analyse av data
- bestemmelse av trend
- trendforlengelse

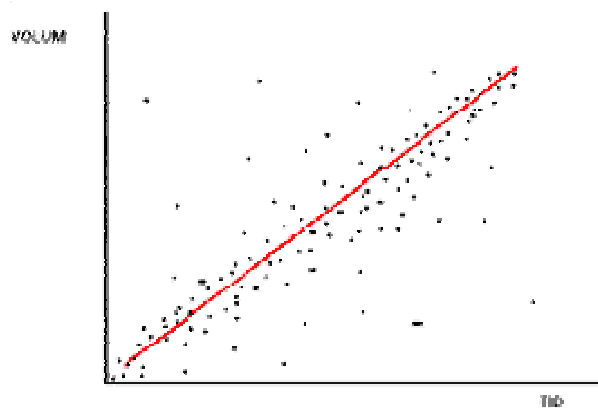
#### 13.14.6.1 Innsamling av data

For å kunne fremstille en trend trenger vi rådataene som viser hvordan kursen har utviklet seg i den perioden vi ønsker å studere. Resultatene vi kommer frem til er avhengig av hvor langt tilbake i tiden vi går. Spesielle “*begivenheter*” i prognoseobjektets “*livshistorie*”, f.eks. ekstremt “*gode*” eller “*dårlige*” år kan gjøre at “*trenden*” ikke gjenspeiler den virkelige trenden godt nok. Jo lengre tilbake i tid vi går, jo større gyldighet og pålitelig har som regel prognosen.

#### 13.14.6.2 Analyse av data

Når vi har datagrunnlaget er neste steg å analysere datamaterialet for å bestemme trenden.

#### 13.14.6.3 Bestemmelse av trend

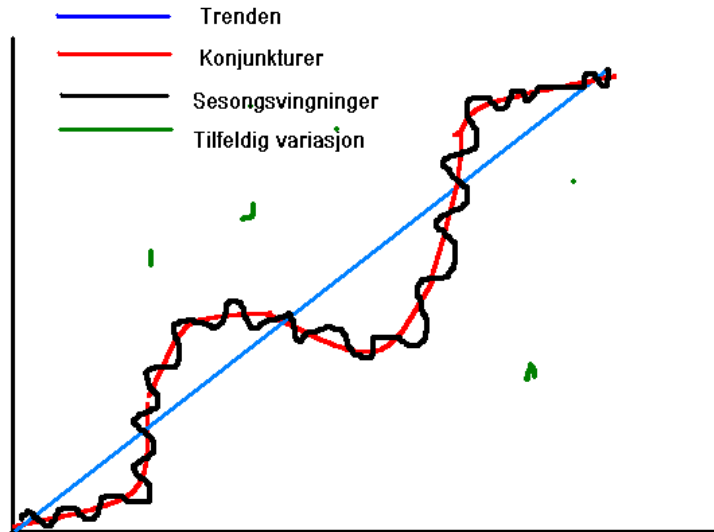


Å bestemme trenden er den viktigste delen av prognosearbeidet. Det enkleste og minst arbeidskrevende er å plote de historiske data inn i et diagram og tegne opp en kurve. Ved å legge en rett linje på kurven slik at arealet mellom den rette linjen og kurven blir tilnærmet likt på over- og undersiden av den rette linjen, bestemmes så trenden.

Årsaken til at vi gjerne velger å lagre et visuelt bilde av utviklingen, skyldes at det er lettere å studere verdiene og trendene når vi har et grafisk bilde av utviklingen. Når vi skal trekke de “store linjer” er tall ofte mer forvirrende, enn oppklarende.

**Gjennom å studere kurvenes utvikling i et grafisk diagram prøver vi vanligvis å avdekke følge mønstre i datamaterialet:**

- **TREND** – Hvordan har den langsiktige tendensen vært ? Har det vært en jevn stigning eller nedgang? Hva slags trend står vi ovenfor? Trenden tegnes gjerne opp som en rett eller krummet linje avhengig av hvordan stigningskoeffisientene har utviklet seg. Trenden kan beregnes gjennom en regresjonanalyse.
- **KONJUNKTURER** – Hvilke konjunkturer har påvirket utviklingen? Med konjunkturer mener vi svingninger i den mer langsiktige trendbevegelsen, f.eks. svingninger (endringer) som dukker opp med noen års mellomrom. En skiproducent kan f.eks. få et ekstremt lavt salgstall et år fordi det ikke kom noe snø dette året. Alle bedrifter vil ha enkelte år som er spesielt “gode” og “dårlige”. Slike svingninger kaller vi konjunkturer, og er i prognose sammenheng “forstyrrelsesledd”. Selv om gunstige konjunktursvingninger er positivt for kursutviklingen, er de i prognosesammenheng kun egnet til å komplisere prognosearbeidet. Dette fordi vi kan risikere å bygge prognosene våre på “topp” eller “bunn” år, istedenfor et “normalår” slik pålitelig prognosering krever. For å unngå slike feil, er det påkrevd at vi går langt nok tilbake i tid, slik at vi ikke får korrigert prognosen for konjunktur- og sesongsvingninger ved å trekke en langsiktig trend. Konjunkturer kalles også *sykliske svingninger*.
- **Sesongsvingninger** – er regelmessige svingninger som gjentas regelmessig, f.eks. hvert døgn, uke, måned eller år, og som ikke skyldes tilfeldigheter. Salget at ski og badetøy er skjær f.eks. ikke tilfeldig. De har høysesong, henholdsvis om vinteren og sommeren.
- **Korrelasjon mellom naboverdier** – Hvor stor er variasjonene mellom hver enkelt verdi ? Er de generelt liten avstand i datamaterialet eller er variasjonsbredden stor?
- **Random walk** – Hvilke variasjoner skyldes tilfeldigheter og hvilke er signifikante?



Etter at vi har funnet ut hvilke mønster som gjør seg gjeldende i datamaterialet, er neste skritt å velge en tidsrekkemodell som passer til dette mønsteret. En tidsrekkemodell er en arbeidshypotese om en matematisk prosess som skal frembringer tidsrekke verdier vi kan forlenge inn i fremtiden. Det finnes mange tidsrekkemodeller, men det mest kjente er antageligvis:

- **Lineær regresjonsmodell**
- **Eksponensiell regresjonsmodell**
- **Den klassiske, multiplikative modell**
- **Den klassiske, additive modell**
- **Browns eksponensial glattingsmodell**
- **ARIMA – modellen**

Alle tidsrekkemodellene karakteriseres ved at modellen må tilpasses til de observerte verdiene ved å estimere parametrene i trenden som skal beregnes. Ofte skjer dette ved minste *kvadraters metode*. En relativt enkel metode, hvor prinsippet er å prøve å finne den “beste” historiske kurven på et matematisk grunnlag.

Den mest brukte tidsrekkemodeller er utvilsomt den klassiske, **multiplikative modell**. Her fremkommer *tidsrekkeverdiene* ( $y$ ) som et produkt av fire faktorer (TSCI).

Modellen er:  $y = TSCI$

T er en *trendkomponent* som følger en rettlinjert bevegelse, S er en *sesongindeks*, C er *konjunkturindeksen* og I et *tilfeldig feilledd* med gjennomsnittverdi lik 1.

Siden slike beregningene i dag hovedsakelig foretas ved hjelp av et PC – program, går vi ikke inn på de relativt innviklede matematiske prinsipper som gjelder i forbindelse med disse trendberegningene.



### 13.14.6.4 Beregninger og trendforlengelse

Den siste fasen er å bestemme hvordan trenden skal forlenges inn i fremtiden. Den enkleste formen å gjøre dette på er å bruke linjalen for å trekke trenden lenger inn i fremtiden. Er trenden bestemt matematisk, kan verdiene for de årene du prognoserer beregnes matematisk.

En mye brukt teknikk er å benytte **rullerende årsstatistikk**. På den måten får vi eliminere problemet med sesongvirkninger, som i mange tilfeller virker som et forstyrrende element. Med rullerende statistikk menes statistikk hvor vi kontinuerlig summerer et bestemt antall måneder, perioder eller år.

Slik statistikk kan vi kalle “**årsstatistikk**” eller “**rullerende årstotaler**”. På engelsk brukes gjerne begrepet “**Moving Annual Totals**”. Et annet vanlig uttrykk er “**glidende gjennomsnitt**”, der vi deler “årstotalen” med antall uker, måneder eller år det finnes tall for.

Årstotaler kan i beregnes på tre måter:

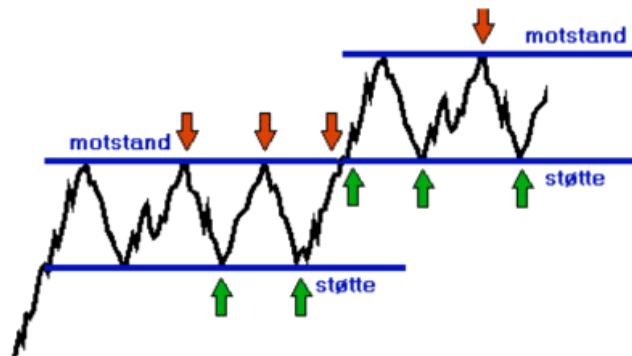
- *Tall for de siste 12 måneder summeres. Ved neste beregning summeres nye 12 tall.*
- *Tall for en 12 – måneders periode summeres. For hver måned man “glir fremover” legges ett tall til foran, og tallet for den siste måneden trekkes fra. Vanlig for manuelle beregninger, når man har tall for de enkelte måneder.*
- *Som nr. 2, men hele tiden basert på tall for “hittil-i-år” og “hittil-i-fjor”. Man må da hele tiden gå tilbake til kalenderåret, før nye årstotaler beregnes.*

Årstotaler kan brukes både for fortid og fremtid, og for salg, kostnader, resultater og kursutvikling.

### 13.14.7 Svakheter ved trendforlengelse

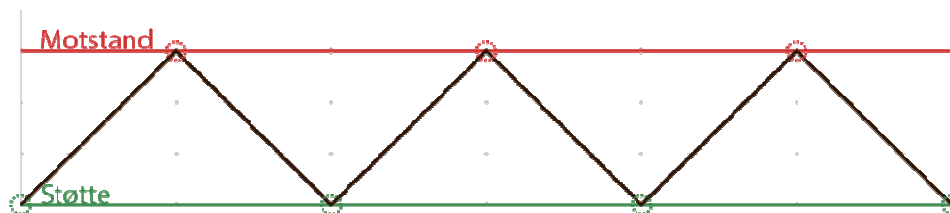
Trendmetoden er enkel og oversiktlig i bruk, men prinsippet er basert på at utviklingen i prognoseperioden fortsetter som den har vært i fortiden. Dvs. at de faktorene som påvirket de historiske tallene forutsettes å virke på samme måte og i samme omfang også i fremtiden. Metoden fanger altså ikke opp endringer i markedssituasjonen som skyldes nye faktorer som ikke i samme grad påvirket de historiske data. Dette er en vesentlig svakhet ved prognosemetoden som det er helt avgjørende å være klar over.

## 13.15 Støtte og motstand teori



**Støtte og motstand** er et av de mest brukte verktøyene innen i teknisk analyse fordi de er lett å bruke. Ettersom aksjekursen historisk sett går i bølger er det heller ikke overraskende at dette er det mest effektive verktøyet for å tjene penger i markedet. Støtte og motstand går ut på å se på hvordan tilbud og etterspørsel påvirker aksjekursen, sammen med markedspsykologien.

På en enkelt måte kan vi si at støttet og motstand er der kursbevegelsen stopper opp og vender om. I en stigende bevegelse vil motstanden stoppe kursøkningen og gi en fallende kurs. Dette oppstår ved at salgssiden blir sterkere enn kjøpsiden. Når fallet i aksjekursen når støtte vil aksjekursen stoppe å falle og vende oppover igjen, ved at kjøpsinteressen er sterk nok til å vinne over salgssiden.

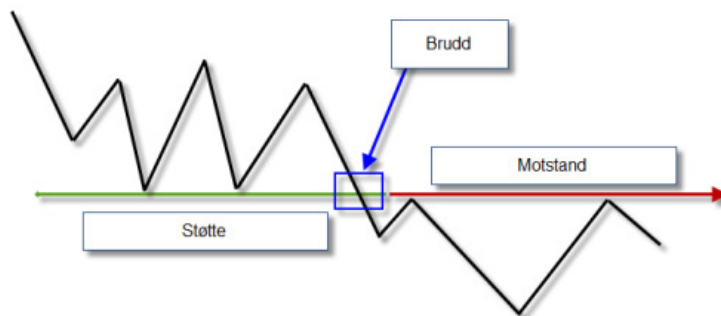


Støtte og motstand er linjer som illustrerer den pågående kampen mellom kjøperne og selgere. Motstand- og støttelinjen får vi ved å trekke opp en linje mellom toppene og bunnene i den historiske grafen. Jo flere referansepunkter disse linjene har, desto større troverdighet kan vi ha til denne støtte- og motstandlinjen.

Vi kan også ha støtte- og motstandslinjer i stigende trend, så vel som i synkende trend, men metoden egner seg best når markedet beveger seg sidelengs (at den ikke er i en trendbevegelse opp eller ned).

- **Støtte** er det prisnivået der kjøperne i markedet kommer på banen og hindrer ytterligere fall i aksjen. Støttenivåer indikerer prisen der flertallet av investorene tror at prisene vil bevege seg høyere. Etter hvert som prisen faller mot støtte og prisen blir billigere, blir kjøperne mer tilbøyelige til å kjøpe og selgerne blir mindre tilbøyelige til å selge.
- **Motstand** er det prisnivået der selgerne i markedet dominerer og hindrer aksjen fra ytterligere oppgang. Motstands nivåer indikerer prisen der flertallet av investorene tror at prisene vil bevege seg lavere. Etter hvert som prisen beveger seg mot

motstand og prisen blir høyere, blir selgerne mer tilbøyelige til å kjøpe og kjøperne blir mindre tilbøyelige til å selge.



### 13.15.1 Signifikansen av støtte og motstand

Hvor stor tillit vi kan ha til de støtte og motstand nivåene vi har identifisert gjennom å trekke opp en støtte og motstandlinje i datamaterialet (diagrammet) vårt er avhengig av flere forhold. Med tillit menes med hvor stor sannsynlighet vi kan si at kursen vil fortsette å holde seg mellom våre identifiserte støtte og motstand nivåer.

Det er spesielt fire forhold vi bør ta hensyn til for å kunne ta sikre beslutninger om kjøp og salg innenfor identifiserte støtte og motstandsnivåer:

#### 13.15.1.1 Tidslengden på støtte- og motstandnivået

Lengde på støtte- og motstandsnivået avgjøre signifikansen av det identifiserte området. En aksje som har beveget seg mellom støtte og motstand i noen uker er ikke like signifikant som en aksje som har svingt mellom disse nivåene i flere måneder. Jo lengre aksjen beveger seg mellom støtte og motstand, jo mer blir dette referanseområdet akseptert av aktørene i markedet. Beveger aksjen seg i veldig lang tid innenfor dette området kan dette svekke nivåene, ved at nye aktører kommer inn som ikke har de samme tilknytningene til referansepunktene.

#### 13.15.1.2 Antall støttepunkter

Jo flere ganger en aksje har testet støtte og reager opp eller motstand og reagert ned, jo mer signifikant er disse nivåene. Dette kommer av at flere av aktørene i markedet vil akseptere nivåene, og mener at sannsynligheten for at historien gjentar seg er stor.

### 13.15.1.3 Avstanden mellom støtte og motstand

Styrken på støtte og motstand vil svekke seg når avstanden er liten, og styrke seg når avstanden er stor. Er avstanden liten vil dette karakteriseres som støy og ikke signifikante nivåer. Svinger en aksje mellom 200 og 240 kroner har denne mer signifikante motstands- og støttenivåer enn en aksje som svinger mellom 200 og 210. Dette begrunnes ved at aksjer vil bevege seg opp og ned, og volatiliteten i aksjen kan raskt gi falske signaler når avstanden er liten.

### 13.15.1.4 Volum ved støtte og motstand

Signifikansen ved et nivå kan også begrunnes i antall aksjer som omsettes ved de ulike aksje - kursene. For eksempel kan store volum gi signaler om at flere aktører handler på dette nivået og kan styrke støttenivået, eller svekke det ved lavt volum.

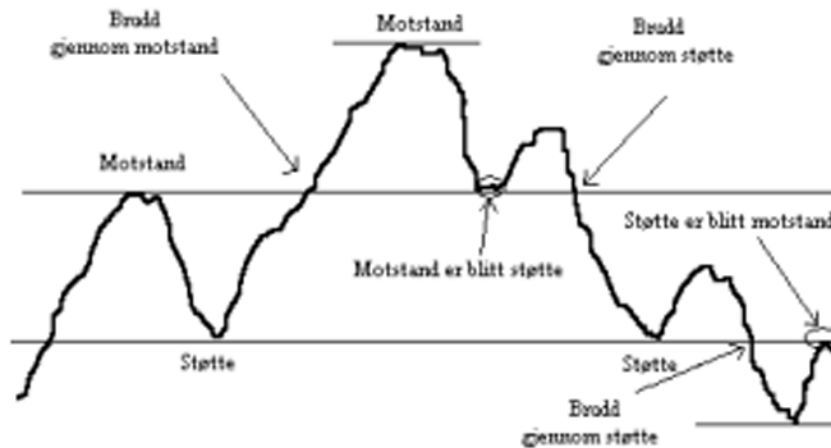
## 13.15.2 Når motstand blir støtte og støtte blir motstand

Når en aksjekurs bryter opp gjennom motstand vil den tidligere motstand bli støtte, og bryter aksjen støtte vil tidligere støtte bli motstand. Støtten og motstand kan altså komme fra en tidligere topp eller en tidligere bunn. For å kunne avgjøre om bruddet er signifikant, vil man se om nivået som er blitt brutt kan karakteriseres som sterkt ut fra de fire punktene som ble beskrevet over.



Kilde: <https://finanssans.no/teknisk-analyse>

Jo sterkere støtten og motstanden har vist seg å være, pluss hvor mye nivået er blitt brutt, vil være avgjørende for å kunne konkludere med at støtte og motstand har byttet rolle. Forklaringen er at støtte blir til motstand ved at de som kjøpte på støtte vil ikke selge før de er minst break-even ved fall igjennom støtte. Når en aksje bryter motstand og et nytt støttenivå blir dannet vil kjøperne ha overtaket. De som sitter på utsiden vil da vente på at kursen skal falle ned på det nye støttenivået før de kjøper. I dette tilfelle vil tilbud og etterspørselen bygge opp under de nye nivåene.



Det som tidligere var *støtte* kan med andre ord bli til *motstand* dersom vi får et *brudd*, og det samme kan også være tilfellet motsatt vei - hvor *motstand* går til *støtte*. Disse støtte- og motstandsnivåene kan så videre bli forsterket av volumforandringer i handelen. Eksempelvis sier man at økt volum ved oppgang er positivt for videre oppgang i aksjer - da det illustrerer positivt momentum.

Et gjennombrudd utover et støttenivå eller motstandsnivå er derfor et signal på:

- En akselerasjon av en trend
- En reversering av en trend

Når et motstandsnivå blir brutt, blir dets rolle reversert og det blir et støttenivå. Likeledes, når et støttenivå blir brutt, blir det nivået et motstandsnivå. Illustrasjonen under viser et eksempel hvor motstand blir et støttenivå.



Støtte- og motstandsanalyse brukes som du skjønner til å identifisere når en trend er akselererende eller reverserende, slik at vi kan ta de riktige beslutningene om kjøp og salg. Hvis du er oppmerksom på disse viktige nivåene har du gode sjanser for å tjene penger på aksjer.

### 13.15.3 Brudd på støtte og motstand

Ved brudd av støtte eller motstand vil likevekstnivået i markedet endre seg og signalisere et trendskifte. Brudd gir en av de sterkeste kjøps- og salgssignalene i teknisk analyse. Brudd på motstand vil bety videre oppgang, og brudd på støtte vil signalisere videre nedgang. Økende volum vil forsterke bruddet i bruddets retning, ved at stigende volum signaliserer større engasjement. Ofte vil ny fundamental informasjon være drivkraften bak et brudd.

Å handle på brudd kan være svært lønnsomt i et bullmarked, ved at betydningen av bruddet forsterkes i et stigende marked. Ofte vil man oppleve at aksjen faller tilbake etter et brudd og tester støtte (det som tidligere var motstand), for så å fortsette i bruddets retning (pullback).

I et bearmarked vil ikke denne strategien gi samme fortjeneste ved at det er færre kjøpere enn selgere, og man raskt kan oppleve falske brudd. Et falskt brudd er når kursen bryter motstand eller støtte, men fortsetter ikke i bruddets retning. Brudd på lavt volum kan være et signal om at trendskifte ikke vil vedvare.

Slike signaler er viktige å ta hensyn til i betraktningene, fordi at falske brudd ofte får sterke motreaksjoner. Dette kalles for et **avslutningsrally** for en trend, og kan signalisere en motreaksjon i aksjen. Kjøper du aksjer ved brudd gjennom motstand, vil det være smart å forsøke å begrense tapet ved falske brudd. Da kan man benytte seg av stop loss (forsikre seg mot nedgang), ved å sette stop - loss rett under motstandsnivået som ble brutt.

Siden teknikerne bruker ulike chart vil det være uenighet når man kan konstatere et brudd. En tekniker som benytter candlestick kan oppleve at kursen har brutt støtte eller motstand, uavhengig av sluttnoteringen. På den andre siden har man de som benytter kun sluttnoteringen. De vil ikke konstatere et brudd ut fra de intradage svingningene.

I følge Dow – teorien vil sluttnoteringen avspeile all markedsdeltakeres totale holdninger til markedet. Da vil de intradage svingningene i kursen ikke spille noen rolle. Det skal sies at Dow hadde sitt fokus på primærtrenden i markedet, og mente at de kortsiktige svingningene kun var støy.

Traderne kan kjøpe på bruddet gjennom motstand og selge seg ut i løpet av dagen, før den bryter ned. Dette forteller oss at langsiktige og kortsiktige investorer har ulikt syn på når et brudd har oppstått, og vil kanskje komme til ulike konklusjoner.



## 13.16 Kontinuitetsmønstre



**Kontinuitetsmønstre** indikerer en pause i en trend, noe som tyder på at den forrige retning vil gjenopptas etter en periode. Vi skal se på følgende mønstre:

- priskanaler
- symmetriske trekanter
- flagg og vimpler

### 13.16.1 Priskanaler

En **priskanal** er et kontinuitetsmønster som er avgrenset av en trendlinje og en returlinje. En priskanal kan skråne opp (**stigende mønster**), ned (**synkende mønster**) eller ikke i det hele tatt (**rektangelmønster**). Avhengig av kanalskråningen kan hver av linjene fungere enten som støtte eller motstand.

En **stigende** priskanal anses som stigende. Tradere vil forsøke å kjøpe når prisene når trendlinjestøtten og ta gevinst når den når returlinjemotstanden.





En **synkende** priskanal anses som fallende. Tradere vil forsøke å selge når prisene når trendlinjemotstanden og ta gevinst når den når returlinjestøtten.



**Rektangelmønstre** er verken stigende eller fallende, men gjenspeiler rett og slett en pause i den underliggende trenden.



For å tegne en stigende priskanal er det nødvendig å ha minst to høyere lave og to parallelle, eller høyere høye. Motsatt, for å tegne en fallende priskanal, er det nødvendig med to lavere høye eller lavere lave.

Selv om kanalene vanligvis refereres til som kontinuitetsmønstre, finnes det unntak når en reverseringstrend kan oppstå. I disse tilfellene vil prisene vanligvis ikke berøre returlinjen før den faller i det som kan være et tidlig tegn på en forestående reversering.

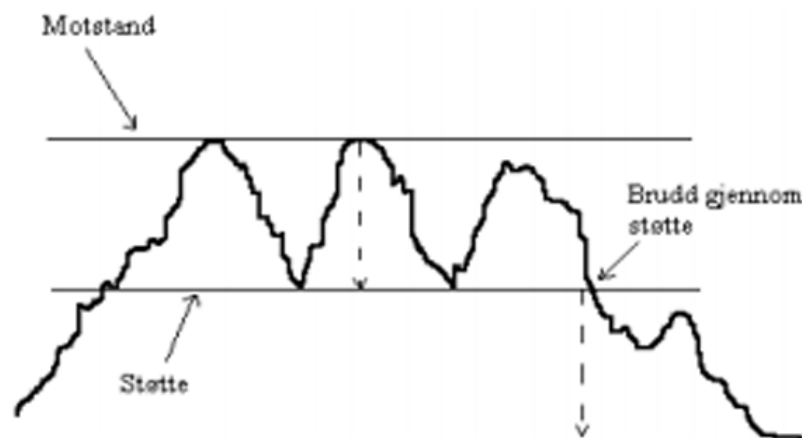
Kanaler har også kvantitative implikasjoner. Når pristiltak bryter gjennom kanallinjen, beveger prisene seg vanligvis en avstand som tilsvarer minst bredden av kanalen.

Fordi teknisk analyse er like mye kunst som det er vitenskap, er det rom for fleksibilitet. Selv om eksakte trendlinjeberøringer er ideelt, er det opp til hver enkelt å bedømme relevans og plassering av både hovedtrendlinjen og kanallinjen. Med bruk av samme tegn er en kanallinje som er nøyaktig parallell til hovedtrendlinjen ideell.

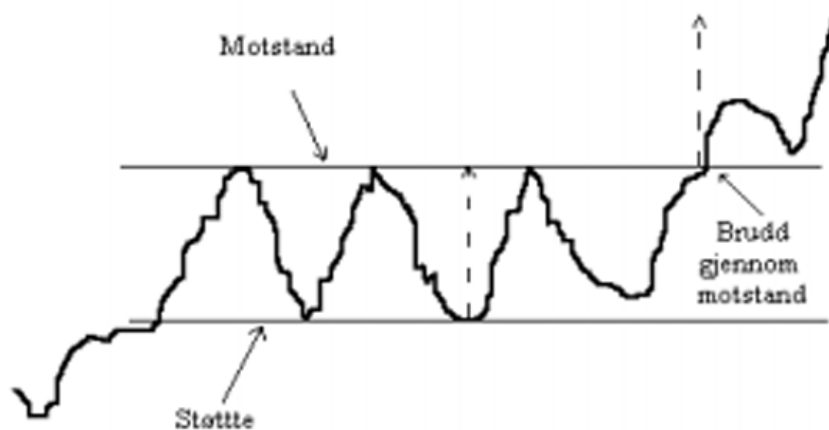
### 13.16.2 Rektangler

Rektangler kan både signalisere en trend - reversering eller en trendfortsettelse, både i en stigende og fallende trend. Reverserende rektangler kan dannes både i toppen og i bunnen av en trend. Fortsettende rektangler finner vi midt i trendforløpene. Som navnet sier vil formasjonene danne et rektangel, der kursen beveger seg mellom to parallelle linjer hvor den nedre linjen vil fungere som støtte og den øvre linjen fungere som motstand.

Linjene som vi har tegnet som støtte og motstand er helt vannrette og helt parallelle, men linjene kan være skjeve og ikke perfekt parallelle uten at formasjonen mister sin betydning. Figur 11 viser et eksempel på et reverserende rektangel. Vi ser tre tydelige topper og to bunner som er blitt dannet mellom motstand og støtte. At den siste toppen ligger noe under de foregående vil gi forvarsel om kommende nedgang, men det er ikke avgjørende.



Figuren under viser derimot et eksempel på et fortsettende rektangel. Vi ser at aksjekursen går i en sidelengs korreksjonsbevegelser. Dette viser en pause i aksjekursen før den fortsetter i trendretningen. Vi ser også at den siste bunnen ligger over de foregående, som kan være et forvarsel om videre oppgang, men dette er ikke gitt i formasjonen.



I en rektangelformasjon skal man være forsiktig med å konkludere med falske brudd, ved at den kan signalisere at trenden vil fortsette eller reversere. Som i de foregående formasjonene vil man kunne oppleve pullback. Tilbakeslag mot støtte eller motstand der nivåene ikke brytes, bekrefter trenden.

For å signalisere mulig kursbevegelse ved brudd, har vi tegnet inn stiplede linjer i figurene over. Brudd vil da gi oss minimum det samme som rektanglets høyde.

Bullkowski (2000) bekrefter dette, og sier at jo høyere rektanglet er, jo større kursbevegelse i trendretningen etter brudd. I følge Frölich og Linløkken (2001) vil også lengden på utviklingen av rektanglet ha innvirkning på kursbevegelsen etter brudd.

For å styrke formasjonen vil volum spille en viktig bi rolle. I en reverserende bunnformasjon bør vi teoretisk sett se at volumet øker etter hvert.

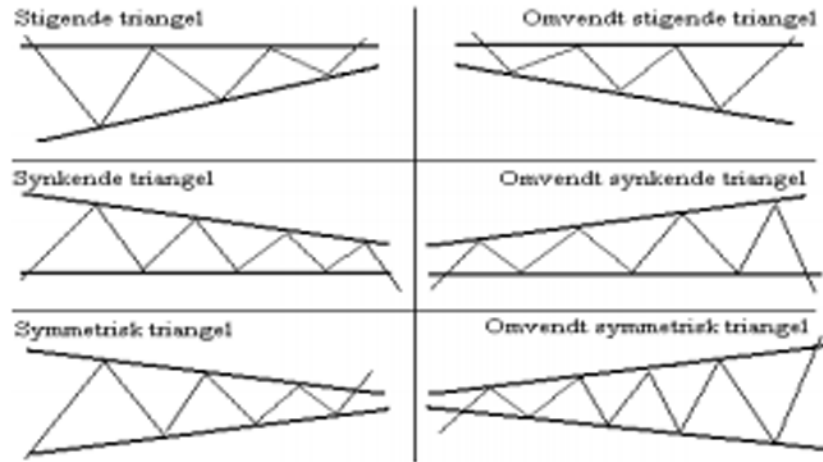
I en reverserende toppformasjon vil det være optimalt om omsetningen avtar gjennom utviklingen av formasjonen. Som alltid vil volumet i forbindelse med brudd være avgjørende for videre kursbevegelse.

Bullkowski (2000) viser i sin undersøkelse at brudd på høyt volum vil gi en gjennomsnittavkastning på 47 % og ved normalt til lavt volum vil gi 37 %.

### 13.16.3 Triangel

Triangler har mange likheter med rektangel, som for eksempel at kursene går opp og ned mellom støtte og motstand. I et rektangel så vi at støtte- og motstandslinjene var parallelle, men i et triangel vi dem sprike og se ut som en trekant.

vært lang tid, avhengig i tre forskjellige typer; *stigende*, *synkende* og *symmetrisk*. Disse tre typene kan enten være reverserende eller fortsettende. I figuren under ser vi eksempler på denne formasjonen.



Et triangelmønster vil si et mønster i form av støtte, motstand og brudd som en trekantet formasjon. De som satser på å tjene på aksjens oppgang vil gjøre det best ved å fokusere på de stigende trianglene.



Som vist på bildet så setter aksjekursen stadig høyere bunner mens toppene går omtrent på samme linje. Dette betyr en stigende støttelinje og en motstandslinje som holder seg på samme nivå.

Etter aksjen bryter gjennom motstandsnivået vil den ofte gå tilbake til motstandslinjen for å teste det nye støttenivået som har blitt laget (motstand blir til støtte...). Denne tilbaketrekkingen kaller man en **pullback**.

Man kan også kombinere triangler med å se på volumet. Et triangelmønster som bryter over motstandsnivået på høyt volum er et godt tegn.

Kjøpsignalet blir altså når aksjekursen bryter gjennom motstandsnivået, profit target regnes ut i fra hvor mange kroner det er fra den første og laveste bunnen til motstandsnivået. I en undersøkelse på 500 aksjer fant man ut at hele 89 prosent nådde profit target.

## 13.16.4 Symmetrisk triangel

Det symmetriske triangelet er et videreført mønster som utviklet seg i markeder som synes formålsløse i retning. Mønsteret inneholder minst to lavere høye og to høyere lave som synes å føre sammen. Når linjene som kobler disse punktene sammen blir utvidet, møtes de og et symmetrisk triangel blir resultatet.

I de symmetriske triangelene er det vanskelig å forutsi den fremtidige trendretningen, ved at mønstre ikke forteller oss om utbruddsretningen. Undersøkelsen av Bullkowski (2000) viser at disse triangelene sjelden oppstår, mens Frölich og Linløkken (2001) påpeker at de symmetriske triangelene er mindre pålitelige enn rettvinklede.

Alle triangelene kan også signalisere en reverserende eller en fortsettende trend, for å forenkle arbeidet vil vi ikke skille mellom dem.

En Tommelfingerregelen for triangler er at bruddet skjer i trendretningen, altså en fortsettende trend. I de stigende og synkende triangelene vil vi ha en vannrett linje og en linje som stiger eller synker. I de stigende triangler vil toppene ligge på samme kursnivå og bunnene vil endte være stigende eller synkende. De synkende triangler vil da ha bunner på samme kursnivå, men toppene vil enten være stigende eller synkende. Det er forholdsvis lett å forholde seg til rettvinklede triangler. Ved at de stigende triangler danner motstand ved den vannrette linjen, og de synkende triangler danner støtte ved den vannrette linjen.

Som i likhet med rektangel skal man være forsiktig med å oppfatte kursutviklingen som brudd. I starten av dannelsen av triangelet, kan brudd vise seg til å være en overgang til et rektangel. I følge undersøkelsen av Bullkowski (2000) er rundt 25 % av bruddene falske ved stigende triangler, og rundt 22 % for synkende triangler. Triangler som forteller oss at kursutviklingen ikke vil fortsette i bruddets retning, men går tilbake inn i formasjonen.

Siden vi har en vannrett linje i de stigende og synkende triangelene, vil bruddet på denne vektlegges mer enn brudd på den skrå linjen. Det vil da oftere forekomme falske brudd på de skrå linjene. Ved signifikante brudd vil det i noen tilfeller oppstå pullbacks, dette forekommer i over 50 % av tilfellene (Bullkowski 2000). Men har man konstatert et brudd vil det være svært få som ikke stiger/avtar mer enn minimumsgrensen på 5 %, som signaliserer grensen for falske brudd.

Signifikansen av et brudd vil også bli styrket av lengden og størrelsen av triangelet. Det som ofte blir satt som kurspotensial ved brudd i triangler, er avstanden mellom støtte og motstand i starten av formasjonen (Bullkowski 2000). Undersøkelsen viser også at der er større sannsynlighet for at en stigende triangel skal nå kurspotensialet, enn for en synkende triangel. Volumet bør være avtagende gjennom utviklingen av formasjonen, og selvfølgelig stige ved brudd.

Det symmetriske triangelet har både måle- og timingimplikasjoner. Siden mønsteret er fullført, reduseres pris og volum før begge reagerer kraftig for å bryte ut av triangelets grenser. Når gjennombruddet oppstår, har prisene en tendens til å bevege seg et stykke likt triangelets fundament eller mer (se eksempel nedenfor). Fra et timingperspektiv bør gjennombrudd på et triangel oppstå et sted mellom halvveis og to tredjedeler langs avstanden fra basen til toppen, dvs. triangelets høyde.

Gjennombruddet kan oppstå på hver side av triangelet. Når det foreligger et stigende symmetrisk triangel, skjer gjennombruddet i samme retning som forrige stigende trend. Når det foreligger et fallende symmetrisk triangel, skjer gjennombruddet i samme retning som forrige fallende trend.

### Eksempel på et stigende symmetrisk triangel



### 13.16.5 Flagg og vimpler

Disse to lignende kontinuitetsmønstrene oppstår vanligvis ved midtpunktet av en stor prisbevegelse og representerer kun korte pauser i et dynamisk marked. De kan identifiseres og kjennetegnes av formen på "*kroppen*;" et rektangel som skråner svakt mot trenden i tilfelle med flagget, og en trekant i tilfellet med vimpelen.

Flagg og vimpler er lignende både i form og tolkning. Begge markerer en liten konsolidering av en prisbevegelse, men for virkelig å betraktes som kontinuitetsmønstre bør det være bevis fra en tidligere trend.

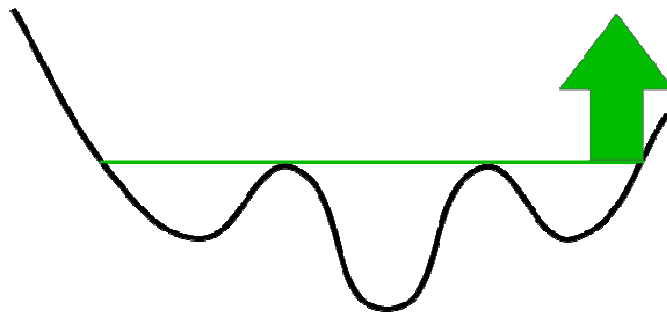
Flagg og vimpler blir vanligvis innledet med en skarp stigning eller nedgang i retning av trenden som gir formen på "*flaggstangen*" på diagrammet. Gjennombruddet fra mønsteret bør vise en minimal prisbevegelse lik lengden på flaggstangen.





**Eksempel på et stigende flagg:** Når et gjennombrudd oppstår, er den minimale prisbevegelsen lik størrelsen på flaggstangen.

## 13.17 Formasjoner i aksjekursen



Aksjekurs **formasjoner** bygger på prinsippet om at historien har en tendens til å gjenta seg og at utviklingen til aksjekursen vil gå i bølger. Bølger som formes av støtte og motstand nivåer, før kursen bryter ut, enten oppover eller nedover.

Ved å være tidlig ute med å forstå hvilket mønster aksjekursen beveger seg inn i, kan vi utnytte dette til vår fordel. Riktignok er det ikke alltid aksjekursen går som forventet, men det å gjenkjenne formasjoner vil uansett være et steg i riktig retning av å kunne slå markedet. Formasjonene vil i likhet med støtte- og motstandsnivåer bli dannet ut fra de psykologiske holdninger og forventninger til dem som trader aksjen.

Formasjonene er viktigst når markedet går sidelengs. Når markedet går sidelengs vil markedet enten snu og gå motsatt vei, eller fortsette i samme trend. Når markedet snur vil dette karakteriseres som en **reverserende formasjon**. Denne formasjonen befinner seg enten i toppen eller i bunnen av en trend. Når markedet fortsetter den samme trenden etter en sidelengs pause/korreksjon vil dette karakteriseres som en **kontinuasjonsformasjon**.



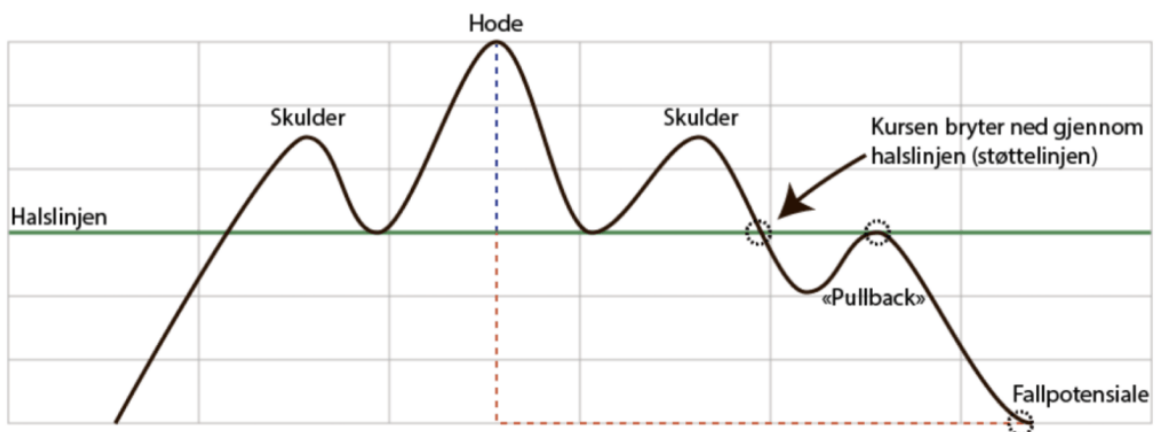
Disse formasjonene vil da inntre på forskjellige trinn underveis i en pågående trend. Felles for kontinuasjonsformasjoner er at de tar kortere tid å danne enn reverseringsformasjoner.

Murphy (1986) lister opp følgende punkter som er viktig å identifisere i denne sammenheng:

1. **Man må befinne seg inne i en trend før man kan finne et reverseringssignal.**
2. **Et brudd på en viktig trendlinje er ofte det første tegnet på reversering.**
3. **Oppgangen eller nedgangen som ventes etter reverseringen blir større, jo større formasjonen er i høyde og bredde.**
4. **Formasjonen på toppen av en trend vil ofte ha en kortere varighet samt større volatilitet, enn i bunne av en trend.**
5. **I bunnområdet vil ofte prisområdet være mindre, og vil da ta lengre tid å bygge formasjoner her.**

### 13.17.1 Hode og skulder formasjon (Reverseringsformasjoner )

Hode og skulderformasjonen er den mest kjente og antatt mest troverdige av de tekniske formasjonene.



Kilde: <https://finanssans.no/teknisk-analyse>

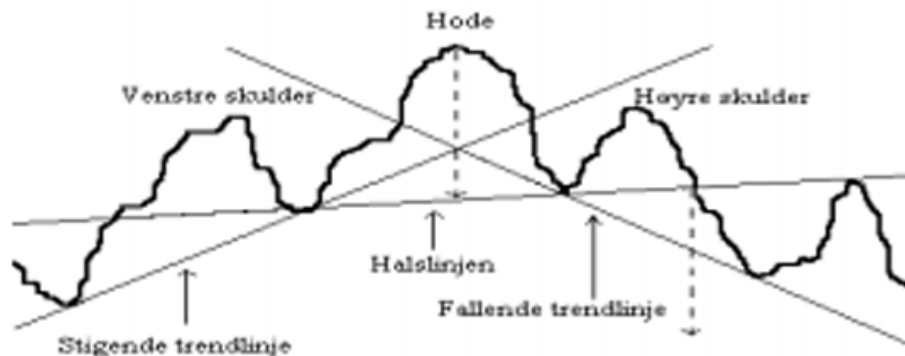
En «hode og skulder formasjon» dannes som regel etter at det har vært en stigende trend i aksjekursen. Som navnet tilsier består formasjonen av venstre skulder, hode og høyre skulder. Høyden på hodet skal helst være 1,5 til 2 ganger høyere enn skuldrene for at formasjonen skal være signifikant. Halslinjen - eller støttelinjen - dannes ved å trekke en linje mellom bunnen av venstre skulder og bunnen av hodet.

Når kursen bryter gjennom halslinjen etter høyre skulder, kommer det ofte det som kalles for en «pullback» (*konsolidering*). Legg merke til støtte har blitt til motstand ved dette punktet. Avstanden mellom halslinjen og fallpotensiale utgjør samme avstand som mellom halslinjen og øverste punkt på hodet.

De tre karakteristiske toppene gjør at den er enkel å oppdage. Dette er et klassisk eksempel på en reverserende formasjon, hvor trenden går fra å være stigende til fallende. Det er sjeldent å se denne formasjonen bli dannet i en negativ trend.

Venstre skulder er den første toppen som dannes. I toppen av venstre skulder korrigerer kursen ned før den starter å stige til en høyere topp som danner hodet. Kursen vil nå falle gjennom trendlinjen før den danner en ny topp, høyre skulder.

Høyre skulder vil stoppe stigningen når den er på nivå med venstre skulder. Bunnen som er blitt dannet mellom de to skuldrene kalles halslinjen, og danner støtte. Bruddet på halslinjen kompletterer formasjonen. I figuren under ser vi et typisk eksempel på hode- og skulderformasjon.



Vi ser at den stigende trenden blir brutt og høyre skulder korrigerer ned gjennom halslinjen. Det er ikke gitt at halslinjen er vannrett, en hode- og skulderformasjon vil ofte være skjev uten å miste sin betydning. Etter bruddet på halslinjen vil ofte kursen tangerer tilbake mot halslinjen (pullback), før den faller videre. Hvor langt kursen vil falle etter brudd på halslinjen vil kun være en antagelse. De stiplede linjene i figuren viser hva som kan forventes. Hvis det for eksempel er 20 % fra toppen av hode til halslinjen, kan det forventes en nedgang på 20 % etter etablert brudd på halslinjen.

Det som ofte vil kjennetegne volum i en hode- og skulderformasjoner, vil være at volumet er størst ved dannelsen av venstre skulder og starten av hode. Volumet vil avta mot toppen av hode og dannelsen av høyre skulder, og dette signaliserer nå en kommende nedgangstrend. Bruddet på halslinjen bør komme på økende volum for å signalisere videre nedgang.

Hvorfor oppstår formasjonen? Grøtte (2002) forklarer formasjonen med psykologien i markedet og endringene i tilbud og etterspørsel. Siden denne formasjonen ofte dannes i et stigende marked vil venstre skulder dannes ved at mange sikrer gevinst. Etter fallet fra toppen av venstre skulder vil mange se på kursen som billig og ønsker å kjøpe.

Etterspørselen vil presse prisen opp og skape momentum nok til å danne hode, og som vi kan se i figuren over aksjen fortsatt i en stigende trend. Flere vil nå tro at potensialet i aksjen er nådd, og ønsker dermed å selge. Når aksjen nå faller mot støtte vil aksjen muligens være oversolgt, og flere tro at historien vil gjenta seg. Høyre skulder er nå blitt dannet, men etterspørselen i aksjen klarer ikke å presse kursen over den tidligere toppen

(hode). Til slutt faller aksjen og bryter ned gjennom halslinjen på økende volum, og aksjen ligger nå i en fallende trend.

### 13.17.2 Omvendt hode- og skulderformasjon

Denne formasjonen er ganske enkelt en hode- og skulderformasjon snudd opp ned. Denne formasjonen vil i motsetning til vanlig hode- og skulderformasjon gå fra å være fallende til stigende. Den dannes i bunnen av en trend, men har de samme grunnprinsippene som den vanlige hode- og skulderformasjonen.

Starten på denne formasjonen vil komme etter et fall i aksjen og en påfølgende reaksjon opp, men gjenopptar den fallende trenden. Når aksjen nå bunner ut på et lavere nivå en det foregående får vi en reaksjon opp som danner hode. Når aksjen korrigerer ned etter oppgangen vil denne bunne ligge over den foregående.

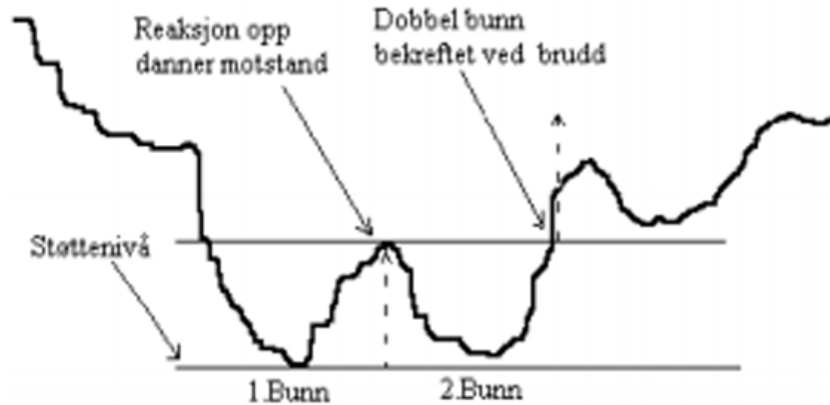
Nå kan man tydelig se at en omvendt hode- og skulderformasjon er i emning, og vi kan trekke en halslinje. Halslinjen vil nå signalisere motstand og bør brytes på økende volum for å vise styrke. Bruddet på halslinjen tilsier at motstanden er blitt støtte, og i tilfelle støtte ikke stopper en tilbakegang er risikoen stor for videre nedgang.

### 13.17.3 Dobbel bunn

Dobbel bunn er annen av de mest kjent formasjonene ved siden av hode- og skulderformasjonen. Dette er en **reverserende bunnformasjon**. Den fallende trenden avsluttes med to bunner, før aksjen snur til en stigende trend. Skal denne formasjonen være perfekt, vil begge bunnene ha det samme kursnivået, men formasjonen mister ikke sin betydning om den siste bunnen er noe lavere eller høyere en den foregående.

Det mest vanlige er at den siste bunnen er høyere enn den foregående, siden aksjen skal inn i en stigende trend. Oppbygningen av en dobbel bunn skjer ved at den første bunnen etablerer støttenivå, og motstandsnivået vil bli etablert ved det høyeste punktet mellom bunnene. Fallet fra motstandsnivået vil ofte skje på et lavere volum enn etableringen av den første bunnen.

Det som er avgjørende for suksessraten av denne formasjonen, er om aksjekursen klarer å bryte igjennom motstandsnivået. Pullbacks vil også forekomme i denne formasjonen, slik som de andre formasjonene vi har diskutert. Viser det seg at støtten holder vil dette bekrefte den stigende trenden. I figuren under har vi et typisk eksempel på en dobbel bunnformasjon.



I motsetning til hode- og skulderformasjonen gir dobbel bunn stor sannsynlighet for falske signaler hvis den ikke bryter motstanden.

I følge Bullkowski (2000) sin undersøkelse ga 63 % av hele 980 mulige doble bunner falske signaler om motstanden ikke ble brutt. Undersøkelsen viser også at ved å vente på bruddet, vil kun 3 % av de utvalgte doble bunnformasjonene gi falske signal. Brudd som ga mindre enn 5 % oppgang etter bruddet ble sett på som falske signaler.

Kurspotensialet i denne formasjonen finner vi på samme måte som i hode- og skulderformasjonen. De stiplede linjene i figur 10 viser at avstanden mellom bunnen og toppen gir den potensielle gevinsten når motstanden er blitt brutt.

### 13.17.4 Dobbel topp

Motsatt av dobbel bunn har vi dobbel topp. Dette er en reverserende toppformasjon, som forteller oss at vi går fra en stigende trend til en fallende trend. I det sjettede grunnprinsippet til Dow vil en stigende trend karakteriseres ved at hver topp og bunn ligger over den foregående. Klarer ikke aksjekursen å etablere seg over den foregående, men stopper omtrent på det samme kursnivået, har vi en dobbel topp.

Siden dobbel topp er et signal på at aksjen skal falle, vil ofte den andre toppen ligge noe lavere enn den første. Grøtte (2002) bekrefter dette, og i tillegg vil topper som ligger nærme hverandre ha størst signifikans. Denne formasjonen dannes ved at den første toppen signaliserer motstand og korreksjon tilbake danner støtte på det laveste punktet mellom toppene.

Støttenivået vil være hovedgrunnlaget for formasjonen, og må brytes for at den doble toppen skal være komplett. Brudd på dette nivået vil signalisere videre nedgang og aksjen vil ligge i en fallende trend. Fikk man ikke solgt før brudd på støtte, kan man ofte få muligheten når aksjen reagerer opp (pullback).

Bullkowski (2000) har også tatt for seg dobbel toppformasjoner, og i likhet med dobbel bunn gir formasjonen falske signaler i 63 % av tilfellene dersom man ikke venter på at støttenivået brytes. Venter man å selge eller å gå short ved brudd på støtte, har man en treffprosent på 83. Dette vil si at denne formasjonen gir 17 % falske signaler ved brudd,

som er noe høyere enn ved dobbel bunn. Dette forklarer Grøtte (2002) ved at markedet i det lange løp viser en større tilbøyelighet til å stige enn å falle.

Kurspotensialet finner vi ved å måle avstanden fra toppen til bunnen i formasjonen, og vil signalisere det potensielle fallet de neste ukene ved brudd på støtte. Volumet bør være høyt i dannelsen av den første toppen, for så å reduseres ved dannelsen av den andre toppen.

## 13.17.5 Gap

En «gap» er "tomme rom" som oppstår på steder i kursbildet hvor det ikke finnes noen handler. Dette «gapet» er vanlig å finne mellom dagens sluttkurs og dagens åpningskurs. Gapet kan skyldes nyheter og resultatrapporter som kommer frem etter stengetid, og som markedet reagerer positivt eller negativt til når børsen åpner.



Vi skiller mellom fire ulike type «gap»:

1. «**Common gaps**» er «gaps» som oppstår hyppig, men som regel blir tettet igjen forholdsvis raskt. Slike «gaps» skjer som regel på lite volum.
2. «**Breakaway gap**» oppstår når det er en «gap» som bryter ut av det normale handelsområde - der hvor tidligere støtte og motstand er etablert. For eksempel hvis aksjen ble handlet for 10-12 kroner gjennom flere måneder, for så å plutselig omsettes til 15 kroner aksjen - uten at aksjen var innom 12 og 13 kroner. Som mye annet i teknisk analyse, er høyere volum et kriterium for at «gapet» skal være troverdig eller signifikant.

3. «**Runaway gap**», eller «**Measuring gap**» som det også blir kalt for, er «gaps» som oppstår i en allerede stigende eller synkende trend - halvveis ut i trenden.
4. «**Exhaustion gaps**», gap som, i likhet med en «runaway gap», oppstår under en allerede stigende eller synkende trend. Forskjellen er at dette «gapet» kommer på **slutten av trenden**. Det betyr at trenden snur etter et «exhaustion gap».

## 13.18 Relative Strength Index (RSI)

**Relative Strength Index (RSI)** indikatoren er en av de mest brukte innen teknisk analyse, og ble utviklet av J. Welles Wilder i 1978 som et system for å gi faktiske kjøps- og salgssignaler i et skiftende marked.

RSI forteller oss i hvilken retning (opp eller ned) aksjekursen beveger seg. Dette gjør den ved å måle hvordan oppgangen og nedgangen i aksjekursen har vært i forhold til hverandre over en periode.

Når den gjennomsnittlige gevinsten er større enn det gjennomsnittlige tapet, stiger RSI, og når det gjennomsnittlige tapet er større enn den gjennomsnittlige gevinsten, synker RSI. Av denne grunn er RSI en god og mye brukt momentum indikator.

Forskning viser at RSI-momentum gir en statistisk bedre avkastning enn gjennomsnittlig børsavkastning.

### 13.18.1 Hvordan beregnes RSI?

Det spesielle med RSI er at den måler den relative styrken til aksjen målt mot seg selv, og ikke i mot andre aksjer og indekser. RSI gjør en sammenligning mellom snittbevegelsen på stigende dager med snittbevegelsen på fallende dager i en viss valgfri periode. Ved hjelp av forhåndstallet som beregnes, kan man se om en aksje er overkjøpt eller oversolgt. Dette forhåndstallet blir regnet ut ved hjelp av en formel og beveger seg imellom 0 og 100.

RSI er basert på forskjellen mellom gjennomsnittet av sluttkurs på dager med stigning vs gjennomsnittlig sluttkurs på dager med nedgang, observert over en 14-dagers periode. Denne informasjonen blir deretter omgjort til en verdi fra 0 til 100.

### 13.18.2 RSI formel

Formelen for **RSI** er;

$$\text{RSI} = 100 - (100 / (1 + \text{RS}))$$

hvor RS er gjennomsnittet av antall dager med oppgang, dividert på antall dager kursen har falt. RSI viser da hvor sterk aksjen er i forhold til de siste antall dagene med nedgang.

Formelen kan operasjonaliseres slik:

```
priceUp = sum(changes(up-days))  
priceDown = -sum(changes(down-days))  
RSI = 100 * priceUp / (priceUp + priceDown)
```

### 13.18.3 Tidshorisont

Tidshorisontene som oftest blir brukt er 14- og 21 dager, men dette avhenger av tidshorisonten på investeringen. Har man for eksempel en tidshorisont på sin investering på flere år, kan man benytte seg av så mye som 100 dager. Da vil man utelukke flere av de falske signalene som vil bli gitt ved å benytte seg av færre dager. Har det vært en sterk nedgang vil RSI vise et lavt tall og det motsatte skjer ved oppgang.

### 13.18.4 Eksempel på RSI

Du kan se i rødt på diagrammet nedenfor relativ styrke-indeksen for GBP/USD paret.



### 13.18.5 Hva forteller RSI og hvordan bruke RSI?

#### 13.18.5.1 Trend

RSI brukes vanligvis til å bekrefte en eksisterende trend, med et tall mellom 0 og 100. En oppadgående trend blir bekreftet når RSI er over 50 og en nedadgående trend når den er under 50.

**Oppadgående trend: RSI > 50**

**Nedadgående trend: RSI < 50**



### 13.18.5.2 Kortsiktig styrke (overkjøpt/oversolgt)

RSI forteller også om aksjekursen er overkjøpt eller oversolgt. Er RSI under 30, sier vi den er oversolgt, og er den over 70, sier vi den er overkjøpt. Ved å overvåke dette nivået kan vi få et signal før markedet reverserer.

**Aksjen er overkjøpt: RSI < 30**  
**Aksjen er oversolgt: RSI < 70**

### 13.18.5.3 Høy PSI

En overkjøpt tilstand (RSI over 70) betyr at det er nesten ingen kjøpere igjen i markedet, og dermed vil prisene sannsynligvis falle fordi de som tidligere har kjøpt nå vil ta gevinsten ved å selge. Dette var hovedregelen tidligere, men i de senere år ser vi at stadig flere ønsker en høy RSI, altså sterkt kortsiktig momentum, for aksjer de eier eller skal kjøpe.

Siden aksjer med høy PSI allerede har steget mye og kan oppfattes som dyre kan det mentalt være vanskelig å kjøpe aksjer med høy PSI. Høy RSI indikerer imidlertid at flere investorer er på vei inn og at oppgangen vil fortsette. Spørsmålet er bare hvor lenge. Noe som igjen er avhengig av hvilke krefter som har drevet aksjekursen oppover.

### 13.18.5.4 Lav PSI

En oversolgt tilstand (RSI under 30) er den stikk motsatte som høy PSI.

## 13.18.6 Nye nordiske studier

[Nordnet](#) har på sidene sine lagt ut en undersøkelse utført av Investtech (2915) viser at aksjer med en PSI over 70 de senere årene har hatt en tendens til å fortsette å stige, mens aksjer med en PSI på under har fortsatt å underrepresentere i forhold til indeksen.

I sin oppsummering skriver de:

*"Vi har studert 24210 tilfeller der RSI 21 krysset over 70-grensen og 15508 tilfeller der RSI 21 krysset under 30-grensen. Vi har brukt 19 år med børskurser fra Norge og 12 for de øvrige landene. Dataene er fordelt med rundt 30 % fra Norge, 45 % fra Sverige, 15 % fra Danmark og 10 % fra Finland.*

*Resultatene er konsistente i de fire markedene, og viser at aksjer som har fått høy RSI, over det kritiske 70-nivået, har fortsatt å stige framover. Samtidig har aksjer med lav RSI, under det kritiske 30-nivået, fortsatt å gjøre det svakere enn børsen framover."*

## 13.18.7 Konklusjon og mulig handelsstrategi

I sin gjengivelse av undersøkelsen til Investtech gir Nordnet følgende konklusjon og forslag til handelsstrategi.

*"RSI anses som en god indikator for bruk til stockpicking. En mulig strategi kan være å kjøpe aksjer med høyt momentum, for eksempel når RSI21 går over 70, og holde de så lenge RSI indikerer høyt eller nøytralt momentum. Salg kan for eksempel gjøres når RSI faller under 50"*

Hvordan man karakteriserer en aksje som overkjøpt eller oversolgt vil variere, men det vil være smart å teste hvilke nivå som gir best avkastning på din portefølje.

## 13.19 Glidende gjennomsnitt

Et **glidende gjennomsnitt** er et gjennomsnitt av en skiftende enhet med priser beregnet over et gitt antall dager. Et glidende gjennomsnitt gjør det lettere å visualisere markedstrendene etterhvert som det fjerner, eller i det minste minimerer, daglig statistisk støy. Det er et vanlig verktøy i teknisk analyse og brukes enten alene eller som en oscillator.

Det finnes flere typer av glidende gjennomsnitt. I denne artikkelen vil vi se på:

- **Enkelt, glidende gjennomsnitt (SMA)**
- **Eksponensielt, glidende gjennomsnitt (EMA).**
- **MACD (glidende gjennomsnitt konvergens-divergens)**

### 13.19.1 Enkelt glidende gjennomsnitt (SMA)

#### 13.19.1.1 Definisjon og beregning

Glidende gjennomsnitt er kanskje den indikatoren som er mest utbrukt. Glidende snitt er en kurve som inneholder all prisinformasjon, men som glatter ut svingningene. Det enkle, glidende gjennomsnitt er et aritmetisk gjennomsnitt av prisdata. Det beregnes ved å oppsummere hver intervalls pris og dividere summen med antall intervaller omfattet av det glidende gjennomsnittet.

Hvordan SMA best fungerer kan best illustreres med et enkelt eksempel. La oss si at du ønsker å finne **SMA** for en periode på 5 dager. Aksjekursen for disse fem dagene har vært: 10, 12, 9, 14 og 11. SMA for denne perioden blir da:  $(10+12+9+14+11) / 5 = 11,2$

Neste dag faller aksjekursen på 10 ut, og erstattes med aksjekurs på la oss si 15. Da vil SMA bli:  $(12+9+14+11+15) / 5 = 12,2$

Slik fortsetter det for hver dag eller periode.

Selv om den daglige sluttkursen er den vanligste prisen som brukes til å beregne enkle, glidende gjennomsnitt, kan gjennomsnittet også være basert på midtområdenivå eller på et daglig gjennomsnitt av de høye, lave, og sluttkursene.

Jo lengre tidsperioden vi anvender, desto roligere vil grafen holde seg. Gjennomsnittet vil ta lengre tid før det skifter enn selve kursgrafen, og avstanden mellom kursen og glidende snittet blir større jo mer kursen går i trendretningen. Denne avstanden vil minske når trend nærmer seg slutten. Selve kjøp- og salgssignal får vi når kursen bryter det glidende snittet. Har begge samme retning og linjene bryter, utløses det sterkeste signalet i formasjonen.

Det glidende snitt utledes matematisk ved:

$$MA_t = \frac{1}{n} (S_t + S_{t-1} + \dots + S_{t-n+1}) = \frac{1}{n} \sum_{i=0}^{n-1} S_{t-i}$$

der MA er verdien på det glidende snittet ved dag t, n er antall dager og S er kursen ved dag t. Man bruker her sluttkursen for å kalkulere. For eksempel er et ti dagers glidende snitt den 12.11, et produkt av kursene f.o.m. den 30.10, t.o.m. den 12.11, dividert på ti. Det glidende snitt den 13.11, inneholder kursene f.o.m. den 31.10 t.o.m. 13.11. Med andre ord betyr dette at gjennomsnittet ”glir” fremover, derav glidende snitt.

Når kursen og det glidende snittet har lik retning og kursen bryter opp kalles det et ”*golden cross*”, og når kurskurven bryter ovenfra og ned kalles det ”*death cross*”.

### 13.19.1.2 Fordeler

Glidende gjennomsnitt er et utjevningsverktøy som viser den grunnleggende trenden i markedet.

Det er en av de beste måtene for å måle styrken til en langsiktig trend, og sannsynligheten for at den vil snu. Når et glidende gjennomsnitt er på vei oppover, og prisen er over det, er sikkerheten for oppadgående. Omvendt kan et nedadgående, skrånende, glidende gjennomsnitt med prisen under, brukes til å signalisere en nedadgående trend.

### 13.19.1.3 Ulemper

Det analyserer bakover i tid heller enn fremover. Signalene oppstår etter den nye bevegelsen, hendelsen eller trenden har startet, ikke før. Derfor kan det lede deg til å gå inn i handelen litt sent.

Det blir kritisert for å gi lik vekt til hvert intervall. Enkelte analytikere mener at nyere kurser bør gis mer vekt.

Indikatoren kan gi falske signaler hvis vi ikke tar hensyn til avstanden mellom linjene. Er avstanden for stor vil mye av kurspotensialet være borte før glidende snitt brytes. Er linjene for smale vil glidende snitt gi signaler i for mange tilfeller. Det kan også nevnes at

man skal være forsiktig med å benytte glidende snitt i svært volatile aksjer, og i markeder som beveger seg sidelengs.

### 13.19.1.4 Eksempel

Tanken er at dersom kursen bryter SMA-linjen oppover, indikerer det et positivt signal. Motsatt dersom kursen bryter SMA-linjen nedover. Hvor ville du ha solgt i diagrammet under som viser kursutviklingen, sammenlignet med 50 dagers SMA?



### 13.19.1.5 Handlemønstre

To populære handelsmønstre som bruker enkle glidende gjennomsnitt inkluderer dødskorset og et gyldent kors.

Et **døds kors** oppstår når 50-dagers SMA krysser under 200-dagers SMA. Dette betraktes som et bearish signal om at ytterligere tap er i vente.

Det **gyldne korset** oppstår når en kortsiktig SMA bryter over en langsiktig SMA. Forsterket av høye handelsvolumer, kan dette signalisere at ytterligere gevinster er i butikken.

## 13.19.2 Eksponensielt glidende gjennomsnitt (EMA)

Det eksponensielle, glidende gjennomsnittet (EMA) er et vektet gjennomsnitt av prisdata som legger høyere vekt på nyere datapunkter.

### 13.19.2.1 Kjennetegn

Vektingen som brukes på den nyeste prisen avhenger av perioden for det glidende gjennomsnittet. Jo kortere EMA-perioden er, desto mer vekt legges på den siste prisen.

En EMA kan angis på to måter:

- som en **prosentbasert EMA**, der analytikeren avgjør den prosentvise vektingen av den siste periodens pris.
- som en **periodebasert EMA**, der analytikeren angir varigheten på EMA, og vektingen av hver periode beregnes med en formel. Sistnevnte er mer vanlig.

### 13.19.2.2 Fordelen med EMA sammenlignet med SMA

EMA skiller seg ut fra SMA ved at indikatoren legger større vekt på de siste aksjeprisene. Noe som gjør at indikatoren reagerer raskere på endringene enn SMA. Ulempen er at du kan ende opp med å handle på falske signaler. F.eks. kan du feilaktig konkludere med at aksjen begynte på en trend, når det egentlig bare var snakk en kortsiktig endring.

Selv om indikatoren reagerer raskt på de siste endringene forsvinner ikke virkningen av de gamle datapunktene helt. Dette gjelder uavhengig av perioden som er angitt for EMA. Virkningene av eldre data avtar raskt for kortere EMAer enn for lengre, men de forsvinner aldri helt.

### 13.19.2.3 Eksempel

Du kan se forskjellen mellom SMA (i blått) og EMA (i grønt) i diagrammet nedenfor, beregnet over en 20 dagersperiode.



### 13.19.3 MACD (glidende gjennomsnitt konvergens-divergens)

Indikatoren for glidende gjennomsnitt konvergens-divergens (MACD) brukes til å finne trender i bevegelsesmomentet.

MACD står for *Moving Average Convergence Divergence* og består av to linjer: en linje kalt MACD og en linje kalt "signallinjen" som kun er et produkt av MACD – linjen. Linjene som oftest blir benyttet er to glidende gjennomsnitt på 12 og 26 dager.

#### 13.19.3.1 Beregning

MACD beregnes ved å trekke fra et lengre, eksponensielt, glidende gjennomsnitt (EMA) fra et kortere, eksponensielt, glidende gjennomsnitt. MACD er linjen vi får ved å subtrahere det lange gjennomsnittet fra det korte. De vanligste verdiene til å beregne MACD er 12-dagers og 26-dagers eksponensielle, glidende gjennomsnitt.

Basert på denne differensialen beregnes et glidende gjennomsnitt av ni perioder, som kalles "signallinje". Dette gjennomsnittet vil reagere tregere på endringer i aksjekursen, og dermed vil MACD – linjen kretse over og under null.

**MACD = [12-dagers glidende gjennomsnitt – 26-dagers glidende gjennomsnitt]  
> Eksponensiell vektet indikator**

**Signallinje = Glidende gjennomsnitt (MACD) > Gjennomsnittlig vektet indikator**

Kjøpssignalet oppstår ved at MACD – linjen krysser over signallinjen, og salgssignal når den krysser under. MACD kan utledes som:

$$MACD = MA[12] \text{ of price} - MA[26] \text{ of price}$$

$$signal = MA[9] \text{ of MACD}$$

#### 13.19.3.2 Tolkning

MACD kan da tolkes slik at når MACD – linjen bryter igjennom signallinjen under så gis et kjøpssignal og når MACD – linjen faller gjennom signallinjen ovenifra så gis et salgssignal. På grunn av eksponensiell glatting vil MACD-indikatoren være raskere til å spore de siste prisendringene enn signallinjen. Derfor:

Når MACD krysset SIGNALLINJEN: jo raskere det glidende gjennomsnitt (12-dagers) blir høyere enn endringshastigheten til det tregere glidende gjennomsnittet (26-dagers). Dett er vanligvis et signal for stigning og antyder at prisen sannsynligvis vil oppleve et oppadgående momentum.



Motsatt når MACD er under signallinjen: det er et fallende signal som muligens prognostiserer en kommende nedgang.

### 13.19.3.3 Eksempel på en MACD

Du kan se fra diagrammet nedenfor et eksempel på en MACD. MACD-indikatoren er vist i grønt og signallinjen i blått.



## 13.20 Det gyldne kors

**Det gyldne korset**, eller **gullkorset** som det også kalles, er et bullish diagrammønster som signaliserer et brudd med den langsiktige trenden. Et kraftig kjøpsignal hvis gullkorset forsterkes med høye handelsvolumer. De signaliserer dette at et stort rally er underveis.

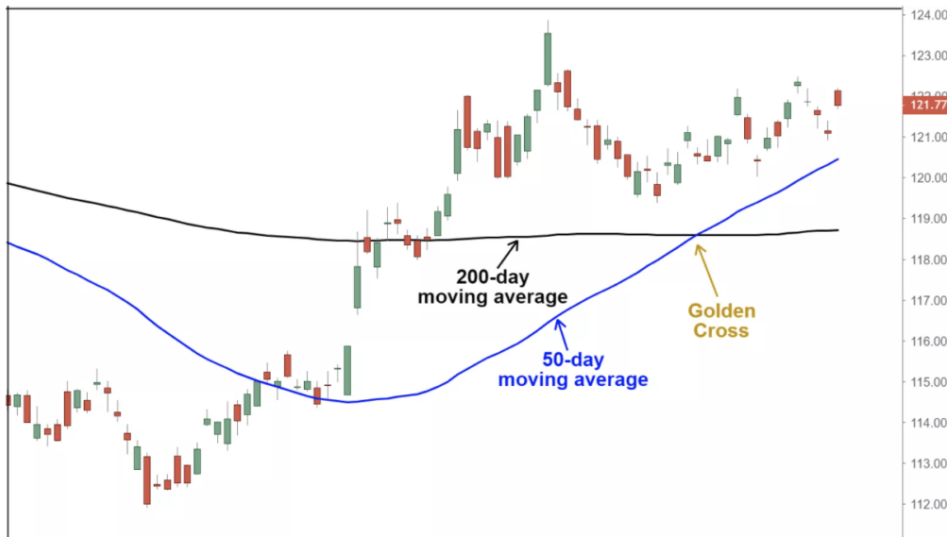
**Det gyldne korset** er der:

- **det kortsiktige glidende gjennomsnitt krysser den langsiktige glidende gjennomsnitt.**

De vanligste [glidene grensesnittene](#) som benyttes er:

- 15-dagers glidende gjennomsnitt (kortsiktig gjennomsnitt) vs. 50-dagers glidende gjennomsnitt (langsiktig gjennomsnitt)
- 50-dagers glidende gjennomsnitt (kortsiktig gjennomsnitt) vs. 200-dagers glidende gjennomsnitt (langsiktig gjennomsnitt)





Kilde: investopedia

Jo lengre tidsperiode vi velger, jo sterkere varig utbrudd kan vi identifisere. Ut brudd over 200-dagers glidende gjennomsnitt for 50-dagers glidende gjennomsnitt anses som et av de mest bullish markedssignalene.

### **13.20.1 Forskjellen mellom et gyldent kors og et døds kors**

Et gyldent kors og et døds kors er nøyaktige motsetninger. Mens et gyldent kors indikerer et langsiktig bullmarked fremover, signaliserer et døds kors et langsiktig bear marked (fallende marked).

Begge refererer til den solide bekreftelsen av en langsiktig trend ved forekomsten av et kortsiktig glidende gjennomsnitt som krysser det langsiktige glidende gjennomsnittet.

## 13.21 Døds kors

Et døds kors er når den kortsiktige glidende gjennomsnitt faller under langsiktig glidende gjennomsnitt. Normalt signaliserer dette et bjørnemarked.



Kilde: <https://www.investopedia.com/terms/d/deathcross.asp>

Historien viser at de mest straffet bjørnemarkedene det siste århundret er når markedet allerede har mistet minst 20% av børsverdien. I slike tilfeller prøver investorene å minimere tapet når de flykter fra tapet.

Når vi snakker om mindre korreksjoner, hvor aksjekursen faller under 20% kan det midlertidige utseendet på døds korset gjenspeile tap som allerede er bakt inn i aksjen, og indikerer dermed en kjøpsmulighet.

## 13.22 Bollinger-bånd

**Bollinger-bånd** ble utviklet av John Bollinger tidlig på 1980-tallet. De brukes til å identifisere ekstreme oppturer eller nedturen i pris. Bollinger oppdaget et behov for dynamiske, adaptive handelsbånd med en avstand som varierer basert på prisvolatilitetene.

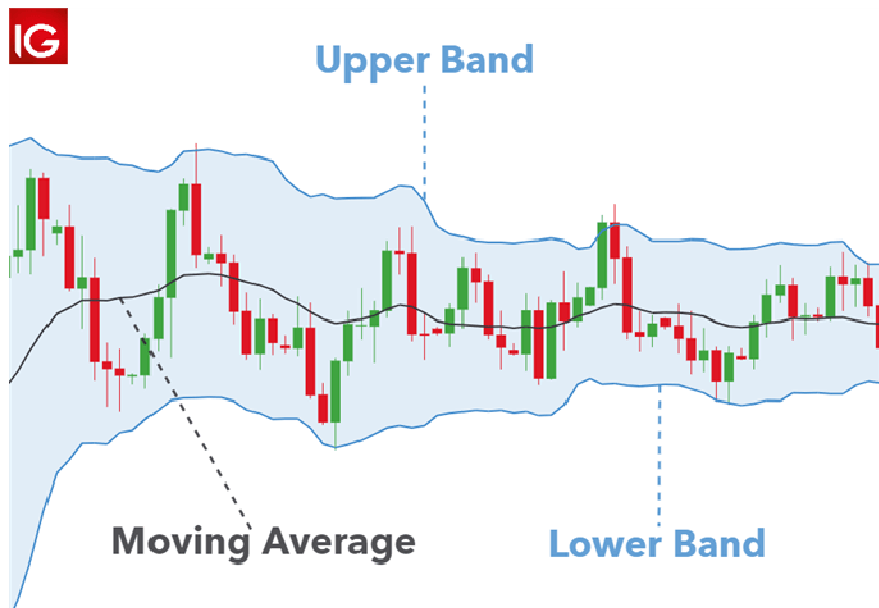
Bollinger bands kombinerer glidende gjennomsnitt med et kursbånd som varierer med volatiliteten (risiko målt ved kursebevegelse intradag) i en aksje eller et marked. Dette kursbåndet består ofte av to standardavvik fra et 20 dagers glidende gjennomsnitt. Men siden volatiliteten varier mellom aksjer vil man se på dette kun som en standard.

Når kursbevegelsene er store og volatiliteten er høy så utvides båndet. Når aktiviteten minsker og volatiliteten faller blir båndet smalere. Det kan gi viktige signaler om tilstanden i en trend eller utholdenheten i en kursbevegelse.

Hensikten med denne indikatoren var å skaffe en relativ definisjon på hva som er høyt og lavt for en aksjekurs.

## 13.22.1 Beregning

Bollinger band består av 3 linjer som baserer seg på glidende gjennomsnitt.



Kilde: <https://finanssans.no/teknisk-analyse>

Det nedre båndet er det samme som det midterste båndet, men det blir forskjøvet nedover av to standardavvik for å justere for markedsvolatilitet. Det øvre båndet blir skyvet oppover ved å legge til 2 standardavvik. Bollinger-bånd etablerer på denne måten en båndbredde, et relativt mål på bredden på båndene og et mål på hvor den siste prisen er i forhold til båndene.

**Nedre Bollinger-bånd = SMA - 2 standardavvik**

**Øvre Bollinger-bånd = SMA + 2 standardavvik**

**Midterste Bollinger-bånd = 20 dager, enkelt glidende gjennomsnitt (SMA).**

Tanken er at kursen vil holde seg mot midten. Når kursen går over den øverste eller den nederste linjen, vil trenden snu oppover eller nedover.

## 13.22.2 Tolkning

Når kursen bryter gjennom enten den øvre halvdel eller den nedre halvdel vil dette henholdsvis gi kjøp- og salgssignal, og være et signal om at trenden vil snu oppover eller nedover. Signalene er sterkest når aksjen bryter igjennom etter en periode med lav volatilitet og smale bånd.

Bollinger Bands alene gir ikke gode og sikre nok indikasjoner. Men ved å implementere dette verktøyet med for eksempel momentum og divergens gir Bollinger Band gode kjøp- og salgssignaler.

Sannsynligheten for et skarpt gjennombrudd i prisene øker når båndbredden smalner.

Når prisene stadig berører øvre Bollinger-bånd, mener man at prisene er overkjøpt, noe som utløser et salgssignal.

Motsatt, når de stadig berører nedre Bollinger-bånd, mener man at prisene er oversolgt, noe som utløser et kjøpssignal.

### 13.22.3 Eksempel på Bollinger-bånd

Du kan se av diagrammet nedenfor Bollinger-båndene i S&P 500-indeksen, representert i grønt.



## 13.23 Volum og volumanalyse

Som et tilskudd til prisbevegelse er også volum et viktig innskudd innenfor teknisk analyse.

### 13.23.1 Volum - et mål for prisbevegelsens styrke

**Volum** forteller hvor mange aksjer som omsettes til enhver tid, målt i kroner eller antall aksjer som blir omsatt. Volumet forteller med andre ord oss noe om intensiteten i handelen og hvor psykologisk signifikant kursendringen er. Jo høyere volumet er, jo mer aktivitet er det i aksjen. Volum brukes for å avgjøre hvor sterk en prisbevegelse er.

Prisbevegelser som går opp eller ned med et høyt volum er et sterkere signal enn en tilsvarende prisbevegelse med et mye lavere volum. Volumet kan dermed brukes til å bekrefte eller avkrefte en stigende trend eller varsle at en fallende trend går mot slutten.

## 13.23.2 Hvordan bruke volum til å spå en trendendring?

Volum er mye brukt når aksjekursen beveger seg langs en trend kursen har fulgt en lengre tid. Hvis prisen går ut av trenden på et veldig høyt volum kan dette være et sterkt tegn på at trenden er i ferd med å snu. Det motsatte signalet vil en prisbevegelse som gjør at aksjen ut av trenden sin på et lite volum gi.

I samme kategori kan vi se det som et svakt tegn dersom volumet blir lavere og lavere mens aksjen fortsetter å bevege seg i samme trend. Det er da naturlig å tro at aksjens trend er i ferd med å snu.

Volumet kan enten styrke eller svekke støtte- og motstands nivået. Vi kan se på volum som en vektstang som vil tippe frem og tilbake mellom kjøpepress eller salgspres i en aksje. Hvilken vei vektstangen tipper avhenger ofte av nivået aksjen befinner seg på. Tilbud og etterspørsel vil variere og dette vil selvfølgelig påvirke omsetningen og kursbevegelsen.

Ved å følge med på volumet kan vi se når en trendvendig er underveis og om den er stigende eller fallende.

## 13.23.3 Et mål for likvide og i-likvide aksjer

For å finne likvide og i-likvide aksjer vil omsattvolum i en periode gi oss et tydelig signal på likviditeten. Aksjer med høyt volum har god likviditet, mens aksjer med lavt volum er i-likvide.

For å beregne hva som er ”normalt” for den enkelte aksje, kan man benytte seg av en gjennomsnittsberegning. Dette vil fjerne mye av de unormale svingninger i volumet.

I likvide aksjer er spreaden (forskjellen mellom ask og bid) mindre, og dermed vil det bli billigere å innta posisjon.

For en trader vil spread være helt avgjørende, ved at man kan komme seg inn og ut av aksjen uten å må betale for stor spread. Hvor mye man ønsker å vektlegge volum i sin analyse avhenger av den valgte strategien. Noen benytter det som en bekreftelse eller et hjelpemiddel og andre benytter seg av indikatorer der volum er avgjørende. I aksjer der likviditeten er svært lav vil grunnlaget for teknisk analyse falle bort.

## 13.23.4 Volum oscillatoren

Det sies generelt å være et svakt tegn dersom kursen endrer seg mye uten store endringer i volum, derfor er volum oscillatoren indikatoren viktig og kan fortelle oss mye.

**Volum oscillatoren** måler volum ved å se på en sammenheng mellom to volume moving average. Her trekker vi fra et raskt volume moving average på 9 dager fra et sakte volume moving average på 18 dager. Mange bruker også 14 og 28 dager som innstilling.

Volume oscillator-linjen går over og under en null-linje. Når tallene er positive, dvs ligger over null-linjen er dette ofte et tegn på at trenden er sterk og vil fortsette. Motsatt er det når tallene er negative, dvs går under null-linja. Da er det et tegn på at trenden er svak og snart vil få en tilbaketrekking (konsolidering/reversal).

Når en aksje får rally vil også volume oscillatoren øke, når aksjen blir overkjøpt vil volume oscillatoren snu. Om en aksje går nedover eller mer horisontalt vil også volumet trekke seg sammen.

Husk: En økende pris med nedgående volum er ofte et svakt tegn. Økende volum med synkende pris er også et signal om at aksjen vil aksellerere nedover.

#### **Generelt:**

- *Om den raske volume moving average er over den sakte volume average vil oscillatoren være positiv.*
- *Om den raske volume moving average er under den sakte volume moving average vil oscillatoren være negativ.*
- *Når begge volume moving average krysser hverandre vil oscillatoren være på null.*

### **13.23.5 Volumanalyse**

Som det meste i aksjemarkedet er ikke volumanalyse noen eksakt metode. Men i følge Grøtte (2002) er det noen generelle regler som har stor gyldighet. Disse er:

**1. Volum er relativt.** 4 millioner aksjer er mye for Acta Holding, men normalt for DnB NOR. For å få et visuelt inntrykk av hva som er mye og lite volum for en enkelt aksje, kan man bruke gjennomsnitt volum over de siste 50 dagene.

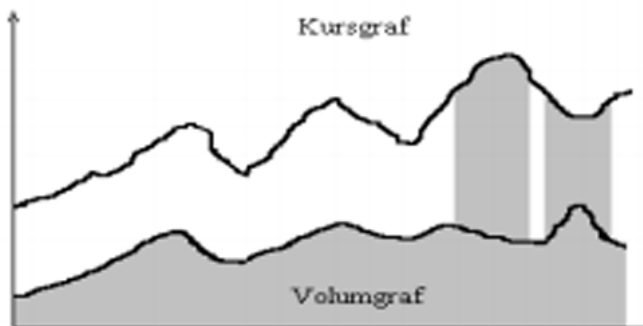
**2. Hvis markedet faller til en ny bunnotering eller høyeste notering på svært mye volum, er dette ofte et signal på at enten bunnen eller toppen er nådd.** Dette er et "klimaks" og avslutningsrally, som indikerer at de siste aktørene inntar sine posisjoner. En stigende trend avsluttes med en kraftig stigning i kurs og volum, og etterfølges av et kraftig fall i kurs og volum. I en fallende trend vil da kursen falle kraftig og omsetningen stiger tilsvarende, for deretter å stige kraftig på lavt volum.

**3. Når en stigende trend fortsetter på fallende volum, vil dette være et dårlig signal.** Dette indikerer at interessen for oppgangen er avtagende og at de "proffe" allerede har solgt seg ut. Likeledes er det ved nedgang. Dette er også en del av Dows femte grunnprinsipp, og signaliserer en mulig trendvending.

**4. Hvis en aksje stiger eller synker gjennom henholdsvis støtte og motstand på stigende volum, vil dette gi signal om at aksjen skal fortsette i samme retning.** Som vil si at et brudd skal skje på økende volum. I ettertid av bruddet vil stigende volum når aksjen beveger seg i bruddets retning, konstantere en ny likevekt i aksjen. Dow støtter også dette synet i det femte grunnprinsippet. I normale forhold skal bevegelse i trendretningen gi størst volum.

Investorer leter stadig etter endringer som kan fortelle dem om en kommende trendvending. Frölich og Linløkken (2001) mener at man bør legge stor vekt på forholdet mellom kurs og volum som ikke tilsvare normalsituasjonen. Normalsituasjon i en trendbevegelse er at kurs og volum følger hverandre. Når kursen i en stigende trend stiger, så stiger også omsetningen, og når kursen faller, så faller omsetningen. I en fallende trend vil det motsatte være tilfelle. Faller kursen øker omsetningen, stiger kursen faller omsetningen.

For å finne en kommende trendvending vil avvik fra normalsituasjonen vekke stor interesse blant investorene. Et eksempel kan være en aksje som ligger i en stigende trend. Vi observerer at kursen stiger, men volumet avtar. For å konstantere at den stigende trenden er vendt vil kursen falle på stigende volum, og stige på fallende volum. Har vi en aksje som ligger i en fallende trend og kursen faller videre, men volumet avtar vil dette indikere en trendvending. Skal denne vendingen bekreftes vil man se at kursen nå stiger på økt volum og faller på fallende volum. I figuren under ser vi et eksempel på en mulig trendvending i en stigende trend, basert på volumanalyse.



### 13.23.6 Volumbalanse

Volumbalansen måler traderenes aggressivitet ved kursendring (opp eller ned). Volumbalansen kan gi følgende svar:

- Nå er investorene så aggressive at de presser kursen opp for å komme seg inn i aksjen.
- Nå er investorene så pessimistiske at de presser kursen ned for bli kvitt aksjene sine.

Litt forenklet beregnes volumbalanse som korrelasjonen mellom kursendring og volum. Indikatoren beregnes på 5, 22 og 66 dagers sikt, det vil si per uke, måned og kvartal.

Indikatoren kan anta verdier mellom -100 for maksimalt negativ til +100 for maksimalt positiv. Styrken på volumbalansen visualiseres normalt med piler. Grønne piler som peker oppover viser at volumbalansen er positiv, mens røde piler som peker nedover viser at volumbalansen er negativ. Gule sidelengse piler viser en nøytral volumbalanse.

En volumbalanse som bryter under -40 anses normalt som et salgssignal, mens en volumbalanse på over +40 er et kjøpsignal er de vanlige tommelfingerreglene her.



Forskning viser at aksjer med volumbalanse på over 40 har en gjennomsnittlig annualisert avkastning som er 4,7 prosentpoeng mer enn gjennomsnittaksjen på de nordiske børsene. Det viser forskning Investtech har gjort på 24.580 tilfeller (Trendbibelen.dk).

Positiv volumbalanse forsterker kjøpssignaler fra andre indikatorer, mens negativ volumbalanse forsterker salgssignaler. Likeledes vil positiv volumbalanse styrke eller bekrefte en stigende trend, mens negativ volumbalanse vil bekrefte en fallende trend.

Når volumbalansen brøt ned under -40-grensen ble det definert et salgssignal, ut fra tanken om at dette indikerte aggressive selgere. Når volumbalansen brøt over +40-grensen, ble det definert et kjøpssignal.

## 13.24 Elliott bølgeteori og Fibonacci analyse

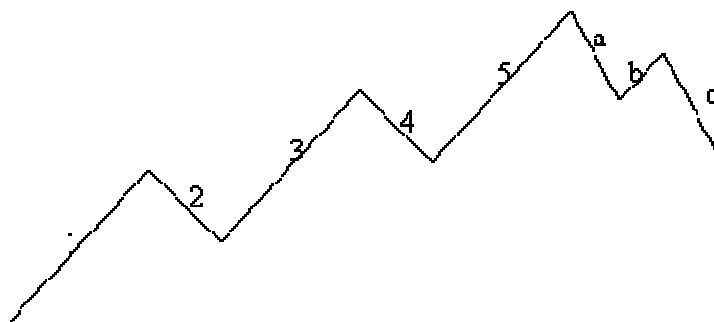
### 13.24.1 Elliott-bølgeteori (EWT)

Ralph Nelson Elliott viste til tre viktige aspekter av prisbevegelse i teorien sin: mønster, forhold og tid. Mønster refererer til bølgemønstre eller formasjoner, mens forhold (forholdet mellom tallene, spesielt Fibonacci-serien) er nyttig for å måle bølger. For å bruke teorien i den daglige handelen bestemmer traderen hovedbølgen, eller supersyklusen, går long og selger deretter eller går short i posisjonen etter hvert som mønsteret går tom for damp, og en reversering er nært forestående.

### 13.24.2 Fem-bølge-mønsteret

I sin mest grunnleggende form uttrykker Elliotts bølgeteori at all markedsaktivitet følger en repeterende rytme på fem bølger i retningene til hovedtrenden etterfulgt av tre korrigerende bølger (en "5-3"-bevegelse).

Fremoverbølgene betegnes som 1-2-3-4-5 og retrettbølgene betegnes a-b-c. I fasen med fremoverbølgene er bølgene 1, 3 og 5 "impulsbølger" og beveger seg i retning med trenden, mens bølgene 2 og 4 kalles "korrigerende bølger". Etter at de fem bølgene fremover er fullført, begynner en trebølgers korreksjon betegnet a-b-c. I korreksjonsbølgefasen beveger bølgene "a" og "c" seg i retning av retretten, mens bølgen "b" har motsatt retning.

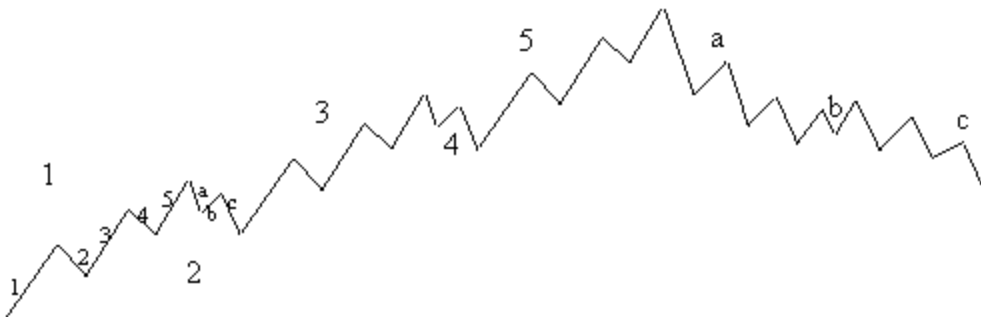


**Merknad:** I diagrammet nedenfor vises en oppadgående trend og derfor beveger fremoverbølgene seg oppover. I en nedadgående trend vil de fallende bølgene bli henvist til som 1-2-3-4-5, med stigende bølger kalt a-b-c.

### 13.24.2.1 Bølgesykluser

Når en trebølgers retrett er fullført, begynner en ny fembølgers fremgang osv., inntil en reversering blir utløst. Det er da mulig å se at hver femte fremoverbølge kan identifiseres som en enkelt fremoverbølge. Tilsvarende, sett i et større perspektiv, og omvendt, kan hver bølge bli brutt ned i mindre bølger.

Elliotts bølgeteori klassifiserer bølger i henhold til sykluslengden, alt fra en stor supersyklus, som spenner over flere tiår, til en meget liten bølge som ikke dekker mer enn et par timer. Imidlertid er åttebølgerssyklusen konstant.



**Merknad:** De største to bølgene, 1 og 2 her, kan inndeles i åtte mindre bølger som i sin tur kan deles inn i 34 enda mindre bølger. De to største bølgene, 1 og 2, er bare de to første bølgene i en større fembølgers fremgang. Bølge 3 av den neste høyere graden er i ferd med å begynne. De 34 bølgene som utgjør en syklus, kan brytes ned videre til den nest minste graden, som vil føre til 144 bølger.

### 13.24.3 Fibonacci-analyse

Fibonacci-tallene gir det matematiske grunnlaget for Elliotts bølgeteori. Mens Fibonacci-forholdstallene er tilpasset ulike tekniske indikatorer, er bruken av dem i teknisk analyse fortsatt måling av korreksjonsbølger.

#### 13.24.3.1 Fibonacci-seriens kjennetegn

Fibonacci-tallrekken er laget ved ganske enkelt å starte på 1 og legge til de forrige numrene for å komme frem til det nye tallet:

$0+1=1$ ,  $1+1=2$ ,  $2+1=3$ ,  $3+2=5$ ,  $5+3=8$ ,  $8+5=13$ ,  $13+8=21$ ,  $21+13=34$ ,  $34+21=55$ ,  
 $55+34=89$ ,...

Denne serien har svært mange interessante egenskaper:

+ Forholdet mellom ethvert tall til det neste tallet i serien nærmer seg 0,618 eller 61,8 % (det gyldne forholdet) etter de første fire tallene. For eksempel:  $34/55 = 0,618$

+ Forholdet mellom ethvert tall og tallet som finnes mellom to plasser til høyre nærmer seg 0,382 eller 38,2 %. For eksempel:  $34/89 = 0,382$

+ Forholdet mellom ethvert tall som finnes tre plasser til høyre nærmer seg 0,236 eller 23,6 %. For eksempel:  $21/89 = 0,236$

Disse forholdene mellom hvert tall i serien er grunnlaget for det felles forholdstallet som brukes til å bestemme pristilbakegang og prisfremgang under en trend.

### 13.24.3.2 Fibonacci-pristilbakegang

En tilbakegang er en bevegelse i pris som "reverserer" en del av den forrige bevegelsen. Vanligvis vil en aksje gå tilbake til ett av tre felles Fibonacci-nivåer, 38,2 %, 50 % og 61,8 %. Fibonacci-pristilbakegang bestemmes fra en tidligere lav til høy-bevegelse for å identifisere mulige støttenivåer etterhvert som markedet trekker seg tilbake fra et høyt nivå.

Tilbakegang går også fra en tidligere bevegelse fra høy-til-lav med samme forholdstall, på jakt etter mulige motstandsnivåer etterhvert som markedet går opp fra et lavt nivå.



### 13.24.3.3 Fibonacci-prisfremgang

Fibonacci-prisfremgang blir brukt av tradere til å finne frem til områder hvor de vil ønske å ta gevinster i neste etappe av en oppadgående eller nedadgående trend. Prosentvise fremgangsnivåer plottes som horisontale linjer over/under den forrige trendbevegelsen. De mest populære fremgangsnivåene er 61,8 %, 100,0 %, 138,2 % og 161,8 %.

#### **13.24.3.4 Råd**

I virkeligheten er det ikke alltid så lett å få øye på det riktige Elliott-bølgemønsteret, heller ikke oppfører alltid prisene seg nøyaktig etter dette mønsteret. Derfor er det tilrådelig for en trader å ikke stole utelukkende på Fibonacci-forholdstall, men bruke dem sammen med andre tekniske verktøy.

# 14 Fundamental analyse

Fundamental analyse er ikke pensum i Aksjeskolen, men for å gi deg en forståelse av hva en fundamental analyse er og hva som skiller en fundamental analyse fra teknisk analyse gir vi her bare en generell beskrivelse av hva en fundamental analyse er.

## 14.1 Definisjon >> Fundamental analyse?

Mens en teknisk analyse studerer den historiske kursutviklingen for å avdekke når det lønner seg å kjøpe og selge en aksje, er en **fundamental analyse** en:

**- fullstendig gjennomgang av selskapets verdikonfigurasjon, verdiskapningprosess og markedssystem, basert på en fundamental metode, for å komme frem til en korrekt verdi på selskapets aksjer.**

## 14.2 Hva er en fundamental analyse?

Med fundamentale metoder menes [strategiske analyser](#) som er basert på [vitenskaplige metoder](#) og strategiske regnskapanalyser av [finansregnskapet](#), for å komme frem til en pålitelig beregning av selskapets fremtidsregnskap, utifra [prognoser](#) og [fremtidsbudsjetter](#) som fremskriver selskapets fremtidige kontantstrømmer over den valgte budsjettthorisonen på bakgrunn av den strategiske- og regnskapanalysen.

Deretter verdsettes egenkapitalen enten ved [egenkapitalmetoden](#) eller [totalkapitalmetoden](#), samtidig som avkastningskravet beregnes. Når dette er gjort kan vi sammenligne den beregnede aksjeverdien med dagens markedskurs for å komme frem til en god handelstrategi for den aktuelle aksjen. Det vil si en strategi som forteller på hvilke nivåer aksjen bør kjøpes og selges.

Fundamental analyse er den mest grunnleggende verdsettingsteknikken og fokuserer på analyse av selskapets fundamentale forhold, i motsetning til teknisk analyse og [opsjonsbasert](#) – og [komparativ verdsettelse](#).

Siden fundamentale analyser analyserer regnskapdataene til både selskapet og bransjen, er metoden tidkrevende, men gir til gjengjeld langt mer presise resultater enn de andre verdsettelsesteknikkene.

Ankepunktene mot verdsettelsesteknikken er at den er både tid- og kostnadskrevende å utføre. Det kreves mye regnskapsinformasjon og stor innsikt om virksomheten for å få et fornuftig resultat. Et ytterligere problem ved metoden oppstår når de historiske regnskapstallene er befengt med store ujusterte målefeil. Konsekvensen kan da være et verdiestimatet som ikke stemmer overens med de underliggende verdiene i selskapet.

## 14.3 Formålet med fundamental analyse

Formålet med en fundamental analyse er å få en bedre forståelse av hvorvidt prisen på aksjen er undervurdert eller overvurdert på dagens markedspris gjennom å gå igjennom selskapets fundamentale forutsetninger.

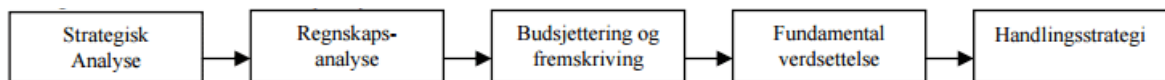
Analyseteknikken kan benyttes til å analysere såvel enkeltaksjer som hele sektorer eller økonomien som helhet.

## 14.4 Når benyttes fundamental analyse?

Fundamentale analyser egner seg best for selskaper som er kommet et godt stykke ut i vekstfasen og som befinner seg i modningfasen i livssyklusen, og som dermed kjennetegnes av en stabil tilstand, med jevn vekst og inntjening. Siden slike selskaper har vært i markedet en stund finnes det også god tilgang til historiske regnskapdata om selskapet. Teknikken egner seg dårlig for virksomheter i fare for konkurs og for selskaper i oppstartsfasen på grunn av mangel på historiske regnskapsdata.

## 14.5 Rammeverk for fundamental analyse

Et rammeverk for fundamental analyse er vist under:



Den fundamentale verdsettelsen gjennomføres i fem steg:

### 1. Strategisk analyse

### 2. Regnskapsanalyse

- Omgruppering for regnskapsanalyse
- Analyse og justering av målefeil
- Analyse for forholdstall

### 3. Fremtidsregnskap og avkastningskrav

### 4. Fundamental verdsettelse

### 5. Handelsstrategi på basis av verdiestimatet

Disse fem punktene kan utvides til følgende modell som viser innholdet i disse fem punktene og sammenhengen mellom dem.

