



Belåning av aktier

- Har riskerna underskattats?

Malin Hägg

SLU, Department of Economics
Degree Thesis in Economics
C-level, 15 ECTS credits

Thesis 568
Uppsala, 2009

ISSN 1401-4084
ISRN SLU-EKON-EX-568-SE

Lending with securities as safety

- *Have all the risks been taken into account?*

Belåning av aktier

- *Har riskerna underskattats?*

Malin Hägg

Supervisor: Carl Johan Lagerkvist

© Malin Hägg

Sveriges lantbruksuniversitet
Institutionen för ekonomi
Box 7013
750 07 UPPSALA

ISSN 1401-4084
ISRN SLU-EKON-EX-568–SE

Tryck: SLU, Institutionen för ekonomi, Uppsala, 2009

Abstract

Investors' use borrowing as a way to profit from leverage advantages in their portfolios. When investors borrow with their securities as safety for the loan and the value of the securities decrease the investor can get a portfolio with more credit than what is covered by the value of the securities and risk huge losses. To what extent an investor is allowed to borrow with his portfolio as safety depends on the bank or broker and varies between the providers. By studying available material and in addition to that making an empirical study I attempt to find out the reason for the varying degrees of leverage possibilities between the brokers and how the degree of maximum borrowing on the securities are decided. The findings show that decision of leverage degree on a security is made after first making a quantitative analysis of the stocks volatility and liquidity and thereafter make a qualitative analysis of the company. What I think should be of more focus is the portfolios combination of securities and how diversification changes the portfolios risk.

Key terms: Leverage, Lending, Volatility, Risk, Securities

Sammanfattning

Investorerare kan använda belåning av aktier som ett sätt att generera hävstångsvinster till sin portfölj. När investerare belånar aktier och aktiernas värde sjunker kan man få en överbelånad portfölj och riskera stora förluster. Hur högt man kan belåna sin portfölj beror på vilket belåningsvärde respektive aktie portföljen har. Belåningsvärdet sätts av respektive aktör och varierar banker och aktiemäklare emellan. Ett för högt satt belåningsvärde ökar risken för överbelåning och förluster både för aktiemäklarna och kunderna men ett för lågt belåningsvärde hämmar investerarnas möjligheter att göra hävstångsvinster. Genom att ha studerat tillgänglig information om belåningsgrader samt göra en empirisk undersökning har jag försökt utröna varför belåningsgraderna varierar aktiemäklare emellan samt vilka faktorer man tar hänsyn till när man bestämmer belåningsgrad. Jag kan se att när man bestämmer belåningsgrad gör man en kvantitativ analys av aktiens volatilitet och likviditet samt en kvalitativ analys av bolaget. Vad jag anser att man borde fokusera mera på är portföljens sammansättning och hur diversifiering förändrar portföljens risk.

Nyckelord: Hävstångsvinster, Belåningsgrad, Volatilitet, Risk, Aktier

Innehållsförteckning

1	INTRODUKTION	1
1.1	PROBLEMBAKGRUND	1
1.2	PROBLEMFÖRMULERING	2
1.3	SYFTE	3
1.4	AVGRÄNSNINGAR	3
1.5	ÖVERSIKT	3
2	METOD	4
3	TEORI	5
3.1	FINANSMARKNADEN	5
3.1.1	Belåningsvärde och säkerhetskrav	5
3.2	HÄVSTÅNGSEFFEKT	6
3.3	RISK	7
3.3.1	Volatilitet	7
3.3.2	Diversifiering	8
3.3.4	Företagets värde	9
4	AKTIEUNDERSÖKNING PÅ INTERNET	10
4.1	BELÅNINGSGRADER	10
4.1.1	Svenska fondhandlarföreningens rekommendationer	10
4.1.2	Jämförelse av erbjudna belåningsgrader	10
4.1.3	Krav från aktiemäklarna för att få utnyttja belåning	11
4.2	FAKTORER SOM INVERKAR PÅ BELÅNINGSGRADER	12
4.2.1	Jämförelse av nyckeltal	12
4.2.2	Volatilitet	12
4.2.3	Risikfaktor	13
4.2.4	Likviditet	13
4.2.5	Börsvärde	14
5	ENKÄTUNDERSÖKNING	15
6	ANALYS OCH DISKUSSION	16
7	SLUTSATS	19
	REFERENSER	20
	Litteratur	20
	Internet	20
	Personliga källor	21

1 Introduktion

”Storförlust när aktier tvångssäljs - Antalet sparare med överbelånade aktieportföljer har ökat dramatiskt efter senaste tidens börsnedgång. Drygt 500 sparare om dagen sitter nu med överbelånade aktier, jämfört med runt tio en normal handelsdag.” skriver Sydsvenskan 23 januari 2008 (Internet, Sydsvenskan, 2008), långt innan hösten 2008's nedgångar tog fart.

1.1 Problembakgrund

2008 var inget bra år för finansindustrin. Banker världen över har givit lån utan tillräckligt med säkerhet till privatpersoner och till andra banker och när låntagarna inte kunnat betala tillbaka har bankerna fått göra enorma nedskrivningar. Bankernas förtroende är kört i botten och stater världen över har fått skjuta in enorma summor pengar för att undvika att bankerna gått omkull. (Internet, Ekonomifakta, 2008) Den nionde september 2008 beslutade SEC, den amerikanska finansinspektionen, att förbjuda blankning i 799 finansiella företag på Amerikanska börsen. Det beslutet kom efter att den Engelska finansinspektionen stoppat blankning i finansiella aktier på Londonbörsen dagen innan. (Internet, e24, 2008) Ett dussintal andra börser införde liknande förbud, dock ej Sverige. (Internet, Affärsvärlden, 2008) Vid blankning så spekulerar man i att priset på en aktie kommer sjunka och den stora osäkerheten kring finanssektorn medförde en enorm ökning av blankning i finansaktier. Att man valde att införa ett förbud mot blankning under börsens mest skakiga dagar beror på att man var orolig att blankningen skulle driva kurserna ännu lägre. (Internet, e24, 2008) Många svenska banker har också lidit stora förluster under året. Carnegie är ett exempel där man hade en kreditexponering på 1 miljard kronor till en enskild kund som de inte har möjlighet att kräva tillbaka. Detta tillsammans med andra orsaker ledde emellertid till att finansinspektionen drog in Carnegies tillstånd att bedriva bankverksamhet den tionde november 2008. (Internet, e24, 2008) Carnegie är ett extremfall men det är tydligt att finansvärlden har underskattat de risker man väljer att exponera sig för. En riskexponering banker har som jag ska titta närmare på är de krediter som ges med aktier och värdepapper som säkerhet. En akties värde fluktuerar kontinuerligt så det innebär en risk att ha som säkerhet eftersom dess värde kan sjunka under värdet den är belånad för. Därför har aktiemäklare och banker satt ett tak på hur högt man får belåna varje aktie. Det är upp till bankerna och de finansiella instituten själva att bestämma hur mycket risk de är villiga att exponera sig för när det gäller belåning av värdepapper. (Internet, Svenska Fondhandlarföreningen, 2008)

Att låna med aktier och andra värdepapper som säkerhet är inget nytt och är en tjänst som erbjuds många banker och finansiella institut världen över. När investerare lånar för att investera så har de möjlighet att göra så kallade hävstångsvinster och generera en högre avkastning på investerat kapital, men detta medför även en högre risk för investeraren om värdet på den belånade portföljen sjunker. (Elton et al., 2007)

Under den tid jag själv har arbetat inom finansbranschen har jag förvånats över den inkonsekvens som råder på området för belåning av värdepapper för att kunna tillgodogöra sig hävstångsfördelar i sin portfölj och säkerhetskrav vid optionshandel. I en marknad som till så stor del som möjligt strävar efter perfektion och transparens finns det utrymme för de finansiella instituten och bankerna att själva bestämma belåningsgraden på värdepapper och det finns ingen tydligt teori eller beräkning som ligger bakom beslutet. Jag har valt att studera den frågan närmare eftersom det är ett problem vid en vikande marknad att belånade portföljer vars belåningsvärde överstiger värdet på portföljen vilket får tvångsförsäljningar och stora förluster för både kund och mäklare som följd.

1.2 Problemformulering

Alla banker och finansiella institutioner gör en egen bedömning om hur högt man ska låta kunden belåna respektive värdepapper eller portfölj. Detta medför att de olika instituten ofta har satt olika belåningsgrader på samma värdepapper. När man belånar en aktie och aktiens pris sedan faller under det värde den är belånad för så har mäklarfirmor rätt att utan att kontakta kunden sälja hela eller delar av portföljen för att förhindra ytterligare förlust. (Internet, Sydsvenskan, 2008) Kunden blir då sittande med en kapitalförlust samt i värsta fall bara en negativ balans kvar på sin depå. Mäklarfirmorna och bankerna får vid en vikande marknad ökade administrativa kostnader samt en ökad risk för kapitalförlust.

De frågor som den här uppsatsen har ambitionen att besvara är följande:

- På vilket sätt har man räknat och tänkt när man har satt belåningsgraden på aktier?
- Vilka risker har man tagit med i beräkningarna när man satt belåningsgraderna?
- Varför är det viktigt att ha rätt belåningsgrad?

1.3 Syfte

När en portfölj blir överbelånad skapar det problem, inte bara för investeraren utan även för mäklaren eller banken han använder sig av. Kunden ådrar sig en kapitalförlust i form av att behöva tillföra kapital till portföljen för att undvika en tvångsförsäljning, bli tvingad till en försäljning av delar eller hela portföljen samt betala den höga överbelåningsränta som appliceras. Mäklaren eller banken å sin sida får ökade administrativa kostnader för att övervaka överbelånade portföljer samt löper en risk att som kreditgivare inte kunna kräva tillbaka lånet av kunden. Det ligger i både mäklarnas och kundernas intresse att bestämma en belåningsgrad som tar både fördelarna och riskerna med i beräkningen. Syftet med att skriva om detta är att belysa de olikheter som finns mellan de olika mäklarna i belåningsgrad och ta reda på varför dessa olikheter existerar.

1.4 Avgränsningar

För att kunna på ett överskådligt sätt påvisa dessa skillnader i belåningsgrader kommer jag hålla mig till den svenska aktiemarknaden och då närmast Stockholmsbörsen för att det är mycket troligt att det kommer vara samma eller liknande resultat om man tar andra värdepapper eller en större marknad eftersom det borde vara samma teorier och tankesätt som styr hur man bestämmer belåningsgrader. Jag väljer även att enbart titta närmare på och jämföra svenska Internetmäklares belåning till sina kunder eftersom de har mycket information om den belåning de erbjuder tillgängligt via Internet. En ytterligare fördel med att titta på denna grupp är att kunder till Internetmäklare själva tar beslutet om huruvida de vill utnyttja belåning eller inte, samt i hur hög utsträckning, utan att ha hjälp av eller bli påverkad av en rådgivare.

1.5 Översikt

Kapitel två kommer kort förklara metodvalet för uppsatsen följt av kapitel tre som kort förklarar de bakomliggande teorier som används för att analysera problemet. Kapitel fyra behandlar de olikheter som idag finns på marknaden och visar ur olika perspektiv hur dagsläget ser ut. Kapitel fem består av den empiriska studien som genomförts följt av kapitel sex där analys och diskussion av problemet sker. Uppsatsen avslutas med en sammanfattning av slutsatser som kan dras, detta i kapitel sju.

2 Metod

För att kunna analysera det här problemet kommer utgångspunkten vara de idag tillgängliga ekonomiska teorier som behandlar ämnet portföljteori. De teorier jag har valt att använda är hävstångseffekt, diversifiering, volatilitet samt hur belåningsvärde och säkerhetskrav fungerar. Eftersom aktiers belåningsvärden är så pass föränderliga och uppdateras då den underliggande aktiens situation förändras så finns inte så mycket publicerat material utan den mesta av informationen finns att tillgå på Internet. En jämförelse kommer genomföras av 15 slumpvis utvalda aktiers belåningsvärde hos de tre största aktiemäklarna på den svenska marknaden. Urvalet skedde genom att slumpvis välja fem aktier från respektive lista på stockholmsbörsen för att kunna visa på de skillnader som finns på marknaden idag.

Anledningen att så få valdes ut är för att få ett översiktligt resultat och det vore inte relevant för studien att genomföra en mer ingående jämförelse. Dessa femton aktier jämförs både genom att se vilka belåningsvärden som ges av de respektive aktörerna samt hur dessa aktiers nyckeltal så som volatilitet, riskfaktor, likviditet och börsvärde ser ut. Detta görs för att kunna utröna om belåningsvärdena som satts speglar den information som nyckeltalen ger om aktiernas respektive riskprofil. Utöver en studie av tillgänglig information på Internet så kommer även en kortare enkätundersökning att genomföras för att få en empirisk uppfattning av verkligheten. Enkäten utformas med frågor gällande hur belåningsgrader på aktier bestäms och sänds ut till Sveriges tre största aktörer på marknaden för internetmäklare via mail.

Anledningen att dessa metoder valdes var för att jag ansåg att det var bästa sättet att svara på frågeställningen. Eftersom utgångspunkten var hur marknaden ser ut idag så valde jag att först jämföra de aktier som valts ut och utifrån den tillgängliga informationen om dessa försöka dra slutsatser om hur belåningsgrader sätts samt genom enkätundersökningen kunna få en klarare bild av verkligheten.

3 Teori

3.1 Finansmarknaden

Den värld vi lever i är sammanbunden genom ett komplext finanssystem med många aktörer, bara i Sverige fanns det 94 banker, 60 kreditmarknadsbolag och 142 värdepappersbolag registrerade i oktober 2008. (Internet, Finansinspektionen, 2008) En börs är en handelsplats där man köper och säljer värdepapper till marknadspris. På börsen kan man handla fonder, aktier, obligationer, optioner och andra finansiella instrument. I princip allt som har ett marknadsvärde går att handla. I Sverige finns det fyra börser, den största är Stockholmsbörsen, som i sin tur är uppdelad på tre listor; Large Cap, Mid Cap och Small Cap samt tre mindre börser, NGM (Nordic Growth Market), First North och Aktietorget. (Internet, Nordnet, 2008)

3.1.1 Belåningsvärde och säkerhetskrav

Belåningsvärde på portföljer används av investerare för att tillgodogöra sig hävstångsvinster. Med belåningsvärde refereras då till den procentuella maximala belåningen man kan få med en aktie som säkerhet. Aktier emitterade av olika företag har olika risk och ges därför olika höga belåningsmöjligheter beroende på hur riskfyllt värdepapperet anses vara. Hur detta bestäms kommer jag diskutera längre fram i uppsatsen. Säkerhetskrav är väldigt lika belåningsvärde men används annorlunda. Vid optionshandel och blankning behövs ett så kallat säkerhetskrav där man håller värdepapperna som säkerhet. (Elton et al., 2007) Det säkerhetskrav som finns vid optionshandel och blankning kan skilja sig från belåningsvärdet vid belåning men det är samma princip som gäller. Kunden som utsätter sig för en stor risk som till exempel optionshandel och blankning gör att banken/mäklaren måste försäkra sig om att kunden kan ta en förlust. Vissa banker och finansiella institut gör en kreditupplysning på sina kunder innan belåning ges. Det är ytterligare ett sätt att försäkra sig mot en kreditförlust. (Internet, Nordnet, 2009)

Enligt finansinspektionen utgör belåning av värdepapper en risk för företag som tillhandahåller den tjänsten, men risken anses inte vara överhängande eftersom företagen har rätt att tvinga kunden till en försäljning ifall värdet på det underliggande värdepapperet sjunker för mycket. Företagets kreditrisk begränsas av säkerheten i värdepapperet samt kundens återbetalningsförmåga. (Internet, Finansinspektionen, 2008)

3.2 Hävstångseffekt

Miller och Modigliani publicerade år 1958 en teori som kom att bli känd som Miller-Modigliani teoremet som idag är en av grundstenarna till modern finansiell teori. Vad de visade var vad som kallas Proposition I och Proposition II. (Ross et al., 2008)

- Proposition I : Värdet av ett belånat företag är lika stort som värdet av ett obelånat företag, hur företagen är finansierade spelar ingen roll för deras värde. Genom hemmagjord hävstång kan individer efterlikna eller motverka effekterna av belånade företag.
- Proposition II : Kostnaden för eget kapital ökar med ökad belåningsgrad för att den finansiella risken ökar. (Ross et al., 2008)

Vad Miller- Modigliani kom fram till är idag viktigt inom företagsfinansiering men även portföljteori har med hjälp av detta börjat använda hävstång som ett instrument att ge portföljer högre avkastning. Hävstångseffekt får man om man lånar pengar som man investerar och om investeringen genererar en högre avkastning än den ränta man betalar. Då har man gjort en vinst på pengar som man i själva verket inte har undvarat eller satsat själv. (Elton et al., 2007) För att lättare beskriva detta så finns det två bra exempel taget från Avanzas hemsida (Internet, Avanza, 2008) om hur det fungerar:

Exempel 1 - Köp med egna pengar:

Du köper 1 000 aktier i bolag A för 100 kronor per aktie, vilket innebär att du betalar 100 000 kronor för affären. Om aktien går upp till 125 kronor och du säljer, så har du tjänat 25 000 kronor på affären, vilket ger en avkastning på 25%.

Exempel 2 - Köp med belåning:

För att genomföra motsvarande affär, som i exempel 1, med belåning krävs en kapitalinsats på 20 000 kronor. Maximal belåning blir 80 000 kronor om aktien är noterad på A-listan, mest omsatta (och därmed har en belåningsgrad på 80%). Ditt totala placeringsbara kapital uppgår då till 100 000 kronor. Du köper därmed aktier för 100 000 kronor men investerar endast 20 000 kronor av egna medel. Säljer du på 125 kronor, får du 125 000 kronor för aktierna. Vinsten på 25 000 kronor innebär i relation till insatsen på 20 000 kronor en avkastning på 125%. Observera att exemplet exkluderar avgifter, skatter och räntebetalning på lånet.

3.3 Risk

Risk är ett viktigt ämne inom portföljteori. Det finns många olika risker och riskmått man kan ta hänsyn till, varav jag här kommer gå igenom och förklara de bakomliggande teorierna för de viktigaste och mest använda av dem. Att mäta risk är att försöka ta reda på med hur stor sannolikhet ett värdepapper kommer sjunka i värde samt vilka konsekvenser det får. Men hur bedömer man risk av ett värdepapper?

3.3.1 Volatilitet

En investering i ett värdepapper ger en viss avkastning, för en aktie kan denna avkastning vara både i form av utdelningar och värdeökning, och genom att titta bakåt i tiden kan man beräkna en genomsnittlig avkastning för att försöka förutspå hur den framtida avkastningen kommer att bli. Men en genomsnittlig avkastning på 5% över de senaste 20 åren ger inte tillräcklig information eftersom vi inte vet hur mycket avkastningen varierar över tiden och hur mycket risk vi utsätter oss för. Därför används varians och standardavvikelse som mått på avkastningens svängningar över tiden. En aktie med låg varians har ett värde som historiskt sett har varit stabilt och en aktie med hög varians har ett värde som varierar mycket. För att beräkna en investerings varians används följande formel: (Elton et al., 2007 s. 47)

$$\sigma_i^2 = \sum_{j=1}^M \frac{(R_{ij} - \bar{R}_i)^2}{M} \quad (1)$$

Där R_{ij} är avkastningen för den perioden, \bar{R}_i är genomsnittliga avkastningen för samtliga perioder och M är antal perioder.

Standardavvikelse är ett annat ofta använt riskmått som man får genom att ta kvadratroten av variansen. Volatilitet refererar till måttet standardavvikelse. (Elton et al., 2007) Även om varians och standardavvikelse är ett bra mått på risk så har det en del nackdelar. Den kanske största nackdelen är att den inte gör skillnad på om avkastningen är högre eller lägre än genomsnittet. När man räknar på risk är det den negativa avvikelsen man vill ha ett mått på. En annan kritik är att med det här måttet så antar man en normalfördelning när verkligheten mer liknar en logfördelning. Men trots detta är varians och standardavvikelse ett av de vanligaste måtten på risk vi idag använder. (Bernstein, 2001)

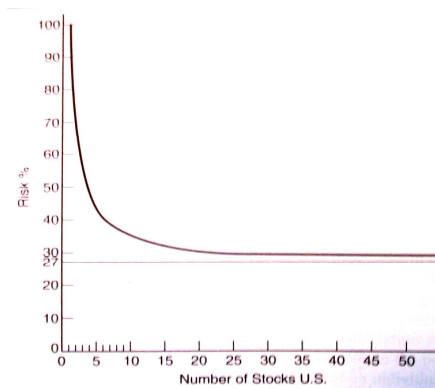
3.3.2 Diversifiering

När man diskuterar risk hos ett värdepapper kan man skilja på olika slags risker. En aktie består av både unik risk samt marknadsrisk som tillsammans ger den totala risken. Den unika risken, även kallad den osystematiska risken är den risk som den enskilda aktien utgör. Den risken är relaterad till företaget prestation och investerares förväntningar på företaget.

Marknadsrisk, även kallad systematisk risk, är den risk som finns att något inträffar som påverkar marknaden som helhet. Exempel på detta är konjunktursvängningar, nya lagstiftningar, räntor och tillgång på kapital. (Elton et al., 2007)

Diversifiering är ett sätt att minska den unika risken. Genom att hålla flera olika aktier eller andra värdepapper från olika segment av marknaden så sprider man ut den unika risken hos aktierna. Om man äger tillräckligt många aktier så kommer portföljen efterlikna marknadsportföljen och bara påverkas av den systematiska risken. Enligt modern portföljteori så kommer alla investerare välja att investera i väldiversifierade portföljer vilket leder till att man bara blir belönad för den systematiska risken man utsätter sig för. (Elton et al., 2007)

Enligt bilden nedan så kan vi se hur mycket den individuella risken minskar genom att diversifiera sin portfölj tills det bara finns den systematiska risken kvar. Enligt bilden nedan så kan vi se att redan med cirka 10 – 15 aktier så har risken sjunkit till att det nästan enbart är den systematiska risken kvar. (Elton et al., 2007, s. 60)



Figur 1. "Förändring i risk (%) vid ökande antal aktier" Källa: Elton et al., 2007, s. 60

3.3.4 Företagets värde

Vi såg ovan att investerare som är rationella kommer att hålla väldiversifierade portföljer och bara kommer utsätta sig för den systematiska risken, men det finns i alla fall ett värde i att titta på den enskilda risken när vi undersöker belåningsvärden på aktier. Vad finns det för risker i att ge belåning på en specifik aktie?

Att äga en aktie är att vara delägare i ett företag. Aktiens pris beror på företagets uppskattade värde samt förväntningar på framtida prestation och marknaden utveckling. De risker som finns i aktieägandet är flera. Den mest överhängande risken är att företaget ska prestera dåligt det vill säga ge ett dåligt resultat vid bokslut eller kvartalsrapport vilket i de flesta fall både leder till en lägre utdelning per aktie samt att aktiens värde kommer att sjunka. Aktiens värde kan sjunka eftersom marknaden framtida förväntningar på företaget avspeglas delvis av dess senaste prestationer. En ytterligare risk är att företaget kan gå i konkurs. Om detta sker kommer företagets fodringsägare först få sina fodringar betalda och de pengar som blir över delas ut till företagets ägare. Detta kan ofta leda till stora förluster för aktieägarna som riskerar att helt bli utan ersättning och att aktien blir värdelös. Andra faktorer som är viktiga att beakta är företagets storlek. Ett stort företag har generellt en stabilare värdeutveckling och det innebär också en lägre risk för konkurs hos ett väletablerat företag med mycket kapital att tillgå. En sista faktor att titta på när man bedömer en akties risk är hur likvid den är. Med likviditet menas hur ofta aktien handlas. Detta är viktigt om man behöver sälja den, att veta att man då lätt får den såld och inte blir sittandes med den när priset faller. Stora väletablerade företag har oftast en högre likviditet än mindre företag vilket betyder att en aktie i ett stort företag borde ha mindre risk än ett mindre företag. (Bernstein, 2001)

4 Aktieundersökning på Internet

4.1 Belåningsgrader

4.1.1 Svenska fondhandlarföreningens rekommendationer

Svenska Fondhandlarföreningen är en branschorganisation för banker och finansiella institut som bildades 1908. I mars 2008 gick de ut med en rekommendation till banker och värdepappersbolag om hur mycket man borde erbjuda belåning för av olika slags värdepapper. För stockholmsbörsen gäller följande rekommendationer: Large Cap: 70%, Mid Cap: 50%, Small Cap: 30%. Deras rekommendationer är approximativa och företagen får själva göra en bedömning av de individuella aktierna. Svenska Fondhandlarföreningen pekar även på det faktum att en obalanserad portfölj inte borde ha maximal belåningsgrad utan portföljens utformning borde beaktas vid belåning. En obalanserad portfölj är en portfölj som har större delen av sitt värde i enbart en aktie eller ett fåtal aktier.

(Internet, Svenska Fondhandlarföreningen, 2008)

4.1.2 Jämförelse av erbjudna belåningsgrader

I det här avsnittet kommer en jämförelse att göras av vad Sveriges tre största Internetmäklare erbjuder för belåning till sina kunder för att visa på den inkonsistens som för närvarande råder på marknaden. Jag kommer att titta närmare på följande aktörer : Avanza, e-trade och Nordnet. För att kunna visa hur stora skillnader det är mellan de olika mäklarna så väljs slumpvis fem aktier från Large Cap, Mid Cap och Small Cap. Informationen om vilken belåningsgrad som erbjuds finns att tillgå på respektive aktiemäklares hemsida. (Internet, Avanza, E-trade, Nordnet, 2008).

Följande aktiers belåningsvärde kommer jag titta närmare på:

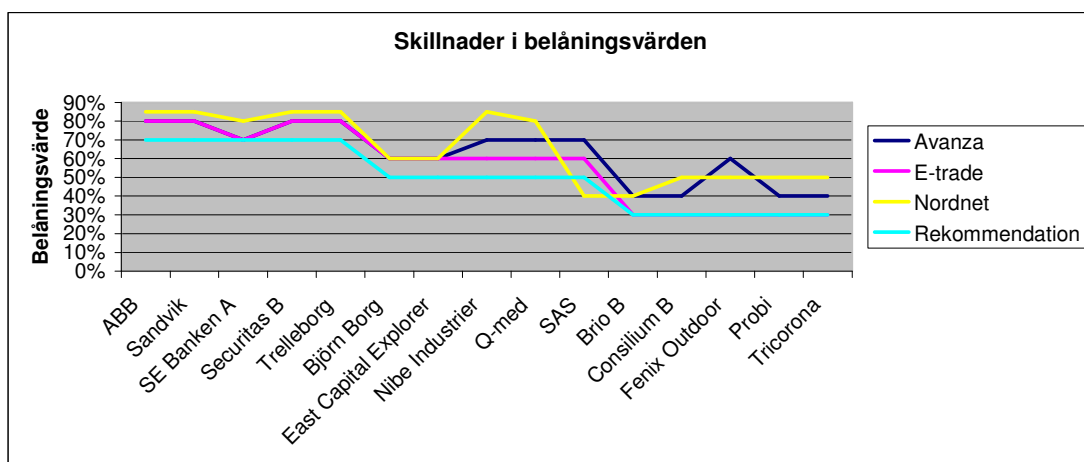
Large Cap: ABB, SE Banken A, Sandvik, Securitas B, Trelleborg

Mid Cap: Björn Borg, East Capital Explorer, Nibe Industrier B, Q-Med, SAS

Small Cap: Brio B, Concilium B, Fenix Outdoor B, Probi, Tricorona

Tabell 1. ”Belåningsgrader” (09-12-2008)

	Avanza	E-trade	Nordnet	Rekommendation
ABB	80%	80%	85%	70%
Sandvik	80%	80%	85%	70%
SE Banken A	70%	70%	80%	70%
Securitas B	80%	80%	85%	70%
Trelleborg	80%	80%	85%	70%
Björn Borg	60%	60%	60%	50%
East Capital Explorer	60%	60%	60%	50%
Nibe Industrier	70%	60%	85%	50%
Q-med	70%	60%	80%	50%
SAS	70%	60%	40%	50%
Brio B	40%	30%	40%	30%
Concilium B	40%	30%	50%	30%
Fenix Outdoor	60%	30%	50%	30%
Probi	40%	30%	50%	30%
Tricorona	40%	30%	50%	30%



Figur 2. Skillnader i belåningsvärden

Vi kan från tabell 1 och figur 2 ovan utläsa att det finns skillnader i hur mycket belåning man erbjuds för respektive aktie. För de fem första aktierna på Large Cap listan finns det inte så stora avvikelser men på Mid Cap respektive Small Cap så är variationen större. Samtliga mäklare väljer nästan alltid en högre belåningsgrad än vad Svenska Fondhandlarföreningen angett i sin rekommendation.

4.1.3 Krav från aktiemäklarna för att få utnyttja belåning

För att få belåning måste man som kund fylla i ett avtal och bli godkänd av respektive mäklares kreditavdelning. Avanza och Nordnet kan välja att göra en kreditupplysning på kunden innan man bestämmer om belåning ska ges eller ej. (Internet, Avanza, Nordnet, 2008) Nordnet har ett krav på att kunden har en årsinkomst på minst 250 000 kr samt inte har några

allvarliga betalningsanmärkningar. Hos Nordnet kan krediten användas till vad kunden vill, till exempel uttag för konsumtion (Internet, Nordnet, 2008) medan hos e-trade får krediten enbart användas för ytterligare investeringar. (Internet, E-trade, 2008) Detta är exempel på krav som mäklarna har för att försäkra sig om att de inte kommer utsätta sig för omedvetna risker när de beviljar utlåning.

4.2 Faktorer som inverkar på belåningsgrader

4.2.1 Jämförelse av nyckeltal

För att försöka förstå vilka faktorer som inverkar på valet av belåningsgrader har här en tabell med viktiga nyckeltal sammanställts för de respektive aktierna. De värden som redovisas i tabell 2 är avlästa från Aktiedirekts Online trader den 10 december 2008 (Internet, Aktiedirekt, 2008) och i de följande avsnitten kommer varje kolumn få en närmare förklaring.

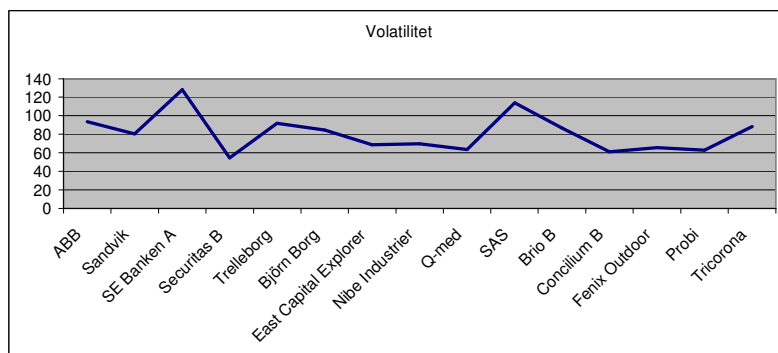
Tabell 2. "Nyckeltal" Källa: Internet, aktiedirekt, 2008

	Volatilitet	Risikfaktor	Likviditet (tusental)	Börsvärde (SEK)
ABB	93,63	1,45	3 067	51 674 160 780
Sandvik	80,33	1,24	6 494	59 314 358 750
SE Banken A	128,21	2	5 105	38 122 737 073
Securitas B	54,5	0,84	3 467	23 484 350 048
Trelleborg	91,94	1,43	190	3 767 948 363
Björn Borg	84,67	1,31	12	971 613 459
East Capital Explorer	68,79	1,07	220	1 682 935 424
Nibe Industrier	69,58	1,08	28	3 626 112 506
Q-med	63,77	0,99	501	3 349 173 400
SAS	113,87	1,78	677	5 412 050 000
Brio B	86,52	1,34	0	70 554 157
Consilium B	61	0,95	2	388 820 771
Fenix Outdoor	65,75	1,02	0	619 802 667
Probi	62,84	0,98	6	346 516 100
Tricorona	88,51	1,37	471	910 609 323

4.2.2 Volatilitet

Volatilitet beskriver hur mycket en akties värde förändras över tiden. Den beräknas genom att ta sista betalda kurs varje avslutad handelsdag de senaste tre månaderna. Sedan räknas den dagliga avkastningen för aktien ut. Med hjälp av avkastningsvärdena räknas aktiens volatilitet ut, det vill säga standardavvikelsen under tremånadersperioden. En hög volatilitet betyder en

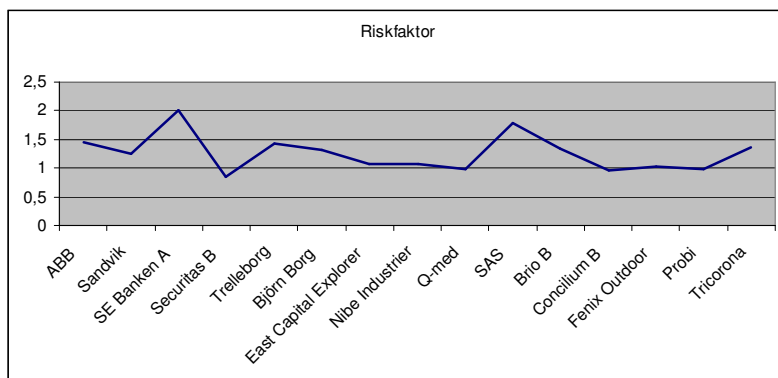
högre risk. (Internet, Aktiedirekt, 2008) För volatiliteten från Aktiedirekts Online trader den 10 december 2008, se figur 3 nedan.



Figur 3. Volatilitet. Källa: Internet, Aktiedirekt, 2008

4.2.3 Riskfaktor

En ytterligare faktor som kan visa på riskerna hos de här aktierna är riskfaktorn. Den anger risknivån och volatiliteten jämfört med OMX-index. Riskfaktorn får man genom att dividera aktiens volatilitet med volatiliteten för marknadsportföljen (OMX-index) för samma period. En riskfaktor över 1 betyder att aktien har högre risk än aktieindex. (Internet, Aktiedirekt, 2008) Detta är ett mått på den så kallade systematiska risken och ett annat ofta använt uttryck för detta är aktiens beta-värde. Aktiens betavärde visar covariansen mellan aktiens volatilitet och marknadsportföljens volatilitet. (Elton et al., 2007) För riskfaktorer från Aktiedirekts Online trader från den 10 december 2008 se figur 4 nedan.

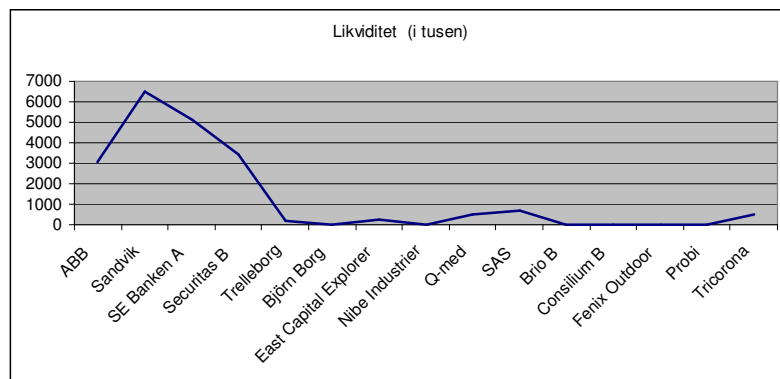


Figur 4. Riskfaktor. Källa: Internet, Aktiedirekt, 2008

4.2.4 Likviditet

Att en aktie har hög likviditet betyder att den handlas mycket. Likviditeten kan förändras markant från dag till dag men generellt så handlas de stora bolagen oftare än små bolag. Detta

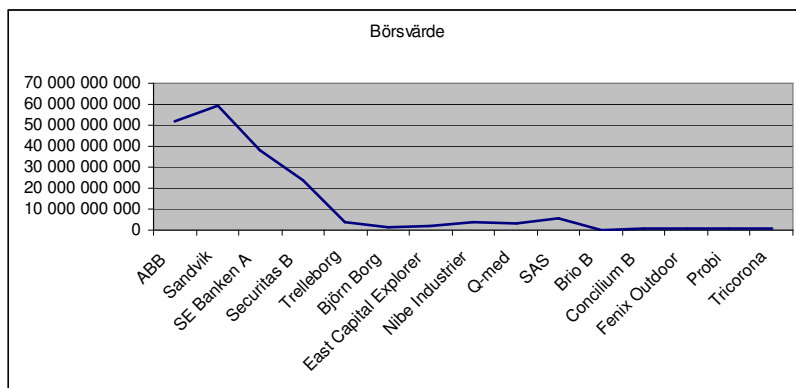
är viktigt ifall man måste sälja en aktie då en överbelåning hotar. En likvid aktie signalerar att det är lättare att hitta köpare till en position. Hög likviditet ger en lägre risk för om kurserna faller kan man ändå ha möjlighet att göra en försäljning. (Bernstein, 2001) För likviditet från aktiedirekts Online trader från den 10 december 2008 se figur 5 nedan.



Figur 5. Likviditet. Källa: Internet, Aktiedirekt, 2008

4.2.5 Börsvärde

Ett högt börsvärde signalerar att aktien är utgiven av ett företag som under en längre tid byggt upp värden i sin verksamhet. Stora företag medför en lägre risk eftersom risken för konkurs eller andra problem som nystartade och små företag är utsatta för elimineras. (Bernstein, 2001) För börsvärde från aktiedirekts Online trader den 10 december 2008 se figur 6 nedan.



Figur 6. Börsvärde. Källa: Internet, Aktiedirekt, 2008

5 Enkätundersökning

För att få en mer verklighetsnära syn på problemet med belåning och belåningsvärden har en kort enkätstudie gjorts. Av de tre tillfrågade Internetmäklarna, avanza, e-trade och nordnet, så har avanza varit den enda som valt att svara.

Kreditavdelningen Avanza: Dhaval, mottaget den 3 december 2008.

1. Hur bestämmer ni belåningsgrad för aktier?

(finns det någon beräkning på aktiens volatilitet och företagets storlek som ligger till grund för den nivå ni har valt och hur ser den i sådana fall ut?)

Belåningsgraderna sätts hos oss genom att man gör en kvantitativ analys där man studerar värdepappers likviditet och volatilitet. Samt en kvalitativ analys av bolage, då man kollar djupare på bolaget, nyckeltal, styrelse och ägare. Ju högre likviditet och mindre volatilitet desto högre belåningsgrad. Detta ställs mot den kvalitativa analysen. Till sist görs också en affärsmässig bedömning.

2. Har ni en rutin för om och hur ofta ni ser över att belåningsgraden är satt på rätt nivå?

Belåningsgraderna ses över löpande och anpassas till "rätt" nivå.

3. Har ni haft problem med ökande överbelåningar på portföljer under börsfallet hösten 2008?

Självklart ökar överbelåningarna när börsen går ner. Men det har inte varit något problem.

4. Vilka åtgärder vidtar ni för att undvika att en portfölj blir överbelånad?

Överbelåning åtgärdas normalt av kredittagaren genom försäljning eller att säkerheter tillförs. Om inte kredittagaren reglerar gör vi som kreditgivare detta genom tvångsförsäljning.

Dhaval har även kommenterat uppsatsens ämnesval om att olika mäklare erbjuder olika belåningsgrader och säger följande:

Varför belåningsgraderna varierar mellan de olika kreditinstituten beror egentligen på hur snabbt kreditinstitutet kan realisera säkerhet för utlåningen.

6 Analys och diskussion

När jag tittade på vilken belåning som erbjöds för de 15 olika aktier som slumpvis valts från Large Cap, Mid Cap och Small Cap kunde vi se att diagrammet i figur 2 visade en trappstegsformad figur där aktierna på Large Cap kunde belånas högst, därefter Mid Cap och lägst belåningsvärden hade aktierna registrerade på Small Cap. Även om det fanns variationer mellan vad de olika mäklarna erbjöd för belåning så var det tydligt att Large Cap aktier antas innebära mindre risk än aktier på Mid Cap. Aktier på Mid Cap anses dock vara mindre riskfyllda aktier än aktier registrerade på Small Cap.

De fyra källor till information om en akties risk som jag valde att titta närmare på var volatilitet, riskfaktor, likviditet samt börsvärde. Eftersom riskfaktorn är volatiliteten dividerad med en konstant (OMX-index) så kommer den grafen ha samma form som grafen för volatiliteten. Eftersom Large Cap anses vara mindre riskfyllda aktier än Mid Cap och Small Cap så borde det innebära att volatiliteten och riskfaktorn ger grafer som kan tolkas som en motsatt trappa till den vi såg vid belåningsgraderna. Så är inte fallet utan det ser ut som om aktier på Large Cap har en högre volatilitet än de övriga listorna. Eftersom volatiliteten enbart är beräknad över de senaste tre månadernas kurser, att det bara är 15 aktier som vi tittar på samt att marknaden har varit väldigt instabil de senaste månaderna bidrar till att vi får ett oväntat resultat. Om volatilitet eller riskfaktor vore det enda mått som användes för att beräkna belåningsgrader så skulle den trappstegsformationen i belåningsgradernas graf inte se ut som den gör, förutsatt att belåningsgraderna reviderades kontinuerligt.

Jag tittade även på aktiernas likviditet och börsvärde. Där kan man tydligt se från graferna att det är en stor skillnad på Large Cap och de andra två listorna. Large Cap har mycket högre likviditet och börsvärde. Båda dessa signalerar reducerad risk för aktierna på Large Cap.

Men vad är då viktigast, börsvärde och likviditet eller aktiens volatilitet? Volatiliteten är ju hur aktiens värde faktiskt har varierat även fast ett högt börsvärde borde indikera en stabil värdeutveckling visar ju volatiliteten att så inte har varit fallet. Vad som måste nämnas är att marknaden över lag har varit ovanligt instabil i och med det stora börsfall som varit under hösten 2008. Detta har medfört att den vanliga ordningen har satts ur spel vad det gäller volatiliteten på de stora bolagens aktier och även OMX-index. Om vi tittar på riskfaktorn så

har många aktier en riskfaktor som är under eller runt 1. Om aktiens riskfaktor är under ett så betyder det att aktiens volatilitet genomsnittligen ligger under marknadens volatilitet.

Hur sätter man belåningsgrader på aktier? Det finns som vi ser mängder med nyckeltal och information om aktien och företaget som ska tas med i beräkningarna när belåningsgrader sätts. Mycket av informationen om aktien och företaget finns inte i siffror och mått utan en bedömning av företagets framtidsutsikter och andra faktorer måste göras. En del av de skillnader som idag finns i belåningsgraderna mäklarna emellan kan komma utav att de som sätter belåningsgrader har olika uppfattning om företagen samt om riskerna som är involverade.

Hur har man värderat riskerna när man satt belåningsgraderna? Man har försökt få belåningsgraderna att återspegla de största riskerna det innebär med belåning men eftersom risk är ett så pass subjektivt ämne så uppfattar alla riskerna olika. Det finns ingen teori eller mönster att hålla sig till när man gör bedömningarna vilket försvårar för de som sätter belåningsgrader. Det kan också ses som en fördel att inte ha en klar teori att följa när man sätter belåningsgrader för det kan medföra en risk att man stirrar sig blind på siffror och inte är vaken för att se en förändring som kanske smugit sig in på marknaden och bör tas med i beräkningarna. Vad man borde fokusera mera på och som inte är något tydligt krav ibland den informationen som finns att tillgå på Internet är vikten av diversifiering. Väl diversifierade portföljer medför lägre risk än portföljer bestående enbart av ett fåtal aktier eller en portfölj som ligger väldigt tungt i en enda aktie. Detta borde i större utsträckning poängteras och man borde kanske fundera på huruvida man ska ha belåningsgrader per aktier eller om man istället borde övergå till att titta på portföljen i fråga och bestämma belåningsgrader individuellt på portföljerna.

Hur viktigt är det att mäklarna sätter rätt belåningsgrad på aktier? Det finns två perspektiv att ta till vara på i den här frågan, kundens och mäklarens. Kunden vill att hans/hennes avkastning på portföljen ska vara så stor som möjligt givet den risk han är villig att utsätta sig för. Han gör ett val huruvida han är villig att ta den ytterligare risk det innebär att belåna sin portfölj och hur högt han belånar den. Att han har möjlighet att belåna den upp till exempelvis 70% innebär inte att han väljer att låna så mycket. Om kunden har valt att belåna sin portfölj och marknaden plötsligt sjunker så hans portfölj blir överbelånad har han två alternativ; att snabbt föra över mera tillgångar till kontot eller att sälja en del eller i värsta fall hela portföljen. En akties belåningsvärde signalerar till kunden att den här aktien tror mäklaren

kommer vara stabil i fall den går att belåna högt eller tvärt om i fall att den inte har något högt belåningsvärde. Om belåningsvärdena är satta på en för hög nivå från mäklarnas sida kan det leda till att man invaggar kunderna i en falsk trygghet där kunden tar större risker än han själv är medveten om. Motsatt effekt får man ifall man är restriktiv med hur högt man ger kunden i belåning vilket leder till att kunden kan känna sig mera osäker att utnyttja möjligheterna med belåning. Ur kundens synvinkel är det fördelaktigt att bli erbjuden belåningsmöjligheter på sin portfölj som speglar risken hos aktien eller portföljen man belånar.

Mäklarna och bankerna ser belåning av portföljer från sin synvinkel. Att ge belåning på portföljer är en tjänst man erbjuder till sina kunder. När man ger belåning med aktier och portföljer som säkerhet är det den egna risken banken utsätter sig för som måste minimeras. För att inte ta risker kan man till exempel göra en kreditupplysning på kunden som ansöker om belåning. Några mäklare och banker har limiterat användandet av krediten till att enbart användas för ytterligare investeringar så att även de nya investeringarna agerar som säkerhet för banken.

För att undvika att göra en kreditförlust har mäklarna och bankerna rätt att sälja av positioner ur kundens portfölj om de anser att risker för överbelåning blir för stor eller för att försäkra sig mot ytterligare förlust. Det appliceras även en mycket högre ränta när en portfölj blir överbelånad vilket ger kunden ytterligare incitament att se till att detta inte sker och att kunden korrigerar en överbelåning så snabbt som möjligt. När man sätter belåningsgrader på aktier och portföljer så vill man hitta den punkten där man erbjuder så mycket belåning som möjligt utan att det finns risker för en kreditförlust. Man tittar på företaget som helhet, börskursens volatilitet och andra faktorer och väljer en belåningsgrad. Att detta skiljer sig åt mellan mäklarfirmorna kan bero på att man har olika uppfattning om riskerna involverade i aktien och kan även bero på att man inte reviderar belåningsgraderna lika ofta. För mäklarfirmorna och bankerna ökar den administrativa kostnaden om man skulle öka revideringen av belåningsgraderna för att hela tiden försöka ha "rätt" belåningsgrad. När börsen faller kommer det alltid medföra att högt belånade portföljer hamnar i riskzonen för överbelåning. Men den marginella nyttan av ytterligare resurser på att hitta rätt belåningsgrad är avtagande och vid en punkt inte längre försvarbar. Vad mäklarna måste göra är en avvägning mellan hur mycket resurser de bör lägga på belåningsgradernas uppdaterande och hur mycket överbelånade portföljer som är en acceptabel och oundviklig nivå.

7 Slutsats

Det finns skillnader mellan de olika aktiemäklarna vad det gäller hur högt de erbjuder att belåna värdepapper. Syftet med uppsatsen var att belysa dessa olikheter samt att försöka utröna varför dessa olikheter existerar. Vad jag kan se är att det handlar om att göra en bedömning av aktien och företaget samt de risker som är involverade där olika aktiemäklare kommer fram till olika belåningsgrader beroende på hur riskbenägna de är. Det beror även på hur ofta de väljer att uppdatera belåningsgraderna och därmed kunna agera på ny information. Belåningsgradernas uppdaterande blir en avvägning mellan de administrativa kostnader som uppkommer vid underhållet av belåningsgrader och den administrativa kostnad som uppkommer med överbelåningar och dessa samt en risk för kreditförlust för företaget. Ytterligare en viktig aspekt är den fokusering som finns på de enskilda aktiernas belåningsgrader istället för att titta på portföljen som helhet. Krav på balanserade och diversifierade portföljer borde om det finns vara mera betonat i informationen från mäklarna. Slutligen kan det konstateras att det är ett ämne som inte har diskuterats eller skrivits om i någon större omfattning och det finns utrymme att göra ytterligare fördjupningar inom detta.

Referenser

Litteratur

Bernstein, 2001, *The Intelligent Asset Allocator*, McGraw-Hill, New York (ISBN 0-07-136236-3)

Elton, Gruber, Brown, Goetzmann, 2007, *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, Seventh Edition, Wiley, U.S.A. (ISBN –13 978-0470-05082-8)

Ross, Jaffe, Westerfield, 2008, *Modern Financial Management*, Eighth Edition McGraw-Hill, New York (ISBN 978-0-07-128625-1)

Internet

Affärsvärlden www.affarsvarlden.se

1. Blankare tas till nåder, 2008-11-05

<http://www.affarsvarlden.se/hem/nyheter/article422445.ece>

Aktiedirekt www.aktiedirekt.se

Avanza www.avanza.se

1. Belåningsgrader 09-12-2008

<http://www.avanza.se/aza/kunskapscenter/belaningslistor.jsp>

2. Belåning 09-12-2008

<http://www.avanza.se/aza/kunskapscenter/depahandbok.jsp?page=belaning>

E24 www.e24.se

1. Blankning stoppas i USA, 2008-11-05

http://www.e24.se/branscher/bankfinans/artikel_719155.e24

2. Carnegie förlorar tillståndet, 2008 – 11 - 06

http://www.e24.se/branscher/bankfinans/artikel_853025.e24

E-trade www.etrade.se

1. Belåningsgrader 09-12-2008

<https://se.etrade.com/sweden/reports/belaningsvarden/belaningsvardenSE.pdf>

1. Belåning 09-12-2008

https://se.etrade.com/gl_text.asp?nav=3229

Ekonomifakta www.ekonomifakta.se

1. Vad är finanskrisen? 2008-11-30

http://www.ekonomifakta.se/sv/Om_Ekonomifakta/Nyheter/Vad-ar-finanskrisen/

Finansinspektionen www.fi.se FI Dnr 08-8742, 2008-11-10

1. Läget i de mindre bankerna, kreditmarknadsbolagen och värdepappersbolagen

http://www.fi.se/upload/43_Utredningar/40_Skrivelser/2008/stabilitetslaget_ovriga_foretag081002.pdf

Nordnet www.nordnet.se

1. Belåningsgrader, 09-12-2008

<https://www.nordnet.se/mux/page/belaninginl.html>

2. Belåning, 09 – 12 - 2008

<https://www.nordnet.se/mux/page/hjalp/hjalp.html?id=191>

3. Säkerhetskrav vid blankning, 15- 02- 2009

<https://www.nordnet.se/mux/web/nordnet/krediterBlankningSakerhet.html>

4. Ansökan om kredit, 15-02-2009

<https://www.nordnet.se/mux/web/nordnet/belaningAnsokan.html>

Sydsvenskan www.sydsvenskan.se

1. Storförlust när aktier tvångssäljs, 2008-11-05

<http://sydsvenskan.se/ekonomi/article295535.ece>

Svenska Fondhandlareföreningen www.fondhandlarna.se

1. Belåningsgrader för värdepapper, 2008 – 11 - 05

http://www.fondhandlarna.se/index.php?option=com_docman&task=cat_view&gid=79&Itemid=28

Personliga källor

Dhaval, 2008. Kreditavdelningen, Avanza.

e-post: kundservice@avanza.se e-post kontakt. 2008-12-03

Pris: 100:- (exkl moms)

Tryck: SLU, Institutionen för ekonomi, Uppsala 2007.

Distribution:

Sveriges lantbruksuniversitet
Institutionen för ekonomi
Box 7013
750 07 Uppsala
Tel 018-67 2165

Swedish University of Agricultural Sciences
Department of Economics
P.O. Box 7013
SE-750 07 Uppsala, Sweden
Fax + 46 18 673502