



Av: **Mathias Lien Oskarsson** *

Sammanfattning

Kryptotillgångar har under de senaste åren fått alltmer uppmärksamhet och intresset hos privatpersoner att investera i tillgångarna har ökat. Sedan 2018 har dock priserna på kryptotillgångar varierat mycket kraftigt. Det illustrerar att riskerna med att investera i dessa tillgångar är hög.

Syftet med denna analys är att få en bättre förståelse för hur kryptotillgångar handlas bland svenskar, samt att studera utfallet för de som handlat. Vi studerar svenskarnas investeringar i så kallade kryptocertifikat, en produkt som är förhållandevis ny på den svenska marknaden. Kryptocertifikat är ett finansiellt instrument som följer priset på en underliggande kryptotillgång. För Finansinspektionen (FI) som övervakar marknaden är det viktigt att förstå hur handeln på de finansiella marknaderna förändras i takt med att nya instrument introduceras. Att studera utfallet från handeln ger även viktig kunskap för att FI bättre ska förstå riskerna för konsumenter med att handla i dessa tillgångar.

Mellan januari 2018 och mars 2024 var det cirka 200 000 personer i Sverige som handlade i kryptocertifikat. Det var främst yngre personer, och åtta av tio var män. De flesta handlade för förhållandevis små belopp, och ungefär 60 procent av dem som handlade hade sålt av hela sitt innehav den sista mars 2024.

Intresset för att investera i kryptocertifikat har gått upp och ner i perioder och har ofta samvarierat med kraftiga prisrörelser i de underliggande kryptotillgångarna. Under de senaste två åren kan vi dock se färre förstagångsköpare och en minskad omsättning i handeln. Det tyder på att svenskarnas intresse att investera i kryptocertifikat minskat.

Bland de svenskar som sålt av hela sitt innehav i kryptocertifikat har de flesta förlorat pengar trots att tillgångarna ökat i värde med uppåt 500 procent sedan 2018. Den kraftiga prisuppgång som skett under första kvartalet 2024 gör att resultatet ser något bättre ut för dem som fortfarande äger certifikat. Eftersom de flesta investerat relativt små belopp blir även deras vinster eller förluster små i kronor räknat. En bidragande orsak till att så många förlorat pengar på att investera i kryptocertifikat, trots att priserna över tid har stigit, är att investeringarna ofta förknippas med höga avgifter. Enligt våra beräkningar har svenskarna betalat totalt cirka 320 miljoner kronor i avgifter för att handla med dessa instrument.

16 maj 2024, FI dnr 24-14630

* Författarna vill rikta ett särskilt tack till Alberto Crosta, Agneta Blomquist, Annika Otz, Henrik Lennefeldt, Jenny Rolling, Johan Berg, Karin Franck, Lars Hörngren, Stefan Palmqvist och Thomas Nielsen.

FI-analyserna har presenterats på ett internt seminarium på FI. De är godkända för publicering av ett redaktionsråd.

Vad är kryptotillgångar?

En kryptotillgång kan i breda termer beskrivas som en digital representation av ett värde, eller någon form av rättighet, som kan överföras och lagras elektroniskt med hjälp av teknik för någon typ av distribuerad liggare.¹ Ofta används termen blockkedja för att beskriva denna typ av distribuerade liggare. Det finns många olika typer av kryptotillgångar med olika ändamål.²

Till skillnad från vanliga pengar, som svenska kronor eller amerikanska dollar, finns det ingen centralbank eller regering som står bakom värdet på kryptotillgångarna. Likaså finns det inga underliggande kassaflöden som den som äger kryptotillgången kan göra anspråk på. I stället använder dessa en teknik som kallas blockkedjor, en slags digital bokföring, där alla transaktioner registreras över ett nätverk av datorer. Den mest välkända kryptotillgången är bitcoin som handlas på digitala plattformar och i vissa fall kan användas som betalningsmedel. Efter bitcoin har det tillkommit flera andra kryptotillgångar som bygger på liknande teknologi. Några av dessa är ethereum, solana, cordano och polkadot.³

Under de senaste fem åren har intresset för kryptotillgångar ökat betydligt. Många investerare, i synnerhet privatpersoner, har sett kryptotillgångar som en investering som tack vare dess extrema kursrörelser kan generera hög avkastning. Men stora kursrörelser innebär samtidigt en stor risk med att investera i kryptotillgångar. Generellt sett är det svårt att värdera kryptotillgångar eftersom de saknar egenskaper som gör dem lämpliga att värdera med hjälp av traditionella metoder.⁴ Osäkerheten om vad tillgången är värd syns inte minst av de kraftiga svängningarna i kurserna. Att det är svårt att avgöra vad tillgången är värd medför en ökad risk för den som köper eller säljer den.

I denna analys undersöker vi investeringar i kryptotillgångar utifrån de transaktioner som gjorts i så kallade kryptocertifikat mellan 2018 och 2024. Vi undersöker vilka som handlar, hur handeln utvecklats över tid och hur det har gått för de som handlat. Detta för att bättre förstå konsumentmönster och de risker som finns med handel i kryptocertifikat.

Syftet med analysen är att få en bättre förståelse för hur kryptoinstrument handlas bland svenskar och studera utfallet för de som handlat med dessa instrument. Därigenom får vi en större förståelse för de konsumentrisker som finns med denna handel. Genom att undersöka vilka som handlat med dessa instrument får vi en ökad insikt om riskbenägenheten för olika grupper i förhållande till riskfyllda tillgångar. Att därtill förstå utfallet från handeln ger en ökad förståelse för hur investerare agerar efter att de köpt en sådan riskfylld tillgång.

¹ Definition av kryptotillgång enligt MiCA-förordningen, EU 2023.

² För en bredare introduktion till kryptotillgångar se exempelvis Finansinspektionen (2021).

³ Olika kryptovalutor, kryptotillgångar eller tokens fyller olika funktioner, men i denna analys används termen kryptotillgångar genomgående för alla dessa.

⁴ Med detta menar vi att kryptotillgångar exempelvis saknar ett konkret underliggande värde såsom kassaflöden eller fysiska tillgångar.

Småsparare kan investera i kryptotillgångar genom kryptocertifikat

Barber och Odean (2008) visar att individer är mer benägna att investera i aktier som fångar deras uppmärksamhet genom att aktien

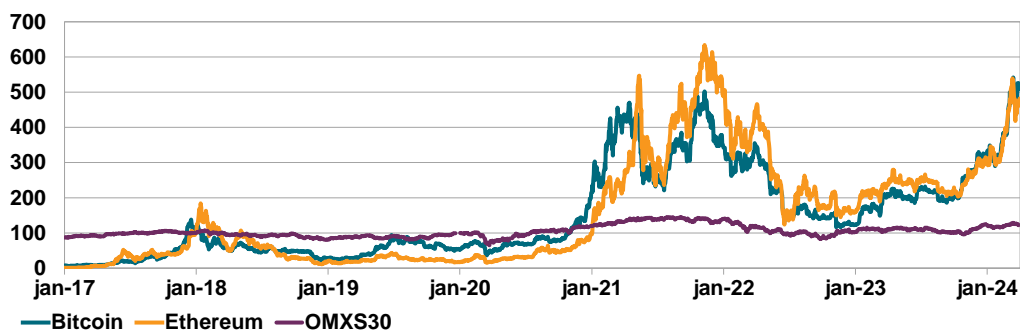
- har uppvisat onormalt hög avkastning
- har handlats ovanligt mycket
- nyligen har omnämnts i nyhetsmedier.

Dessa tre faktorer kan sannolikt i hög utsträckning förklara intresset för kryptotillgångar bland småsparare. Kryptotillgångar har i perioder uppvisat kraftiga prisrörelser, vilket har fått stor uppmärksamhet i bland annat medier. I perioder med stora prisrörelser och när priserna stiger tenderar omsättningen av kryptotillgångar att öka kraftigt.

Mellan januari 2018 och mars 2024 varierade priset på kryptotillgångar mycket (se diagram 1). År 2018 sjönk priset från de då rekordhöga nivåer som nåddes i slutet av 2017. Det följdes av en period av relativt stabila priser under 2019 och 2020. År 2021 ökade priset kraftigt igen, vilket sammanföll med ett ökat intresse från institutioner och en bredare acceptans av kryptotillgångar. Under 2022 minskade värdet rejält i samband med att olika frågor om reglering av kryptotillgångar och osäkra makroekonomiska förhållanden var aktuella, vilket höll i sig under stora delar av 2023. I slutet av 2023 och under början av 2024 steg priserna snabbt igen eftersom intresset från institutionella investerare ökade på nytt.⁵

1. Indexerad utveckling för kryptotillgångar

Index, bas 100



Källa: LSEG

Anm. Bas 100 = 2018-01-01.

Småsparare kan primärt för att investera i kryptotillgångar, antingen köpa den faktiska kryptotillgången eller investera i finansiella instrument som speglar prisutvecklingen på en kryptotillgång, så kallade trackercertifikat eller exchange traded products. För konsumenten kan det vara enklare att investera i dessa finansiella instrument eftersom det vanligen är enklare att köpa dem än att investera direkt i en kryptotillgång. Exempelvis är det ofta lika enkelt att köpa ett trackercertifikat som det är att köpa en aktie.

⁵ Financial Times (2024).

I Sverige är trackercertifikat den vanligaste formen av finansiella instrument med kryptotillgångar som underliggande tillgång. De som ger ut certifikaten tar ut en avgift för dem och ibland även extra avgifter för tjänster som exempelvis inlösen. Investeringen i ett trackercertifikat ger endast en syntetisk exponering mot kryptotillgångarna. Det innebär att investeraren inte äger den underliggande kryptotillgången. I analysen använder vi genomgående termen *kryptocertifikat* för att beskriva dessa typer av finansiella instrument med kryptotillgångar som underliggande tillgång.

Vi använder transaktionsdata

Ett bakomliggande syfte med kryptotillgångar är anonymitet, även om det till viss del ofta går att följa transaktionerna genom att studera blockkedjan. Men eftersom det vanligen inte framgår vilken fysisk eller juridisk person som faktiskt handlar är det svårt för FI att analysera investeringarna som sker direkt i de faktiska kryptotillgångarna. Däremot kan vi analysera handeln i kryptocertifikaten som handlas på de finansiella marknaderna. För att göra detta använder vi transaktioner för privatpersoner som har rapporterats in till FI:s transaktionsrapporteringsystem, TRS. I analysen studerar vi all handel i kryptocertifikat mellan den 1 januari 2018 och den 31 mars 2024. I de fall vi presenterar resultat som bygger på realiserade vinster eller förluster, värderar vi kvarvarande positioner till rådande marknadspris. Därtill exkluderar vi handel mellan enskilda personer som inte har skett på en handelsplats. Till följd av en formatbegränsning i TRS för personer som saknar svenskt personnummer exkluderas dessa individer och därför begränsas termen ”svenskar” i analysen till att endast omfatta de med svenskt personnummer.

Vi har förenklat analysen genom att anta att alla investerare betalar samma avgifter. Transaktionskostnaderna antas vara 0,4 procent i courtage som tillfaller mäklaren, och spreaden⁶ för certifikaten antas vara 0,25 procent vilket tillfaller utgivaren. Därtill antar vi att produkten har en förvaltningsränta om 2,5 procent per år som också tillfaller utgivaren. Antagandena är framtagna som ett övergripande genomsnitt efter att ha studerat flertalet prospekt och mäklares prislistor. Detta är en förenkling i och med att dessa avgifter skiljer sig åt mellan olika aktörer och även kan skilja sig åt mellan kunder hos samma aktör. Till exempel kan personer som handlar mycket erbjudas ett lägre courtage. För en djupare förklaring om dessa antaganden och transaktionsavgifter, se bilaga 1.

De flesta som handlar är yngre män

Totalt har närmare 200 000 individer handlat med kryptocertifikat mellan januari 2018 och mars 2024. Av dessa är cirka 8 av 10 män. Under den studerade perioden har svenska investerare omsatt 86 miljarder kronor i kryptocertifikat genom 5,8 miljoner unika transaktioner. Medianinvesteraren har köpt krypto för cirka 9 800 kronor, men det finns de som investerat betydligt mer. Det kan vi se eftersom medelvärdet för hur mycket en svensk person har investerat är 64 500 kronor.

⁶ Spread är skillnaden mellan köp- och säljkursen, detta förklaras mer i detalj i bilaga 1.

Tabell 1. Deskriptiv statistik över handeln i kryptocertifikat

Antal, procent och kronor

	Underliggande kryptotillgång			
	Alla	bitcoin	ethereum	övrigt
Antal personer som handlat (tusental)	198,7	143,4	122,8	73,6
- Andel som sålt av hela innehavet (procent)	58,3 %	61,6 %	60,4 %	48,6 %
Totalt omsatt belopp (miljarder kronor)	86,3	32,0	43,0	11,3
Antal unika transaktioner (miljontal)	5,8	2,4	2,5	0,9

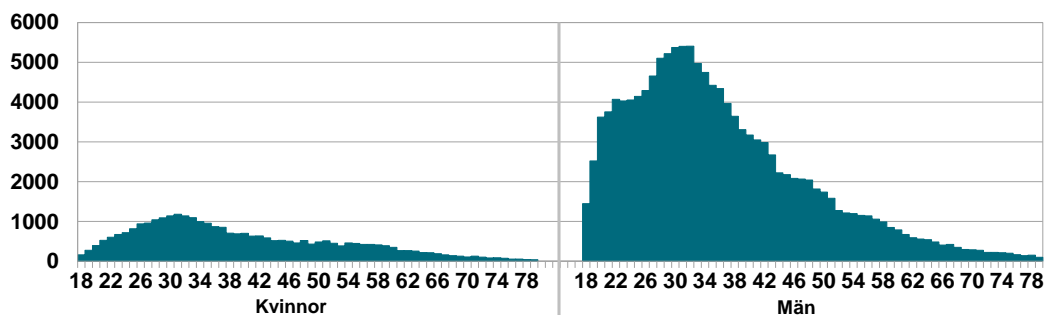
Källa: FI

Anm. Övrigt innehåller certifikat med avalanche, cardano, polkadot, solana eller uniswap som underliggande kryptotillgång.

Av dem som handlat med kryptocertifikat, har 81 procent handlat med bitcoin som underliggande tillgång. Det gör bitcoin till den mest populära underliggande tillgången, tätt följd av ethereum. Sett till volym motsvarade omsättningen med bitcoin som underliggande tillgång 32 miljarder kronor, vilket bara utgör 37 procent av den totala omsättningen av handeln med kryptocertifikat. I volym är det i stället certifikat med ethereum som underliggande tillgång som har störst omsättning på 43 miljarder kronor, eller cirka 50 procent. I kryptocertifikat med andra underliggande tillgångar än bitcoin eller ethereum har svenskarna handlat för 11 miljarder kronor.

2. Fördelning bland dem som har handlat sett till ålder och kön

Antal



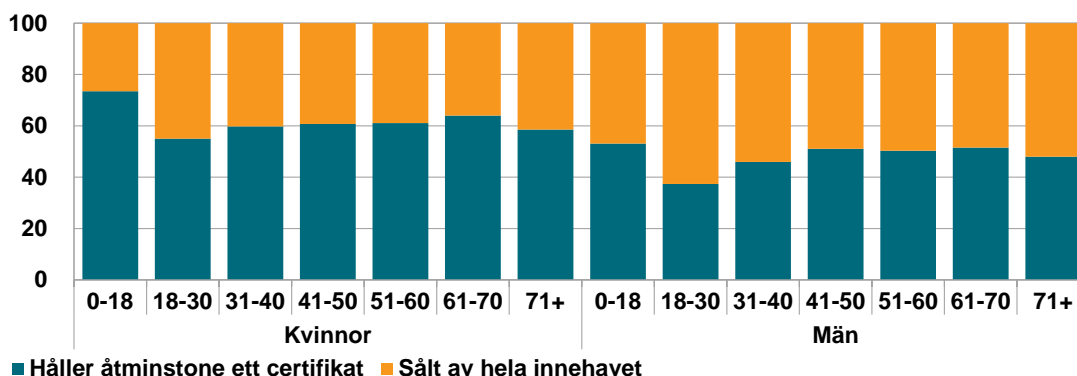
Källa: FI

Anm. Ett fåtal personer som handlade var antingen under 18 eller över 79 år. Bland kvinnorna var 856 under 18 år och 164 över 79 år. Bland männen var 2 523 under 18 år och 366 över 79 år.

Majoriteten av dem som handlade var män (se diagram 2). Genomsnittsåldern var 36 år och medianåldern var 34 år. Kvinnor som handlade var i genomsnitt några år äldre än männen. Även om det generellt var fler yngre personer som handlade, var det generellt äldre personer som handlade för större belopp. Det gör att äldre personer har stått för en proportionerligt större andel av den totala omsättningen.

3. Andel som har sålt av hela innehavet, fördelat på ålder och kön

Procent



Källa: FI

Anm. Avser andelen personer som per den 31 mars 2024 antingen sålt av hela innehavet eller fortfarande äger åtminstone ett kryptocertifikat.

Det finns skillnader sett till både kön och ålder när vi studerar hur många som har sålt hela sitt innehav, jämfört med hur många som fortfarande ägde åtminstone ett kryptocertifikat den 31 mars 2024. Som framgår i tabell 1 har 58 procent av alla som har handlat kryptocertifikat sålt av sina innehav per den sista mars 2024. I alla åldersgrupper är det mer vanligt att män har sålt hela sitt innehav, se diagram 3. Det är i linje med att kvinnor även tenderar att behålla aktieinnehav längre än män.⁷

Personer mellan 18 och 30 år är den åldersgrupp där flest har sålt av hela sitt innehav. Detta gäller för både män och kvinnor. Generellt kan vi se att personer mellan 18 och 30 år har varit tidigast med och under längst tid investerat i kryptocertifikat. De har därav kunnat sälja av till en vinst givet den kraftiga prisökning som skett under perioden. Det kan vara en förklaring till att de sålt av sina innehav i störst utsträckning.

Intresset har svalnat på senare tid

Intresset att handla i kryptocertifikat har haft ett tydligt samband med priset på de underliggande kryptotillgångarna. Som nämnts i tidigare avsnitt uppmärksammas kryptotillgångar typiskt sett mer när priserna stiger kraftigt eller är på historiskt höga nivåer. Vi kan se att antalet förstagångsköpare i kryptocertifikat per månad tycks samvariera liksom hur priset på bitcoin har utvecklats (se diagram 4).

Det finns två perioder där antalet nya investerare i kryptocertifikat ökade som mest. Den första tydliga ökningen var under vintern 2017–2018 och den andra under 2021. Även under första kvartalet 2024, i samband med värdeökningen då, ser vi att antalet nya investerare ökar. Tyvärr har vi inte data för perioden före 2018 i TRS-databasen. Utifrån en enkätundersökning som FI gjorde 2020, framgår det att cirka 18 000 svenskar hade investerat i kryptocertifikat före 2018.⁸ På grund av att vi inte har data för dessa personers

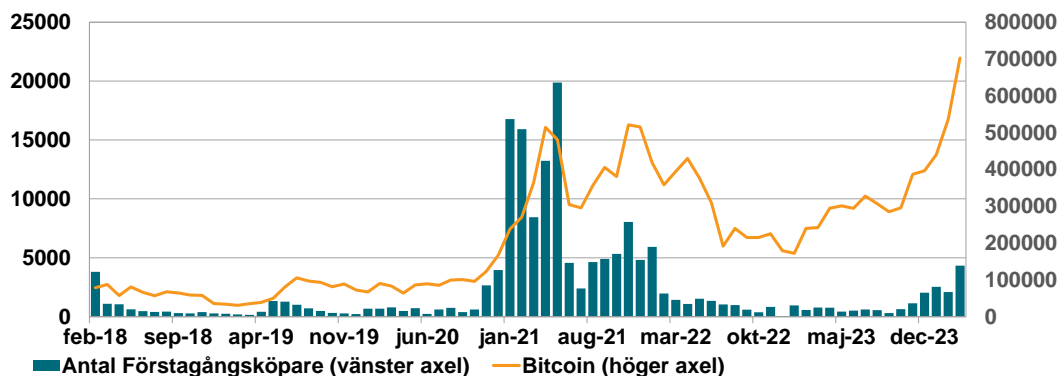
⁷ Lien Oskarsson (2023).

⁸ Finansinspektionen (2021).

inköp fångas de inte i analysen. Men även om det är många sett till antal, så motsvarar bortfallet endast 9 procent av det totala underlaget.

4. Antal förstagångsköpare per månad

Antal, kronor



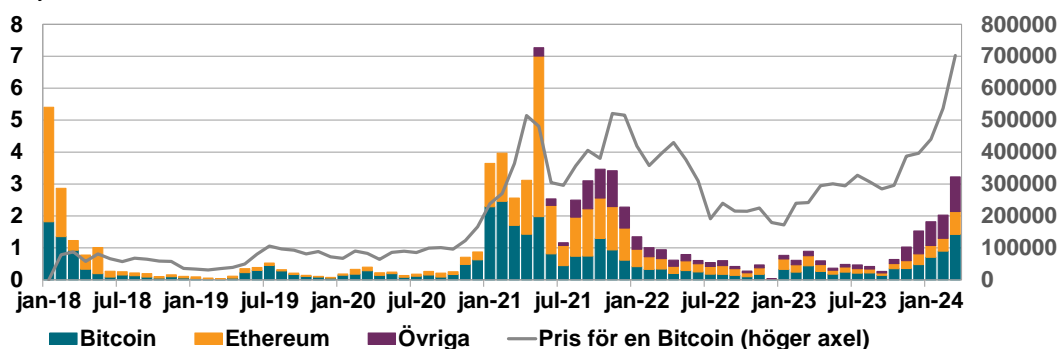
Källa: FI, LSEG

Anm. Förstagångsköpare definieras som en individ som för första gången handlar med ett kryptocertifikat. Den orange linjen visar på priset på bitcoin uttryckt i svenska kronor.

Det är intressant att notera att när priset nådde sin lägsta punkt på två års tid under december 2022, var det endast 57 personer som valde att investera i kryptocertifikat för första gången (se diagram 4). Detta illustrerar den osäkerhet som finns kring värdet på kryptotillgångar och att prisrörelserna blir självförstärkande och därmed ovanligt stora. Svårigheten att värdera kryptotillgångar gör vidare att priserna kan förändras snabbt. Sammantaget bidrar dessa faktorer till att kryptotillgångars värde varierar ovanligt mycket jämfört med till exempel aktier.

5. Månatlig omsättning i kryptocertifikat fördelat på underliggande tillgång

Miljarder kronor, kronor



Källa: FI, LSEG

Anm. Övriga kryptotillgångar avser: Avalanche, Cardano, Polkadot, Solana och Uniswap. Avser endast privatpersoner som handlat för max 1 miljon kronor. Omsättning mäts i miljarder kronor på vänster axel, priset för en bitcoin mäts i kronor på höger axel.

Som vi kan se i tabell 1 så har certifikat med ethereum som underliggande kryptotillgång handlats i störst volym under perioden. Totalt har svenskarna omsatt 69 miljarder kryptocertifikat med ethereum, jämfört med 68 miljarder certifikat med bitcoin. I diagram 5

kan vi se att denna skillnad delvis kan förklaras av att intresset att handla certifikat med ethereum var särskilt högt under januari 2018 samt under maj 2021.

Att särskilt stora volymer certifikat med ethereum omsattes under maj 2021, kan sannolikt förklaras av de extrema kursrörelser som skedde med själva ethereumpriset under samma månad. Då steg först ethereumpriset med 49 procent, för att sedan sjunka med 50 procent (se diagram 1). Ungefär liknande kursrörelser kan vi även se i början av 2018.

Intresset bland svenska investerare att investera i kryptocertifikat har avtagit under senare år trots att priserna ökat – framför allt när vi studerar bitcoinpriset i kronor (se diagram 4 och 5). Under 2023 var det förhållandevis få förstagångsköpare som gick in i marknaden för att köpa kryptocertifikat.

Det går att se en viss ökning i handlade volymer under slutet av 2023 och början av 2024, men i förhållande till prisutvecklingen på kryptotillgångarna sker det färre transaktioner än tidigare. Därtill är de handlade volymerna lägre än rekordnoteringarna under 2018 och 2021, trots att priserna har nått nya toppnoteringar. En bidragande faktor till att den handlade volymen ökat igen under 2024 är att många säljer av innehav som de länge hållit som en orealiserad förlust.

Nyare mindre kända kryptotillgångar är de som har ökat mest sett till handlad volym runt årsskiftet 2023/2024. Det kan bero på att nya investerare hoppas att de mindre kända kryptotillgångarna kommer att ha en liknande utveckling som bitcoin och ethereum har haft. Vi kan även se att de personer som tidigare tjänat pengar på sina investeringar i kryptocertifikat är mer benägna att investera i dessa instrument igen. Men de väljer dock ofta att investera i certifikat med en annan underliggande kryptotillgång.

Resultatet från handeln varierar i takt med kryptomarknaden

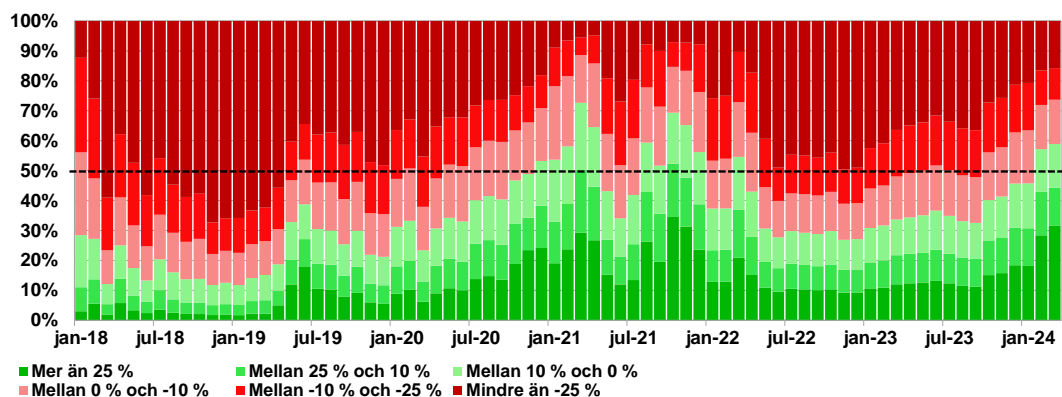
Den 31 mars 2024 hade 53 procent av dem som handlat kryptocertifikat och sålt av hela sitt innehav gjort en förlust. Trots att kryptotillgångar har ökat i värde med uppåt 500 procent under perioden 2018–2024, har alltså mer än hälften av dem som har investerat i kryptocertifikat och sålt sina innehav gjort en förlust när de sålt. Det visar hur svårt det kan vara att välja rätt tidpunkt för att investera, i synnerhet i tillgångar vars värde varierar så kraftigt och saknar ett fundamentalt värde.

Men resultatet ovan avser bara de individer som sålt hela sitt innehav. Det är ofta så att de som har upplevt en negativ utveckling är mindre benägna att sälja sina innehav. För att få en kompletterande bild, gör vi därför också en beräkning där vi marknadsvärderar innehaven månad för månad. Vi gör detta för varje av de 75 månader som vi har data för. Eftersom priset har rört sig väldigt mycket under hela den studerade perioden skiljer sig resultatet beroende på när beräkningen sker. När priset har stigit kraftigt är det fler som har ett positivt resultat, och vice versa. Våra resultat visar att sett över hela perioden har 59 procent av de

som har handlat kryptocertifikat gjort ett positivt resultat. Men densamma beräkning per den 31 mars 2023 visar på att 66 procent av alla som handlat hade förlorat pengar (se diagram 6).

6. Fördelning över enskilda individers resultat sett över tid

Procent



Källa: FI

Anm. Avser resultatet i förhållande till det maximalt investerade beloppet som uppmäts fram till beräkningstillfället. De med innehav vid beräkningstillfället antas sälja av innehavet till rådande marknadspris.¹⁰ Beräkningsdatum är den sista i varje månad.

Studerar vi fördelningen över resultatet i handeln med kryptocertifikat över tid är det tydligt att de flesta personer hade förlorat pengar om de sålt sina innehav under den period som vi analyserar. För de 75 månader vi studerar är det endast 13 månader där medianen är positiv. Det betyder att det endast är vid dessa 13 beräkningstillfällen som fler personer skulle ha tjänat på att ha sålt av sina kryptocertifikat.

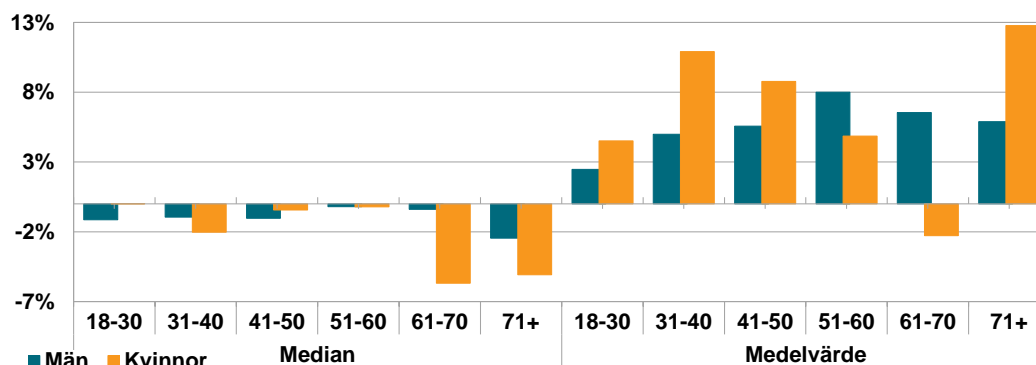
Skillnad i avkastning mellan olika grupper

Analysen visar att resultatet varierar mycket mellan olika grupper, och att det finns en viss skillnad i resultat mellan kvinnor och män. Enligt diagram 8 är det en stor skillnad mellan medelavkastningen och medianavkastningen. Det betyder att några investerare har fått väldigt hög avkastning, medan den största andelen bara har realiserat små vinster eller förluster. I detta fall studerar vi endast de som har sålt av hela sitt innehav.

I genomsnitt har kvinnor fått en högre avkastning än män bland de personer som har sålt hela sitt innehav innan den 31 mars 2024, med en genomsnittlig avkastning på 7,06 procent för kvinnor jämfört med 4,38 procent för män. Detta kan till stor del förklaras av att det finns en större spridning i kvinnornas avkastning, nämligen att andelen som har realiserat mycket hög avkastning är större bland kvinnorna. Detta illustreras ytterligare av att medianavkastningen är något lägre bland kvinnor än bland män. Medianavkastningen är -1,15 procent för kvinnor och -0,94 procent för män. När vi tittar på resultatet för olika åldersgrupper finner vi dock inget tydligt mönster.

7. Avkastning uppdelat på kön och ålder – median och medelvärde

Procent



Källa: FI

Anm. Avser endast de personer som sålt av hela sitt innehav.

Intresset att göra upprepade investeringar i kryptocertifikat tycks bero på hur bra en person har presterat under tidigare handel i certifikaten. I tabell 2 kan vi se att personer som har tjänat pengar på sin investering i kryptocertifikat är mer benägna att återigen handla med dessa instrument. Bland dem som har haft en avkastning på över 10 procent är det dubbelt så många som väljer att köpa kryptocertifikat igen efter de har sålt av hela sitt innehav, jämfört med de personer som har realiserat en förlust på mer än 10 procent första gången de har handlat med kryptocertifikat.⁹

Tabell 2. Hur tidigare resultat samvarierar med intresset för framtida handel och avkastning

Antal och procent

Avkastning efter första handelsomgången	Antal som köpt igen	Totalt antal	Andel som köpt igen	Avkastning andra handelsomgången		
				Median	Medel	Standardavvikelse
Över 25 procent	7 465	26 012	28,7 %	-1,2 %	6,8 %	39,0 %
Mellan 25 och 10 procent	5 336	18 522	28,8 %	-0,2 %	4,4 %	28,3 %
Mellan 10 och 0 procent	5 800	22 972	25,2 %	-0,5 %	3,2 %	23,3 %
Mellan 0 och -10 procent	4 674	22 082	21,2 %	-1,8 %	2,4 %	25,8 %
Mellan -10 och -25 procent	3 256	18 302	17,8 %	-1,8 %	4,6 %	28,5 %
Under -25 procent	2 267	24 945	9,1 %	-0,4 %	7,3 %	41,2 %

Källa: FI

Anm. Avkastningen beräknas för den första gången de som handlat sålt av hela sitt innehav.

⁹ Med "första gången de handlat" avser vi här en situation där investeraren både köpt och sålt av hela sitt innehav. Med "andra gången de handlar" avser vi de innehav investerarna har haft då de återigen handlat med kryptocertifikat efter att de har sålt av sin första position.

Intressant nog kan vi inte se några signifikanta skillnader i avkastning mellan dem som tidigare haft en hög avkastning och dem som tidigare har haft låg avkastning. Detta eftersom spridningen – standardavvikelsen – inom respektive grupp är förhållandevis stor. Även om det finns vissa skillnader i median och medelvärde, kan vi inte heller se någon tydlig trend i skillnader mellan dessa grupper. Det innebär att vi inte hittar tecken på att vissa individer har varit bättre eller sämre på att investera i kryptocertifikat. Utfallet verkar alltså snarare handla om tur än skicklighet.

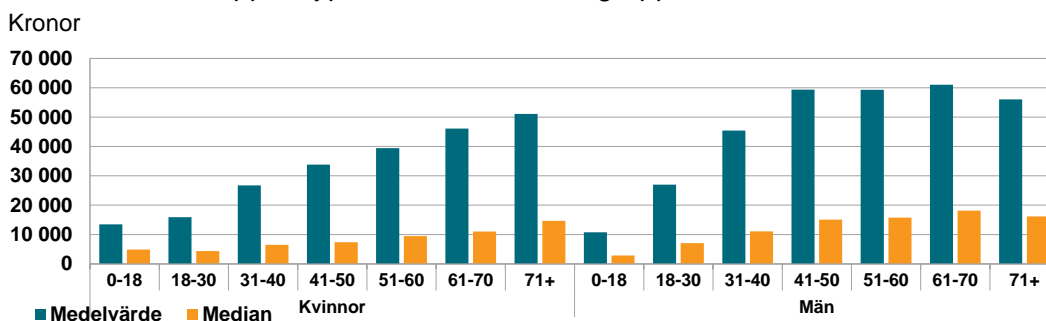
Att fler personer som har tjänat pengar under sin första handelsomgång väljer att handla igen, tyder på att de har haft en högre tilltro till sin egen förmåga. Detta är också något som man funnit i tidigare forskning, nämligen att gynnsamma utfall ofta leder till denna typ av högre tilltro.¹⁰ Att dessa individer därtill inte har fått högre avkastning än övriga grupper talar för att de har en övertro på sin egen förmåga.

De flesta handlar med små belopp

De flesta som har handlat med kryptocertifikat har investerat förhållandevis små belopp, jämfört med hur mycket som generellt investeras i exempelvis fonder eller aktier. Det gör att vinster och förluster i kronor räknat också blir små. Mediankvinnan har investerat 6 900 kronor i kryptocertifikat, medan samma siffra för männen är 10 200 kronor. Men det finns ett fåtal personer som har investerat stora belopp i kryptocertifikat. Det gör att medelvärdet för investerade belopp är betydligt högre än medianen hos de olika grupperna, se diagram 8.¹¹

Även för de personer som ingår i den grupp som har förlorat störst andel av sina respektive investerade belopp, det vill säga de som förlorat mer än 25 procent, är förlusterna i kronor relativt begränsade. Denna grupp har i genomsnitt förlorat 18 100 kronor, medan medianförlusten är 3 400 kronor. Det förklaras av att gruppens ursprungliga investering i kryptocertifikat var begränsad.

8. Investerat belopp i kryptocertifikat för olika grupper, medelvärde och median



Källa: FI.

För att studera hur stor andel av gruppens totala investeringsportföljer som investerades i kryptocertifikat, kan vi jämföra med ett totalt investerat belopp på börsen från ett

¹⁰ Barber & Odean (2001).

¹¹ Se även diagram 7.

slumpmässigt urval personer och endast studera de personer som ingår i båda dataunderlagen.¹² Bland de personer som har investerat i både aktier och kryptocertifikat ser vi att kvinnor i genomsnitt investerat 14 procent av sin borsportfölj i kryptocertifikat medan samma siffra bland männen är 12 procent.¹³ Vidare ser vi att dessa individer tenderar att behålla kryptocertifikaten 52 dagar i genomsnitt. Samma siffra för aktier är 73 dagar.

En tolkning av resultaten för de slumpmässigt utvalda individerna är att de flesta som väljer att investera i både kryptocertifikat och aktier verkar använda kryptotillgångar som ett sätt att ha en viss kompletterande exponering mot högriskstillgångar, snarare än att investera hela portföljen i kryptocertifikat. Vidare verkar de anpassa sina innehav i kryptotillgångar något oftare än sina aktieinnehav.

Avgifter försämrar resultatet

Att handla med finansiella instrument innebär oftast en kostnad i form av courtage som vanligen betalas till det institut där transaktionen initierades. I fallet med kryptocertifikat tillkommer ytterligare avgifter som betalas till utgivaren av certifikatet eller en marknadsgarant i form av en spread och en förvaltningsränta.¹⁴ Genom att studera de aktörer där investerare handlade kryptocertifikaten, framgår det att den största delen av handeln skedde genom nätmäklare.¹⁵

Enligt de antaganden som vi har gjort för totala avgifter uppgår den totala kostnaden för svenska investerare till 322 miljoner kronor. Av denna summa betalades ungefär 181 miljoner till de institut som utförde orderna i form av courtageavgifter. Resterande 141 miljoner betalades till de företag som utfärdat certifikaten. Av den summan utgjordes 57 miljoner av spread-avgifter och 84 miljoner av förvaltningsränta.¹⁶ Men avgiftsstrukturen ser väldigt olika ut. Dels finns det stora skillnader mellan instituten, dels är skillnaderna stora inom samma institut för den typ av avgift respektive kund betalar. Det medför en viss osäkerhet i de resultat som vi presenterar, i synnerhet beräkningarna av individers realiserade nettoresultat. Fördelningen av realiserat resultat påverkas inte nämnvärt om vi ändrar antagandet om avgifter med 0,10 procent uppåt eller nedåt.

Att mäklare, marknadsgaranter och de som har utfärdat certifikaten tar ut en avgift för sina tjänster är en naturlig del av affärsmodellen. Men som investerare är det bra att vara införstådd med vilka avgifter man betalar, och hur det kan påverka ens avkastning.¹⁷ Forskning visar att investerare som handlar alltför ofta, minskar sin portföljavkastning eftersom de betalar avgifter för varje transaktion.¹⁸

¹² Urvalet är detsamma som beskrivs i FI-Analys nr 42, siffran avser endast sparande i aktier. Således inkluderar inte detta exempelvis fondsparande och banksparande.

¹³ Avser endast den del av portföljen som handlats mellan 2018 och 31 mars 2024. Innehav som inhandlades före 2018 ingår således inte i den portfölj som vi kan studera.

¹⁴ Se bilaga 1 för en mer detaljerad förklaring av dessa termer.

¹⁵ 92 procent av den handlade volymen skedde genom nätmäklare. Resterande 8 procent är jämnt fördelade mellan värdepappersbolag och storbanker.

¹⁶ Förvaltningsräntan är endast beräknad för de fall vi har observerat både köp- och säljtransaktionen.

¹⁷ Dessa kostnader finns generellt sett redovisade i det faktablad som ska finnas för investeringsprodukter som marknadsförs till icke-professionella investerare.

¹⁸ Barber & Odean (2001).

Diskussion

Mellan den 1 januari 2018 och den 31 mars 2024 har närmare 200 000 svenskar handlat kryptocertifikat. Det går att jämföra med att cirka 2,3 miljoner svenskar ägde aktier per den 31 december 2022.¹⁹ Det visar att det har funnits ett stort intresse för att investera i kryptotillgångar, även om det är ett marginellt fenomen jämfört med aktiemarknaden i sig. Framför allt är det yngre män som har handlat. En förklaring kan vara att män tenderar att vara mer risksökande i sina investeringar, samt att yngre personer tenderar att ta en större finansiell risk.²⁰

Intresset att handla kryptocertifikat tycks ha avtagit på senare år. Antal nya personer som väljer att investera i kryptocertifikat för första gången har minskat markant sedan 2021. Det är också tydligt att den handlade volymen i kryptocertifikat under 2022 och 2023 ligger långt under de rekordnivåer som vi kan se under 2021. Den handlade volymen ökade igen under mars 2024, i samband med den kraftiga prisutvecklingen, men antalet transaktioner är fortfarande lägre än de historiska topparna. Därtill har majoriteten av de som handlat valt att sälja av sina innehav, vilket också visar på ett lägre intresse att äga kryptocertifikat. Intresset för att investera i kryptotillgångar tenderar att öka när priserna stiger och minska när priserna sjunker. Det är sannolikt en bidragande orsak till att förhållandevis många förlorat pengar på sina investeringar i kryptotillgångar, eftersom många har köpt till förhållandevis höga priser.

Den 31 mars 2024 hade 59 procent av investerarna tjänat pengar om de hade sålt sina kvarvarande innehav. Men denna andel har fluktuerat kraftigt i takt med marknadspriset på kryptotillgångar. Samma beräkning för den 31 mars 2023 visar att 66 procent i stället skulle ha förlorat pengar. Gör vi denna beräkning för varje månadsslut under den studerade perioden, framgår att det endast vid 13 av 75 månader skulle ha varit fler som tjänat pengar än som förlorat.

Att så pass många förlorat pengar, trots att priserna stigit kraftigt under den studerade perioden, visar på svårigheten med att tjäna marknaden. Särskilt när den underliggande tillgången är väldigt svår att värdera med traditionella metoder. Med det menar vi att det är svårt för den enskilde investeraren att avgöra om en kryptotillgång är under- eller övervärderad, vilket gör det än svårare att tjäna marknaden. En del har haft tur och tjänt rätt, men majoriteten har läst av marknaden fel. Speciellt när man beaktar kostnaden av att handla med dessa instrument.

De flesta som har investerat i kryptocertifikat har gjort det med relativt små belopp. Det gör att deras vinster och förluster också blivit relativt små. Att investeringar i kryptocertifikat endast tycks ha utgjort en mindre del av investerarens totala börsportfölj ger en bild av att investerare ändå varit någorlunda försiktiga när de har investerat i dessa mycket riskfyllda tillgångar.

¹⁹ Euroclear (2022).

²⁰ Jianakoplos & Bernasek (2006).

En anledning till att så pass många har förlorat pengar är att dessa investeringar ofta är förenade med förhållandevis höga avgifter, inte minst när man jämför med exempelvis indexnära fondförvaltning. Enligt vår uppskattning har svenskarna betalat cirka 322 miljoner kronor i avgifter för att handla kryptocertifikat.

Bilaga 1. Avgifter

Vi har förenklat analysen genom att anta att alla investerare betalar samma avgifter. Transaktionskostnaderna antas vara 0,4 procent i courtage, som tillfaller mäklaren, och spreaden för certifikaten antas vara 0,25 procent, vilket tillfaller utgivaren eller marknadsgaranten. Därtill antar vi att produkten har en förvaltningsränta på 2,5 procent per år som också tillfaller utgivaren.

Ursprunget till dessa antaganden kommer från att vi dels har studerat olika aktörers prislistor för att handla dessa instrument, dels har granskat prospekten för de ledande utgivarna av dessa certifikat. Men avgifterna skiljer sig något åt mellan olika aktörer och kan även skilja sig åt mellan kunder hos samma aktör. Till exempel kan personer som handlar mycket erbjudas ett lägre courtage. Därutöver har olika utgivare och marknadsgaranter olika avgiftsstrukturer för sina certifikat. Således medför dessa antaganden något av en förenkling.

Fördelningen av det realiserade resultatet påverkas inte nämnvärt om vi ändrar antagandet om avgifter med 0,10 procentenheter uppåt eller nedåt. När man beräknar den totalt erlagda avgiften bland svenskarna minskar den till 248 miljoner kronor om man justerar ned antagandena för avgifter med 0,10 procentenheter. Justerar man upp dessa antaganden med motsvarande siffra, blir den uppskattade totala avgiften som svenskarna betalat för sin handel 389 miljoner kronor.

Spreaden är skillnaden mellan den köp- och säljkurs som utgivaren eller marknadsgaranten erbjuder att köpa eller sälja certifikatet. Att spreaden är 0,25 procent betyder något förenklat att en kund betalar 0,125 procent mer än certifikatets teoretiska värde när hen köper det, och att kunden får 0,125 procent mindre än dess egentliga värde när hen säljer det.²¹

Förvaltningsränta är den kostnad som uppstår av att äga en finansiell produkt, i detta fall ett kryptocertifikat. Det är en avgift som beräknas med avseende på hur länge en investerare ägt produkten. I detta fall antar vi att denna avgift uppgår till 2,5 procent per år, vilket betyder att om man äger produkten i 6 månader så betalar man 1,25 procent i avgift.

Lägger man ihop allt detta kan man med en viss förenkling illustrera hur avgiftsstrukturen ser ut för någon som investerar 10 000 kronor i kryptocertifikat enligt våra antaganden.

1. När investeraren köper certifikatet betalar hen en transaktionsavgift till mäklaren. I detta fall uppgår den till 40 kronor ($10\,000 * 0,4\%$).
2. Eftersom spreaden är 0,25 procent kommer kunden betala 0,125 procent högre pris än certifikatets teoretiska värde, som medför en kostnad för investeraren om 12,5 kronor ($10\,000 * 0,125\%$).
3. 15 månader senare väljer investeraren att sälja av sitt innehav i produkten, vilket betyder att hen ägt certifikatet i 1,25 år. Under den perioden har utgivaren tagit ut en förvaltningsränta på totalt 312,5 kronor, vilket urholkar certifikatets värde med

²¹ Om emittenten eller marknadsgaranten erbjuder att sälja certifikatet för 10 000 kronor, betyder de att de värderar den underliggande tillgången till 9 987,5 kronor – efter justering för att ta hänsyn till certifikatets nominella belopp. I detta fall skulle de samtidigt erbjuda att köpa certifikatet för 9 975 kronor givet att spreaden är 0,25 procent.

samma summa. Det betyder om vi antar att marknadsvärdet för den underliggande tillgången inte rört sig, kommer investeraren att sälja av positionen som nu är värd 9 687,5 kronor.

4. I samband med försäljningen kommer investeraren få en 0,125 procent lägre betalning än certifikatets teoretiska värde, vilken implicit betyder att hen kommer att få betala ytterligare 12,1 kronor till utgivaren eller marknadsgaranten ($9\,687,5 * 0,125\%$).
5. Slutligen tar även mäklaren ut courtage för att mäkla transaktionen, vilket enligt antagandet i denna analys uppgår till 38,8 kronor.

Totalt har då investeraren betalat 415,9 kronor i olika typer av avgifter för att investera i certifikatet och äga det i 15 månader. Av denna summa tillfaller 337,1 kronor utgivaren eller marknadsgaranten, och 78,8 kronor tillfaller mäklaren.

Referenser

- Barber, M., & Odean, T. (2001). *Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment*. The Quarterly Journal of Economics, 116(1), 261-292.
- Barber, B., & Odean, T. (2008). *All that Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors*. The Review of Financial Studies 21.2 (2008): 785-818.
- Euroclear. (2022). *Aktieägandet i Sverige 2022*.
https://www.euroclear.com/dam/ESw/Brochures/Documents_in_Swedish/Euroclear%20Swe%20den_aktie%C3%A4garrapport_2022.pdf [Hämtad 2024-02-05]
- Faverio, M., & Massarat, N. (2022). *46 % of Americans who have invested in cryptocurrency say it's done worse than expected*. <https://www.pewresearch.org/short-reads/2022/08/23/46-of-americans-who-have-invested-in-cryptocurrency-say-its-done-worse-than-expected/> [Hämtad 2024-02-19]
- Financial Times, (2024). *SEC approves first spot bitcoin ETFs in boost to crypto advocates*. <https://www.ft.com/content/443b2589-0a4a-48ef-872e-3cd52b1b297d> [Hämtad 2024-03-06]
- Finansinspektionen, (2021). *Finansiella instrument med kryptotillgångar som underliggande tillgång*. FI-tillsyn nr. 21.
- Europaparlamentets och rådets förordning (EU). (2023). *Förordning (EU) 2023/1114 av Europaparlamentet och av rådet den 31 maj 2023 om marknader för kryptotillgångar och om ändring av förordningarna (EU) nr 1093/2010 och (EU) nr 1095/2010 samt direktiven 2013/36/EU och (EU) 2019/1937*. Europeiska unionens officiella tidning, L 150, 40.
- Jianakoplos, N.A., & Bernasek, A. (2006). *Financial risk taking by age and birth cohort*. Southern Economic Journal, 72(4), s.981-1001.
- Lien Oskarsson, M. (2022). *Disposition Effect and Time: Are investors increasingly reluctant to realize losses the longer they hold on to a stock?* (2022) Stockholm: Handelshögskolan i Stockholm.
- Lien Oskarsson, M. (2023). *Skillnader mellan kvinnors och mäns beteende på börsen*. FI-analys nr. 42.
- Shefrin, H., & Statman, M. (1985). *The disposition to sell winners too early and ride losers too long*. Journal of Finance 40(3), 777–790.