

Nationalekonomiska institutionen
Kandidatuppsats 10p
HT 2007



Hedgefonder i Sverige och utlandet

-vad händer i Bear Market?

Författare: Jacob Morwing

Handledare: Erik Norrman

Innehållsförteckning

1 INLEDNING.....	3
1.1 BAKGRUND.....	3
1.2 PROBLEM.....	4
1.3 SYFTE.....	4
2 METOD.....	5
2.1 DATAINSAMLING.....	5
2.2 URVAL.....	5
2.3 TILLVÄGAGÅNGSSÄTT.....	6
2.4 KRITIK OCH SVAGHETER.....	6
3 INSTITUTIONELLA FAKTA.....	7
3.1 HISTORIA.....	7
3.2 DEN SVENSKA HEDGEFONDMARKNADEN.....	8
4 TEORI.....	9
4.1 VAD ÄR EN HEDGEFOND.....	9
4.2 SKILLNAD MELLAN TRADITIONELLA FONDER OCH HEDGEFONDER.....	9
4.3 HEDGEFONDERNAS OLIKA INVESTERINGSSTILAR.....	11
4.4 RISK.....	13
4.5 RISK FÖRKNIPPAD MED HEDGEFONDER.....	13
4.6 REGLER.....	14
5 STATISTISKA METODER.....	16
5.1 STANDARDAVVIKELSE.....	16
5.2 SHARPEKVOT.....	16
5.3 BETA.....	17
5.4 KORRELATION.....	17
6 RESULTAT.....	18
6.1 AVKASTNING.....	18
6.2 STANDARDAVVIKELSE.....	22
6.3 SHARPEKVOT.....	23
6.4 BETA.....	24
6.5 KORRELATION.....	25
6.6 BEAR MARKET.....	26
7 ANALYS.....	29
8 TIDIGARE STUDIER.....	31
9 SLUTSATS.....	32
10 KÄLLOR.....	33
APPENDIX	

1. Inledning

1.1 Bakgrund

Under de senaste åren har intresset för hedgefonder exploderat i Sverige, sedan Brummer & Partners 1996 startade Zenit, som var den första svenska hedgefonden har antalet fonder och den totala förvaltningsvolymen vuxit kraftigt. Det finns idag 55 svenska hedgefonder på marknaden som förvaltar närmare 80 miljarder kronor. Globalt finns det runt 9500 hedgefonder, och till skillnad från i Sverige har denna siffra varit mer eller mindre konstant de senaste åren.¹ Det förhållandevis låga intresset hittills för hedgefonder kan förklaras av att det inte fanns något intresse för alternativa placeringsformer under 80- och 90-talens goda år på börserna.

Globalt sett hade hedgefonderna sin kraftigaste expansionsperiod mellan sent 80- och 90-tal då antalet fonder steg med mer än 25% per år,² men ökningen har fortsatt; från millenniumskiftet till slutet av 2005 dubblades antalet hedgefonder i världen. 80% av alla hedgefondförvaltare finns i USA, där New York är den kraftigt dominerande staden i vilken hälften av dessa är baserade. Eftersom de flesta länder inte har någon lagstiftning för hedgefonder innebär detta att 64% av alla hedgefonder är registrerade i så kallade offshore-länder, alltså länder där lagstiftningen tillåter friare placeringsregler.

Hedgefonderna och dess lagstiftning har stundtals fått mycket kritik för dess effekter på samhällsekonomin.³ 1992 beskyldes hedgefonder som en av orsakerna till det brittiska pundets kraftiga kursfall genom sin verksamhet, och så sent som i våras varnade ECBs chef för riskerna med hedgefonder samtidigt som världens fackförbund pressar på för att begränsa hedgefondernas makt. På samma spår fortsatte Dagens Industri när man publicerade en artikel om hur hedgefonder blåst staten på pengar från Telia Sonera-aktier genom att först pressa ner priset genom blankning och därefter köpa upp dem billigt.⁴ Fackförbund runt om i världen har efter många företagsuppköp börjat kräva att reglerna för hedgefonder ska skärpas och att en särskild skatt ska införas.

Efter en lång period av nästan konstant uppgång på börserna är de flesta finansiella experter överens om att vi är på väg att gå in i en sämre period. Många investerare söker därför tryggare placeringar som skyddar mot kursfall, och hedgefonden lanseras av förvaltare och banker som ett bra kapitalskyddande alternativ.⁵ Enligt statistiken över fondsparandet som publiceras av Fondbolagens förening var sparandet i övriga fonder, som nästan uteslutande består av hedgefonder förra året 11.8 miljarder kronor, eller nästan 14% av det totala fondsparandet under samma år. Samma siffra fem år tidigare var endast nästan 5%.

Hedgefonder verkar trots viss kritik vara här för att stanna, och dessutom växa ytterligare. I takt med att storleken på dessa har ökat har också intresset ökat och man finner allt oftare artiklar och hör åsikter om hedgefonder. Det som fick mig att vilja skriva om

¹ Dagens Industri 2007-06-04

² Ackermann et al 1999

³ Anderlind et al s.9

⁴ Dagens Industri 2007-05-04

⁵ Aktiespararen 5/06

hedgefonder var att det verkar vara ett ämne som skapar debatt. Jag har dessutom hört vissa placeringsrådgivares lyriska beskrivning av hedgefonder och hur prognosen för dessa ser ut i framtiden, vilket naturligtvis väckte nyfikenhet.

1.2 Problem

Hedgefonder lanseras ofta som mycket goda investeringar, och framförallt under ett skakigt börsklimat. Förvaltarnas målsättning är att leverera positiv avkastning oavsett marknadens utveckling till skillnad från traditionell förvaltning som är beroende av stigande marknadspriser för att generera en positiv avkastning.⁶ De senaste åren, alltså under vilka intresset för hedgefonder som sagt vuxit explosionsartat i Sverige har samtidigt kännetecknats av en stark och relativt stadig börsuppgång vilket har medfört att fonderna inte satts på något ordentligt prov. Stockholmsbörsens OMX-index bottnade på 126.4 i oktober 2002 och har, efter en lite svagare period i mitten av 2006 nu stigit till 414.6 (15/6 2007).

I USA kollapsade börsen i mars 2000, då Nasdaq nådde "all-time high" på 5132 och slutade tre år senare på 1253. Under denna period steg hedgefonderna med 10.6% i motsats till de traditionella fonderna som sjönk med 2.7%.⁷ I USA och på många andra finansiella marknader har alltså hedgefonder varit tillgängliga mycket längre och därmed även utsatts för ett stundtals tufft ekonomiskt klimat.

Men man kan fråga sig om hedgefonder verkligen kommer klara av att generera positiv avkastning under sämre börsklimat?

1.3 Syfte

Uppsatsens syfte är att undersöka likheter och skillnader mellan svenska och amerikanska hedgefonder. Vidare ska jag studera utländska hedgefonder under en period när börsen föll och därigenom försöka förutspå vad som kommer hända med svenska hedgefonder när börsen i Stockholm faller.

⁶ Anderlind et al s.8

⁷ Capocci 2005

2. Metod

För att uppnå syftet med uppsatsen och försöka göra en prognos om hur de svenska hegefonderna kommer att klara av ett tuffare ekonomiskt klimat är jag tvungen att samla in en del data. Med hjälp av dessa historiska data ska jag analysera avkastningarna och undersöka likheter och skillnader mellan den svenska och utländska hedgefondmarknaden.

Jag har använt mig av kvantitativ andrahands data för att kunna göra mina tester, och har använt Excel för merparten av uträkningarna.

2.1 Datainsamling

Efter att ha sökt bland databaser och på Internet har jag hittat data som är tillfredställande för att kunna göra de tester jag har i åtanke. Data för de svenska hedgefonderna hittade jag på Morningstar, och med hjälp av den investeringsstrategi fondförvaltarna angett på sina hemsidor har jag därefter delat in dem i tre olika kategorier. Indelningen gjorde jag därför att, som jag senare kommer att beskriva, det idag finns en mängd olika strategier. Man kan inte längre tänka på hedgefonder som en enhet eftersom det finns så många olika former av dem. Indelningen underlättar också jämförelsen med de utländska fonderna, och har gjorts med avseende på vilken strategisk ansats fonden tar sig an marknaden.

De utländska data jag har använt i uppsatsen kommer från CISDM, *The Center for International Securities and Derivatives Markets* (<http://cisdm.som.umass.edu>), som är en oberoende källa med syfte att öka allmänhetens kunskap om alternativa investeringar. Här publiceras månatlig avkastning för olika hedgefondindex sedan 1992, och man följer över 4500 olika hedgefonder.

Den data jag har använt för de svenska och utländska riskfria tillgångarna har jag fått från svenska respektive amerikanska Morningstar.

Jag har utgått från S&P 500 Index när jag jämfört de amerikanska hedgefondernas utveckling med marknadens, och SIX-RX för den svenska jämförelsen. SIX-RX är ett index som speglar marknadsutvecklingen av bolag på Stockholmsbörsen. S&P 500 är ett index bestående av 500 aktier och är utformat för att reflektera den amerikanska börsmarknaden.

Övrig information, såsom artiklar och uppsatser har jag funnit via ELIN och affärstidningars hemsidor såsom Dagens Industri, Affärsvärlden samt tidningen Aktiespararen.

2.2 Urval

De utländska fondindex jag funnit är uppdelade i olika investeringsstrategier, men för att kunna göra jämförelsen mer överskådlig har jag avgränsat mig till att jämföra fonderna med avseende på strategisk ansats. Index för de olika strategierna har lagts samman så att jag till jämförelsen har data för de tre strategiska ansatser Anderlind m.fl. beskriver i sin bok *Hedgefonder*.

Svenska hedgefonder har inte funnits lika länge som utländska, och det startas åtskilliga nya varje år. För att kunna få fram bra data har jag därför slumpmässigt valt ut fem svenska hedgefonder som har funnits i mer än fem år inom var strategisk ansats.

2.3 Tillvägagångssätt

Efter att ha samlat in data för de svenska och utländska hedgefonderna har jag lagt in dessa i ett Excel-ark och räknat om datan till kvartalsavkastning för att underlätta jämförelsen. Jag har därefter gjort diverse tester för att få fram resultat till min analys. På dessa har jag därefter använt ekonomiska formler på mina data i Excel för att få fram mina resultat.

Datan är indelad i två olika perioder. En period utgörs av åren 2000-2003 eftersom börsen i USA kollapsade i mars 2000 och det dåliga klimatet på marknaden varade i tre år. Därefter har jag jämfört utländska och svenska hedgefonder under perioden 2002-2006.

2.4 Kritik och svagheter

Det finns tre stora problem med historisk data för hedgefonder som gör att den inte blir helt urvalsriktig. Om en hedgefond slutar rapportera sin avkastning till de databaser man tidigare har gjort på grund av dåliga resultat leder detta till att resultatet i index blir skevt. Då flera hedgefonder misslyckas, och vissa kollapsar varje år är den historiska avkastningen överskattad. Detta kallas *survivorship bias* och resulterar i att den ackumulerade avkastningen är mellan 2-3 procentenheter fel.⁸

Selection bias uppstår främst på grund av att det är frivilligt för hedgefondförvaltare att rapportera sin avkastning. En fond som har god avkastning vill förstås rapportera detta för att kunna marknadsföra sig, medan det motsatta gäller för en fond som har haft en misslyckad period. Konsekvensen blir att den data som blir tillgänglig i databasen är bättre än den totala hedgefondmarknadens verkliga data, och bilden som ges av marknadens historiska avkastning blir inte helt korrekt.

När en hedgefond inkluderas i en databas fyller man i historiska resultat i efterhand, detta görs eftersom det är mycket lättare att marknadsföra en fond med bra historisk avkastning. I inledningsstadiet genomgår hedgefonder en inkubationstid, när man handlar med förvaltaren och hans vänners pengar, innan fonden börjar marknadsföras fullt ut. Om hedgefonden är framgångsrik inkluderas den i databaser världen över med dess historiska avkastning, men om den misslyckas kommer den sannolikt att likvideras. Problemet kallas *instant history bias* och leder till att avkastningen för dessa fonder på de stora databaserna överskattas med 1.4%.

⁸ Murguia & Umemoto 2004

3. Institutionella fakta

3.1 Historia

Den första hedgefonden skapades redan 1949 av Alfred Winslow Jones (1900-1988) när han efter att ha skrivit en artikel om aktieanalyser utvecklade en alternativ investeringsform. Investeringstekniken gick ut på att skydda långa positioner i aktier som han bedömde vara undervärderade genom att ta korta positioner i aktier som i hans tycke var övervärderade. Hans placeringar innebar att fonden skulle tjäna pengar oberoende om marknaden steg eller sjönk – med andra ord var den skyddad mot systematisk risk.

Jones förvaldade en portfölj som motsvarade 100 000\$ av vilka han själv satsade nästan hälften, och han introducerade även en avkastningsberoende avgift av sina kunder och skapade därför ett ömsesidigt intresse mellan investerare och förvaltare att fokusera på en absolut avkastning. Att förvaltningen var absolut inriktad, alltså alltid har en positiv avkastning som mål var något helt nytt på marknaden. Jones artikel gjorde att strategin fick många efterföljare och antalet hedgefonder var över 100 stycken bara några år senare.⁹

Trots hedgefondernas tidiga framgångar fick allmänheten inte upp intresset förrän i början av 90-talet, då affärstidskrifter återigen uppmärksammade den höga avkastningsnivån. Men uppmärksamheten var inte enbart positiv, utan istället publicerades även en mängd mycket negativa artiklar. Hedgefonderna beskyldes för att genom marknadsmanipulationer och volatilitetsökning på börsen ha orsakat det brittiska pundets fall 1992. Den mest kända fonden som råkade illa ut var dock LTCM. Denna grundades 1993 och var till att börja med inriktad på arbitragemöjligheter på ränte- och obligationsmarknader men började så småningom syssla även med makrostrategier. Fonden gick till en början mycket bra och hade 1997 en årlig avkastning på ca 40%, vilket gjorde den mycket populär. För att öka avkastningen ytterligare ökade fonden sin belåningsgrad kraftigt. Under Rysslandskrisen fick detta katastrofala följder som gjorde att LTCM tvingades avveckla sin portfölj till mycket dåliga villkor. Den amerikanska centralbanken var orolig för att en eventuell kollaps i LTCM skulle få konsekvenser för de finansiella marknaderna p.g.a. dess storlek och sköt tillsammans med några av de största bankerna in nytt kapital i fonden, och likviderade LTCMs portfölj. Så sent som hösten 2006 kom den senaste chocken på hedgefondmarknaden när den amerikanska fonden Amaranth kollapsade. Fonden handlade huvudsakligen i gas- och energiderivat och steg dramatiskt i värde under 2005, delvis beroende av orkanerna i USA. Man förväntade sig att energipriserna skulle stiga även följande år och köpte därför futures och tog korta positioner baserat på denna prognos. Men marknaden gick i motsatt riktning, och när priset på naturgas föll med 40% under sensommaren förlorade Amaranth 6 miljarder dollar, eller två tredjedelar av sitt kapital. Den finansiella marknaden påverkades dock ytterst marginellt av detta och det var aldrig någon riktig fara för den finansiella stabiliteten.

Det har dock uttryckts alltmer oro för vilken effekt hedgefonderna har på de finansiella marknaderna och dess stabilitet. Vilket har medfört en stor debatt om regleringar av dessa fonder.¹⁰

Att intresset bland allmänheten länge varit lågt beror på att fonderna länge riktat sig mot institutionella investerare och mycket rika privatpersoner, beroende dels på att

⁹ Anderlind s.8

¹⁰ Nyberg 2006

insättningskraven ofta är mycket höga och dels på att bindningstiden ofta är lång, vilket skulle medföra ett likviditetsproblem för ”vanliga” investerare.¹¹ Att allmänhetens kunskap är dålig beror också på att förvaltarna vänt sig till just denna målgrupp. Den kraftiga börsnedgången efter millennieskiftet gjorde också att fler intresserade sig för alternativa investeringsformer, som t.ex. hedgefonder. På senare år har räntorna sjunkit till historiskt låga nivåer vilket hedgefonderna har dragit nytta av.¹²

3.2 Den Svenska hedgefondmarknaden

Den första svenska hedgefonden startades i och med Brummer & Partners lansering av aktiehedgefonden Zenit 1996. Tillväxten på marknaden tog dock inte ordentlig fart förrän år 2000. Förklaringarna till det låga intresset är många, bl.a. gav traditionell aktieförvaltning god avkastning under 80- och 90-talen vilket medförde att investerarna inte hade behov av en alternativ placeringsform. Det låga intresset kan också ha berott på investerarnas låga kännedom om hedgefondernas existens, och dessutom var möjligheten att investera i hedgefonder begränsade.

Beroende på lagregler var det svårt för svenskar att investera i de utländska hedgefonder som har funnits på marknaden i många år. De utländska fondförvaltarna fick inte svenska myndigheters godkännande för distribution av fonder i Sverige, vilket medförde att banker och fondkommissionärer inte heller kunnat agera som mellanhänder. En uppmjukning av reglerna har dock skett och det är idag möjligt att via t.ex. banker placera pengar i utländska hedgefonder.

Från att ha börjat med en hedgefond 1996 finns idag 50-talet fonder i på den svenska marknaden, och marknaden kännetecknas av en mycket stark tillväxt av nya hedgefonder. I ett internationellt perspektiv växer den svenska hedgefondmarknaden nu snabbare än den globala.

¹¹ Ackermann et al 1999

¹² Nyberg 2006

4. Teori

4.1 Vad är en hedgefond?

Ordet hedge definieras som en riskreducerande transaktion i en existerande investeringsposition. En perfekt hedge eliminerar risken i placeringen totalt.

Trots det övergripande namnet hedgefond är variationen i förvaltningsstilar och sätten på vilka respektive fond skapar sina avkastningar många, från att från början ha varit en investering som endast kunde ta långa och korta positioner har förvaltningsstilarna utvecklats. Namnet hedgefond hänvisar numer till en viss struktur snarare än någon särskild strategi.¹³

Det gemensamma för hedgefonder är att de vill minska kopplingen till marknaden. Detta för att alltid kunna uppnå sina mål, att oberoende av marknaden generera positiv avkastning.¹⁴

Eftersom hedgefonder inte är beroende av många av de lagar som finns för traditionella fonder kan man använda aggressiva investeringsstrategier såsom blankning, derivatinstrument och belåning för att öka eller minska risken.¹⁵ Detta medför att en hedgefond, med god förvaltning kan stiga trots att hela börsen sjunker, vilket förvaltarna ofta påpekar i sin marknadsföring.¹⁶ Det som inte påpekas lika ofta är att en hedgefond som tagit placering så den blir oberoende av marknaden inte stiger trots att marknadsindex stiger.

Genom att nedan belysa skillnaderna mellan hedgefonder och traditionella fonder, hedgefondernas olika investeringsstrategier samt lagstiftningen ska jag underlätta förståelsen för hur en hedgefond fungerar.

4.2 Skillnader mellan traditionella fonder och hedgefonder¹⁷

	Hedgefonder	Traditionella Fonder
Placeringsregler	Fria	Begränsade
Avkastningsmål	Absolut, dvs. positiv avkastning oavsett marknadsutveckling	Relativ avkastning
Syn på risk	Förlora pengar	Avvika från index
Investeringsfilosofi	Begränsa marknadsrisk via kombinationer av långa och korta positioner samt likvida medel	Ta marknadsrisk via långa positioner
Mått på framgång	Hög avkastning i förhållande till risktagande	Överträffa marknadsindex
Avgiftsstruktur	Främst prestationsbaserad	Fast
Förvaltare har egna pengar i fonden	Mycket vanligt	Ovanligt

Anderlind s. 25

Placeringsregler

En viktig skillnad mellan hedgefonder och traditionella fonder är de placeringsregler och lagar som omger dem. Traditionella fonder måste godkännas hos ett lands tillsynsmyndighet,

¹³ Collins 2006

¹⁴ www.e24.se

¹⁵ www.investorwords.com

¹⁶ Anderlind s.17-24

¹⁷ Anderlind m.fl. s25-33

t.ex. Finansinspektionen i Sverige och SEC i USA, innan de kan registreras. Lagreglerna gäller exempelvis hur fonden får placera och vilka informations- och rapporteringskrav som måste uppfyllas. Ett viktigt syfte med regelverket är att skydda konsumenterna, och att ge investerarna en slags varudeklaration. Tidigare har man ansett att det inte finns någon anledning att införa dessa bestämmelser för hedgefonder, eftersom de höginkomsttagare och institutionella investerare som tidigare var den nästan uteslutande gruppen investerare kunde klara sig själva, detta synsätt har dock förändrats med tiden.¹⁸

Att hedgefonder inte omgärdas av samma regelverk gör att man är mycket flexiblare. Till skillnad från traditionella fonder kan man blanka aktier och investera i derivatinstrument vilket gör att man kan parera kursfall och till och med ge positiv avkastning när börserna sjunker. Det finns dock skillnader i det svenska och utländska regelverket som jag återkommer till senare.

Avkastningsmål

Detta är en av de viktigaste skillnaderna mellan traditionella fonder och hedgefonder. I allmänhet eftersträvar den traditionella fondförvaltaren relativ avkastning, det vill säga att man jämför sitt resultat med ett vedertaget index på den marknad man agerar. För en hedgefond är det emellertid annorlunda, på så sätt att man oavsett marknadsklimat eftersträvar en värdetillväxt på sina placeringar.

Syn på risk

I en traditionell fond handlar risk oftast om sannolikheten att prestera sämre än index. Förvaltarens ambition är att investera i aktier som stiger mer än index, alltså går bättre än genomsnittet. Men att avvika från index leder också till risken att man inte äger de aktier som stiger mest och därför presterar under genomsnittet. För att ta bort denna risk är det vanligt att traditionella fonder tar marknadsrisk, alltså har en riskexponering mot nästan hela marknaden. Risken för en hedgefond handlar oftast helt enkelt om att förlora pengar.

Investeringsfilosofi

Hedgefonder försöker reducera marknadsrisken i fonden och istället skapa en värdepappersportfölj som inte är så beroende av att marknaden går upp. Målet är att investera så man når en värdetillväxt till en balanserad risknivå, vilken man kan uppnå genom kombinationer av långa och korta positioner och möjligheten att hålla likvida medel. Hedgefonder har också möjlighet att belåna fondens tillgångar med några av sina investeringar som säkerhet, med syfte att öka sitt innehav eller exponeringen mot vissa innehav. Traditionella fonders investeringsfilosofi begränsas nästan uteslutande till att hitta köpvärda värdepapper, på grund av ett mer omfattande regelverk.

Mått på framgång

Förvaltaren av en traditionell fond siktar mot att överträffa index, vilket innebär att man trots att fonden utvecklas negativt kan ha lyckats om man slagit sitt referensobjekt. Ett mått på framgång för en hedgefond om man lyckats skapa hög avkastning till ett lågt risktagande, i både goda och dåliga tider. En hedgefonds prestation kan alltså utläsas från dess riskjusterade avkastning.

¹⁸ Finance and economics: Rolling in it; Hedge funds

Avgiftsstruktur

Förvaltningsavgiften i en hedgefond är dels fast men till stor del är den prestationsbaserad, i genomsnitt får förvaltaren 1 % i årlig förvaltningsavgift och 14 % av de årliga vinsterna.¹⁹

Den fasta förvaltningsavgiften är oftast lägre i jämförelse med traditionella fonder, medan man å andra sidan alltså tar ut en högre prestationsbaserad ersättning om fonden stiger i värde. Denna prestationsbaserade tas i vissa fonder ut så fort fonden presterar plusresultat, medan vissa ska nå över en viss tröskel innan den tas ut, t.ex. den riskfria räntan. Den prestationsbaserade ersättningen skiljer hedgefonder från traditionella fonder genom att man i de senare tar ut samma procentuella förvaltningsarvode oavsett uppgång eller nergång.

Förvaltare har oftast egna pengar i fonden

Många hedgefonder har startats av en eller ett antal förvaltare som inlett egen verksamhet, investerarna har därför ett gemensamt intresse med förvaltaren att fonden ska stiga i värde. Traditionella fonder fungerar inte likadant vilket gör att löner eller andra incitamentsystem inte är lika starkt kopplade till fondens utveckling.

4.3 Hedgefondernas olika investeringsstilar²⁰

Att välja rätt hedgefondsstrategi är en av de stora utmaningarna för såväl professionella som mer amatörmässiga investerare. Hedgestrategin anger förvaltarens långsiktiga systematiska användning av olika investeringstekniker. Förmågan att kunna bedöma dessa investeringsstrategier är elementär för att underlätta framgång i sina investeringar.

Nedan är en uppställning över de vanligast förekommande hedgestrategierna:

Placerings- alternativ	Aktier	Räntebärande papper	Terminskontrakt
Strategisk ansats			
Marknadsberoende	Lång/Kort Aktiehedge	Lång/Kort Ränthedge	Taktiska Terminsstrategier
Marknadsberoende	Aktiearbitrage	Räntearbitrage	
Opportunistiska	Blandstrategier		

Marknadsberoende

Denna strategi innebär att fonden direkt påverkas av marknadens rörelser. Positiv avkastning uppnås genom att göra en analys av instrumentets värde i relation till marknadens värdering och därefter ta en position så man tjänar pengar på sin förvaltning när marknaden korrigerar sin värdering. Marknadsrisken består i att man i förvaltningen är beroende av att marknaden korrigerar sin värdering. Positiv avkastning kan genereras oavsett om marknaden stiger eller faller eftersom hedgefonderna är flexibla i sin förvaltning.

Lång/Kort Aktiehedge – Detta är den vanligaste hedgestrategin i världen och används av drygt 55 % av alla förvaltare. Denna strategi handlar i aktier och tar långa och korta positioner i aktier som man bedömer vara under- respektive övervärderade. Beroende av strategins höga korrelation med aktiemarknaden är detta den strategi som varit mest aggressiv och haft störst

¹⁹ Aktiespararen 5/06

²⁰ Anderlind m.fl. s.34-60

volatilitet. Under 90-talets börsuppgång gick det mycket bra för fonderna som tillämpar denna strategi, medan avkastningen varit lägre under de senaste åren.

Lång/Kort Räntehedge – Förvaltare som tillämpar denna strategi fokuserar på att utvärdera kreditrisker i underliggande företag och ställa denna i relation till marknadens syn på företagets kreditrisk. Beroende på hur analysen ser ut tar förvaltaren därefter korta eller långa positioner i företagets obligationer. Även denna strategi har ur ett historiskt perspektiv varit aggressiv, men till skillnad från aktiehedgestrategin används den bara i 6 % av världens hedgefonder.

Taktiska terminsstrategier – Dessa hedgefonder investerar i derivatinstrument, såsom terminskontrakt och optioner. Utgångspunkten för förvaltningen är att man kan förutspå framtida prisutvecklingar genom att studera historiska prismönster. Strategin har historiskt sett uppvisat låg korrelation med övriga hedgefonder och även marknaden i övrigt, vilket gör att de uppvisat god avkastning när andra fonder haft sämre perioder medan man historiskt sett uppvisat lägre riskjusterad avkastning än övriga hedgefonder.

Marknadsberoende

I detta fall utnyttjas obalanser i prissättningen mellan två eller flera instrument som står i relation till varandra, positiv avkastning uppnås då prisrelationen återgår till det normala. Strategin är marknadsberoende eftersom man i förvaltningen fokuserar på den relativa prissättningen mellan instrumenten, och man påverkas inte av hur den övergripande marknaden utvecklas.

Aktiearbitrage – Ungefär 25 % av hedgefonderna på marknaden använder denna strategi där man försöker nå avkastning utan att utsätta sig för risk. De obalanser man söker på marknaden kan bland annat uppstå genom förändringar i den underliggande likviditeten på marknaden som uppstår när man köper och säljer när stora aktieposter köps och säljs. Strategin påverkas inte av själva marknadsriktningen för att uppnå positiv avkastning, de har också haft betydligt lägre volatilitet men har också uppvisat historiskt lägre avkastning än andra hedgestrategier.

Räntearbitrage – Även här utnyttjar man obalanser i prissättningar, inriktningen här är dock på räntebärande papper såsom statsobligationer och hypoteksobligationer. Beroende på att dessa obligationer är mycket likvida är prisobalanserna små vilket i sin tur medför att denna hedgefondstrategi kräver hög grad av belåning för att kunna uppnå vinster. Att man har en hög grad av belåning medför stora risker för fonderna som utnyttjar denna strategi. LTCM som jag beskrev ovan använde denna strategi och är ett bevis på de risker fonder som belånas mycket utsätts för. Om vi bortser från LTCM är dock denna strategi den mest konservativa av samtliga strategier, som har uppvisat en stabil avkastning och lågt riskutnyttjande.

Opportunistiska

Att strategin är opportunistisk innebär att förvaltaren använder sig av både marknadsberoende och marknadsberoende samt en eventuell kombination av andra placeringsalternativ, beroende på som vad bedöms ge störst chanser till positiv avkastning under rådande marknadsläge.

Blandstrategier – Makrostrategin är den mest heterogena av dessa strategier, den agerar på globala finansmarknader och tar risker i alla typer av tillgångsslag. Dessa var globalt mycket viktiga fram till mitten på 90-talet och utgjorde en betydande del av hedgefondmarknaden. Idag har investerarna mycket högre krav på lägre risk och mer insyn i fonderna och förvaltarna som tillämpar denna strategi har tvingats ändra strategin betydligt jämfört med hur

det var tidigare. Det finns även förvaltare som använder en kombination av olika strategier, dessa hedgefonder klassificeras även dem som opportunistiska.

4.4 Risk

Priset på finansiella instrument beror på förhållandet mellan dess risk och deras förväntade avkastning. En investerare kan välja mellan olika former av investeringar. Det finns många som har låg risk t.ex. statsobligationer eller helt enkelt att sätta pengarna på banken, eftersom dessa ger en liten förväntad avkastning till låg risk är också priset lågt. En del investeringar är mer riskutsatta vilket innebär att investerarna måste kompenseras med högre förväntad avkastning.

1963 kom Sharpe i sitt arbete fram till att avkastningen på en portfölj beror av två delar. En del beror av marknadens utveckling vilken han kallade beta (β), och en del skapas utöver marknadsutvecklingen vilken han kallade alpha (α). I Sharpes ursprungliga modell av CAPM var det förväntade alphavärdet noll, men det har visats att det inte stämmer under aktiv förvaltning, där förvaltaren gör prognoser som de därefter omvandlar till portföljer. Men alpha beror av förvaltarens skicklighet och kunskap och är därför mycket svårbedömt.²¹

Enligt ekonomiska teorier kan risken i finansiella tillgångar därför delas upp i två olika delar – systematisk och osystematisk.

Systematisk risk – eller marknadsrisk som den ibland kallas är den del som påverkar hela marknaden. Den är mycket svår att diversifiera bort.²²

Osystematisk risk – kallas ibland även tillgångsspecifik eller unik risk. Enda sättet att bli av med denna typ av risk är genom diversifiering. I en väldiversifierad portfölj finns därmed ingen osystematisk risk.

4.5 Risk förknippad med hedgefonder

Synen på risk skiljer sig åt mellan traditionella fonder och hedgefonder. Som jag nämnt ovan handlar begreppet risk för hedgefondförvaltaren om att förlora pengar.

Avkastningen i traditionella fonder avgörs till stor del av beta, medan det mer relevanta måttet för hedgefonder är dess alpha. Alpha skapar förvaltaren genom sin strategi och den information denna baseras på.²³ Att hedgefonder inte skulle innehålla beta framstår dock mer och mer som en myt. Eftersom förvaltarna innehar samma sorts tillgångar över tiden vilket resulterar i att de också är exponerade för den valda strategins avkastning och alltså beror fonden av beta.²⁴ Under perioden 1994-2000 hade hedgefondindex en marknadsexponering (beta) på 0.37. Noggranna studier har dessutom visat att hedgefonder som en grupp inte uppvisat statistiskt signifikant förverkligande av alpha efter att man korregerat data för *survivorship bias*,²³ och dessutom har många studier visat att hedgefondernas avkastning baseras alltmer på beta.²⁵

Hedgefonder fyller flera viktiga funktioner på marknaderna. De bidrar bl.a. med likviditet på marknaderna och gör prissättningen bättre. Men som jag sagt ovan utgör även placeringsformen risker för de finansiella marknaderna. Förlusterna som skapas när en hedgefond går dåligt eller rentav kollapsar kan spridas till banker och fondkommissionärer. Jag redogör nedan för de risker Lars Nyberg från Riksbanken tar upp. Problemen han tar upp:

²¹ Waring & Siegel 2006

²² www.investopedia.com

²³ Anderlind m.fl. s.31

²⁴ Martin 2005

²⁵ Finance and Economics: Rolling in it; Hedge funds

att förvaltningen ofta är hemlighetsfull vilket medför att aktiviteterna blir mindre transparenta och intressenter har liten insyn, att de lånar mycket pengar och slutligen att de är spekulativa och uppvisar ofta flockbeteende.

Låg transparens

Eftersom hedgefonder inte har samma krav på tillsyn som traditionella fonder är det svårt för myndigheter i många länder, dock inte Sverige, att få information om aktiviteten i fonderna och personerna som är aktiva i dessa. På senare år har ett antal fonder som misstänks för olika former av bedrägerier upptäckts och den låga insynsmöjligheten är en förklaring till detta.

Skuldsättning

Hedgefonder kan i princip låna hur mycket som helst, och kan därmed få en hävstångseffekt på sina placeringar. Detta oroar marknaderna ur stabilitetssynpunkt, eftersom en hög skuldsättningsgrad ökar sannolikheten för ett misslyckande, samtidigt som effekten av den blir mångdubbelt större. En internationell studie från 2003 visar dock att skuldsättningsgraden var lägre än 200 %, vilket om man jämför med att många svenska banker har en skuldsättningsgrad på 2300 % i genomsnitt.²⁶

Flockbeteende

Hedgefonder anklagas för att ägna sig åt flockbeteende genom att imitera varandra och ta liknande positioner, vilket ökar marknadsfluktueringen och har en destabiliserande effekt på marknaden.²⁷

Att utsätta de som står i tredje hand, som t.ex. bankerna för risk är ett marknadsmisslyckande eftersom banken inte kan agera utifrån risken. Systematisk risk är dock inte unikt för hedgefonder, men frågan är om den är önskvärd och om man kan få bort den med hjälp av regleringar i lagen.²⁸

4.6 Regler

I takt med att hedgefonderna växer och får alltmer inverkan på de finansiella marknaderna har mer omfattande reglering krävts. Traditionella fonder regleras genom ett direktiv som kallas UCITS och som talar om vilken sorts tillgångar en fond får investera i, vilken information investerarna ska ha tillgång till och spridningen av risker. Hedgefonder skiljer sig även här från traditionella fonder genom att vara helt oreglerade i flera länder. Istället har dessa länder ett krav på att investeringar i hedgefonder överstiger en viss nivå, något som skall skydda ”vanliga” investerare.²⁸

Ekonomer är överens om att hedgefonder, p.g.a. verksamhetens ringa reglering, är bra för ekonomin genom att de lugnar prisfall, tar risker som andra förvaltare inte vill ta, gör värdepapper mer likvida och tar bort ineffektiviteter.²⁹ Argumenten för att reglera hedgefondernas verksamhet är emellertid först och främst att skydda investerarna från att ta för stora risker. En oro finns också för den finansiella stabiliteten om ett antal hedgefonder skulle kollapsa samtidigt som det finns en risk att de finansiella marknaderna skulle påverkas.

²⁶ Finansiell Stabilitet 2006:1

²⁷ Nyberg 2006

²⁸ Shadab 2007

På den europeiska marknaden är de allra flesta fonder så kallade UCITS-fonder (Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities). Hedgefonder avviker från direktivet och får därför inte säljas fritt inom EU. Det är istället upp till de enskilda ländernas lagstiftning om hedgefonder ska vara tillåtet, så som är fallet i t.ex. Sverige, Storbritannien, och Luxemborg. Dessa fonder får dock inte marknadsföras utanför ländernas gränser. De svenska hedgefonderna står under Finansinspektionens (FI) tillsyn, vilka klassificerar dem som specialfonder. Det är också FI som avgör vilka undantag en specialfond kan få från UCITS-direktivet. Huvudregeln är att fondens medel ska placeras med iakttagande om riskspridning, och en redogörelse för vilken risknivå som förvaltaren eftersträvar ska lämnas till investerarna och FI.²⁹

De flesta länder har dock inte någon motsvarighet till den svenska lagstiftningen för hedgefonder, vilket innebär att det finns begränsningar för de fonder som är registrerade i respektive land. Den amerikanska hedgefondmarknaden, vilken är den absolut största i världen, har inte någon lagstiftning som kan jämföras med den svenska. Istället registreras hedgefonder i USA som begränsade partnerskap, där förvaltaren anses vara rådgivare och fonden är klienten. Denna konstruktion leder till att förvaltaren inte har krav på att registrera fonden, men å andra sidan får de heller inte annonsera till allmänheten om fonderna och fonden får bara ha ett begränsat antal investerare. Denna struktur gör att SEC (Securities and Exchange Commission), den amerikanska motsvarigheten till FI inte begränsar investeringsstrategierna.

För att kunna undvika registrering, och samtidigt slippa kraven om bl.a. minimiinsättning och antalet delägare i fonden är det vanligt att hedgefondförvaltare registrerar sin verksamhet offshore, vilket är i länder där lagstiftningen tillåter friare placeringsregler, t.ex. Cayman Islands eller Bermuda.³⁰ Genom detta uppnår man förutom skattefördelar även placeringsfrihet och minimala informationskrav. Fonder som är registrerade offshore ses inte som partnerskap och får därför ha ett obegränsat antal investerare. Eftersom många europeiska länder inte tillåter hedgefonder är hedgefondförvaltarna tvungna att etablera sina fonder offshore. Av de europeiska hedgefonderna är ca 60 % registrerade offshore.³¹

I USA har myndigheterna länge eftersträvat att öka transparensen i hedgefonder, en anledning förutom investerarnas trygghet är att man vill få kontroll över det ökande antalet bedrägerier hedgefonder var inblandade i. Till följd av detta infördes 2006 en reglering med krav på att alla större hedgefonder – även de registrerade offshore – skulle registreras. Regleringen överklagades emellertid och existerade i fyra månader innan det förklarades ogiltigt av en domstol.

²⁹ Nyberg 2006

³⁰ Anderlind m.fl. s.12

³¹ Finansiell Stabilitet 2006:1

5. Statistiska metoder

5.1 Standardavvikelse

Standardavvikelsen mäter spridningen runt det förväntade värdet. Standardavvikelsen är roten ur variansen och används för att mäta hur stor risken i en viss investering är.

$$\sigma_p = \sqrt{\left(\frac{\sum (r_{pt} - ar_p)^2}{n - 1} \right)} \quad (1)$$

r_{pt} =avkastning vid tiden t
 ar_p =genomsnittlig avkastning
 n=antalet observationer

5.2 Sharpekvot³²

Sharpekvoten är ett instrument för att mäta den riskjusterade avkastningen. Resultatet berättar om portföljens avkastning beror på smarta investeringar eller överdriven risk. Måttet är användbart eftersom investerare kan bedöma hur riskfyllda deras placeringar är. En fond eller portfölj är endast bra om hög avkastning inte kommer med alltför hög risk. Ju högre Sharpekvot desto bättre riskjusterad prestation.

$$S_r = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p} \quad (2)$$

R_p =avkastning
 R_f =Riskfri ränta
 σ_p =portföljens standardavvikelse

Sharpe-kvoten är ett mått på om fonder presterat bra eller dåligt i förhållande till risken. Den definieras som avkastningen utöver den riskfria räntan i förhållande till risken mätt som standardavvikelsen. Jahnke fastslår dock i en artikel från 2004 att Sharpe-kvoten inte är helt tillfredställande som prestationsmått för hedgefonder. Eftersom dessa är utsatta för en högre risk för stora förluster än traditionella fonder är standardavvikelsen ett otillräckligt mått på risken, och därmed är också Sharpe-kvoten otillräcklig för att mäta den riskjusterade avkastningen.³³

³² www.investopedia.com

³³ Jahnke 2004

5.3 Beta

Beta är ett mått på volatiliteten, eller tillgångens systematiska risk i jämförelse med marknaden. Ett betavärde på 1 innebär att tillgångens pris rör sig med marknaden, mindre än 1 att den är mindre volatil än marknaden och större än 1 innebär följaktligen att tillgången är mer volatil än marknaden.

$$\beta_p = \frac{Cov(r_{pt}, r_{mt})}{\sigma_{mt}^2} \quad (3)$$

r_{pt} =avkastning vid tiden t

r_{mt} =marknadsavkastning vid tiden t

σ_{mt} =marknadens standardavvikelse vid tiden t

5.4 Korrelation

Korrelation mäter hur två tillgångar rör sig i relation till varandra. Korrelationen mellan tillgångarna hamnar mellan -1 och +1, där perfekt positiv korrelation (+1) innebär att tillgångarna rör sig i samma riktning.

$$\rho_{p,m} = \frac{Cov(r_{pt}, r_{mt})}{\sigma_{pt} \sigma_{mt}} \quad (4)$$

r_{pt} =avkastning vid tiden t

r_{mt} =marknadsavkastning vid tiden t

σ_{pt} =standardavvikelse vid tiden t

σ_{mt} =marknadens standardavvikelse vid tiden t

6. Resultat

I detta avsnitt presenteras de resultat jag kommit fram till, och med hjälp av tabeller och diagram analyserar jag därefter dessa.

Jag har delat upp mina resultat i två tidsperioder. Den första består av åren 2002-2006, och den andra delen består av perioden som jag karaktäriserar som "bear market" som inleds i mars 2000 och slutar tre år senare.

6.1 Avkastning

Avkastning för respektive fond under perioden presenteras nedan. Jag har beräknat genomsnittlig avkastning för fem svenska fonder under perioden, och dessa kan jämföras med de index som är tillgängliga för den utländska marknaden. Enligt branschstandard har jag använt det aritmetiska medelvärdet vid beräkning av genomsnittlig avkastning.

Jag presenterar en tabell för varje strategi jag har delat in hedgefonderna i, och har även sammanställt ett diagram för att underlätta jämförelsen med index och riskfria tillgångar. I diagrammen har jag även lagt in en linje för tillgångar med väldigt låg risk, alltså likviditetsfonder, för att dessa ska kunna jämföras med hedgefonderna.

Marknadsberoende

Fond	2002	2003	2004	2005	2006	Medel	Total
Handelsbanken Hedge Europa	2,9%	-3%	4,6%	3,2%	2,6%	2,1%	10,6 %
Sector Hedge	8,7%	17,6%	9,3%	27,9%	-5,7%	11,6%	55 %
DnB Nor Primus	-	5,5%	0%	9,5%	11,1%	6,5%	28,4 %
Cicero Hedge	-1,6%	-4%	0,9%	6,3%	2,8%	0,9%	10,3 %
Lancelot Merlin	11,4%	-7%	-0,3%	3,8%	9%	3,4%	16,9 %
Medelavkastn. Sverige	5,4%	1,8%	2,9%	10,1%	4%	4,8%	26,4 %
Riskfri tillgång	3,9%	2,8%	2%	1,4 %	1,8 %	2,4 %	12,5%
SIX-RX	-35,9%	34,2%	20,8%	36,3%	28,1%	16,7%	81,3 %
L&S Equity	-4,7%	17,5%	9,5%	8,6%	9,7%	8,1%	46,2 %
Distressed securities	6,7%	22,8%	15,6%	7,3%	14,9%	13,4%	86,6 %
Sector	-5,2%	16,2%	8,7%	7,4%	12,3%	7,9%	44,4 %
Medelavkastn. Utland	-1,1 %	18,8%	11,3%	7,5%	12,3%	16,3%	57,9%
Riskfri tillgång	3,5%	2,2%	1,6%	2,6%	4,2%	2,8%	14,8%
S&P 500	-23,4%	26,4%	9%	3%	13,6%	5,7%	23,6%

Tabell 6.1.1

I tabellen visas avkastningarna för svenska marknadsberoende hedgefonder 2002-2006, och utländskt index för marknadsberoende hedgefonder under samma period. Resultaten är avrundade till en decimal.

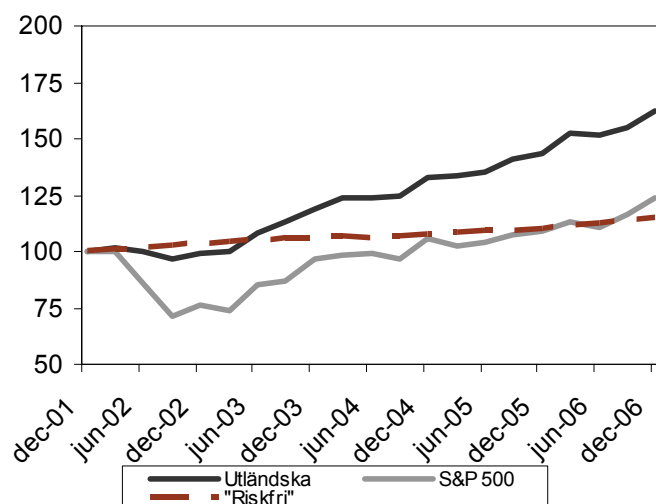
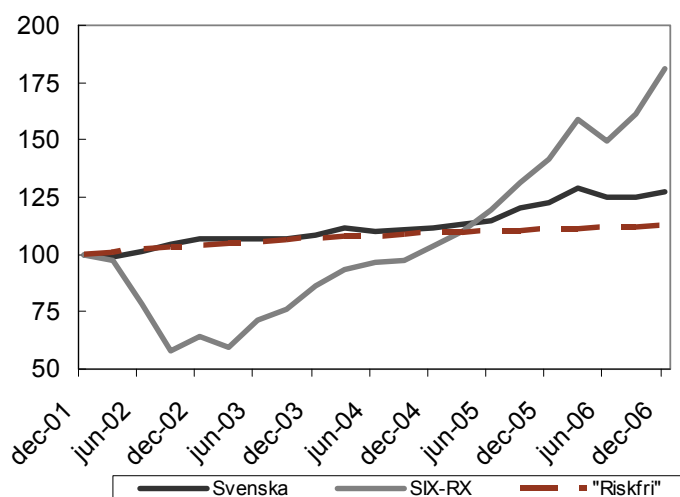
Av tabellen kan utläsas att en del av fonderna sjunkit i värde under vissa perioder, detta innebär att målet inte är uppnått då en hedgefond alltid strävar efter att ge positiv avkastning. Generellt kan det sägas att avkastningarna har varit högre för de utländska fonderna inom denna strategi under den undersökta perioden.

Medelavkastningen för de svenska fonderna har varit lägre än deras utländska nästan samtliga år, trots att marknadsindex i Sverige har haft en bättre utveckling än dess amerikanska motsvarighet.

Diagrammen nedan visar också att de utländska marknadsberoende hedgefonderna har haft en mycket bättre utveckling än de svenska. I jämförelse med respektive marknadsindex, som har stigit kraftigt under den undersökta perioden kan det utläsas att utländska marknadsberoende har stigit mer än index vilket svenska inte har. Samtliga index är omräknat så att bas tidpunkten är 2001-12-31.

Både svenska och utländska hedgefonder har haft en jämn och stigande kurva under de fem år som undersökts. De svenska hedgefonderna har haft en utveckling som varit väldigt liknande de riskfria tillgångarna, men har sett till hela perioden haft en något större värdeökning som framförallt kan skönjas under 2005 då marknadsindex kraftiga uppgång resulterade i hög avkastning för hedgefonderna.

I diagrammet över de utländska fonderna kan vi se att hedgefonderna följt marknadsutvecklingen i mycket högre grad än de svenska. De klarade sig från marknadsnergången under 2002 nästan utan att alls minska i värde, men sedan dess har de nästan perfekt följt marknadsindexkurva. Hedgefonderna har under perioden gett mycket högre avkastning än de riskfria tillgångarna.



Marknadsberoende

Fond	2002	2003	2004	2005	2006	Medel	Total
Helios	11,3%	10,7%	7,3%	14%	3,8%	9,4%	56,4%
SEB Multihedge	-	2,4%	3%	4,3%	6,4%	4%	17,1%
HQ Nordic Hedge	-	5,3%	8,6%	6,4%	3,2%	5,9%	25,6%
Guide Hedgefond	-	-	9%	8,3%	4,2%	7,17	23%
DnB Nor Global Hedge	1,5%	-7%	9,1%	14,3%	-2,8%	3,02%	14,4%
Medelavkastn. Sverige	6,4%	2,85%	7,4%	9,5%	3%	5,8 %	32,5%
Riskfri tillgång	3,9%	2,8%	2%	1,4 %	1,8 %	2,4 %	12,5%
SIX-RX	-35,9%	34,2%	20,8%	36,3%	28,1%	16,7%	81,3%
Convertibel Arbitrage	8,6%	9,3%	2,5%	-1,1%	11,7%	6,2%	34,3%
Equity Market Neutral	2%	8,5%	4,9%	6,9%	7,4%	5,9%	33,3%
Fixed Income Arbitrage	6,5%	8,6%	6,2%	6,5%	7,1%	7%	39,9%
Merger Arbitrage	0,3%	7,1%	6,8%	5,7%	10,2%	6%	33,7%

Mortgage-Backed Securities	11,5%	4,1%	7,6%	6,8%	7%	7,4%	42,6%
Medelavkastn. Utland	5,8%	7,5%	5,6%	4,9%	8,7%	6,5%	36,9%
Riskfri tillgång	3,5%	2,2%	1,6%	2,6%	4,2%	2,8%	14,8%
S&P 500	-23,4%	26,4%	9%	3%	13,6%	5,7%	23,6%

Tabell 6.1.2

Tabellen visar avkastningen för svenska marknadsberoende hedgefonder under 2002-2006, och utländskt index för marknadsberoende hedgefonder.

Alla fonder som följer strategin har som syns i tabellen ovan inte kunnat uppfylla målet om positiv avkastning vid alla perioder. Fondernas medelavkastning är dock positiv för alla de studerade perioderna vilket tyder på att strategin kan vara fungerande.

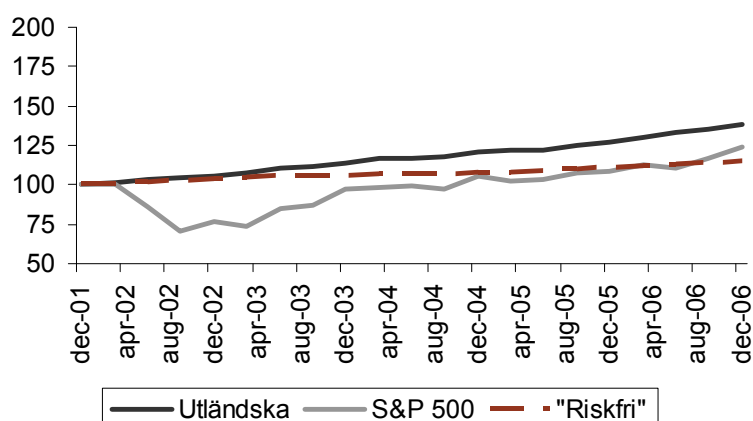
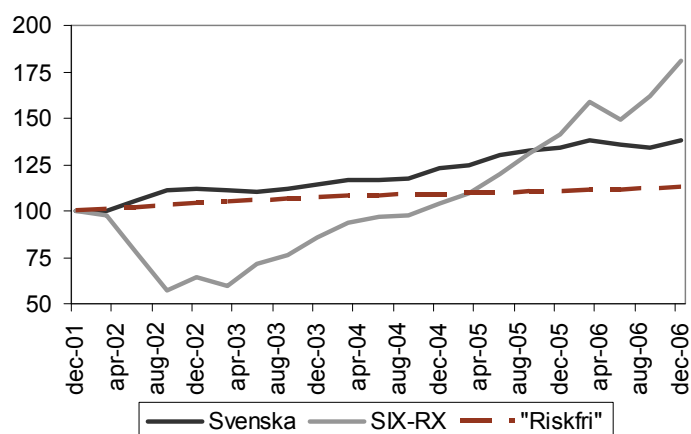
Medelavkastningen för de svenska och utländska hedgefonderna är relativt lika varandra för respektive år, och även över hela perioden. Marknadsindex i Sverige har under perioden varit betydligt högre och i jämförelse med detta har de utländska fonderna klarat sig betydligt bättre.

Utvecklingen totalt över perioden har varit ganska likartad mellan svenskt och utländskt index. Fondernas index, med bastidpunkten 2001-12-31 uppvisar en relativ värdeökning, till synes oberoende av marknaden.

Liksom för de marknadsberoende fonderna gäller att de utländska marknadsberoende fonderna har utvecklats bättre än index under perioden, medan de svenska inte har hängt med i den kraftiga tillväxten i marknadsindex. Det kan dock inte skönjas någon tydlig likhet i kurvorna mellan marknadsindex och hedgefonderna vilket verkar tyda på att de har uppnått sitt mål om att nå avkastning oberoende av marknads utveckling.

Vid jämförelsen med riskfria tillgångar kan man se att de svenska marknadsberoende hedgefonderna klarat sig bättre, utan att ha några kraftiga uppgångar.

Även de utländska marknadsberoende hedgefonderna har haft en bättre utveckling än de riskfria tillgångarna, men skillnaden är dock inte lika stor.



Opportunistiska

Fond	2002	2003	2004	2005	2006	Medel	Total
Lynx	22%	34,7%	13,3%	7,3%	5,4%	16,5%	110,6%
Aktieansvar Graal	12,5%	11,1%	6%	6,7%	7,2%	8,7%	51,5%
Erik Penser Hedgefond	1%	14,8%	5,3%	17,4%	8%	9,3%	54,8%
Banco Hedge	-5,6%	-0,8%	-1,7%	9,6%	12,1%	2,7%	13,1%
Lancelot Excalibur	5,3%	12%	9,7%	1,2%	2,7%	6,2%	34,5%
Medelavkastn. Sverige	7%	14,4%	6,5%	8,4%	7,1%	8,7%	51,4%
Riskfri tillgång	3,9%	2,8%	2%	1,4 %	1,8 %	2,4 %	12,5%
SIX-RX	-35,9%	34,2%	20,8%	36,3%	28,1%	16,7%	81,3%
Global Macro	2,8%	11,2%	4,5%	6,6%	4,9%	6%	33,5%
Event driven multistrategies	1,3%	20%	11,6%	6,5%	13,2%	10,5%	63,6%
Emerging Markets	8,1%	26,1%	12,7%	13,6%	16,6%	15,4%	103,4%
Medelavkastn. Utland	4,1%	19,1%	9,6%	8,9%	11,6%	10,6%	65%
Riskfri tillgång	3,5%	2,2%	1,6%	2,6%	4,2%	2,8%	14,8%
S&P 500	-23,4%	26,4%	9%	3%	13,6%	5,7%	23,6%

Tabell 6.1.3

Tabellen visar avkastningen för svenska opportunistiska hedgefonder 2002-2006, och utländskt index över opportunistiska hedgefonder. Alla tal är i procent.

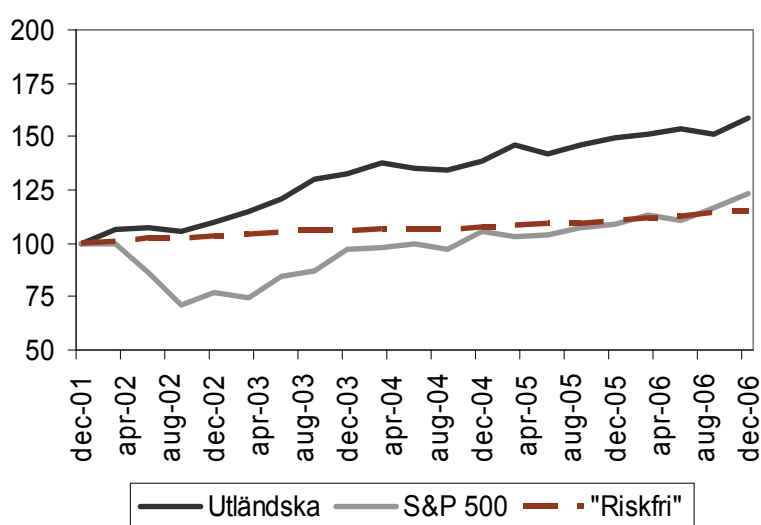
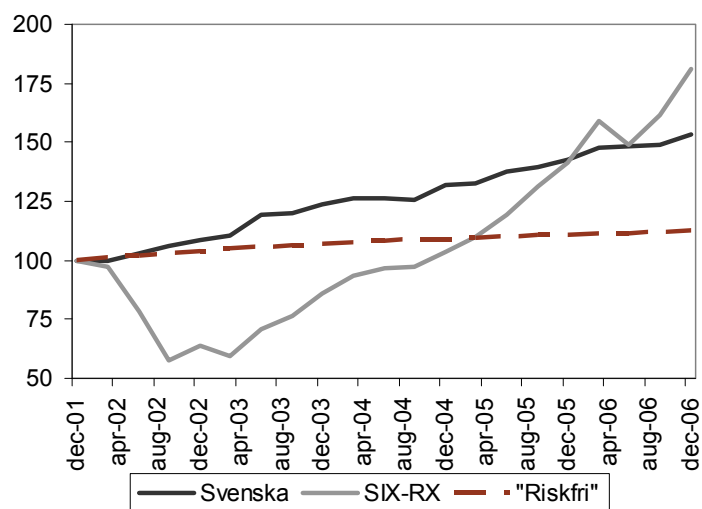
Tabellen visar klart och tydligt att detta är den strategi av de tre som lyckats bäst. Inte heller här har samtliga fonder levererat positiv avkastning i samtliga perioder, men samtliga har haft en kraftig värdeökning sett över hela perioden.

Även fonderna som följer den opportunistiska strategin har lyckats undvika det kraftiga fallet på respektive marknadsindex. I diagrammet kan man skönja fördröjda effekter när respektive marknadsindex har en kortare topp, men över hela perioden kan man se en stadig värdeökning på fonderna på både den svenska och de utländska marknaderna.

Precis som för de två andra strategierna gäller att svenska opportunistiska fonder har haft en sämre tillväxt än marknadsindex, medan det motsatta gäller för de utländska. I jämförelse med de riskfria tillgångarna har de opportunistiska hedgefonderna haft en mycket bättre utveckling under perioden, och är även här den av de tre strategierna som lyckats överlägset bäst.

Även för de opportunistiska hedgefonderna har utvecklingen i utlandet varit stundtals mycket lik marknadsindex, även om man lyckades undvika kraftiga nergångar. De svenska hedgefonderna har under perioden skapat sin utveckling mindre beroende av marknadens rörelser.

Även inom denna strategi har hedgefonderna haft en betydligt bättre avkastning än de riskfria tillgångarna både på den utländska marknaden och på den svenska.



6.2 Standardavvikelse

Standardavvikelsen används i min studie för att bedöma hur riskfyllda placeringarna är. Tillgångar som har hög standardavvikelse, eller m.a.o. hög volatilitet, är mer riskfyllda än de som har låg. Tabellen visar också volatiliteten för de tillgångar som jag har valt att kalla för riskfria för att illustrera vilket riskminimum är när man handlar med olika typer av räntebärande instrument.

Standardavvikelsen på marknadsindex var under perioden 11,3% för SIX-RX respektive 7,5% för S&P 500.

	Riskfri		Marknadsberoende		Marknadsberoende		Opportunistiska	
	Svenska	Utländska	Svenska	Utländska	Svenska	Utländska	Svenska	Utländska
2002	0,12%	0,21%	1,75%	2,40%	3,02%	0,46%	1,69%	2,52%
2003	0,13%	0,25%	0,74%	2,88%	1,50%	0,73%	3,17%	2,48%
2004	0,13%	0,38%	1,49%	2,93%	2,25%	1,04%	2,42%	3,17%
2005	0,11%	0,16%	1,46%	1,53%	1,30%	0,77%	1,46%	1,95%
2006	0,10%	0,18%	3,50%	2,81%	2,30%	0,59%	1,48%	3,30%
Tot.	0,24%	0,32%	1,93%	2,51%	2,14%	0,72%	2,02%	2,89%

Tabell 6.2.1

Tabellen visar att de svenska hedgefondernas avkastning varit mer stabil än de utländskas nästan varje år förutom för fonderna som tillhör den marknadsberoende strategin.

På svenska marknaden har de marknadsberoende fonderna varit de som uppvisat minst volatilitet under de fem år jag har undersökt, medan den är något högre för de amerikanska.

De marknadsberoende utländska fonderna har som grupp varit de med minst standardavvikelse under perioden, vilket möjligtvis har sin förklaring i att man istället för att försöka nå vinster genom marknadens rörelser spekulerar i felaktiga prissättningar och därigenom försöker skapa arbitragevinster. De svenska motsvarigheterna har högre volatilitet och är faktiskt den strategi som har varit mest riskfylld på den svenska marknaden.

De fonder som hade högst standardavvikelse på den utländska marknaden under de fem år jag har undersökt är de som kan räknas till den opportunistiska strategin. Detta kan förklaras av att man tar positioner i tillgångar som ofta bedöms som riskfyllda och därigenom inte ger någon stabil avkastning. Svenska opportunistiska hedgefonder har också haft hög volatilitet men har varit mindre riskfylld än dess utländska motsvarigheter och även mindre riskfylld än marknadsberoende svenska hedgefonder.

När vi jämför fondernas volatilitet med de riskfria tillgångarnas kan vi tydligt se att det är mer riskfyllt att investera i en hedgefond. Standardavvikelsen är högre för samtliga hedgefondstrategier varje undersökt år och den är även betydligt högre totalt för hela femårsperioden.

6.3 Sharpekvot

Sharpekvoten visar tillgångarnas riskjusterade avkastning. En specifik tillgång kan ha högre avkastning än alla andra, men det är bara en bra investering om den högre avkastningen inte medför alltför hög risk. Ju högre Sharpekvot en tillgång har desto bättre är dess riskjusterade avkastning.³⁴ Om Sharpekvoten är negativ ska man investera i en riskfri tillgång istället för den aktuella tillgången.

Jag har beräknat Sharpekvoten med hjälp av fondernas kvartalsavkastningar.

Marknadsberoende

Sharpekvot		
	Sverige	Utländska
2002	0,29	-0,47
2003	1,64	1,48
2004	0,49	0,84
2005	0,54	0,84
2006	0,99	0,74
Total	0,61	0,60

Tabell 6.3.1

Sharpekvoten har varit nästan exakt samma för svenska och utländska hedgefonder under de fem år jag har undersökt, detta trots att svenska fonder har haft en högre Sharpekvot under tre av de undersökta åren.

Till skillnad från de utländska fonderna har de svenska lyckats uppvisa en positiv kvot under samtliga år jag undersökt, vilket gör att dessa alltid varit en bättre investering än en riskfri tillgång. Det negativa resultatet för de utländska fonderna under 2002 innebär att de skapat sin avkastning genom att ta alltför stor risk.

³⁴ www.investopedia.com

Totalt över perioden är Sharpekvoten positiv både för de svenska och utländska fonderna vilket innebär att de har haft en riskjusterad avkastning som varit bättre än den riskfria räntan under perioden.

Marknadsberoende

Sharpekvot		
	Sverige	Utländska
2002	1,01	1,29
2003	0,26	1,86
2004	0,87	0,98
2005	0,26	0,77
2006	1,01	1,96
Total	0,74	1,15

Tabell 6.3.2

Även de marknadsberoende hedgefonderna har uppvisat positiv Sharpekvot under den undersökta femårsperioden. De utländska fonderna har haft en högre kvot under samtliga fem år som ingår i undersökningen. En förklaring till detta är att standardavvikelsen har varit betydligt lägre samtliga undersökta år för de utländska hedgefonderna.

Resultaten visar tydligt att svenska och utländska marknadsberoende fonder har varit bättre investeringsobjekt än riskfria tillgångar.

Opportunistiska

Sharpekvot		
	Sverige	Utländska
2002	1,12	0,07
2003	1,07	1,74
2004	0,7	0,65
2005	1,33	0,81
2006	1,14	0,58
Total	1,09	0,70

Tabell 6.3.3

Mönstret är detsamma för de opportunistiska hedgefonderna som de bägge andra strategierna uppvisat. De svenska hedgefonderna har haft en högre Sharpekvot än de utländska under fyra av de fem undersökta åren och även sett till hela femårsperioden.

Sett till hela perioden uppvisar dock både svenska och utländska opportunistiska hedgefonder positiva värden för Sharpekvoten, vilket kan tolkas som att deras riskjusterade avkastning varit god.

6.4 Beta

Betakoefficienten visar tillgångarnas systematiska risk i jämförelse med marknad som helhet. Det är alltså en indikation på hur tillgångarnas avkastning svarar på marknadsrörelser.

	β	β
	Svenska	Utländska
Marknadsberoende	0,01	0,32
Marknadsberoende	-0,06	0,05

Opportunistiska	0,04	0,28
------------------------	------	------

Tabell 6.4.1

Av resultaten kan vi utläsa att de svenska hedgefonderna har ett lägre betavärde i samtliga av de undersökta strategierna. Dessa har ett värde som ligger mycket nära 0, det är t.o.m. negativt för de marknadsberoende fonderna. Ett betavärde som ligger nära 0 tyder på att de har lyckats väl med målet att inte påverkas av marknadsrörelserna. Det som bestämmer fondens avkastning om betavärdet är 0 är istället alphavärdet, d.v.s. förvaltarens skicklighet och kunskap.

Även för de amerikanska hedgefonderna är betavärdet lågt, dock är det mycket högre än för dess svenska motsvarigheter. Den strategi som lyckats bäst, om vi ser till både svenska och utländska marknaden, med målet att skapa en avkastning oberoende av marknadens utveckling är helt klart de marknadsberoende hedgefonderna. Resultaten jag har fått fram för de två andra strategierna stämmer väl överens med liknande undersökningar som har utförts på hedgefonder, och det framstår alltså till viss del som en myt att hedgefonder inte skulle vara utsatta för något beta.

6.5 Korrelation mellan svenska och utländska hedgefonder

	Korrelationskoefficient
Marknadsberoende	0,1617
Marknadsberoende	0
Opportunistiska	0,4839

Tabell 5.5.1

Tabellen ovan visar hur hedgefonderna i Sverige var korrelerade med de utländska hedgefonderna för respektive strategi under perioden 2002-2006.

Korrelationen mellan de två index jag valt för att representera de två marknadernas utveckling är 0,92, vilket tolkas som att det finns ett väldigt starkt samband mellan utvecklingen i avkastning på dessa marknader.

För hedgefonderna är däremot korrelationen låg, det är endast för den opportunistiska strategin man kan konstatera ett någorlunda starkt samband mellan utvecklingen på de bägge marknaderna.

Att korrelationen är 0 för de marknadsberoende fonderna kan bero på att de tar positioner som inte ska bero på marknadens rörelser och därför finns heller ingen korrelation mellan dessa fonder.

Korrelationen för de marknadsberoende fonderna är svagt positiv men den är för låg för att man ska lägga någon särskild vikt vid den.

6.6 Bear Market

Enligt definitionen är ”bear market” ett marknadsförhållande där priserna på värdepapper sjunker eller förväntas sjunka. Hur mycket det sjunker kan variera, men när index faller 15-20% anses en ”bear market” ha inletts.³⁵

Jag har valt att undersöka den period, från mars 2000 till 2003 som även Capocci använde i sin studie om hur hedgefonder uppförde sig under sämre marknadsförhållanden. Börserna i USA kollapsade i mars 2000 efter en längre period med positiva resultat och slutade inte falla förrän tre år senare.

Under denna period steg värdet de utländska hedgefonder jag undersökt 14,4% medan marknadsindex sjönk med nästan 40%, som en jämförelse minskade de traditionella fonderna i värde med 2,7%.³⁶

Investerarnas positiva attityd till hedgefonder under denna period kan förklaras genom uppfattningen att hedgefonder i stort sett är marknadsneutrala, att förvaltarnas större flexibilitet möjliggör bättre marknadstajming* eller att hedgefonder har en relativt låg kovarians med andra tillgångsklasser vilket gör dem till ett bra diversifieringsverktyg.³⁷

Beta

	Beta
Marknadsberoende	0,34
Marknadsoberoende	0,00
Opportunistiska	0,18

Tabell 6.6.1

Tabellen visar betavärdena för de olika hedgefondstrategierna under perioden när marknadsindex sjönk kraftigt. Resultaten visar att betavärdena är ganska likartade även när marknaden går igenom en sämre period, den enda större skillnaden noteras i de opportunistiska hedgefonderna där betavärdet har minskat jämfört med min tidigare undersökning.

Detta kan även skådas i diagrammet nedan över avkastningarna under denna period. Den röda linjen och den gråa heldragna linjen följer marknaden i mycket högre grad än både de riskfria tillgångarna och de marknadsoberoende fonderna.

Diagrammet visar att den enda hedgefondstrategi som klarade ”bear market”-perioden bättre än de riskfria tillgångarna var den marknadsoberoende. Linjen för dessa fonder lutar svagt uppåt under hela perioden och marknadens rörelser har ingen som helst effekt på dess avkastning.

Detta är resultat som inte är tillfredställande för hedgefondförvaltarna eftersom vi klart och tydligt kan se att fonderna inte påverkas av marknadens rörelser och det är också tydligt att de inte lyckats med sitt mål att alltid generera positiv avkastning.

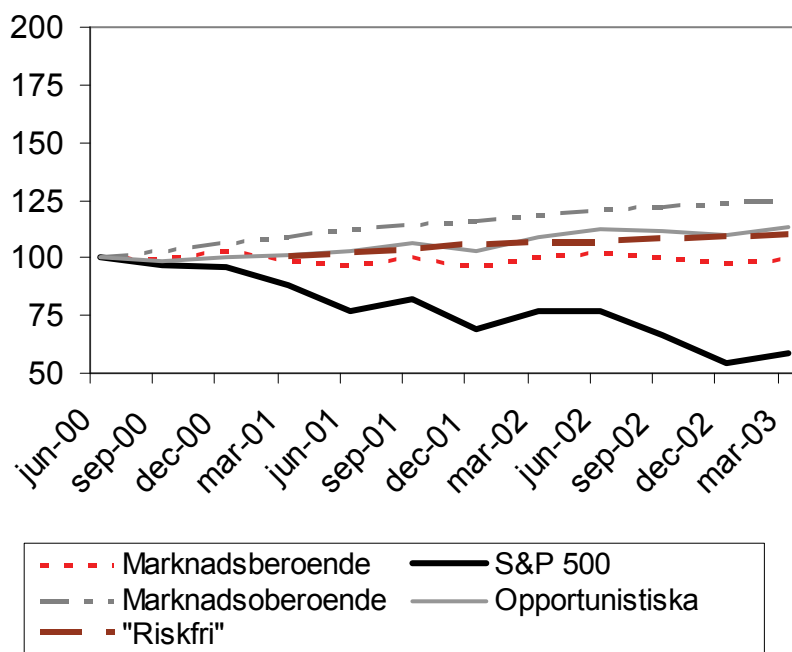
*Förk. Marknadstajming - Försöken att förutspå hur marknaden kommer att röra sig genom ekonomiska indikatorer eller ekonomisk data.³⁸

³⁵ www.investopedia.com

³⁶ Capocci 2005

³⁷ Capocci 2005

³⁸ www.investopedia.com



Samtliga hedgefonder lyckades alltså bättre än marknadsindex under perioden, men det gjorde som jag sa ovan alltså även de traditionella fonderna. Under "bear market" lyckades alltså de vanliga aktieindexfonderna med sitt mål, alltså att ge högre avkastning än index, medan hedgefonderna, undantaget de marknadsberoende, misslyckades med sitt mål att ge positiv avkastning under samtliga perioder.

Standardavvikelse

	Marknadsberoende	Marknadsoberoende	Opportunistiska
2000	3,89%	0,48%	1,54%
2001	4,19%	0,75%	3,58%
2002	2,40%	0,46%	2,52%
Total	3,21%	0,79%	2,60%

Tabell 6.6.2

I tabellen visas standardavvikelsen för de utländska hedgefonderna under "bear market"-perioden från och med andra kvartalet 2000 och tre år framåt. Standardavvikelsen är beräknad på fondernas kvartalsavkastning.

Volatiliteten för hedgefonderna har varit ungefär densamma under marknadens kräftgång under dessa tre år som den var under de fem år jag undersökte när marknadsindex till största delen karaktäriserades av kraftig uppgång.

Den enda strategi som uppvisar tydlig skillnad under denna period är den marknadsberoende. Volatiliteten är betydligt högre under dessa tre år än den är för samma fonder i min tidigare undersökning. Alltså har de marknadsberoende fonderna varit mer riskfyllda i "bear market" än de var i "bull market", samtidigt som diagrammet ovan visar att de har gett sämre avkastning än riskfria tillgångar.

Varken marknadsberoende eller opportunistiska hedgefonder har någon synbar skillnad i volatiliteten beroende på marknadsutvecklingen. Diagrammet ovan visar dock att

marknadsberoende hedgefonder är de enda som har haft en bättre utveckling än riskfria fonder samtidigt som de uppvisar väldigt låg risk.

Sharpekvot

	Sharpekvot		
	Marknadsberoende	Marknadsberoende	Opportunistiska
2000	0,19	3,89	0,18
2001	-0,17	1,2	0,22
2002	-0,47	1,29	0,07
Total	-0,35	1,22	0,04

Tabell 6.6.3

I tabellen över hedgefondernas Sharpekvoter under ”bear market” kan vi tydligt se att dessa har varit betydligt lägre under den period då marknadsindex sjunkit både vad gäller de marknadsberoende och opportunistiska hedgefonderna. De marknadsberoende hedgefonderna har istället haft en högre Sharpekvoten än under de år jag undersökt då marknadsindex har stigit.

En av anledningarna till att marknadsberoende och opportunistiska hedgefonder har betydligt lägre Sharpekvot än marknadsberoende är förstås att standardavvikelsen har varit mycket större för fonderna som tillämpar dessa strategier. En låg Sharpekvot innebär att man tagit en stor risk när man har gjort sina placeringar, och ett negativt värde på Sharpekvoten talar om att man hade fått bättre riskjusterad avkastning med en riskfri placering istället.

7. Analys

Tabellerna och diagrammen över hedgefondernas avkastning under femårsperioden 2002-2006 uppvisar en likartad bild av utvecklingen. Det framträder ett klart mönster av att hedgefonderna inom samtliga strategier haft en uppåtgående trend och klarat av att leverera högre avkastningar än de riskfria tillgångarna har gjort. Ett mönster som är samma för samtliga strategier är också att avkastningarna för de utländska hedgefonderna till och med varit högre än marknadsindex, medan den svenska marknaden uppvisar motsatt förhållande. Dock har utländska hedgefonder haft större volatilitet inom både de marknadsberoende och de opportunistiska strategierna vilket innebär att dessa är mer riskfyllda än de svenska. Dessa strategier följer också marknadsindex i högre grad än de marknadsberoende, något som framför allt gäller för de utländska hedgefonderna och kan utläsas av deras relativt höga betavärden. Detta framstod för mig som en aning överraskande, och kan sägas vara ett bevis för att många hedgefonder inte alls skapar sin avkastning oberoende av marknads rörelser.

Tabellen över standardavvikelse visar tydligt att samtliga strategier har tagit en låg risk i sina positioner, där de marknadsberoende utländska är de som är minst volatila. Dessa fonder har haft den lägsta avkastningen av samtliga strategier på den utländska marknaden men de har den högsta Sharpekvoten och har alltså levererat den högsta riskjusterade avkastningen. De svenska hedgefondernas standardavvikelse är relativt likartad mellan de tre strategierna. De opportunistiska fonderna har den högsta riskjusterade avkastningen följt av de marknadsberoende.

Standardavvikelsen är låg för samtliga fonderna inom samtliga strategier, betydligt mycket lägre än marknadsindex. Detta medför att hedgefonder är lämpliga att jämföra med riskfria tillgångar. Samtliga strategier har positiva värden på Sharpekvoten under perioden och det får därför anses att hedgefonder är en bättre investering än en riskfri tillgång när marknadsindex går uppåt.

De opportunistiska fonderna är de klart mest korrelerade mellan den utländska och svenska marknaden. En förklaring till detta kan vara att en del fonder inom denna strategi ofta agerar över globala finansmarknader och därför har fonden, vare sig den är svensk eller utländsk en liknande exponering. Marknadsberoende hedgefonder har en låg positiv korrelation, och något tydligt samband förutom det faktum att svenska börsen är korrelerad med de utländska kan inte påvisas.

För de marknadsberoende fonderna är korrelationen 0, detta tolkar jag som att de inte har något samband eftersom vinsterna som skapas i dessa fonder inte beror alls av marknadsutvecklingen. Vinsterna skapas ofta på andra sätt, t.ex. genom att utnyttja prisfällningar.

Sammanfattningsvis kan man säga att under de fem år jag har undersökt, då marknadsindex karaktäriserades av mestadels mycket positiva avkastningar och uppåtgående index har även hedgefonderna presterat väl. Samtliga strategier har levererat högre avkastningar än de riskfria tillgångarna under femårsperioden, och de utländska hedgefonderna har t.o.m. levererat högre avkastningar än marknadsindex vilket är mycket bra.

Den strategi som lyckats bäst med att ta en position i vilken avkastningen är oberoende av marknads rörelser är den marknadsberoende.

Svenska och amerikanska hedgefondmarknaden uppvisar ingen hög korrelation, den är lite högre för de marknadsberoende och opportunistiska strategierna eftersom dessa

huvudsakligen handlar i aktier och aktiemarknaderna är mer korrelerade. Samtliga tre utländska hedgefondstrategier har levererat högre avkastning än marknadsindex, vilket inte någon svensk har lyckats med. Emellertid har både svenska och utländska hedgefonder levererat positiv riskjusterad avkastning, och har varit bättre investeringar än den riskfria räntan under femårsperioden. De svenska hedgefonderna har betydligt lägre betavärden och lyckas därmed bättre med att skapa sin avkastning oberoende av marknad rörelserna än de utländska fonderna.

Under perioden som började mars 2000 och varade till mars 2003 föll alltså marknadsindex kraftigt i USA, min undersökning visar att hedgefonderna klarade sitt mål att leverera positiv avkastning under treårsperioden trots detta.

Inte heller här klarade samtliga strategier av att skapa avkastningen oberoende av marknaden. Betavärdena ligger på ungefär samma nivå förutom för den opportunistiska strategin där det är en aning lägre. Framför allt sticker betavärdet för de marknadsberoende fonderna ut som väldigt högt. Det blir ju allt svårare att uppnå målet att leverera positiv avkastning när marknaden är instabil om man tar positioner som medför att man följer marknadsutvecklingen.

Även på de marknadsberoende hedgefondernas volatilitet avspeglar sig oron på marknaden. Volatiliteten är högre under dessa år än vad de var i min första undersökning, medan den är ungefär densamma för de andra två strategierna.

Av diagrammet kan utläsas att den enda strategi som med marginal presterade bättre än de riskfria tillgångarna under denna period var de marknadsberoende fonderna. Dessa har även under "bear market" visat en lika stabil uppåtgående trend som när marknadsindex steg.

Sharpekvoterna visar också att de marknadsberoende fonderna klarade av denna period klart bäst, i stort sett är Sharpevärdet detsamma som under de senare åren vilket är en bra prestation. De opportunistiska har i stort sett en kvot på 0 vilket säger att de hade en lika bra riskjusterad avkastning som en riskfri tillgång, medan de marknadsberoende fonderna uppvisar ett relativt stort negativt värde och därmed var en betydligt sämre investering än en riskfri tillgång. För både opportunistiska hedgefonder och för marknadsberoende hedgefonder var Sharpekvoten betydligt mycket lägre under "bear market".

8. Tidigare studier

Hedgefonders beteende i bear market är ett relativt utforskat område, men jag har funnit ett antal undersökningar som har inriktat sig på det och ska sammanfatta deras slutsatser nedan.

Edwards och Caglayan (2001) undersökte marknaden under perioden 1990-1998 och fann att de strategier jag har benämnt opportunistiska och marknadsberoende varit de som skyddat investerarna när börsmarknaden sjunkit.

De har också funnit bevis som tyder på att hedgefonders prestation är positivt relaterad till den prestationsbaserade delen av förvaltningsavgiften. Ju högre avgift som har uttagits desto bättre har fonden gått.³⁹

Ennis och Sebastian (2003) påvisar i sin undersökning att hedgefonder inte skyddade investerare efter marknadens nergång i mars 2000, deras prestationer berodde istället på att förvaltarna hade gjort bra placeringar under marknadsbubblan som föregick kraschen.⁴⁰ Undersökningen visade också att trots att betavärdet för hedgefonder var lägre i bear market än när marknadsindex var uppåtgående fanns ett samband med marknadens rörelser som inte är önskvärt för hedgefonder.⁴¹

Capocci, Corhay och Hübner kom fram till liknande slutsatser i sin undersökning om hedgefonders prestationer under perioden 1990-2004. Deras analys av marknaden visar att de flesta hedgefonder presterade mycket bättre än marknaden under hela perioden, vilket främst berodde på delperioder med mycket positiv utveckling på marknadsindex då även hedgefonderna följde med uppåt. Undantaget är marknadsberoende fonder som uppvisat onormala prestationer under både bear market och bull market. Anledningen till detta konstateras i undersökningen bero på extrem anpassningsförmåga i kombination med en aktiv förvaltning.⁴²

³⁹ Caglayan & Edwards 2001

⁴⁰ Capocci, Corhay & Hübner 2005

⁴¹ Ennis & Sebastian 2003

⁴² Capocci, Corhay & Hübner 2005

9. Slutsats

Jag har i denna uppsats jämfört svenska och utländska hedgefonder med varandra och med respektive marknadsindex. Jag har funnit klara bevis för att hedgefonder både i Sverige och i utlandet har lyckats med sitt mål om positiv avkastning under den femårsperiod jag undersökt, de har även presterat bättre än de riskfria tillgångarna under denna period och har överlag levererat en god avkastning i förhållande till sin riskexponering.

Dock syns stora skillnader mellan de olika strategierna även, och de fonder som lyckats bäst med målet om att inte utsätta sig för marknadens risker var helt klart de marknadsberoende fonderna.

Korrelationen mellan svenska och amerikanska hedgefonder var relativt låg, något som överraskade mig en del. Framför allt för de marknadsberoende fonderna trodde jag korrelationen skulle vara hög. Eftersom den är nästan perfekt positiv mellan de bägge marknaderna antog jag att den även skulle vara det för de marknadsberoende hedgefonderna, vilket alltså visade sig inte stämma.

Den strategi som i min uppsats framstår som den klart bästa, såväl under bear market som under femårsperioden är de marknadsberoende fonderna. Dessa har en hög Sharpekvot och har kombinerat det med mycket låga betavärden på bägge marknaderna. Någon tydlig skillnad i fondernas utveckling beroende på marknadsklimatet existerar inte vilket är ett bra betyg. Detta är alltså den strategi som fungerar bäst för investerare som vill ta positioner med låg riskexponering när börsen är instabil, vilket även de tidigare studier jag studerat har kommit fram till.

Svenska hedgefonder har i mycket högre grad än utländska lyckats med målet att skapa en avkastning som är oberoende av marknadens rörelser för samtliga strategier vilket jag tolkar som positivt. Svenska förvaltare är bättre än sina kollegor i utlandet på att skapa portföljer med lågt betavärde, vilket även är ett bra tecken för svenska hedgefonder när vi så småningom går in i en period med sämre utveckling på börsmarknaden.

Hedgefonder är bäst att jämföra med riskfria tillgångar om man ser till den låga standardavvikelsen dessa har och vi kan då konstatera att man har presterat väl både under bear market och under perioden när börsen karaktäriserades av kraftig uppgång. Den enda strategi som inte klarade av att leverera högre avkastning än den riskfria tillgången under bear market i utlandet var de marknadsberoende fonderna, något som jag inte tror händer i Sverige eftersom marknadsexponeringen för hedgefonder är mycket lägre här.

Källor

Böcker

Anderlind, P., Dotevall, B., Eidolf, E., Holm, M., Sommerlou, P. (2003). *Hedge fonder*. Academia Adacta, Lund.

Benninga, S. (2000). *Financial Modeling*. The MIT Press, Cambridge.

Elton, E., Gruber, M., Brown, S., Goetzmann, W. (2003). *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. John Wiley & Sons, Hoboken.

Publikationer

Ackermann, C, McEnally, R., Ravenscraft, D., (1999) “*The performance of Hedge Funds: Risk, Return and Incentives*”, *Journal of Finance* 54:3 s.833-874

August, J., D., Cohen, L., (2006). *Hedge funds: Structure, regulation, and tax implications*. *Business Entities*, 8:4 s.14-27.

Bookstaber, R. (2003). *Hedge fund existential*. *Financial Analysts Journal*, 59:5 s.19

Burger, R., Davies, G. (2007). *A new weapon*. *International Financial Law Review* Feb 2007 s.1.

Capocci, D., Corhay, A., Hübner, G., (2005). *Hedge fund performance and persistence in bull and bear markets*. *The European Journal of Finance* 11:5 s.361-392.

Capocci, D., (2006). *Neutrality of market neutral funds*. *Global Finance Journal* 17:2 s.309-333.

Clermont, D., (2004). *Don't pay for Beta*. *Canadian Investment Review* 17:1 s.R5

Chande, T., S., (1999). *Controlling risk and managing investor expectations by modelling the dynamics of losses in hedge funds and alternate investment strategies*. *Derivatives Quarterly* 5:3 s.52-59.

Collins. D., P., (2006). *Hedge funds: Structure vs. strategy*. *Futures* 35:5 s 62-64.

Eichengreen, B., (1999). *The Regulator's Dilemma: Hedge Funds in the International Financial Architecture*. *International Finance*, 2:3 s.411-440.

Feinberg, A., (2007). *The Long and Short of It*. *Kiplinger's Personal Finance*, 61:2 s.53.

Fung, W., Hsieh, D., A., (2000). *Performance characteristics of hedge funds and commodity funds*. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35:3 s.291

Garmhausen, S., (2007). *Taking the mystery out of hedgefunds*. *Black Enterprise*, 37:11 s.222-226.

- Jahnke, W., (2004). *Hedge Funds Aren't Beautiful*. *Journal of Financial Planning*. 17:2 s.22-25.
- Kooli, M., (2005). *Do hedge funds outperform the market?* *Canadian Investment Review*, 18/2005 s.18-25.
- Lodge, S., (2005). *Hedge Funds and Other Alternatives*. *Management Today*, Okt 2005 s. 69-73
- Martin, G., (2005). *Hedge funds: Myth and Reality*. *Canadian Investment Review*, 18/2005 s. R3
- Murguia, A., Umemoto, D., T., (2004) *An Alternative Look at Hedge Funds*. *Journal of Financial Planning* 17:1 s.42.
- Nyberg, L., (2006). *Are hedge funds dangerous*. Tal av Lars Nyberg, Sveriges Riksbank, 24 november, 2006. Taget från: <http://www.bis.org/review/r061130d.pdf>
- Scotto, D., (2006). *Market Makers or Market Breakers?*. *Public Utilities Fortnightly* 144:4 s.52-56.
- Shadab, H., B., (2007) *The Challenge of Hedge Fund Regulation*. *Regulation*, 30:1 s.36
- Shaw, A., (2007). *Feature: Hedge your bets*. *Pensions Management*, Mars 2007 s.1.
- Strauss, L., C., (2007). *Cash Pours Into Hedge Funds*. *Barron's*, 87:5 s. 51.
- Ullman, P., (2007). *Properly regulating hedge funds*. *Pensions & Investment*, 35:6 s.28.
- Waring, B., M., Siegel., (2006). *The Myth of the Absolute-Return Investor*. *Financial Analysts Journal*, 62:2 s.14.
- Xueting, H., Dowd, K., (2004). *A Value at Risk Approach to Risk-Return Analysis: Comment/Comment: Response*. *Journal of Portfolio Management* 30:3, s 124:4.

Artiklar

"Allt du behöver veta om hedgefonder", *Aktiespararen*, 2006-05-03

"Olika strategier för hedgefonder", *Aktiespararen*, 2007-02-08

"Hedgefonder och det finansiella systemet", *Finansiell Stabilitet* 2006:1

"Finance and Economics: Rolling in it; Hedge funds", *The Economist* 2006-11-18

Elektroniska källor

Affärsvärden www.affarsvarlden.se

Aktiespararna www.aktiespararna.se

CISDM	http://cisdm.som.umass.edu/
Dagens Industri	www.di.se
e24	www.e24.se
Federal Reserve	www.federalreserve.gov
Financial Dictionary	www.financialdictionary.com
Fondbolagens förening	www.fondbolagen.se
Investopedia	www.investopedia.com
Morningstar	www.morningstar.se

Databas

CISDM

<http://cisdm.som.umass.edu/>

Six Trust

www.six.se

Uppsatser

Moroza, J., (2006). *Svenska hedgefonders investeringsstrategier och deras riskexponering*. Kandidatuppsats inom NEK

Hammarbäck, P., Kastensson, V., (2007). *Swedish Hedge Funds – diversifying investor's portfolios*. Magisteruppsats i finansiering.

Andersson, M., C., Nilsson, L., Quach, J., (2006) *A comparative study between Swedish and foreign hedge funds*. Kandidatuppsats i finansiering.

Appendix A

Medelvärde och standardavvikelse

Marknadsberoende

Sverige

	Handelsbanken Europa	Sector Hedge	DnB Nor Primus	Cicero Hedge	Lancelot Merlin	Genomsnitt	S:a
2006:4	1,3%	-2,5%	6,5%	1,7%	2,5%	1,90%	
2006:3	0,9%	0,1%	-1,1%	0,6%	-1%	-0,10%	
2006:3	-1,7%	-6%	-0,7%	-1,4%	-5,4%	-3,04%	
2006:1	2,1%	2,8%	6,2%	1,9%	13,5%	5,30%	0,39%
2005:4	-0,7%	4,9%	1,9%	1,4%	2,2%	1,94%	
2005:3	0,7%	13,2%	3,9%	2,4%	2,7%	4,58%	
2005:2	1,8%	2,2%	3,3%	0,2%	0,3%	1,56%	
2005:1	1,4%	5,4%	0,1%	2,2%	-1,4%	1,54%	9,94%
2004:4	2%	3,6%	-1,8%	-0,3%	0,8%	0,86%	
2004:3	-0,8%	0,8%	1,5%	-0,6%	1%	0,38%	
2004:2	0,7%	-0,7%	-4,8%	2,2%	-2,2%	-0,96%	
2004:1	2,7%	5,4%	5,4%	-0,4%	0,1%	2,64%	2,92%
2003:4	0,9%	8%	2,3%	-1,2%	-2,6%	1,48%	
2003:3	0,1%	3%	1,1%	-0,2%	-2,3%	0,34%	
2003:2	-1,1%	4,3%	2%	0	-5,9%	-0,14%	
2003:1	-2,9%	1,4%		-2,6%	3,9%	-0,05%	1,63%
2002:4	0,1%	8,7%		-4,2%	2,7%	1,83%	
2002:3	-0,2%			0,9%	9,6%	3,43%	
2002:2	2,3%			1,1%	2,8%	2,07%	
2002:1	0,7%			0,7%	-3,7%	-0,77%	6,68%

Utland

	L&S Equity	Distressed Securities	Sector	Genomsnitt	S:a
2006:4	4,47%	5,20%	5,38%	5,02%	
2006:3	1,21%	1,58%	2,27%	1,69%	
2006:3	-1,69%	2,94%	-1,61%	-0,12%	
2006:1	5,82%	5,36%	6,45%	5,88%	12,93%
2005:4	2,49%	1,22%	2,29%	2,00%	
2005:3	4,78%	4,18%	3,07%	4,01%	
2005:2	0,39%	0,63%	3,01%	1,35%	
2005:1	0,98%	1,25%	-1,03%	0,40%	7,94%
2004:4	5,83%	7,85%	6,11%	6,60%	
2004:3	0,22%	1,86%	0,50%	0,86%	
2004:2	0,39%	2,01%	-1,78%	0,21%	
2004:1	3,19%	4,09%	4,03%	3,77%	11,79%
2003:4	5,59%	5,08%	5,32%	5,33%	
2003:3	4,63%	4,71%	4,02%	4,45%	
2003:2	8,02%	9,91%	6,70%	8,21%	
2003:1	-0,38%	3,58%	0,45%	1,22%	20,50%
2002:4	0,77%	3,97%	1,05%	1,93%	
2002:3	-4,44%	-0,62%	-3,84%	-2,96%	
2002:2	-2,44%	0,51%	-2,91%	-1,61%	
2002:1	1,42%	2,88%	0,43%	1,58%	-1,15%
2001:4	4,24%	3,28%	6,52%	4,68%	

2001:3	-3,60%	-0,77%	-8,32%	-4,23%	
2001:2	2,85%	2,79%	4,68%	3,44%	
2001:1	-1,04%	3,69%	-7,33%	-1,56%	2,08%
2000:4	-1,31%	-1,39%	-10,46%	-4,39%	
2000:3	3,05%	2,08%	5,06%	3,40%	
2000:2	-1,55%	0,77%	-0,74%	-0,51%	
2000:1	7,64%	4,35%	18,95%	10,31%	8,51%

Marknadsberoende

Sverige

	Helios	SEB Multihedge	HQ Nordic Hedge	Guide Hedgefond	DnB Nor Global Hedge	Genomsnitt	S:a
2006:4	5,5%	2,5%	1,7%	3,3%	1,7%	2,94%	
2006:3	-0,8%	-0,2%	-0,6%	0,4%	-4,4%	-1,12%	
2006:3	-1%	-0,1%	-0,4%	-0,9%	-4,3%	-1,34%	
2006:1	0,2%	4,1%	2,5%	1,4%	4,5%	2,54%	2,97%
2005:4	0,8%	0,4%	3,7%	2,4%	1,1%	1,68%	
2005:3	3,1%	3,1%	-0,7%	0,7%	3%	1,84%	
2005:2	6,5%	-0,2%	3,1%	3,8%	7,9%	4,22%	
2005:1	3%	1%	0,2%	1,2%	1,7%	1,42%	9,24%
2004:4	6,7%	2,4%	4,1%	4,1%	6,1%	4,68%	
2004:3	0,3%	-0,5%	1,3%	1,5%	1,5%	0,82%	
2004:2	-1%	-1,7%	1%	2,1%	-3,3%	-0,58%	
2004:1	1,3%	2,8%	2%	1%	4,8%	2,38%	7,42%
2003:4	3,4%	1,8%	2,1%		0,6%	1,98%	
2003:3	2,5%	0,6%	3,1%		-0,2%	1,50%	
2003:2	2,8%				-3,6%	-0,40%	
2003:1	1,6%				-3,9%	-1,15%	1,91%
2002:4	-0,1%				1,5%	0,70%	
2002:3	5,7%					5,70%	
2002:2	5,4%					5,40%	
2002:1	0					0,00	12,19%

Utland

	Convertibel Arbitrage	Eq Market Neutral	Fixed Arbitrage	Inc Merger Arbitrage	Mortgage-backed sec	Genomsnitt	S:a
2006:4	2,48%	2,30%	2,35%	2,93%	2,25%	2,46%	
2006:3	2,65%	1,34%	1,58%	1,50%	1,34%	1,68%	
2006:3	2,01%	1,27%	1,50%	1,63%	2,17%	1,72%	
2006:1	4,66%	2,52%	1,74%	4,24%	1,28%	2,89%	9,03%
2005:4	0,45%	1,71%	1,62%	1,15%	1,50%	1,28%	
2005:3	3,00%	2,47%	2,18%	2,27%	1,62%	2,31%	
2005:2	-1,92%	1,17%	0,80%	1,15%	1,76%	0,59%	
2005:1	-2,58%	1,58%	1,88%	1,08%	1,92%	0,78%	5,05%
2004:4	1,30%	2,44%	1,89%	4,83%	2,31%	2,55%	
2004:3	0,99%	1,03%	1,26%	-0,05%	1,97%	1,04%	
2004:2	-1,70%	-0,79%	1,77%	0,43%	1,03%	0,15%	
2004:1	1,90%	2,24%	1,27%	1,70%	2,34%	1,89%	5,74%
2003:4	2,93%	3,30%	2,24%	2,75%	1,96%	2,63%	

2003:3	0,42%	2,26%	1,69%	1,09%	-0,88%	0,92%	
2003:2	2,00%	2,32%	2,69%	2,71%	1,13%	2,17%	
2003:1	4,00%	0,69%	2,00%	0,63%	1,85%	1,83%	7,77%
2002:4	4,14%	1,16%	1,78%	0,90%	1,50%	1,90%	
2002:3	1,24%	0,23%	1,30%	-0,61%	2,62%	0,96%	
2002:2	1,65%	-0,05%	1,55%	-1,03%	3,75%	1,17%	
2002:1	1,60%	0,69%	1,88%	1,03%	3,75%	1,79%	5,94%
2001:4	2,48%	1,90%	1,64%	1,62%	3,31%	2,19%	
2001:3	2,67%	0,44%	2,05%	-0,83%	2,96%	1,46%	
2001:2	1,89%	1,73%	1,45%	1,64%	2,53%	1,85%	
2001:1	5,65%	3,03%	2,72%	1,80%	2,80%	3,20%	8,97%
2000:4	1,54%	3,11%	2,41%	1,93%	2,60%	2,32%	
2000:3	3,38%	3,55%	2,30%	3,57%	3,22%	3,20%	
2000:2	3,95%	2,64%	2,33%	3,70%	2,89%	3,10%	
2000:1	5,61%	3,90%	2,46%	4,47%	2,24%	3,74%	12,94%

Opportunistiska

Sverige

	Lynx	Aktie-Ansvar Graal	Erik Penser Hedgefond	Banco Hedge	Lancelot Excalibur	Genomsnitt	S:a
2006:4	2,9%	3,5%	1,3%	4,4%	0,8%	2,58%	
2006:3	-3,9%	1%	0,2%	2,7%	3,6%	0,72%	
2006:3	3%	0,1%	-1,4%	-1,1%	0,9%	0,30%	
2006:1	3,5%	2,4%	7,9%	5,7%	-2,5%	3,40%	7,15%
2005:4	5%	1,6%	1,6%	4,9%	-1%	2,42%	
2005:3	-1,5%	1,8%	6,1%	2,2%	-2,1%	1,30%	
2005:2	8,1%	1,1%	4,7%	2,2%	3,5%	3,92%	
2005:1	-4%	2%	4%	0	0,9%	0,58%	8,44%
2004:4	14,8%	2,8%	3,1%	1,2%	2,4%	4,86%	
2004:3	-1,9%	0,6%	1%	-2,9%	-0,1%	-0,66%	
2004:2	-3,4%	2,1%	-0,8%	1,8%	1,8%	0,30%	
2004:1	4,1%	0,4%	1,9%	-1,7%	5,3%	2,00%	6,57%
2003:4	9,4%	3,7%	1,9%	-0,8%	2,4%	3,32%	
2003:3	1,2%	2,3%	2,4%	-1,9%	-2,8%	0,24%	
2003:2	18,9%	3,1%	7,4%	2,7%	6,6%	7,74%	
2003:1	2,3%	1,6%	2,4%	-0,7%	5,6%	2,24%	14,08%
2002:4	-2,9%	4,2%	4,8%	-0,8%	6,2%	2,30%	
2002:3	10,4%	8%	-3,6%	0,4%	0,4%	3,12%	
2002:2	18,9%			-6,3%	-3,1%	3,17%	
2002:1	-4,4%			1,2%	1,9%	-0,43%	8,37%

Utländska

	Global Macro	Event Driven Multi	Emerging Markets	Genomsnitt	S:a
2006:4	3,25%	5,67%	9,93%	6,28%	
2006:3	-0,61%	1,25%	1,65%	0,76%	
2006:3	-0,23%	0,76%	-1,95%	-0,47%	
2006:1	2,50%	5,73%	7,33%	5,19%	12,12%
2005:4	0,58%	1,19%	3,93%	1,90%	
2005:3	5,45%	3,86%	5,92%	5,08%	

Jacob Morwing

2005:2	0,86%	0,45%	1,23%	0,85%	
2005:1	-0,30%	1,01%	2,52%	1,08%	9,14%
2004:4	4,49%	7,42%	6,24%	6,05%	
2004:3	-0,49%	0,18%	4,07%	1,25%	
2004:2	-1,81%	0,69%	-2,77%	-1,30%	
2004:1	2,34%	3,49%	5,41%	3,75%	9,95%
2003:4	2,90%	4,88%	6,42%	4,73%	
2003:3	3,60%	2,93%	7,36%	4,63%	
2003:2	3,85%	9,58%	10,85%	8,09%	
2003:1	0,95%	3,03%	2,13%	2,03%	20,86%
2002:4	1,44%	4,22%	4,23%	3,30%	
2002:3	1,12%	-2,25%	-2,81%	-1,31%	
2002:2	-0,09%	-2,76%	-0,13%	-0,99%	
2002:1	0,31%	2,13%	6,87%	3,10%	4,06%
2001:4	2,61%	3,78%	10,97%	5,79%	
2001:3	-0,74%	-2,09%	-5,61%	-2,81%	
2001:2	1,09%	2,69%	4,77%	2,85%	
2001:1	2,54%	2,60%	2,09%	2,41%	8,29%
2000:4	6,47%	-0,16%	-3,61%	0,90%	
2000:3	1,74%	3,55%	-0,99%	1,43%	
2000:2	-0,44%	2,15%	-6,09%	-1,46%	
2000:1	2,03%	6,13%	6,88%	5,01%	5,90%

	SIX-RX	Månatlig avk	Kvartal	Årlig		S&P 500	Månatlig avk	Kvartal
2000-03-31						1498,58		
2000-04-28						1451,94	-3,11%	
2000-05-31						1420,6	-2,16%	
2000-06-30						1454,6	2,39%	-2,93%
2000-07-31						1430,83	-1,63%	
2000-08-31						1517,68	6,07%	
2000-09-29						1436,51	-5,35%	-1,24%
2000-10-31						1429,4	-0,49%	
2000-11-30						1314,95	-8,01%	
2000-12-29						1320,28	0,41%	-8,09%
2001-01-31						1366,01	3,46%	
2001-02-28						1239,94	-9,23%	
2001-03-30						1158,36	-6,58%	-12,26%
2001-04-30						1249,47	7,87%	
2001-05-31						1255,82	0,51%	
2001-06-29						1225,01	-2,45%	5,75%
2001-07-31						1211,23	-1,12%	
2001-08-31						1133,58	-6,41%	
2001-09-28						1040,94	-8,17%	-15,03%
2001-10-31						1059,78	1,81%	
2001-11-30						1139,45	7,52%	
2001-12-31	266,05					1148,08	0,76%	10,29%
2002-01-31	250,273	-5,93%			2002-01-31	1130,21	-1,56%	
2002-02-28	252,028	0,70%			2002-02-28	1106,73	-2,08%	
2002-03-28	258,908	2,73%	-2,68%		2002-03-28	1147,39	3,67%	-0,06%

Jacob Morwing

2002-04-30	238,945	-7,71%			2002-04-30	1076,92	-6,14%	
2002-05-31	224,639	-5,99%			2002-05-31	1067,14	-0,91%	
2002-06-28	207,798	-7,50%	-19,74%		2002-06-28	989,82	-7,25%	-13,73%
2002-07-31	185,041	-10,95%			2002-07-31	911,62	-7,90%	
2002-08-30	180,103	-2,67%			2002-08-30	916,07	0,49%	
2002-09-30	153,026	-15,03%	-26,36%		2002-09-30	815,28	-11,00%	-17,63%
2002-10-31	172,747	12,89%			2002-10-31	885,76	8,64%	
2002-11-29	194,904	12,83%			2002-11-29	936,31	5,71%	
2002-12-30	170,526	-12,51%	11,44%	-35,90%	2002-12-31	879,82	-6,03%	7,92%
2003-01-31	164,274	-3,67%			2003-01-31	855,7	-2,74%	
2003-02-28	161,667	-1,59%			2003-02-28	841,15	-1,70%	
2003-03-31	158,138	-2,18%	-7,26%		2003-03-31	850,97	1,17%	-3,28%
2003-04-30	181,737	14,92%			2003-04-30	916,92	7,75%	
2003-05-30	181,411	-0,18%			2003-05-30	963,59	5,09%	
2003-06-30	189,046	4,21%	19,54%		2003-06-30	974,42	1,12%	14,51%
2003-07-31	202,294	7,01%			2003-07-31	990,31	1,63%	
2003-09-01	209,613	3,62%			2003-08-29	1008,01	1,79%	
2003-09-30	202,892	-3,21%	7,32%		2003-09-30	995,97	-1,19%	2,21%
2003-10-31	220,984	8,92%			2003-10-31	1050,71	5,50%	
2003-11-28	221,898	0,41%			2003-11-28	1058,2	0,71%	
2003-12-30	228,774	3,10%	12,76%	34,16%	2003-12-31	1111,92	5,08%	11,64%
2004-01-30	242,14	5,84%			2004-01-30	1131,13	1,73%	
2004-02-27	251,271	3,77%			2004-02-27	1144,94	1,22%	
2004-03-31	248,352	-1,16%	8,56%		2004-03-31	1126,21	-1,64%	1,29%
2004-04-30	251,572	1,30%			2004-04-30	1107,3	-1,68%	
2004-05-28	248,567	-1,19%			2004-05-28	1120,68	1,21%	
2004-06-30	256,983	3,39%	3,48%		2004-06-30	1140,84	1,80%	1,30%
2004-07-30	252,217	-1,85%			2004-07-30	1101,72	-3,43%	
2004-08-31	250,904	-0,52%			2004-08-31	1104,24	0,23%	
2004-09-30	259,1	3,27%	0,82%		2004-09-30	1114,58	0,94%	-2,30%
2004-10-29	259,075	-0,01%			2004-10-29	1130,2	1,40%	
2004-11-30	274,426	5,93%			2004-11-30	1173,82	3,86%	
2004-12-30	276,243	0,66%	6,62%	20,75%	2004-12-31	1211,92	3,25%	8,73%
2005-01-31	278,168	0,70%			2005-01-31	1181,27	-2,53%	
2005-02-28	291,159	4,67%			2005-02-28	1203,6	1,89%	
2005-03-31	292,169	0,35%	5,77%		2005-03-31	1180,59	-1,91%	-2,59%
2005-04-29	289,116	-1,04%			2005-04-29	1156,85	-2,01%	
2005-05-31	305,216	5,57%			2005-05-31	1191,5	3,00%	
2005-06-30	317,864	4,14%	8,79%		2005-06-30	1191,33	-0,01%	0,91%
2005-07-29	333,762	5,00%			2005-07-29	1234,18	3,60%	
2005-08-31	329,975	-1,13%			2005-08-31	1220,33	-1,12%	
2005-09-30	348,683	5,67%	9,70%		2005-09-30	1228,81	0,69%	3,15%
2005-10-31	341,81	-1,97%			2005-10-31	1207,01	-1,77%	
2005-11-30	355,497	4,00%			2005-11-30	1249,48	3,52%	
2005-12-30	376,583	5,93%	8,00%	36,32%	2005-12-30	1248,29	-0,10%	1,59%
2006-01-31	382,006	1,44%			2006-01-31	1280,08	2,55%	
2006-02-28	395,809	3,61%			2006-02-28	1280,66	0,05%	
2006-03-31	423,144	6,91%	12,36%		2006-03-31	1294,82	1,11%	3,73%
2006-04-28	427,068	0,93%			2006-04-28	1310,61	1,22%	
2006-05-31	393,124	-7,95%			2006-05-31	1270,09	-3,09%	
2006-06-30	396,743	0,92%	-6,24%		2006-06-30	1270,2	0,01%	-1,90%
2006-07-31	391,466	-1,33%			2006-07-31	1276,66	0,51%	

2006-08-31	408,693	4,40%			2006-08-31	1303,82	2,13%	
2006-09-29	429,973	5,21%	8,38%		2006-09-29	1335,85	2,46%	5,17%
2006-10-31	449,443	4,53%			2006-10-31	1377,94	3,15%	
2006-11-30	445,233	-0,94%			2006-11-30	1400,63	1,65%	
2006-12-29	482,255	8,32%	12,16%	28,06%	2006-12-29	1418,3	1,26%	6,17%

Six Return Index – SIX RX

	Q1	Q2	Q3	Q4	Totalt	Standardavvikelse
2002	-2,68	-19,74	-26,36	11,44	-35,90	17,07
2003	-7,26	19,54	7,32	12,76	34,16	11,39
2004	8,56	3,48	0,82	6,62	20,75	3,41
2005	5,77	8,79	9,70	8,00	36,32	1,68
2006	12,36	-6,24	8,38	12,16	28,06	8,80

Avkastning i procent. Över hela perioden, alltså de fem år jag har undersökt steg SIX RX med 81,26%.

