



EKONOMIHÖGSKOLAN
Lunds universitet

Kandidatuppsats, 10 p
Göran Anderson
HT 2004

ETISKA PLACERINGAR

– AVKASTNING OCH RISK –

Fredrik Bengtsson – Veeradeth Thamhaksa – Johan Thorén

Sammanfattning

Uppsatsens titel	Etiska placeringar – risk och avkastning
Seminariedatum	2005-01-19
Ämne/kurs	FEK 582 Kandidatuppsats, 10 poäng
Författare	Fredrik Bengtsson, Veeradeth Thamhaksa och Johan Thorén
Handledare	Göran Anderson
Fem nyckelord	Etiska fonder, avkastning, risk, sharpe-kvot, fondkonstruktion
Syfte	Uppsatsens syfte är att jämföra risk och avkastning från en etisk fond med risk och avkastning från åtta slumpmässigt valda fonder och SIX RX-index för att utreda om etiska investeringar är jämförbara med andra investeringar. Skälet till att en egen etisk fond sätts samman är att vi ser problem med innehållet i etablerade etiska fonder.
Metod	Genom att ställa upp finansiella och etiska kriterier har vi valt ut 34 bolag som ingår i vår egenkonstruerade etiska fond. För att uppfylla vårt syfte har vi valt att jämföra fondernas utveckling genom att studera fondernas avkastning, risk och sharpe-kvot under perioden 2002 - 2004.
Teoretiska perspektiv	Inledningsvis placeras uppsatsen i ett teoriskt ramverk och den effektiva marknadens relevans för arbetet förklaras. Därefter följer en allmän diskussion om små placerares val och möjligheter i fråga om sparande. Utvärdering av fonder beskrivs därefter ingående och tre olika metoder att mäta en fonds prestation diskuteras. För att skapa en fond med låg risk tar vi vår utgångspunkt i teorin om minsta varians-portföljen som även den beskrivs.
Empiri och analys	I avsnittet jämförs vår etiska fonds samt jämförelsefondernas avkastning, risk och sharpe-kvot. Dessutom jämförs fonden även med SIX RX-index. Vi diskuterar även problem med användningen av sharpe-kvoten under ekonomiska nergångsfaser.
Slutsatser	Vår etiska fond stått sig väl i jämförelsen med de övriga aktiefonderna. Vi har med vår etiska fond visat att det går att använda urvalskriterier som är striktare än vad som verkar vara normalt på fondmarknaden och ändå uppnå ett fullgott resultat. I relation med index gick det något sämre för vår fond då vi inte på lång sikt kunnat prestera en högre avkastning, ett resultat delar vi dock med de övriga åtta undersökta fonderna.

Summary

Title	Ethical Investments – Risk and Return
Seminar date	January 19, 2005
Course	Bachelor thesis in finance, 10 Swedish Credits (15 ECTS)
Authors	Fredrik Bengtsson, Veeradeth Thamhaksa and Johan Thorén
Advisors	Göran Anderson
Key words	Ethical funds, return, risk, sharpe index, fund construction
Purpose	The purpose of the thesis is to compare risk and return of our ethical fund with risk and return of eight randomly chosen funds and the SIX RX index in order to answer the question whether ethical investments are a better, worse or comparable alternative relative other investment options. The reason for the construction of our own ethical fund is that we have seen problems with the stock holdings of established ethical funds.
Method	By using financial and ethical criteria we have chosen 34 companies to be included in our own ethical fund. To fulfil our purpose we have compared the development of the funds by studying the return, risk and sharpe index of the funds during the period of 2002 - 2004.
Theoretical perspective	The thesis takes its starting point in the effective market hypothesis and we therefore discuss its relevance for our work. Then follows a more general discussion about choices and possibilities for diversification of small investor's investments. In order to evaluate the development of the funds we continue to discuss the merits and problems of three commonly used methods. Since our goal was to create a fund with a low risk, we also describe the mean variance portfolio theory.
Empirical foundation	In this chapter we make a comparison with our ethical fund and the other chosen ethical and non-ethical funds. We also compare the development of our ethical fund with that of SIX RX index and discuss problems associated with the use of the sharpe index in times of bear markets.
Conclusions	We conclude that our and other ethical funds are comparable with other investment alternatives in terms of risk and return. We also show that it is possible to apply a more discriminatory selection process than normally used by professional funds and still achieve an acceptable level of return. Our fund is underperforming in relation to index, but this is something it shares with all studied funds.

Innehållsförteckning

1 Inledning.....	6
1.1 Problemformulering	7
1.2 Syfte	9
1.3 Avgränsningar och målgrupp	9
2 Bakgrund och referensram	10
2.1 Inledning.....	10
2.2 Statistik och historik.....	10
2.3 Fondregler	11
2.4 Förklaring av etisk fond	12
3 Metod	14
3.1 Inledning.....	14
3.2 Kategorisering av uppsatsen.....	14
3.3 Materialinsamling.....	15
3.4 Beskrivning av jämförelseobjekten	16
3.5 Urvalsförfarandet	16
3.6 Portföljförvaltning och utvärdering.....	20
3.7 Källkritik	21
3.8 Trovärdighet och användbarhet.....	21
3.9 Validitet.....	22
3.10 Generaliserbarhet och representativitet	22
4 Teori	24
4.1 Inledning.....	24
4.2 Effektiva marknader.....	24
4.3 Fonder.....	25
4.3.1 Investeringsbeslut	25
4.3.2 Vad är en fond	26
4.3.3 Fördelar med en fond	27
4.3.4 Nackdelar med en fond	28
4.4 Mätning av en fonds prestation	28
4.4.1 Riskjusterad avkastning.....	28
4.4.2 Tre olika metoder	29
4.5 Minsta varians-portföljen	30
4.6 Utvärdering av portfölj.....	31
5 Analys.....	33
5.1 Inledning.....	33
5.2 Fondutveckling.....	33
5.3 Vår etiska fond jämfört med index.....	34
5.4 Vår etiska fond jämfört med andra fonder	36
5.4.1 Beta och korrelationskoefficienter	36
5.4.2 År 2002.....	36
5.4.3 År 2003.....	38
5.4.4 År 2004.....	39
5.4.5 Åren 2002 - 2004.....	39
6 Slutdiskussionen.....	42
6.1 Slutsatser	42
6.2 Fortsatt forskning	44

Källor och referensmaterial.....	45
Publicerade källor.....	45
Elektroniska källor.....	45
Lagar.....	46
Datamaterial.....	47
Finansiella rapporter.....	47

Bilagor

Bilaga 1 - Jämförelsefonder.....	49
Bilaga 2 - Formler.....	50
Bilaga 3 - Undersökta bolag.....	53
Bilaga 4 - Viktfördelning.....	55

1 Inledning

Fonder har vuxit fram som en av de mest populära sparformerna i Sverige och enligt fondbolagens egen statistik sparar ca hälften av Sveriges vuxna befolkning för tillfället i olika fonder.¹ I volym räknat handlar det om närmare 800 miljarder kronor.² Fondförvaltarna har blivit allt mer sofistikerade tack vare den tekniska utvecklingen och fondbolagen kan nu erbjuda olika typer av fonder uppdelade i aktiefonder, blandfonder och räntefonder. Även om aktiefondens popularitet har dalat något under de senaste åren på grund av den negativa börsutvecklingen, är det fortfarande den sparformen som är störst i monetära termer.³

En aktiefond investerar i huvudsak i aktier och de olika aktiefonderna på marknaden har olika begränsningar och inriktningar med avseende på geografisk eller branschvis spridning. Den enskilde spararen eller investeraren kan därigenom styra sitt sparande till de branscher eller regioner i världen som hon tror kommer att ge bäst avkastning. Med den här utvecklingen har många människor och institutioner börjat intressera sig för de bolag som investerar utifrån andra perspektiv än det strikt ekonomiska.

Genom reflekterande fördelning av våra tillgångar samt ändrade handlingsmönster har vi möjlighet att förbättra tillvaron för andra människor och bidra till en bättre miljö. Etiska sparalternativ, i första hand etiska aktiefonder, har vuxit fram för att möta det här behovet på marknaden. Etiska placeringar är förvisso ingen ny företeelse utan har sin grund i det tidiga 1900-talets USA. Etiska placeringar i form av fonder startades i Sverige på 80- och 90-talet och ses idag som en naturlig del av fondutbudet. Sparare kan idag utnyttja finansmarknadens aktörer såsom Bancos fonder, KPAs fonder eller Folksams fonder. Fonderna ägnar sig åt etisk penningplacering genom att styra besparingar till eller hålla dem borta från vissa ändamål⁴. Hur dessa etiska bedömningar görs, vem som ska vara bedömare eller vem bestämmer var gränserna går, varierar mellan de olika institutionerna.

¹ Fondbolagens förening, *Fondspararna och fondsparandet 2004*, 1 december, 2004

² Skillius, *Etiska fonder - Kategorier, metoder och finansiell utveckling*, 5 november, 2004

³ Fondbolagens förening, *Nysparande 1994 - 2003*, 1 december, 2004

⁴ Skillius, *a.a.*

1.1 Problemformulering

I en undersökning från 2003 gjord på beställning av fondförvaltaren Banco som är marknadsledare på etiska fonder framkom att hela 79 procent av Sveriges befolkning är positivt inställda till etiska fonder. Dessutom menade en majoritet av de tillfrågade att såväl förvaltare av vanliga aktiefonder som förvaltare av etiska aktiefonder borde använda sitt inflytande för att påverka företagets verksamhet.⁵ Även om det är enkelt att ifrågasätta Bancos motiv med undersökningen pekar den ändå på en intressant problematik som framkommer då man jämför de här siffrorna med hur många som verkligen sparar i etiska fonder. Blott fem procent av det totala fondsparandet finns placerat i miljö- och etiska fonder och av dessa står Premiesparfonden för knappt hälften⁶. Premiesparfonden är den fond där premiepensionssparandet placeras för de som inte gjort ett aktivt PPM-val. Detta betyder alltså att endast två och en halv procent av det totala fondsparandet medvetet placerats i etiska fonder av spararna själva. Hur har den här diskrepansen uppkommit?

Vid en genomgång av de existerande etiska fonderna kan man i grova drag upptäcka två problemområden som vi tror är grunden till att så få människor sparar i etiska fonder trots att viljan verkar finnas. Det första problemområdet rör etiken i fonderna och det andra handlar om fondernas avkastning i förhållande till andra sparalternativ.

Den första frågan hänger samman med hur begreppet etik definieras i det här sammanhanget. Begreppet etik operationaliseras genom att förvaltaren av den etiska fonden undviker att investera i bolag som har intäkter över en viss procentenhet från verksamheter inom områdena alkohol, tobak, spel och vapen. Med jämna mellanrum uppmärksammar media olika fonder som trots detta investerat i företag som har verksamheter inom de här områdena.⁷ Ofta beror detta på att förvaltaren av de etiska fonderna inte kan ha full inblick i alla bolag, men samtidigt ser vi här en fara i att gränserna sätts medvetet så att vissa för den svenska börsens utveckling viktiga bolag som t.ex. Ericsson kommer med i de etiska fonderna trots att man bland annat är leverantör till

⁵ Koblanck, *Etiken intresserar fondsparare*, 2004

⁶ Skillius, *Etiska fonder - Kategorier, metoder och finansiell utveckling*, 5 november, 2004

⁷ Svenska Freds, *Svenska Kyrkans "etiska" aktievinst får kritik*, 1 december, 2004 Se även Svenska Freds rapport *Kanonfonder*, 2004

försvarsmakten.⁸ Dessutom är fondförvaltarna ofta vaga om vilka kriterier som verkligen gäller och de etiska kriterierna beskrivs ibland i mycket allmänna ordalag. Detta tillsammans med de återkommande rapporterna om de etiska fondernas felaktiga investeringar tror vi är en viktig anledning till det låga intresset för att investera i fonderna.

Den andra frågan handlar som sagt istället om fondernas avkastning i förhållande till andra sparalternativ. De akademiska artiklar som behandlar området har framförallt koncentrerat sig på att etiska aktieportföljer är dåliga investeringar jämfört med marknadsportföljen eftersom förvaltaren inför onödiga begränsningar.⁹ En större empirisk studie utförd av Ethical Investment Research Service (EIRIS) på den brittiska marknaden visade att de undersökta etiska fonderna hade en lägre total risk än andra fonder med samma finansiella mål och geografiska fokus.¹⁰ Studien från EIRIS visar också att de investerare som placerar etiskt kan tänka sig acceptera en lägre avkastning än annars om investeringen anses vara värdeskapande ur ett etiskt perspektiv. En jämförelse kan göras med konsumenter som är villiga att betala ett högre pris för rättvisemärkta vardagsprodukter. På den svenska marknaden finns oss veterligen bara en studie som fokuserat på etiska fonders avkastning. Studien är emellertid enbart inriktad på etiska fonder med miljöfokus. Avkastningen för fonderna under den undersökta perioden låg något över de jämförelseobjekt som valts.¹¹

Vi är övertygade om att fler människor skulle placera etiskt om de hade haft mer information om fondernas avkastning och en bättre inblick i vilka risker det innebär att placera i etiska fonder. Av den här anledningen vill vi undersöka om det är lönsamt att placera etiskt. För att rättvist kunna göra denna jämförelse skapar vi en egen syntetisk etisk fond då vi anser att de existerande svenska etiska fonderna har brister i fråga om transparens.

Vår forskningsfråga blir då; hur utvecklas vår etiska fond jämfört med index, icke-etiska fonder samt etiska fonder i fråga om risk och avkastning?

⁸ Banco Fondförvaltning, *Etisk placeringsinriktning för Bancos etiska och ideella fonder*, 1 december, 2004

⁹ Schlegelmilch, *The Relative Importance of Ethical and Environmental Screening*, 1997

¹⁰ EIRIS, *Does Ethical Investment Pay?*, 5 december 2004

¹¹ Skillius, *Etiska fonder - Kategorier, metoder och finansiell utveckling*, 5 november, 2004

1.2 Syfte

Vi har för avsikt att jämföra risk och avkastning från en etisk fond med risk och avkastning från åtta slumpmässigt valda fonder¹² och SIX RX¹³ i syfte att utreda om etiska investeringar är bättre, sämre eller jämförbara med andra investeringar.

1.3 Avgränsningar och målgrupp

Vi har valt att endast studera noterade företag på Stockholmsbörsens A-lista under perioden 2002-2004. Begränsningen till noterade bolag motiveras av att vi har ett stort behov av information för att kunna göra de etiska bedömningarna. Avgränsningen gjordes utifrån ett resurs- och lämplighetsperspektiv. Det är en orealistisk arbetsbörda att granska de över 200 bolagen på Stockholmsbörsen inom ramen för uppsatsen. Företagen på A-listan valdes som lämpliga studieobjekt på grund av att det krävs en viss omsättning av kapital i ett bolags aktier för att det ska vara möjligt för en fond att investera. Argumentet för tidsperioden vi valt är de stora problem som informationssökningen skulle innebära om vi valt en tidigare tidpunkt. Information från bolag som lämnat börsen på grund av uppköp, konkurs eller övrig avnotering är i det närmaste omöjlig att uppbringa.

Vi har även gjort en avgränsning i problemformuleringen att endast studera de ekonomiska faktorerna utan att ta hänsyn till värdet av de mjuka fördelarna hos investeraren. Man kan anta att en strikt etisk placerare lägger mindre vikt vid den ekonomiska utvecklingen om placeringarna bara sköts etiskt. Vi vänder oss i den här uppsatsen mot de investerare som vill placera etiskt men ändå sätter ett stort värde på avkastningen.

¹² 4 stycken normala aktiefonder utan etisk profil (härefter icke-etiska) samt 4 etiska fonder

¹³ SIX RX-index för A- och O-listan på Stockholmsbörsen

2 Bakgrund och referensram

2.1 Inledning

I kapitlet försöker vi underlätta för läsarens fortsatta förståelse genom att kort beskriva uppkomsten av etiska fonder och dess popularitet. Därefter sker en genomgång av de lagar som reglerar fondbolag och fonder. Slutligen diskuteras de regler som är specifika för det etiska sparandet och branschens definition av etiska kriterier.

2.2 Statistik och historik

Människor har i alla tider haft ett etiskt perspektiv på investeringar och sparande. Etiken är djupt rotad i bland annat judisk, kristen och muslimsk tradition. I ett mer modernt perspektiv kan fenomenet spåras tillbaka till 1920-talets USA och religiösa grupper som till exempel metodister och kväkare. Dessa grupper undvek att investera i aktier i företag som bedrev ”syndig” verksamhet som tobak, alkohol och spel.¹⁴ Men det är kanske framför allt efter 60-talets medborgarrättsrörelser som mer standardiserade former av etiskt investering började växa fram. Framväxten av miljörelsen har också lett till att en rad miljöfonder satts samman som utöver de klassiska etiska kriterierna även undviker att investera i företag som har någon form av miljöförstörande verksamhet enligt en fastlagd definition. Senare års skandaler med barnarbete som bland annat involverat Hennes & Mauritz har också lett till att det finns speciella fonder som undviker de företag som misstänks använda barnarbete någonstans i produktionskedjan.¹⁵

Det är framför allt den anglosaxiska världen, där man oftare använder det bredare begreppet *socially responsible investments (SRI)*, som lett utvecklingen av etiskt sparande. Trots en allmän nedgång i sparandet under de senaste åren har förvaltarna av de etiska fonderna i USA ändå upplevt en god tillväxt med i genomsnitt 7 procent per år mellan 2001 och 2003. Under 2003 förvaltades totalt 2100 miljarder dollar i olika etiska fonder.¹⁶ I Storbritannien är tillväxten också god och fondförmögenheten hos de brittiska etiska fonderna uppgick 2003 till 4200 miljarder

¹⁴ Social Investment Forum, *Trends Report 2003*, 1 december, 2004

¹⁵ Bancos hemsida, 5 januari, 2005

¹⁶ Social Investment Forum, *a.a.*

pund.¹⁷ I Sverige handlar det inte om lika hisnande siffror, som tidigare nämnts uppgår sparandet i Sverige i etiska fonder för närvarande till ca 5 procent av det sammanlagda fondsparandet, motsvarande knappa 40 miljarder kronor.¹⁸

Ett annat tecken på att etiska fonder har kommit för att stanna är de index som på senare år har introducerats. Både Dow Jones i New York och Financial Times i London kan nu erbjuda aktieindex där endast företag som uppfyller vissa etiska krav får ingå.¹⁹ Precis som när det gäller volymen ligger Sverige här något efter de båda föregångarländerna för etiska investeringar. Först nu i höst startade GES Investment Service i samarbete med SIX en etisk indexfamilj för den nordiska marknaden.²⁰

2.3 Fondregler

Sedan början av april 2004 är fondförvaltare i sin verksamhet reglerade av lagen om investeringsfonder (2 004:46) vilken framförallt är en EU-anpassning av tidigare lag om värdepappersfonder.²¹ De tidigare benämnda nationella fonderna vilka har haft undantag från UCITS-direktiv benämns nu specialfonder. UCITS är ett övergripande EU-direktiv för fondbolag. Övriga fonder vilka följer direktiven benämns värdepappersfonder. Tillstånd till fondverksamhet ges av Finansinspektionen²² och gäller med den nya lagen även för individuell portföljförvaltning.

Fonden får fritt placera i fondpapper, derivat, olika penningmarknadsinstrument, andra fondandelar och på konto hos kreditinstitut med vissa begränsningar. För fondpapper och penningmarknadsinstrument gäller att företaget som placeringen gäller är noterat eller inom ett år blir det på svensk eller utländsk börs, auktoriserad marknadsplats eller att det sker regelbunden handel i pappret på reglerad marknad som är tillgänglig för allmänheten.²³

¹⁷ EIRIS, hemsida, 5 december, 2004

¹⁸ Skillius, *Etiska fonder - Kategorier, metoder och finansiell utveckling*, 5 november, 2004

¹⁹ Dow Jones Sustainability Indexes (DJSI) startades 1999 och Financial Times FTSE4 Good Index Series startades 2001, se litteraturlista för Internetadresser.

²⁰ SIX AB, *Nyhetsbyrå Direkt och GES Investment Service lanserar etiska index*, 5 december, 2004

²¹ Fondbolagens förening, *Äntligen beslut om ny fondlagstiftning*, 10 januari, 2005

²² Lag om investeringsfonder, 1 kap, 4-5 §

²³ a.a., 5 kap, 1-5 §

Summan av fondpapper och penningmarknadsinstrument i värdepappersfond får inte överstiga 10 procent utan att garant finns från stat eller kommun alternativt en statlig eller kommunal myndighet. Summan från en och samma företagsgrupp får inte överstiga 20 procent²⁴. För specialfond kan undantag göras ifrån tidigare nämnda placeringsbegränsningar efter godkännande från Finansinspektionen²⁵. Ytterligare en begränsning är att fonden inte får inneha mer än 10 procent av ett företags utgivna aktier²⁶. Fonden i form av värdepappersfond får inte ställa ut optioner eller tillämpa blankning²⁷.

2.4 Förklaring av etisk fond

Etik handlar om hur man bör leva och handla gentemot sig själv och andra. På sätt och vis kan man se etik som ett slags privata riktlinjer som vägleder var människas beslut och handlingar. En grundläggande tanke bakom vart samhälle är att dess medborgare delar samma grundtankar om gott och ont samt rätt och fel. Alla medborgare behöver inte ha exakt samma syn på etikens mindre frågor som till exempel inställningen till tillverkning av vissa bestämda produkter. Det går inte att ur etiska principer härleda vissa ämnen som objektivt oetiska och vi har därför varit tvungna att söka stöd i uttalande och de existerande fondernas riktlinjer för att kartlägga vad som är att betrakta som oetisk verksamhet.

Lagen om investeringsfonder reglerar inte vad som gäller för att fonder ska få kalla sig etiska utan här får man utgå från vad Etiska nämnden för fondmarknadsföring skrev i sitt vägledande uttalande då de ombads bringa klarhet i begreppen av konsumentverket i början av år 2004. Etiska nämnden är inrättad av Fondbolagens Förening och består av företrädare för både konsumentintressen och branschen.

I utlåtandet fastslås att det är upp till varje fondbolag att själva sätta kriterier för hur stor del av verksamheten som får lov att komma från bolag inom tidigare nämnda kriterier²⁸. Mängden verksamhet definieras här som omsättning. Anledningen till att fondbolagen själva fått så stor

²⁴ Lag om investeringsfonder, 5 kap, 6 §

²⁵ a.a., 6 kap 1-3 § §

²⁶ a.a., 5 kap 19 § §

²⁷ a.a., 4 kap, 1 §

²⁸ Etiska nämnden för fondmarknadsföring, *Vägledande uttalande*, 10 januari, 2005

frihet i utlåtandet att avgöra vad en etisk fond är på grund av etikens tidigare nämnda subjektiva natur. Ett krav på förvaltarna är dock att de tydligt beskriver vad de har för kriterier och gränser²⁹. Utöver nämndens utlåtande har vi genom att studera existerande etiska fonders placeringsinriktningar³⁰ funnit ett par gemensamma nämnare som enligt fonderna får ses som oetiska; krigsföring, alkohol, tobak, spelverksamhet och pornografi. Dessutom har EIRIS tagit fram ”The charities avoidance index” vilket utgår från hur företag och organisationer i USA som sysslar med välgörenhetsarbete placerar sina tillgångar. Detta överensstämmer till stor del med hur de svenska fonderna definierar begreppet oetisk verksamhet.

En nolltollerans mot dessa bolag är i många fall önskvärd men i praktiken omöjlig att genomföra. Det finns inte möjligheter att kontrollera alla alternativa sätt en produkt kan användas och inte heller några möjligheter att kontrollera vem försäljningen går till. Det är därför brukligt att ha tröskelvärden under vilka oetisk verksamhet ignoreras. Etiska nämnden för fondmarknadsföring nämner i sitt utlåtande ett tak på 10 procent³¹ oetisk verksamhet inom företag. Även om branschen är förhållandevis enstämmig om vilka verksamheter som kan kallas oetiska är meningarna delade om vilka omsättningsgränser som bör gälla. Allt från att bolag som saknar huvudverksamhet inom oetiska områden exkluderas till att fonder inte närmare specificerar antalet procent utan helt sonika nämner att de avstår från att placera i bolag som har verksamhet inom de specifika oetiska områdena.

²⁹ Etiska nämnden för fondmarknadsföring, *Vägledande uttalande*, 10 januari, 2005

³⁰ Morningstars hemsida, 5 december, 2004

³¹ Etiska nämnden för fondmarknadsföring, *a.a.*

3 Metod

3.1 Inledning

I det här avsnittet kommer vi att diskutera de metodologiska aspekterna av arbetet. Avsnittet inleds med att vi placerar uppsatsen i ett akademiskt sammanhang. Därefter följer en beskrivning av hur informationssökningen skett för att därefter diskutera vårt urval av företag att ingå i vår etiska fond. En kort beskrivning av hur vi skött det löpande arbetet med fonden följs av en avslutande diskussion kring källkritik och trovärdighet.

3.2 Kategorisering av uppsatsen

Vårt arbete med uppsatsen har vägletts av två antaganden; anledningen till att så få människor verkligen investerar i etiska fonder är för det första att definitionen av etik är problematisk och för det andra att det råder ovisshet om etiska fonders avkastning och risk. De båda antagandena är intuitiva men knappast helt oomstridda. Säkerligen finns det fler skäl till de etiska fondernas relativa impopularitet.

Eftersom uppsatsen skrivs i finansiering som är ett till sin karaktär kvantitativt ämne och då vi är i det närmaste övertygade om att människor sätter den ekonomiska realiteten i första rummet, valde vi istället det aktuella syftet som kan undersökas med en kvantitativ ansats.³² Operationaliseringen av begreppen risk och avkastning som används i uppsatsen är okomplicerad och allmänt vedertagen. Problemen är däremot desto större när det handlar om operationaliseringen av begreppet etik men vi kommer utgå från de kriterier vi fann vid studerandet av de existerande fonderna.

Andra artiklar som har behandlat ämnet³³ har utgått från portföljvalsteorin, vilket har inneburit att de även utgått från att etiska fonder borde ha en lägre avkastning då begränsningarna enligt teorin bidrar till en viss ineffektivitet i portföljen³⁴. Vi har därför också valt att ta utgångspunkt i den här övergripande teorin och låtit den styra arbetet indirekt. Arbetet kan därför kategoriseras som

³² Halvorsen, *Samhällsvetenskaplig metod*, 1992

³³ Schlegelmilch, *The Relative Importance of Ethical and Environmental Screening*, 1997

³⁴ Markowitz, *Portfolio Selection*, 1959

deduktivt arbete. Förutsättningar för en uppsats av den här typen är en precis problemformulering och kunskap om vad det är som är meningsfullt att undersöka.³⁵ Vårt val av undersökningsvariabler, d.v.s. avkastning och risk, ser vi som relativt oproblematiskt. Att vår problemformulering är precis är naturligtvis vår förhoppning.

3.3 Materialinsamling

Uppsatsens upplägg kräver olika typer av material och information. I inledningsfasen studerades framförallt prospekt från olika fondförvaltare på deras respektive hemsidor för att därigenom få en allmän uppfattning om vad etiska fonder innebär i praktiken.³⁶ Efterhand som arbetet fortgick och kriterierna fastlagts flyttades fokus mer och mer till de aktuella företagens årsredovisningar. Då vi bestämt oss för att studera den etiska fondens utveckling under åren 2002 till 2004, har vi studerat årsredovisningar för åren mellan 2001 och 2003. Årsredovisningarna har fungerat som huvudkälla vid bedömningen av företagens verksamheter och utifall de ska betraktas som etiska. Dessutom har vi sökt i nyhetsflödena under den här perioden för att upptäcka eventuella oetiska verksamheter som inte tagits upp i årsredovisningarna. I första hand har vi använt oss av Affärdatas nyhetsarkiv där Sveriges största dags och affärstidningar ingår.³⁷ Dessutom har vi sökt uppslag hos intresseorganisationer som Greenpeace och Svenska Freds för att därigenom komma ytterligare oegentligheter på spåren.³⁸ De upptäckter som gjorts där har sedan kontrollerats mot Affärdatas nyhetsarkiv.

Databasen SixTrust har varit en annan viktig informationskälla för vårt arbete. Härifrån har de aktuella aktiekurserna för företagen i vår portfölj samlats in som veckodata och sedan bearbetats vidare. Värdena är slutnoteringar vid Stockholmsbörsen och prisuppgifterna för aktierna är korrigerade för eventuella emissioner. Data för indexutvecklingen har även den hämtats från SixTrust precis som kursutvecklingen för fyra slumpvis valda etiska och fyra slumpvis valda aktiefonder vilka kommer användas som jämförelseobjekt. Vi har begränsat urvalet till Sverigefonder, det vill säga fonder som i första hand investerar i företag noterade på

³⁵ Halvorsen, a.a.

³⁶ Se bl.a. KPA:s och Roburs respektive hemsidor, 5 december 2004.

³⁷ Affärdatas hemsida, 1 december, 2004

³⁸ Se Svenska freds- och skiljedomsföreningens hemsida, 1 december, 2004 och Greenpeaces hemsida, 1 december, 2004

Stockholmsbörsen. Som riskfri ränta har vi använt en 2-årig statsobligation i beräkningarna av den riskjusterade avkastningen. Den aktuella räntan har valts för att den motsvarar studiens tidsperspektiv. Räntan har hämtats direkt från Riksbankens hemsida³⁹. Vid sökningen efter vetenskapliga artiklar och tidigare studier har vi använt oss av Universitetsbibliotekets system ELIN.

3.4 Beskrivning av jämförelseobjekten

De utvalda fonderna är alla Sverigefonder. En grupp består endast av etiska fonder som har liknande placeringsinriktning och begränsningar som vår etiska fond. Den andra gruppen kan karaktäriseras som normala aktiefonder och investerar utan speciella begränsningar i anknytning till etikfrågor.

Fondernas storlek varierar kraftigt, allt från Carlsson Swedens 12 mkr till Roburs Sverigefond som har en fondförmögenhet på hela 5133 mkr. De vanliga fonderna har utöver fokus på svenska börsen ingen speciell placeringsinriktning, men försöker sprida aktierna i olika branscher. Till exempel Kaupthing Bas viktat den branschvisa spridningen enligt Affärsvärldens generalindex. Vid en jämförelse av fondernas största innehav märks inga större skillnader. Utifrån de största innehaven går det att sluta sig till att åtminstone 30 – 40 procent av fondernas totala fondförmögenhet består av samma bolag, oavsett om fonden har etisk inriktning eller inte. Se bilaga 1 för utförligare information om de olika fonderna.

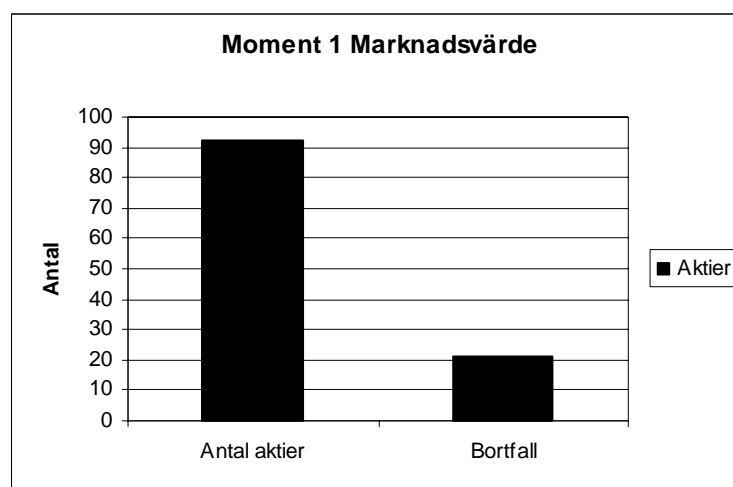
3.5 Urvalsförfarandet

Alla aktiefonder har någon form av finansiella kriterier som förvaltaren investerar utifrån. En etisk fond skiljer sig från en vanlig fond genom att den utöver de finansiella kriterierna också har en rad etiska kriterier som företagen måste uppfylla för att fonden ska kunna investera i dem. Vi har utgått från de fem vanligaste etiska verksamheterna för vår fond vilka vi funnit då vi tidigare studerat branschens syn på etiskt och oetiskt.

Vi har utgått från i huvudsak tre kriterier, de första två ur vilka begränsningar fonder har i verkligheten och den tredje är den etiska granskningen. Då vi inte kan avgöra den teoretiska

³⁹ Riksbankens hemsida, 13 december, 2004

fondförmögenheten på vår syntetiska fond har vi utgått från genomsnittet av aktiefonder med placeringar endast i Sverige per den 30 september 2004 vilket är cirka 1,2 mdr⁴⁰. Storleken på fondförmögenheten avgör i hur stor mån det går att placera i mindre bolag. Det finns en risk att vi vid effektiv placering i fonden skulle kunna inneha mycket stora andelar av mindre företag. Detta är olämpligt med anledning av lagstiftningen som innebär att fondens placering i ett värdepapper inte får överstiga 10 procent av fondförmögenheten eller 10 procent av företagets utgivna aktier. Effektiva placeringar i små bolag skulle göra att den gränsen överskreds vid vissa tillfällen.



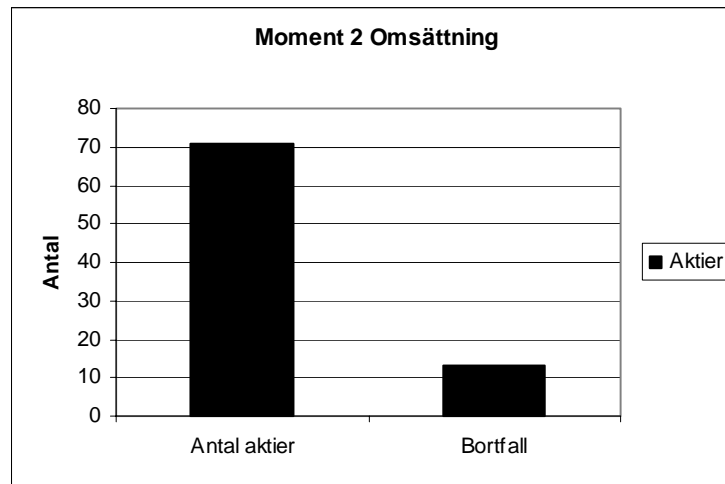
Figur 1 – Utgallring efter marknadsvärde

Då det hade varit komplicerat att vid omviktningen av portföljen ta hänsyn till de enskilda bolagens börsvärde samt att vi såg ett behov av att ta bort de mindre bolagen för att hålla nere transaktionskostnaderna har vi i det här fallet dragit gränsen vid ett börsvärde på 2 mdr. Vi anser detta vara en rimlig gräns utifrån existerande begränsningar och vår teoretiska fondförmögenhet. I gallringen försvann 21 företag vilket visas i figur 1.

I den löpande förvaltningen av fonden med omviktningar av innehavet krävs att företagets aktier har tillräcklig likviditet för att omviktningarna inte ska påverka kursen i alltför stor utsträckning. De existerande fonderna anger inte vilka gränser de använder och utifrån detta har vi fått göra

⁴⁰ Fondbolagens förening, *Fondförmögenhet 2004*, 3 december, 2004

uppskattningar genom att studera prospekt på fondbolagens hemsidor över vad som kan vara rimligt.⁴¹



Figur 2 – Utgallring efter dagsomsättning

Utifrån studierna har vi kommit fram till att en lämplig gräns för vårt andra urvalskriterium är en dagsomsättning i aktien över 5 mkr. 13 studerade företag hade en dagsomsättning under denna nivå och försvann därför i gallringen som illustreras i figur 2.

Den etiska filtreringen består i sig av flera mindre steg. Först användes en negativ screening baserad på företagets affärsidé⁴², det vill säga att vi undviker placera i företag som har sin huvudverksamhet inom alkohol, tobak, vapen, spel och pornografi, Swedish Match finns exempelvis med bland dessa.

I andra hand valdes de företag ut som hade 3 procent⁴³ eller mer av sin inkomst från tidigare nämnda oetiska verksamheter. SAS och Axfood var två företag som ströks här, SAS genom sin försäljning av alkohol och kasinoverksamhet på sina hotell. Axfood har i sin tur mer än 3 procent av sin omsättning från försäljning av tobak.

En försiktighetsprincip användes för att gallra ut de företag som vi vet har oetisk verksamhet men där vi inte lyckats fastställa mängden. Volvo bedöms som oetiska för sina leveranser av

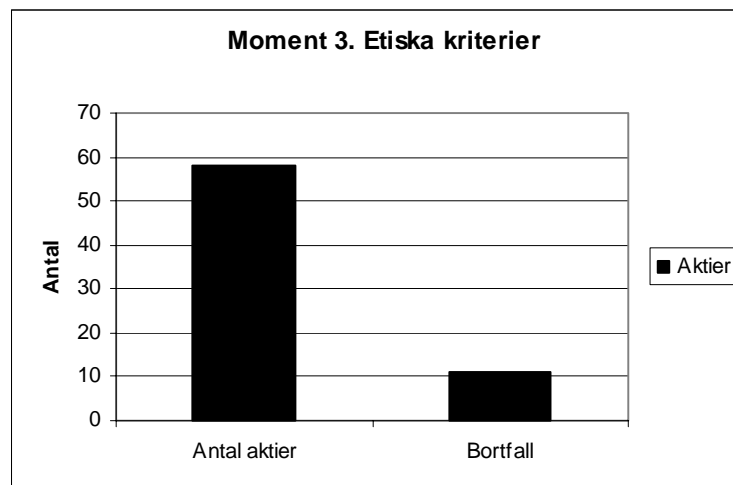
⁴¹ Se KPA:s och Roburs respektive hemsidor, 5 december 2004

⁴² Skillius, *Etiska fonder - Kategorier, metoder och finansiell utveckling*, 5 november, 2004

⁴³ EIRIS:s hemsida, 5 december 2004

flygmotorer till vapenindustrin och Ericsson för deras Microwave systems vilka utvecklar och säljer militära radarsystem. Microwave systems försäljning har varierat mellan åren men uppgår till åtminstone 2 procent av hela koncernens omsättning.

Investeringsbolagen kontrollerades och gallrades bort om deras innehav av oetiska bolag tillsammans stod för 10 procent eller mer av innehavet. 10 procent är den nivå som nämns i flera sammanhang i fråga om lämpliga gränsdragningar⁴⁴. Vi anser att vid 10 procent har man tagit en tydlig ståndpunkt huruvida man har etiska tankar bakom sitt val av företag eller inte. Resultatet av den etiska gallringen illustrerad i figur 3 var att 11 företag kunde kategoriseras som oetiska enligt vår definition.



Figur 3 - Utgallring efter etiska kriterier

Tio av de bolag som valts ut för att ingå i vår etiska fond har både A- och B-aktier. Vi har då valt det aktieslag som är mest omsatt på Stockholmsbörsen. Dessutom blev tre av bolagen uppköpta och avnoterade precis i början av perioden och vi har därför valt att exkludera dessa bolag. För en komplett lista över de bolag som studerats i uppsatsen, se bilaga 3.

Eventuellt skulle en känslighetsanalys varit lämplig men då vi i sista steget av urvalet använt oss av en icke-kvantifierbar variabel blir detta problematiskt. Vi ser inte heller något direkt behov av

⁴⁴ Etiska nämnden för fondmarknadsföring, *Vägledande uttalande*, 10 januari, 2005, Skillius, *Etiska fonder - Kategorier, metoder och finansiell utveckling*, 5 november, 2004 och EIRIS, *Does Ethical Investment Pay?*, 5 december, 2004

en sådan analys där t.ex. Volvo och Ericsson inte ingick då det är så pass tydligt att de har oetisk verksamhet. En känslighetsanalys över investmentbolagen med plus eller minus 3 procentenheter skulle inte påverka urvalet, det vill säga inget bolag kommer till eller faller bort.

3.6 Portföljförvaltning och utvärdering

Inledningsvis kommer fonden vilken vi valt att kalla Johan, Fredrik & Veeradeth fond (JFV) att vara marknadsviktad efter börsvärde. Portföljen kommer därefter att viktas om varje kvartal efter att minsta varians-portföljen beräknats för att uppnå minsta möjliga exponering mot den osystematiska risken. Omviktningen av fonden har gjorts utifrån företagens tidigare utveckling. Detta är ett uttryck för den placeringsstrategi som vi kommer att använda för sammansättningen av vår etiska fond. Vi har strävat efter att uppnå en låg risk och i sammanhanget konkurrenskraftig avkastning och samtidigt har vi följt de uppställda etiska kriterierna.

Ett annat alternativ till hur portföljen ska vara viktad är genom fundamentalt grundad förvaltning, det vill säga när man ser på enskilda bolag och viktas portföljen efter vilka förväntningar man har på bolaget och framförallt bolagets framtida aktiekurs. Det finns ett flertal anledningar till varför den fundamentala förvaltningen inte är möjlig eller kanske ens lämplig ur en reliabilitetssynpunkt. Det är svårt att systematisera en fundamental förvaltning och göra den trovärdig för läsaren. Dessutom är den här typen av förvaltning ett problem ur resurshänseende. I en professionell fond arbetar ett flertal personer med att bedöma fundamentan och det skulle vara omöjligt för oss att göra samma sak inom tidsramen för uppsatsen. Vår fond skiljer sig från de övriga fonderna genom att vi inte beräknat transaktionskostnader för den löpande förvaltningen, då en sådan skulle bli alltför godtycklig eftersom vi inte har inblick i de verkliga kostnaderna. En etisk kontroll utförs varje år för att säkerställa att portföljen inte förlorar den etiska profilen. Kontrollen görs genom en granskning av årsredovisningar och genom att vi söker i nyhetsflödet under perioden.

För att möjliggöra våra beräkningar har vi först beräknat veckovis avkastning för varje aktieslag, det vill säga den procentuella värdeökningen av tillgången⁴⁵. Senare använder vi oss av

⁴⁵ Benniga, *Financial Modeling*, 2001

matrisberäkningar för att räkna fram fondens risk. Vi har tagit hänsyn till de lagar som tidigare tagits upp och kommer därför inte att tillåta blankning eller att innehavet i en och samma aktie överstiger 10 procent. Att inte tillåta blankning innebär att varje tillgångs andel i fonden inte får underskrida noll, ($0 \geq W_i \leq 10$). För mer information och formler se bilagan.

3.7 Källkritik

Ett källkritiskt problem för arbetet är naturligtvis att det i så hög utsträckning måste bygga på uppgifter som kontrollerats och getts ut av företagen i fråga. Årsredovisningar bör därför behandlas och användas med stor försiktighet. För att inte helt vara utlämnade till företagens information har vi därför använt oss av information från intresseorganisationer som en motvikt. Vi anser att den källkritiska problematiken därigenom blir mindre påtaglig. Affärsdatas nyhetsarkiv är också att betrakta som tämligen neutralt eftersom det innehåller artiklar från ett stort antal oberoende tidningar och journalister. De vetenskapliga artiklar och studier vi ämnar använda anser vi ha hög tillförlitlighet då de genom sin natur granskats av andra insatta i ämnet. Våra källor till datauppgifter, Riksbanken och SixTrust anser vi ha hög tillförlitlighet då de tagits fram för andra liknande sammanhang och används av fondförvaltare och akademiker. Det finns bortfall i databasen men de uppgifter vi har använt oss av har visat sig vara kompletta. Helgdagar och dagar där Stockholmsbörsen varit stängd har utelämnats.

3.8 Trovärdighet och användbarhet

Ett problem för reliabiliteten i undersökningen är att vår huvudsakliga informationskälla är företagens årsredovisningar och det kan finnas skäl att företagen inte gärna skyltar med eventuella oetiska verksamheter. Vi har försökt öka reliabiliteten genom att även utgå från intresseorganisationers hemsidor och nyhetsflödet. Vi har i möjligaste mån även använt en försiktighetsprincip för de företag som inte uppger mängden försäljning till oetiska ändamål men det är fastlagt att sådan verksamhet existerar. Vår reliabilitet ökas av det faktum att vi är opartiska granskare och saknar kommersiellt intresse av att uppnå hög avkastning.

3.9 Validitet

Vid urvalet av företagen har vi klart och tydligt redovisat vilka kriterier som vi använder för att komma fram till de slutliga portföljbolagen. Nivån av urvalsgranskning som vi har valt motiveras av att vi inte på ett säkert sätt kan gå djupare, ytterligare kriterier skulle ha blivit godtyckliga baserade på respektive företag. Om någon annan gjort samma studie under samma tidsperiod med samma kriterier är det rimligt att anta att de då skulle få samma resultat.

Att mäta avkastningen för vår fond och jämföra med både etiska fonder, andra aktiefonder och index anser vi vara ett bra mått för att svara på vår problemformulering. Kopplingen avkastning jämfört med index och lönsamhet får anses som tämligen stark.

Beträffande tidshorisonten för den här uppsatsen så kan man ställa sig frågan om tre år räcker för att dra slutsatser utifrån. Exempelvis KPA ger sina kunder rådet att spara i aktiefonder på 5-7 års sikt⁴⁶. Studier av en femårsperiod skulle kunna ge mer tyngd i analysen dock så skulle bortfallet av företag under åren 1999 och 2000 göra att tillförlitligheten minskar. Bortfallet uppstår på grund av det höga antal bolag som avnoterats under åren 1999 och 2000. För dessa bolag är årsredovisningar i stort sett omöjliga att få tag på vilket gör att vi inte kan göra tillförlitliga analyser av bolagets verksamhet ur ett etiskt perspektiv. Vi anser att fördelarna med ett lågt bortfall överstiger de eventuella nackdelarna med studier under en treårsperiod.

3.10 Generaliserbarhet och representativitet

Uppsatsens mål är inte i första hand att vara generaliserbar men det finns ändå punkter som kan vara värda att ta upp. Även om våra slutsatser främst kommer gälla för bolag på Stockholmsbörsens A-lista så är det vår uppfattning att resultaten i viss mån även kommer att gälla för O-listan då det vi testat framförallt är avkastning för etiska bolag mot avkastning för alla bolag.

Vi hittar inga faktorer som skulle begränsa vår uppsats från att vara tillämplig även under kommande år. Eventuellt kan man fundera på om nyhetsvärdet i de etiska fonderna påverkar

⁴⁶ KPA, *Fondspara 2004*, 15 december, 2004

kurserna positivt eller negativt och att denna förändring i så fall skulle påverka de etiska aktiernas utveckling på ett annat sätt än de gjort under vår studiehorisont. Dessa effekter, om de existerar, bör dock vara marginella då det etiska sparandet i Sverige som tidigare nämnts inte uppgår till några större belopp.

Det är inte vårt mål eller uppfattning att vår uppsats är generaliserbar till andra länder då begreppet etik är så nära förknippat med en specifik kultur. Etik är också ofta knutet till en bestämd historisk period det vill säga att begreppet är dynamiskt och förändras ständigt. Vi tror därför inte heller att uppsatsens resultat är giltiga för all framtid. Samtidigt förändras inte innebörden i begreppet under en natt utan det är förändringar som sker långsamt och på lång sikt. Exakt vilka årtal som uppsatsens resultat är giltiga är omöjligt att säga men under överskådlig framtid bör det i alla fall vara gångbart.

4 Teori

4.1 Inledning

Inledningsvis placerar vi in uppsatsen i ett teoriskt ramverk och förklarar den effektiva marknadens relevans för arbetet. Därefter följer en mer allmän diskussion om små placerares val och möjligheter i fråga om sparande. Utvärdering av fonder beskrivs och tre olika metoder att mäta en fonds prestation diskuteras.

4.2 Effektiva marknader

Teorin om den effektiva marknaden är ett populärt tema inom den akademiska världen. En av de främsta teoretikerna på området är Eugene Fama som sedan 60-talet arbetat med temat. Fama samlade det teoretiska och empiriska arbetet på området och tar i en ofta refererad artikel⁴⁷ utgångspunkt i att kapitalmarknaden är effektiv. Innebörden i detta påstående är att marknadspriserna är baserade på all tillgänglig information och att eventuella avvikelser är rent slumpmässiga. Teorin har testats empiriskt i hög utsträckning och lett till att begreppet vidareutvecklats i tre olika nivåer som fokuserar på olika typer av information. Den nuvarande debatten är inriktad på om den effektiva marknaden är svag, halvstark eller stark. Den svaga utgår från att all historisk information finns reflekterad i aktiekurserna. Halvstark effektiv marknad utgår istället ifrån att all offentlig information är införlivad i kurserna. Den starka, slutligen, tar istället sin utgångspunkt i tanken att all information, såväl offentlig som privat, ligger till grund för kurserna.

I vår uppsats har vi valt att ta vår utgångspunkt i teorin om den halvstarka marknaden. Empiriska tester av den halvstarka formen har visat att det finns tidsfördröjningar eller på andra sätt brister i aktieprissättningen.⁴⁸ Innebörden är att professionella investerare kan utnyttja dessa och därigenom uppnå överavkastning.

⁴⁷ Fama, *Efficient Capital Markets*, 1970

⁴⁸ Firth, *The Information of Large Investment Holdings*, 1975 och Fama et al, *The Adjustment of Stock Prices to New Information*, 1969

Vid undersökningar av den halvstarka marknaden har forskare upptäckt den så kallade småbolagseffekten⁴⁹, vilken innebär att mindre företag ofta uppvisar en högre avkastning än större bolag. Småbolagseffekten är relevant för oss då vi i urvalskriterierna sorterat bort småbolagen.

4.3 Fonder

4.3.1 Investeringsbeslut

Marknaden erbjuder ett stort antal sparalternativ för en investerare eller småsparare. Pengarna kan sparas på bankkontot, placeras i aktier, obligationer eller andra finansiella instrument. Vilket alternativ som är bäst är dock svårt att ge anvisning om och besluten bör grunda sig på de sparalternativ som bäst passar ändamålet. Ska pengar användas inom snar framtid bör man inte spekulera eller investera i riskabla tillgångar utan placera säkert i räntebärande tillgångar. Handlar det istället om ett långsiktigt sparande är aktier att föredra framför räntebärande tillgångar. En undersökning vid London Business School som analyserat utvecklingen på 16 av världens största aktiemarknader visar att aktier under förra seklet gav en genomsnittlig avkastning på 7,4 procent jämfört med statsobligationer som hade en genomsnittlig avkastning på 2,3 procent⁵⁰.

Generellt föredras en hög avkastning före en låg avkastning, därför önskar investerarna att nyttan av investeringen ska maximeras genom en högre förväntad avkastning. Investeringskrav varierar från individ till individ beroende på nivån av risktagande. Det är också vanligt med krav på en stabil utveckling över tiden. Svängningar i resultatet ska vara låga och avkastningen ska helst inte vara negativ, man strävar efter en hög avkastning till relativt låg risk⁵¹.

En vanlig regel i aktiesammanhang är att det krävs flera olika tillgångar för att få en bra riskspridning. Att sprida riskerna innebär inte bara att köpa aktier i ett större antal aktier eller andra värdepapper⁵². Det är också viktigt att ha tillgångar i olika branscher där investerare sätter

⁴⁹ Arnold, *Corporate Financial Management*, 2002

⁵⁰ Alfredsson, *Aktier och fonder*, 2002

⁵¹ Markowitz, *Portfolio Selection*, 1959

⁵² Alfredsson, a.a.

samman dessa tillgångar efter eget behov till en portfölj. Konstruktionen av en portfölj antar sin form då en investerare efter en noggrann analys av varje enskilt aktieslag väljer ut de aktier som bäst passar syftet.

Portfölj- och investeringsbeslut fattas för att uppnå en optimal balans mellan risk och avkastning. Den optimala balansen uppnås genom att analysera samt kvantifiera både avkastning och risk.⁵³ Det finns olika typer av information som används för att analysera och kvantifiera risk och avkastning. I de flesta fall används historisk data eller olika former av värderingsmodeller för att skatta framtida utvecklingsmöjligheter för aktien i fråga. Historisk utveckling används som underlag för att bedöma om portföljen har haft en positiv eller negativ utveckling, men det är viktigt att påpeka att en portföljs sammansättning bör ha större fokus på framtida utvecklingsmöjligheter än den historiska utvecklingen⁵⁴.

Att konstruera en diversifierad portfölj, det vill säga att sprida risken genom köp av en rad olika tillgångar, kräver både kunskap och stor plånbok. Det behövs mellan 15 och 20 aktier för att uppnå en optimal nivå av riskspridning. De flesta transaktioner oavsett storlek är behäftade med ett minimicourtage vilket gör att små affärer blir lika dyra som medelstora. Detta gör att små investerare drabbas av en väldigt hög total transaktionskostnad. För en investerare kan en transaktionskostnad på 10 procent vara orimlig och i sådana fall bör denne överväga andra sparalternativ så som räntebärande papper och fonder⁵⁵.

4.3.2 Vad är en fond

Att spara i en fond innebär att investerare överlämnar sina tillgångar till fondbolag som förvaltar dessa i en fond. För tillgångarna köper fonden aktier och finansiella instrument i enlighet med fondens placeringsinriktning. Fonden administreras av ett fondbolag vilket är ett aktiebolag som har tillstånd av Finansinspektionen (FI) att driva fondverksamhet. Fondverksamhet bedrivs vanligtvis som en affärsverksamhet där fondbolagets intresse är att generera vinst till sina ägare. Samtidigt ligger det i andelsägarnas intresse att få en så god avkastning som möjligt på sitt investerade kapital i förhållande till fondens risknivå och till lägsta möjliga kostnad.

⁵³ Persson, *Portfolio Selection and the Analysis of Risk and Time Diversification*, 2001

⁵⁴ Markowitz, *Portfolio Selection*, 1959

⁵⁵ Alfredsson, *Aktier och fonder*, 2002

Fondbolagen fungerar även som företrädare för andelsägarna i alla övriga frågor som rör fonden. För detta samt för handeln med fondens tillgångar tar fondbolaget ut en förvaltningsavgift från fonden som ska täcka fondbolagets kostnader för bland annat förvaltning, administration och information. Avgiften brukar vara en årlig procentuell andel av fondens värde och ska framgå av fondbestämmelserna och av fondens informationsbroschyr⁵⁶.

4.3.3 Fördelar med en fond

En fond består av tillgångar som lämnats av fondens andelsägare. Andelsägarna tilldelas i sin tur fondandelar som utfärdas av fonden och motsvarar andelsägarnas del av nettotillgångarna i fonden. Alla andelar ska vara lika stora och ger lika rätt till fondens tillgångar. Andelsägarna köper och säljer andelar i fonden, vilket också ger andelsägaren rätten respektive skyldigheten att ta del av värdeutvecklingen, positiv såväl som negativ. Andelsägarna svarar däremot inte för några förpliktelser som avser fonden⁵⁷.

Fördelen för fondandelsägaren är att hon inte själv behöver engagera sig i placandet av tillgångarna, utan kan förlita sig på förvaltarens professionalitet. Fondförvaltaren är aktiv och professionell i den meningen att portföljens innehåll kontinuerligt justeras i förhållande till bolagens förändrade marknadsförutsättningar, aktiernas värdering, portföljens sammansättning och den allmänna marknadsbedömningen⁵⁸.

Utöver professionell kunskap om den finansiella marknaden kan ett fondbolag handla aktier billigare genom att vara en stor aktör. Courtaget per investerad krona blir lägre än om en investerare skulle ha handlat aktier själv⁵⁹. Fondbolagen har också genom sin storlek och tillgångar möjligheten att tillförskaffa sig en stor post i ett bolag och därmed viss makt att bestämma över verksamheten.

⁵⁶ Finansinspektionen, *Intressekonflikter i fondbolag*, 5 januari, 2005

⁵⁷ Finansinspektionen, *a.a.*

⁵⁸ Skillius, *Etiska fonder - Kategorier, metoder och finansiell utveckling*, 5 november, 2004

⁵⁹ Alfredsson, *Aktier och fonder*, 2002

4.3.4 Nackdelar med en fond

Det finns en rad olika frågor som en investerare bör vara uppmärksam på i samband med köp av andelar i en fond. Fondverksamheten är en vinstdrivande verksamhet i en hårt kommersialiserad bransch med stor konkurrens. Fondbolagens intäkter genereras i form av den årliga förvaltningsavgiften samt avgifter för förtidsinlösen av andelarna, vilket innebär att vinstmöjligheterna är stora för dessa bolag⁶⁰. Utöver fondavgifter bör man vara uppmärksam på fondernas olika strategier samt förvaltarnas och bolagens relation till sina ägare då det finns risk för interna konflikter.

4.4 Mätning av en fonds prestation

En investerare har tillgång till en rad olika informationskällor för värdering av aktier. Informationskällorna kan delas upp i publika och privata. Den publika informationen tillhandahålls av företag och intresseorganisationer och är både kostnadsfri och tillgänglig för allmänheten. Tillgången till privat information är däremot begränsad till en viss grupp så som fondbolag, professionella investerare eller andra intressenter vilka är beredda att betala för rätten till information. Ett exempel på privat information är olika typer av analyser och värderingar av aktier vilka levereras av analytiker och mäklarfirmor.

En investerare med relativt små medel kommer att analysera företagen eller portföljen utifrån den allmänna och kostnadsfria informationen för att bedöma risken och den förväntade avkastningen med olika innehav. Avkastningskravet kommer att avspegla marknadens avkastningskrav då flertalet använder sig av samma information. Ett fondbolag med professionella förvaltare har tillgång till både den offentliga och den privata informationen och förväntas prestera bättre än marknaden.

4.4.1 Riskjusterad avkastning

Prestationen kan mätas på olika sätt och vanligtvis används den historiska genomsnittliga avkastningen under ett eller flera år för att utvärdera en fonds prestation. Vad säger då den

⁶⁰ Finansinspektionen, *Intressekonflikter i fondbolag*, 5 januari, 2005

historiska avkastningen om förvaltarnas skicklighet eller förmågan att förvalta en fond? Den positiva utvecklingen kan ha gynnats av det positiva klimatet på aktiemarknaden eller andra faktorer och beror sällan enbart på förvaltarens skicklighet.

Två fondförvaltare A och D med tillgång till all väsentlig information väljer olika placeringsstrategier för att skapa en fond med avkastningskrav som överstiger marknadens avkastningskrav. Fond A väljer att konstruera en portfölj bestående av olika aktier, vilket är förknippat med högre risk och följer passivt utvecklingen på aktiemarknaden. Sammansättningen är beroende av avkastningskravet och investerarnas riskbenägenhet. Fond A med aktier kommer därmed att ha en god förväntad avkastning vid en eventuell uppgång på aktiemarknaden och uppvisa negativ tillväxt vid en nedgång. Fond D väljer istället att placera allt i räntebärande tillgångar vilket ger en stabil avkastning oberoende av förändringen på marknaden. Vid en jämförelse kommer fond D att föredras vid en nedgång på aktiemarknaden och fond A vid en uppgång. Att jämföra den historiska avkastningen mellan fonder med olika placeringsinriktningar ger en felaktig bild av förvaltarnas skicklighet då avkastningen är relaterad till risken och fluktuationen på marknaden. För att kunna göra en mer rättvis bedömning behöver man studera avkastning som inte påverkas av risk och marknadens utveckling under den studerade perioden. Metoden kallas för riskjusterad avkastning och justerar avkastningen i förhållande till risken och svängningarna på marknaden⁶¹.

4.4.2 Tre olika metoder

Det har introducerats tre olika metoder för att beräkna den riskjusterade avkastningen som alla används i olika sammanhang. Gemensamt för alla tre att de är baserade på Capital Asset Pricing Model (CAPM) och namngetts efter de personer som har introducerat dem. Modellerna kallas Jensen-index, Treynor-index och Sharpe-index⁶².

Jensen-index innebär en jämförelse mellan fondernas avkastning utan hänsyn till marknadssituationen och fondernas beståndsdelar. Då indexet inte tar hänsyn till konjunkturcykeln har vi valt att inte använda oss av metoden.

⁶¹ Haugen, *Modern Investment Theory*, 2001

⁶² Haugen, a.a.

Treynor-index mäter förhållandet mellan avkastning och riskenhet, men istället för total risk används systematisk risk. Förväntad avkastning och standardavvikelse är nära förbundna genom att högre förväntad avkastning ger högre standardavvikelse⁶³ och för att utvärdera en fonds utveckling behöver vi ta hänsyn till detta. Detta gör inte Treynor-indexet och vi kommer därmed inte att använda det.

Sharpe-index, eller Sharpe-kvot som det också kallas, beräknas som avkastning utöver den riskfria räntan i relation till standardavvikelsen (se bilaga 2 för formel)⁶⁴. Kvoten är känslig för avkastningen såväl som fondens totala risk och är därför den metod som vi anser bäst passar vårt syfte. En hög Sharpe-kvot är ett tecken på bra utväxling mellan avkastning och risk. Ett högre värde påvisar förvaltarens skicklighet då den förvaltade fonden lyckats bättre än marknaden. Ett lägre värde visar att fonden har underpresterat i relation till marknaden⁶⁵.

4.5 Minsta varians-portföljen

Ett aktieköp är en kapitalinvestering och görs i syfte att ge investeraren en värdeökning. Ett köp av aktier ger inte investeraren garantier om högre avkastning utan den förväntade avkastningen är beroende av investerarens riskvillighet samt förmögenhet. En aktie består dels av en systematisk risk även kallad marknadsrisk och dels av en osystematisk eller företagsspecifik risk. Den systematiska risken är sammansatt av de risker som påverkar alla företag. Riskerna utgörs av till exempel förändringar på marknaden, ränteläge och politisk osäkerhet som påverkar marknaden i allmänhet. Förändrad orderingång och interna problem är några av de faktorer som kan hänvisas till den företagsspecifika risken. Den avgörande skillnaden mellan de båda är att den risk som är knuten till företagets verksamhet kan diversifieras bort⁶⁶.

Att enbart investera i en eller ett fåtal aktier innebär att det investerade kapitalet är utsatt för onödigt hög risk relativt avkastningen. Har man inte tillgångar i alla branscher blir

⁶³ Markowitz, *Portfolio Selection*, 1959

⁶⁴ Nachemson-Ekwall, *Fler fonder ger bättre chanser*, 2004

⁶⁵ Haugen, *Modern Investment Theory*, 2001

⁶⁶ Unga Aktiesparare, *Modern prissättningsteori*, 10 januari, 2005

diversifieringen sämre och investeringens exponering mot den osystematiska risken ökar.⁶⁷ Som vi tidigare påpekat är det en ren försiktighetsåtgärd att en investerare satsar på en portfölj av aktier eller en fond istället för på en enda aktie.

Portföljrisken minskas genom en kombination av olika tillgångar men det är också viktigt att diversifieringen sker på olika marknader för att utnyttja förhållandet med olika aktiers samvariation. En korrelation på 1 anger att samvariationen är total och att risken inte går att diversifiera bort medan ett mått på -1 anger att det negativa sambandet är fullständigt och att all osystematisk risk går att diversifiera bort.⁶⁸ Tillgångar på samma marknad kommer att ha en likartad utveckling vid en förändring på marknaden.

MV-portföljen används för att analysera sambandet mellan risk (mätt som standardavvikelse eller varians) och avkastning genom kombination av olika tillgångar. Olika tillgångar integreras till en MV-portfölj på den effektiva fronten. I jämförelse med andra portföljer har MV-portföljen och andra portföljer på den effektiva fronten de största utsikterna till en högre förväntad avkastning. Med avseende på ett visst förväntat avkastningskrav kommer MV-portföljen på den effektiva fronten att uppvisa den lägsta standardavvikelsen eller variansen av alla tillgängliga portföljer. Således har en investerare som vill optimera förhållandet mellan risk och avkastning möjlighet att välja MV-portföljen för att minimera portföljrisken. MV-portföljen används av investerare som kräver en högre förväntad avkastning än vad ett traditionellt sparande ger samtidigt som avkastningen ska vara likvärdig med andra likartade sparformer. Man vill att pengar ska förvaltas på ett betryggande sätt och där kapitalet exponeras för minsta möjliga risk⁶⁹.

4.6 Utvärdering av portfölj

Vid utvärdering av en akties utveckling är två egenskaper speciellt intressanta att studera; avkastning i form av utdelning och värdestegring samt risk i form av aktiekursens variation. Vid varje köptillfälle är de framtida betalningsströmmarna okända. Kursen bestäms av förväntningar om den framtida avkastningen och spridningen i utfallet, ju större spridning desto mer riskabel

⁶⁷ Cullis et al, *Paying to be good? UK Ethical Investments*, 1992

⁶⁸ Vinell et al, *Aktiers avkastning och risk*, 1990

⁶⁹ Haugen, *Modern Investment Theory*, 2001

anses en investering vara. Risk kallas också varians och är ett mått på den genomsnittliga spridningen kring medelvärdet. Standardavvikelsen är ytterligare ett mått på risk som vi kommer att använda och beräknas genom att dra roten ur variansen. Beta är ett alternativt mått på risk vilket beskriver det marginella bidraget en tillgång tillför i förhållande till standardavvikelsen på marknadsportföljens avkastning. Beta kan även fungera som ett mått på känsligheten mellan en tillgångs avkastning och marknadsportföljens avkastning. Med känsligheten menas hur de utvecklas i förhållande till varandra.⁷⁰

⁷⁰ Bodie, *Finance*, 2000

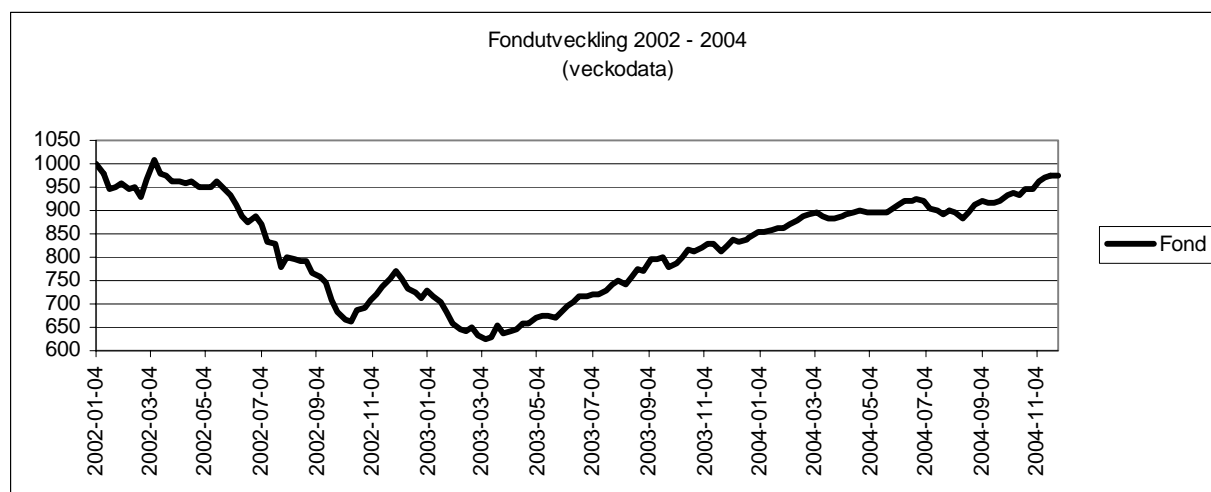
5 Empiri och analys

5.1 Inledning

I analysen kommer vi att jämföra den riskjusterade avkastningen av vår fond relativt till SIX RX, våra slumpmässigt utvalda etiska fonder och slutligen våra slumpmässigt utvalda aktiefonder. Vi kommer inledningsvis att presentera ett diagram över fondens utveckling i en form som är känd från affärstidningar och börssidor, för att ge en lättförståelig bild av vår etiska fonds utveckling. För att uppfylla vårt syfte med uppsatsen krävs dock andra mer teoretiskt baserade presentationsformer som sedan kommer presenteras.

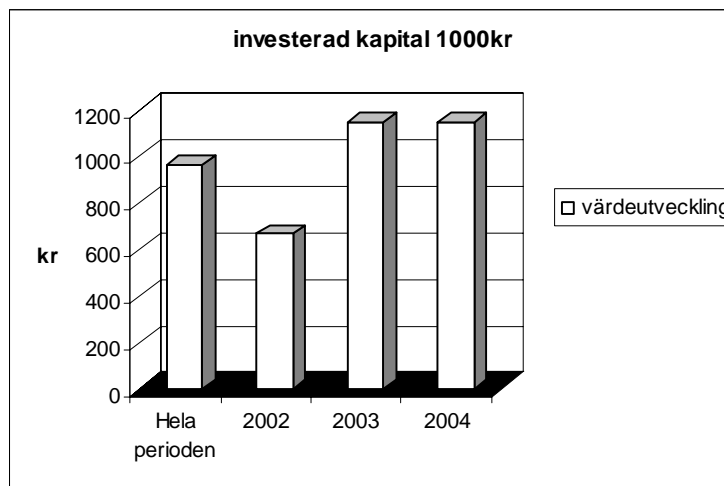
5.2 Fondutveckling

Fondsparande i allmänhet har under de senaste tre åren inte varit en lysande affär. Vår etiska fond är här inget undantag och är i dagsläget i princip tillbaka där den började för tre år sedan. För att tydliggöra detta visar figur 4 hur tusen investerade kronor förändrats under den aktuella perioden. Som framgår i figur 4 har fonden under den första hälften av perioden förlorat kraftigt i värde. Under den andra hälften återhämtar sig emellertid fonden och i slutfasen är den tillbaka på ungefär samma nivå som den startade på. Fondinnehavet är idag värt 966 kr vilket är en negativ utveckling med 34 kr.



Figur 4 - Vår fonds utveckling

Tidpunkten för en investering är ofta avgörande. Detta framträder tydligt om man i detta fall senarelägger investeringen. En placering i början av 2003 eller 2004 får anses som lyckad samtidigt som en placering 2002 där man avslutar placeringen i början av 2003 får anses som väldigt dålig.



Figur 5 - Årsvis avkastning

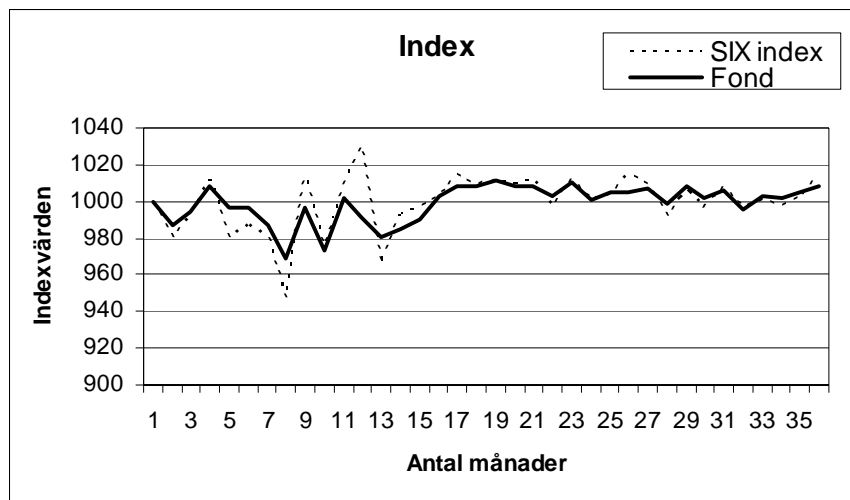
De olika staplarna i figur 5 representerar varsin placeringsperiod. Första stapeln visar fondens utveckling under hela studieperioden. De andra tre staplarna visar utvecklingen för respektive år.

5.3 Vår etiska fond jämfört med index

För att kunna ge en mer teoretiskt grundad bild av utvecklingen hos vår etiska fond samt för att kunna jämföra den med andra liknande fonder, krävs ett mer universellt jämförelsemedel som är oberoende av placeringshorisonten och vi kommer därför att beskriva fonden med hjälp av ett diagram där avkastningen presenteras månad för månad.

Veckoutvecklingen hos vår etiska fond har varierat mellan ca + 4 procent och – 6 procent och har haft ett genomsnitt på -0,028 procent per vecka. Till en början är utvecklingen behäftad med för en fond relativt stora svängningar men efter ungefär halva tiden stabiliseras avkastningen.

Basvärdet för SIX RX-indexet och vår fond är satt till 1000 och vi har här till skillnad från tidigare diagram använt oss av genomsnittliga avkastningar. Standardavvikelsen för SIX RX är 35,2 procent att jämföra med standardavvikelsen för vår etiska fond med 22,3 procent. Den lägre standardavvikelsen syns även i diagrammet genom den jämnare utvecklingen med mindre tvära kast. Avkastningen för index under perioden uppgår till i genomsnitt 0,0045 per vecka och har sitt högsta värde med knappt 8 procent och lägsta värde med knappt -7 procent.



Figur 6 - Månadsvis avkastning SIX RX och vår fond

Figur 6 visar en jämförelse mellan kursutvecklingen för vår fond respektive SIX RX-index. Diagrammet är illustrerat med månadsdata för att öka läsbarheten, men beräkningarna vid jämförelsen är fortfarande gjorda med veckodata.

Vid en första anblick kan vi konstatera att vår fond har haft en liknande utveckling med index vilket också bekräftades vid beräkningen av korrelationen. Korrelationskoefficienten mellan vår fond och index uppgår till 0,88. Både fonden och index har haft en volatil utveckling under år 1 och uppvisar därefter en positiv och stadigare utveckling under den resterande delen av studieperioden. Betavärdet är 0,56 mellan index och vår fond vilket också överrensstämmer med vår placeringsstrategi, då vi valt en strategi som innebär att vi har strävat efter att maximera avkastningen till lägsta möjliga risk. Vi kan konstatera att vid uppgången under periodens senare hälft visar sig index vara ett bättre investeringsalternativ då index då har en högre utveckling. Orsaken beror dels på vår portföljstrategi och dels på småbolagseffekten alternativt på de

exkluderade stora bolagen som Ericsson, Volvo, SAS med flera. Förklaringen till utvecklingen hos vår fond jämfört med index ligger i placeringsstrategin då vi fokuserat på att minimera risken och valt att ha ett mindre innehav av riskabla tillgångar. Fördelen med vår placeringsstrategi syns framför allt vid den nedgång som sker i början av den studerade perioden och där är också vår fond det bättre placeringsalternativet. En något lägre avkastning för vår fond relativt till index var förväntad då vi infört begränsningar i form av etiska och finansiella kriterier och genom detta minskat mängden företag tillgängliga för diversifieringen av fonden.

5.4 Vår etiska fond jämfört med andra fonder

5.4.1 Beta och korrelationskoefficienter

Vår etiska fond har som framgår av tabell 1 ett betavärde på 0,56 vilket innebär låg risk, om index går upp med en procent kommer vår fond att ha en uppgång 0,56 procent. Vår fond kommer alltså att ha mindre svängningar än index och de andra fonderna. Med tanke på vår fondstrategi är detta något vi förväntat oss och arbetat mot då omviktningar skett genom beräkningar av minsta varians-portföljen. Vår korrelationskoefficient på 0,88 innebär att vår fond kommer att följa index relativt noga men med vissa avvikelser som de andra fonderna inte kommer att uppvisa. Diskrepansen mellan index och vår fond med avseende på korrelationskoefficienten uppstår genom att vi i urvalet sorterat bort bolag. Övriga fonder liknar däremot index betydligt mer i sammansättningen vilket också gör att korrelationskoefficienten är högre mellan index och övriga fonder.

Tabell 1 - Korrelationskoefficient och beta

	Folksam	Firstnordic	SEB	Banco	SPP	Kaupthing	Robur	Carlsson	Six RX	JFV
Korrelationskoefficient	0,97	0,94	0,96	0,96	0,97	0,95	0,96	0,96	1,00	0,88
Beta	1,00	1,02	1,01	1,01	1,03	1,08	0,98	1,01	1,00	0,56

5.4.2 År 2002

Relativt sett har den etiska fonden gjort bra ifrån sig då den ligger tydligt över index i fråga om avkastning och upplevt den lägsta värdeminskningen av de undersökta fonderna. Samtidigt är en årsavkastning på -33 procent ingen bra utveckling för investerare som förväntar sig en

värdeökning och även har andra sparformer till sitt förfogande. Kravet på avkastningens storlek varierar mellan individer beroende på inställningen till risk men troligtvis hittar man väldigt få investerare som är nöjda med den uppvisade avkastningen under 2002.

Det går inte att upptäcka något mönster i tabell 2 mellan de etiska fondernas utveckling och de icke-etiska. Även ifråga om standardavvikelse är vår etiska fond det bästa alternativet med ett värde på 16,5 procent. Övriga fonder och SIX RX-index uppvisar värden som är nästan dubbelt så stora.

Tabell 2 - Standardavvikelse och avkastning 2002

2002	Stdav %	Årsvis avkastning %	Sharpe
JFV Etiska Aktiefond Sverige	16,5	-33, 3	-2, 30
Robur Sverigefonden	28,8	-44, 0	-1, 69
Folksam Aktiefond Sverige	27,6	-44, 8	-1, 79
Banco Etisk Sverige	28,5	-47, 1	-1, 82
SIX RX	26,9	-48, 0	-1, 96
SEB Etisk Sverigefond	28,4	-50, 4	-1, 94
SPP Aktiefond Sverige	29,2	-53, 3	-1, 98
Carlsson Sweden A	28,0	-54, 1	-2, 10
Firstnordic SRI Sverige	28,7	-57, 6	-2, 17
Kaupthing Bas	31,1	-63, 2	-2, 18

Avkastningen måste dock sättas i relation till risken med hjälp av riskjusterad avkastning vilket vi planerat att göra genom att beräkna Sharpe-kvoten. Utvecklingen på Stockholmsbörsen under 2002 har emellertid varit kraftigt negativ och samtliga undersökta fonder har haft en negativ kvot under året. Vi har uppmärksammat att Sharpe-kvoten när den blir negativ ger oregelbundna resultat, låg standardavvikelse och hög relativ avkastning verkar inte premieras. Tittar man närmare på vår fond i tabell 2 så har den lägst standardavvikelse och bäst avkastning men får en Sharpe-kvot liknande Kaupthing Bas som har högst standardavvikelse och sämst avkastning. Detta samtidigt som övriga fonder vilka har avkastning och standardavvikelse mellan vår och Kaupthings får högre Sharpe-kvoter och därigenom rankas högre. Vi bedömer därför att vi inte kan använda negativa Sharpe-kvoter.

5.4.3 År 2003

I mitten av 2003 vänder däremot börsen uppåt igen och det återspeglas också i fondernas årsavkastning. Från att föregående år ha varit negativ för alla fonder är 2003 istället ett gott år för samtliga. Index uppvisar det bästa resultatet med 28,3 procent och vår etiska fond det sämsta med 15,3 procent. Det är framför allt de övriga etiska fonderna som placerar sig i toppen undantaget Roburs Sverigefond som saknar etisk profil. Standardavvikelseerna är generellt sett låga för de kommersiella fonderna och pendlar mellan 16,7 procent och 20,2 procent. Vår etiska fond avviker emellertid här från de övriga med en standardavvikelse på 12,6 procent.

Tabell 3 visar att vår etiska fond under 2003 har haft den lägsta Sharpe-kvoten, men också lägst standardavvikelse och avkastning. Rangordningen i fråga om Sharpe-kvot bestäms till allra största delen av avkastningen, beroende på att standardavvikelseerna under 2003 var relativt jämna över hela fältet.

Tabell 3 - Standardavvikelse, avkastning och Sharpe-kvot 2003

2003	Stdav %	Avkastning %	Sharpe
SIX RX	17,5	28,3	1,42
SEB Etisk Sverigefond	17,5	28,0	1,40
Robur Sverigefonden	18,8	26,3	1,21
Folksam Aktiefond Sverige	18,6	25,9	1,20
Banco Etisk Sverige	19,4	25,8	1,15
Firstnordic SRI Sverige	18,9	23,5	1,06
Carlsson Sweden A	18,8	23	1,04
Kaupthing Bas	16,7	20,5	1,02
SPP Aktiefond Sverige	20,2	23,2	0,98
JFV Etiska Aktiefond Sverige	12,6	15,3	0,93

De etiska fonderna har generellt sett högre Sharpe-kvoter än de icke-etiska under 2003. Undantaget är vår etiska fond som genom valet av placeringsstrategi inte fullt ut fått ta del av den kraftiga uppgången. Då uppgången varit stabil utan stora svängningar har vår fond i beräkningen av Sharpe-kvoten haft relativt sett små fördelar av den riskminimerande strategin och detta visar sig i tabellen.

5.4.4 År 2004

Även 2004 är ett uppgångsår för Stockholmsbörsen, dock inte i samma utsträckning som året innan. I tabell 4 visas att fondernas avkastning istället pendlar mellan 10,48 procent och 19,38 procent. Samma mönster går att urskilja när det gäller standardavvikelse. Spektrat sträcker sig här från 6,9 procent till 14,8 procent. Både avkastning och standardavvikelse är med andra ord lägre än föregående år. De tre fonder som har gått bäst har alla en etisk profil och de två som har gått sämst är normala aktiefonder. Vår egen etiska fond visar sig under 2004 från sin bästa sida. Fonden har lägst standardavvikelse och en avkastning som ligger nära medel, vilket ger en Sharpe-kvot på 1,77 som måste betraktas som väl godkänd.

Tabell 4 - Standardavvikelse, avkastning och Sharpe-kvot 2004

2004	Stdav %	Avkastning %	Sharpe
JFV Etiska Aktiefond Sverige	6,9	15,15	1,77
SIX RX	13,2	21,07	1,38
SEB Etisk Sverigefond	13,0	19,38	1,28
Folksam Aktiefond Sverige	12,8	18,09	1,19
Kaupthing Bas	14,8	19,13	1,10
SPP Aktiefond Sverige	13,8	15,60	0,92
Banco Etisk Sverige	12,9	14,60	0,91
Firstnordic SRI Sverige	13,5	12,30	0,70
Carlsson Sweden A	14,5	11,07	0,57
Robur Sverigefonden	13,7	10,48	0,56

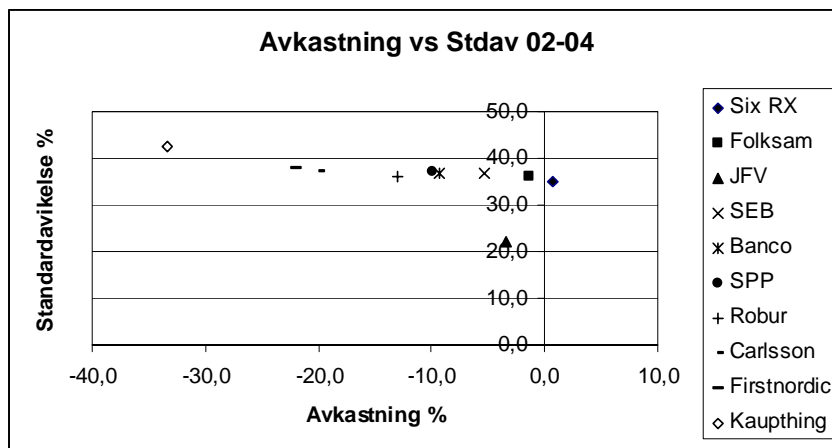
5.4.5 Åren 2002 – 2004

Som vi nämnt tidigare har index haft en bättre avkastning än vår fond och i jämförelsen med de andra fonder återspeglas samma mönster, det vill säga att index har en högre avkastning. Vår etiska fond ligger emellertid ibland de främsta vad gäller avkastning och slås endast av Folksams aktiefond som även den har en etisk profil. Med undantag av Firstnordic SRI Sverige är det de etiska fonderna som har haft bäst avkastning vilket framgår av tabell 5.

Tabell 5 - Standardavvikelse och avkastning 2002-2004

2002-2004	Stdav %	3-årsavkastning %
SIX RX	35,2	0,7
Folksam Aktiefond Sverige	36,0	-1, 3
JFV Etiska Aktiefond Sverige	22,3	-3, 4
SEB Etisk Sverigefond	36,9	-5, 3
Banco Etisk Sverige	36,8	-9, 3
SPP Aktiefond Sverige	37,2	-9, 9
Robur Sverigefonden	36,1	-13, 0
Carlsson Sweden A	37,0	-20, 0
Firstnordic SRI Sverige	38,0	-22, 1
Kaupthing Bas	42,4	-33, 4

En analys av hela perioden med Sharpe-kvoter hade varit intressant och användbar för att kunna dra mer generella slutsatser med tanke på att rangordningen av fonderna i fråga om avkastning och Sharpe-kvot skiljer sig åt något. Sharpe-kvoterna för hela perioden i likhet med de för 2002 är negativa och i vårt fall dubbeltydiga och vi får i jämförelsen av fonderna förlita oss på standardavvikelsen, den riskfria räntan och avkastningen vilka är komponenterna i Sharpes teoretiska konstruktion. Trots att det finns vissa skillnader mellan avkastningen och Sharpe-kvoterna följs de åt i så pass hög utsträckning att vi bedömer att vi kommer att kunna dra slutsatser utifrån dessa uppgifter.



Figur 7 - Avkastning och standardavvikelse 2002-2004

I frågan om jämförelseobjektens standardavvikelse ligger fonderna mellan 36 procent och 42,4 procent medan index hamnar strax under på 35,2 procent. Det är främst i detta avseende som vår fond utskiljer sig, fondens standardavvikelse på 22,3 procent vilket framgår i figur 7 ligger märkbart lägre än de andra fonderna.

6 Slutdiskussionen

6.1 Slutsatser

Under den studerade perioden har Stockholmsbörsens index svängt kraftigt. Under det första året skedde en påtaglig nergång och sedan har återhämtningen skett under periodens två sista år. Det här har också speglats i vår undersökning av avkastning och risk hos både vår etiska fond och de jämförelseobjekt som vi använt.

Vid jämförelsen med index visade det sig att vår fond gått något sämre än index men att svängningarna inte varit lika kraftiga, vare sig upp eller ner. Resultatet av detta är att vår fond fått ett relativt lågt betavärde i förhållandet till de övriga undersökta fonderna.

Det etiska urvalsförfarandet har lett till att vår etiska fond skiljer sig i fråga om sammansättning, naturligtvis i jämförelse med index men även då den jämförs med andra fonder, såväl etiska som icke-etiska. En konsekvens av detta är att korrelationskoefficienten i jämförelse med index är lägst bland de studerade fonderna. Vi ser detta som ett tecken på att vår gallring kan ha varit striktare än vad som ses som normalt bland de etiska fonderna vi tittat på då vi har större skillnader mot index än övriga undersökta etiska fonder. Att med detta säga att vår fond är mer etisk än dem är däremot problematiskt på grund av etikens subjektivitet och även vår brist på inblick i fondernas löpande arbete.

Vår fond jämfört med index under perioden visar att index är svårslaget med en etisk minsta varians-portfölj och endast under nedgångsperioden blir avkastningen bättre. De övriga studerade fonderna har inte heller lyckats med att ge en högre avkastning än index. Sett över hela studiehorisonten hamnar vår fond 4,1 procentenheter under index. Detta är ett resultat av att diversifieringen har försvårats genom införandet av urvalskriterier som till exempel etiska och finansiella kriterier.

Utgångspunkten var att jämföra vår etiska fond med etiska och icke-etiska var för sig men då skillnaderna mellan de två olika typerna av fonder var påfallande små och osystematiska har vi

valt att redovisa resultatet ihop. De skillnader som trots allt går att se tyder på att de etiska fonderna generellt står sig bättre. När man tittar på jämförelsefonderna och vår fond utifrån ett avkastningsperspektiv framträder tydliga skillnader. Vid nergången i början av perioden går vår etiska fond relativt sett bättre eftersom den inte drabbas lika kraftigt av svackan som de övriga. När aktiemarknaden sedan vänder uppåt i mitten av 2003 uppvisar vår etiska fond däremot den sämsta avkastningen. När sedan Stockholmsbörsen fortsätter uppåt under 2004 återfinns vår etiska fond däremot någonstans i mitten av listan sett ur ett avkastningsperspektiv. För perioden 2002-2004 sett utifrån avkastning är vår etiska fond en av de bättre då endast Folksams fond presterat bättre. Samtidigt ligger vår etiska fonds standardavvikelse tydligt under de övrigas under hela perioden. Resultatet av analysen med hjälp av Sharpe-kvoten ger att i snitt för de två åren som vi har Sharpe-kvoter tillgängliga positionerar sig vår fond liksom i avkastningstabellen som näst bästa fond, den här gången efter SEBs etiska Sverigefond.

Sammanfattningsvis kan man sluta sig till att vår etiska fond stått sig väl i jämförelsen med de övriga aktiefonderna, konsekvensen av mindre nergångar är att man också får lägre uppgångar och för den riskvillige går det att öka avkastning och risk med hjälp av till exempel belåning. Vi har med vår etiska fond visat att det går att använda urvalskriterier som är striktare än vad som verkar vara normalt på fondmarknaden och ändå uppnå ett fullgott resultat. I relation med index gick det något sämre för vår fond då vi inte på lång sikt kunnat prestera en högre avkastning, detta resultat delar vi dock med de övriga åtta undersökta fonderna. Utifrån de resultat vi kommit fram till går det att konstatera att en etisk fond är ett minst lika bra val som icke-etiska, sannolikt bättre.

.

6.2 Fortsatt forskning

Vi har under studiens gång uppmärksammat att Ericsson är största innehav i samtliga av de fyra etiska fonderna och finner detta anmärkningsvärt då bolaget i fråga producerar vapensystem och att denna produktion inte är försumbar. Även Volvo återfinns bland de största innehaven. Efter vad vi sett i studien verkar det inte finnas någon anledning för etiska fondbolag att känna sig tvungna att investera i indextunga bolag vilka bedriver oetiska verksamheter. Vi skulle gärna se att det här undersöks vidare i framtiden med djupare studier av de etiska fondernas aktieinnehav.

Vi har även uppmärksammat att de etiska fonderna, inklusive vår egen, har tenderat att ha en bättre utveckling rörande risk och avkastning än vanliga fonder. Tidigare forskning har pekat i riktning mot att detta beror på en småbolagseffekt som innebär att små bolag tenderar att ge bättre avkastning än stora. Huruvida den här effekten är aktuell för vår studie är oklart med tanke på våra urvalskriterier som bland annat sorterade bort de allra minsta bolagen. Det är även en definitionsfråga, hur stort kan ett småbolag vara? Frågan om småbolagseffekten har emellertid inte besvarats tillfredställande och vi ser här ett behov av mer forskning. Vi har bland annat spekulerat kring om det kan höra samman med att etiska fonder lägger större vikt vid att studera företagen bakom aktierna än vad övriga fondförvaltare gör.

Diskrepansen mellan mängden kapital investerat i etiska placeringar och den positiva inställningen hos människor som beskrivs i Bancos enkätundersökning att i övrigt handla etiskt ser vi också som ett intressant område att studera närmare.

Källor och referensmaterial

Publicerade källor

- Alfredsson, Magnus (2002), *Aktier och fonder*, Forum i samarbete med Privata Affärer, Stockholm
- Arnold, Glen (2002), *Corporate Financial Management*, Financial Times Prentice Hall, Harlow
- Benniga, Simon (2001), *Financial Modeling*, MIT Press, Cambridge
- Bodie, Zvi (2000), *Finance*, Prentice Hall, Hemel Hempstead
- Cullis, J. Lewis & Lewis, Alan (1992), Paying to be good? UK Ethical Investments, *Kyklos*, Vol. 1, s. 3 - 24
- Fama, Eugene (1970), Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance*, vol. 25, s. 383 - 417
- Fama, Eugene & Fisher, Lawrence & Jensen, Michael C. & Roll, Richard (1969), The Adjustment of Stock Prices to New Information, *International Economic Review*, vol. 10, s.1 - 21
- Firth, Michael (1975), The Information Content of Large Investment Holdings, *Journal of Finance*, vol. 30, s. 1265 – 1281
- Haugen, Robert A (2001), *Modern Investment Theory*, Prentice Hall, Upper Saddle River
- Halvorsen, Knut (1992), *Samhällsvetenskaplig metod*, Studentlitteratur, Lund
- Koblanck, Anna (2004), Etiken intresserar fondsparare, *Dagens Nyheter*, 3 mars
- Markowitz, Harry M (1959), *Portfolio Selection - Efficient Diversification of Investments*, Chapman & Hall, New York
- Nachemson-Ekwall, Sophie (2004), Fler fonder ger bättre chanser, *Affärsvärlden*, nr 38
- Persson, Mattias (2001) *Portfolio Selection and the Analysis of Risk and Time Diversification*, Lund Economic Studies number 96, Lund
- Schlegelmilch, Bodo B. (1997), The Relative Importance of Ethical and Environmental Screening: Implications for the Marketing of Ethical Investment Funds Screening, *The International Journal of Bank Marketing*, Vol. 15, s. 48 - 53
- Vinell, Lars & De Ridder, Adri (1990), *Aktiers avkastning och risk - teori och praktik*, Norstedts, Stockholm

Elektroniska källor

- Affärsdata, hemsida, www.affarsdata.se, 1 december 2004
- Banco Fondförvaltning, hemsida, www.banco.se, 5 januari 2004
- Banco Fondförvaltning, prospekt, *Etisk placeringsinriktning för Bancos etiska och ideella fonder*, www.banco.se, 1 december 2004
- Dow Jones Sustainability Index, hemsida, www.sustainability-indexes.com, 5 december 2004
- EIRIS, hemsida, www.eiris.org, 5 december 2004

EIRIS, rapport, *Does Ethical Investment Pay?*, www.eiris.org, 5 december 2004

Etiska nämnden för fondmarknadsföring, rapport, *Vägledande uttalande*, www.fondbolagen.se/artikel.asp?article_id=380&category_id=sitenews_se, 10 januari 2005

Financial Times' FTSE4 Good Index, hemsida, www.ftse.com/ftse4good/index.jsp, 5 december 2004

Finansinspektionen, rapport, *Intressekonflikter i fondbolag*, www.fi.se, 5 januari 2005

Fondbolagens förening, rapport, *Fondförmögenhet 2004*, www.fondbolagen.se, 3 december 2004

Fondbolagens förening, rapport, *Fondspararna och fondsparandet 2004*, www.fondbolagen.se, 1 december 2004

Fondbolagens förening, rapport, *Nysparande 1994 - 2003*, www.fondbolagen.se, 1 december 2004

Fondbolagens förening, pressmeddelande, *Äntligen beslut om ny fondlagstiftning*, www.fondbolagen.se/artikel.asp?article_id=383&category_id=Pressmed, 10 januari 2005

Greenpeace, hemsida, www.greenpeace.se, 1 december 2004

KPA, hemsida, www.kpa.se, 5 december 2004

KPA, prospekt, *Fondspara 2004*, www.kpa.se/upload/Dokument/Pdf/Broschyrer/fondspara2004.pdf, 15 december 2004

Morningstar, hemsida, www.morningstar.se, 5 december 2004

Riksbanken, hemsida, www.riksbanken.se, 13 december 2004

Robur, hemsida, www.robur.se, 5 december 2004

SIX AB, pressmeddelande, *Nyhetsbyrån Direkt och GES Investment Service lanserar etiska index*, www.six.se/publicweb/market/latestnews.jsp?id=554, 5 december 2004

Social Investment Forum, rapport, *Trends Report 2003*, www.socialinvest.org, 1 december 2004

Svenska freds- och skiljedomsföreningen, hemsida, www.svenskafreds.se, 1 december 2004

Svenska freds- och skiljedomsföreningen, rapport, *Kanonfonder*, www.svenskafreds.se, 1 december 2004

Svenska freds- och skiljedomsföreningen, pressmeddelande, *Svenska kyrkans "etiska" aktievinst får kritik*, www.svenskafreds.se, 1 december 2004

Skillius, Åsa, rapport, *Etiska fonder - Kategorier, metoder och finansiell utveckling*, www.folksam.se, 5 november 2004

Unga Aktiesparare, artikel, *Modern prissättningsteori – prissättning på en effektiv marknad*, www.ungaaktiesparare.se/dep_stockmagazine/artiklar/modern_prisstningsteori.asp, 10 januari 2004

Lagar

Lagen om investeringsfonder (2004:46)

Datamaterial

SIXTRUST, databas

ELIN, databas

Finansiella rapporter

ABB, årsredovisningar 2001-2003

ASSA ABLOY, årsredovisningar 2001-2003

ASSIDOMÄN, årsredovisningar 2001

ASTRA ZENECA, årsredovisningar 2001-2003

ATLAS COPCO, årsredovisningar 2001-2003

AUTOLIV, årsredovisningar 2001-2003

AVESTA POLARIT, årsredovisningar

AXFOOD, årsredovisningar 2001-2003

BURE EQUITY, årsredovisningar 2001-2003

ELECTROLUX, årsredovisningar 2001-2003

ELEKTRA, årsredovisningar 2001-2003

ERICSSON, årsredovisningar 2001-2003

FÖRENINGSSPARBANKEN, årsredovisningar 2001-2003

GAMBRO, årsredovisningar 2001-2003

GETINGE, årsredovisningar 2001-2003

GUNNEBO, årsredovisningar 2001-2003

HOLMEN, årsredovisningar 2001-2003

HÖGANÄS, årsredovisningar 2001-2003

INDUSTRIVÄRDEN, årsredovisningar 2001-2003

INVESTOR, årsredovisningar 2001-2003

JM, årsredovisningar 2001-2003

KINNEVIK, årsredovisningar 2001-2002

LINDEX, årsredovisningar 2001-2003

NCC, årsredovisningar 2001

NOKIA, årsredovisningar 2001-2003

NORDEA, årsredovisningar 2001-2003

OM, årsredovisningar 2001-2003

PHARMACIA CORPORATION, årsredovisningar 2001
SANDVIK, årsredovisningar 2001-2003
SAPA, årsredovisningar 2001
SAS, årsredovisningar 2001-2003
SCA, årsredovisningar 2001-2003
SCANIA, årsredovisningar 2001-2003
SEB, årsredovisningar 2001-2003
SECURITAS, årsredovisningar 2001-2003
SKANDIA, årsredovisningar 2001-2003
SKANSKA, årsredovisningar 2001-2003
SKF, årsredovisningar 2001-2003
SSAB, årsredovisningar 2001-2003
STORA ENSO, årsredovisningar 2001-2003
SVENSKA HANDELSBANKEN, årsredovisningar 2001-2003
SWEDISH MATCH, årsredovisningar 2001-2003
TELIA, årsredovisningar 2001-2003
TIETO ENATOR, årsredovisningar 2001-2003
TRELLEBORG, årsredovisningar 2001-2003
WM-DATA, årsredovisningar 2001-2003
VOLVO, årsredovisningar 2001-200

Bilaga (1) - Jämförelsefonder

Etiska fonder	Beskrivning	Största innehav i storleksordning	Fondförmögenhet (msek)
Banco Etisk Sverige	Etisk, undviker placera i vapen-, tobaks- eller alkoholtillverkning. Dessutom försöker förvaltarna ta hänsyn till andra mjuka värden.	Ericsson, Nordea, Svenska Handelsbanken, Hennes & Mauritz och AstraZeneca	2749
SEB Etisk Sverigefond	Etisk, placerar inte i företag som har huvudverksamhet inom vapen, tobak, alkohol eller pornografi. Etiska restriktioner grundade i GES.	Ericsson, TeliaSonera, Nordea, Hennes & Mauritz och AstraZeneca	728
Folksam Aktiefond Sverige	Etisk, utgår från Folksams etiska kriterier vilka omfattar mänskliga rättigheter, tobak och miljö.	Ericsson, Nordea, TeliaSonera, Hennes & Mauritz och AstraZeneca	2720
Firstnordic SRI Sverige	Etisk, består av de 50 största företagen som uppfyller Humanix etiska kriterier.	Ericsson, TeliaSonera, Nordea, Hennes & Mauritz och Volvo	34
Normala fonder			
Carlsson Sweden A	Placerar i svenska aktier utan att beakta andra kriterier	Ericsson, Hennes & Mauritz, Svenska Handelsbanken, Volvo, AstraZeneca	12
Kaupthing Bas	Branschviktningen följer Affärsvärldens generalindex utan att beakta andra kriterier	Nordea, Ericsson, Tele2, Assa Abloy, SKF	57
Robur Sverigeonden	Placerar i samtliga svenska branscher utan att beakta andra kriterier	Ericsson, Hennes & Mauritz, TeliaSonera, Nordea, Svenska Handelsbanken	5133
SPP Aktiefond Sverige	Placerar i svenska aktier utan att beakta andra kriterier	Ericsson, Nordea, TeliaSonera, Föreningssparbanken och AstraZeneca	962

Bilaga (2) - Formler

Förväntad avkastning

Fondens förväntade avkastning är summan av de enskilda tillgångarnas förväntade avkastningar och definieras som:

$$E(r_p) = \sum_{i=1}^n x_i E(r_i) \quad (1)$$

$E(r_p)$ är den förväntade avkastningen för fond p. Där x_i är andel för tillgång i. $E(r_i)$ är den förväntade avkastningen för tillgång i.

Risk

Vi kommer här att benämna fondens risk som standardavvikelsen, vilken är summan av varianserna för de enskilda tillgångarna, samt tillgångarnas samvariation⁷¹.

Värdeförändring

För att möjliggöra vissa beräkningar kommer vi först att beräkna veckovis avkastning för varje aktieslag, det vill säga den procentuella värdeökningen av tillgången⁷². Den procentuella förändringen definieras som:

$$r_{p_t} = \ln\left(\frac{P_{i_t}}{P_{i,t-1}}\right) \quad (2)$$

r_{p_t} anger företaget i:s avkastning i tidpunkt t. P_{i_t} är priset för företaget i vid tidpunkt t. $P_{i,t-1}$ är priset för tillgång i vid tidpunkt t-1.

⁷¹ Vinell et al, *Aktiers avkastning och risk*, 1990

⁷² Bennis, *Financial Modeling*, 2001

Fondrisk

Fondrisk bestäms av varje beståndsdelens standardavvikelse, korrelation och den tilldelade vikten i fonden. Fondens risk definieras som:

$$\sigma_p = \left[\sum_{i=1}^n x_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{\substack{j=1 \\ i \neq j}}^n x_i x_j \sigma_i \sigma_j \rho_{i,j} \right] \quad (3)$$

Där x_i är andel för tillgång i. σ_i är standardavvikelse för tillgång i och $\rho_{i,j}$ är korrelationen mellan avkastningarna för tillgångarna i och j.

Vi kommer dock att använda oss av matrisberäkningar för att underlätta arbetet med att räkna fram fondens risk. Fondrisken omskrivs till:

$$\sigma_p = (w_p^T V w_p) \quad (4)$$

Där w_p är en vektor med aktiernas vikter och w_p^T är samma vektor fast transponerad. V anger den framtagna varians-kovariansmatrisen.

För att optimera avkastning relativt risk kommer vi att konstruera en fond bestående av de godkända aktierna. Vi kommer dessutom att ta hänsyn till gällande lagar och kommer därför inte att tillåta blankning eller att innehavet i en och samma aktier inte överstiger 10 procent. Att inte tillåta blankning innebär att varje tillgångs andel i fonden inte får underskrida noll, ($0 \geq w_i \leq 10$).

Vi kommer enligt tidigare motiveringen att använda oss av Sharpe-index för analys av fondernas riskjusterade avkastning.

$$\hat{S}_p = \frac{\bar{r}_p - \bar{r}_f}{\sigma_{r_p}} \quad (5)$$

\hat{S}_p anger det skattade Sharpe-indexvärdet för fond p. \bar{r}_p är den genomsnittliga avkastningen för fond p. \bar{r}_f anger avkastning från en riskfri placering. σ_{r_p} är standardavvikelse för fond p⁷³.

Indexformeln

$$Index_t = \left[1 + \sum_{i=1}^n (W_{i,t} \times R_{i,t}) \right] \times Index_{t-1} \quad (6)$$

Där $W_{i,t}$ företaget i:s vikt i indexportföljen vid tidpunkt t. $R_{i,t}$ är företaget i:s avkastning i tidpunkt t. Basvärden för index sätts till 1000.

$$W_{i,t} = \frac{Börsvärde_{i,t}}{\sum_{i=1}^n Börsvärde_{i,t}} \quad (7)$$

⁷³ Haugen, *Modern Investment Theory*, 2001

Bilaga (3) – Undersökta bolag

Aktier som blev utsorterade genom lågt marknadsvärde

Aktie	Marknadsvärde (mkr)
Scribona A	39
Norsk Hydro SDB	93
Ticket Travel	135
Consilium B	162
Hufvudstaden C	248
Beijer B	396
Scribona B	544
Esselte A	563
Akzo Nobel SDB	623
Sardus	640
Ångpanneföreningen B	775
Finnveden B	783
Scandiaconsult	944
Esselte B	1 044
Bergman & Beving B	1 084
Electrolux A	1 435
Industrivärden KVB A	1 507
Allgon B	1 668
Hexagon B	1 842
Industrivärden KVB C	1 864
Haldex	1 940

Aktier som blev utsorterade genom låg dagsomsättning

Aktie	Dagsomsättning (tkr)
Kinnevik A	74
Holmen A	717
NCC A	1 142
TV4 A	1 540
Bilia A	1 654
Hufvudstaden A	2 226
Munksjö	2 457
SEB C	2 655
SCA A	2 802
Seco Tools B	3 608
Stora Enso A	3 838
Syngenta	4 057
Cardo	4 477

Aktier som blev utsorterade genom uppköp/avnotering

AssiDomän
AvestaPolarit
Pharmacia Corporation SDB

Aktier som blev utsorterade genom att bolaget hade mer än en aktie kvar i materialet.

Atlas Copco B
Ericsson A
Gambro A
Industrivärden A
Investor A
SCANIA A
SKF A
SSAB A
Sv. Handelsbanken
A
Volvo A

Aktier som blev utsorterade genom etisk granskning

ABB Ltd
Axfood
Ericsson B
Industrivärden C
Investor B
Kinnevik B
SAS
SKF B
Swedish Match
WM-data B
Volvo B

Återstående aktier vilka har använts i fonden

ASSA ABLOY B	JM	Skandia
AstraZeneca	Lindex	Skanska B
Atlas Copco A	NCC B	SSAB B
Autoliv SDB	Nobel Biocare	Stora Enso R
Bure Equity	Nokia SDB	Sv. Handelsbanken B
Electrolux B	Nordea	Telia
Elekta B	OM	TietoEnator
FöreningsSparbanken A	Sandvik	Trelleborg B
Gambro B	Sapa	
Getinge B	SCA B	
Gunnebo	SCANIA B	
Holmen B	SEB A	
Höganäs B	Securitas B	

Bilaga (4) – Viktfördelning

	KV 1	KV 2	KV 3	KV 4	KV 5	KV 6	KV 7	KV 8	KV 9	KV 10	KV 11	KV 12
ASSA ABLOY B	0,037	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
AstraZeneca	0,150	0,092	0,100	0,054	0,100	0,005	0,100	0,005	0,100	0,100	0,088	0,016
Atlas Copco A	0,011	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
Autoliv SDB	0,010	0,005	0,005	0,005	0,005	0,100	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,100
Bure Equity	0,002	0,005	0,078	0,005	0,005	0,023	0,082	0,100	0,005	0,100	0,005	0,100
Electrolux B	0,041	0,015	0,005	0,005	0,048	0,100	0,100	0,005	0,096	0,056	0,023	0,005
Elekta B	0,002	0,020	0,062	0,005	0,100	0,100	0,042	0,005	0,036	0,073	0,077	0,033
FöreningsSparbanken A	0,050	0,005	0,005	0,005	0,100	0,066	0,100	0,005	0,100	0,005	0,076	0,005
Gambro A	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
Getinge B	0,006	0,100	0,005	0,100	0,024	0,100	0,005	0,005	0,100	0,100	0,005	0,005
Gunnebo	0,002	0,100	0,100	0,005	0,100	0,005	0,052	0,100	0,012	0,005	0,046	0,005
Holmen B	0,010	0,005	0,029	0,100	0,005	0,076	0,005	0,005	0,005	0,084	0,100	0,005
Höganäs	0,004	0,048	0,100	0,051	0,005	0,047	0,005	0,100	0,005	0,005	0,005	0,100
JM	0,005	0,100	0,100	0,005	0,100	0,033	0,100	0,005	0,078	0,005	0,005	0,005
Lindex	0,002	0,005	0,005	0,005	0,100	0,005	0,005	0,005	0,005	0,100	0,041	0,005
NCC	0,002	0,005	0,100	0,100	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Nobel Biocare	0,008	0,100	0,005	0,051	0,051	0,023	0,005	0,100	0,079	0,005	0,005	0,049
Nokia	0,039	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,016	0,007	0,005	0,100
Nordea	0,121	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,100	0,005	0,005	0,100	0,100	0,005
OM	0,009	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,100	0,005
Sandvik	0,043	0,019	0,005	0,028	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,050	0,040
Sapa	0,004	0,005	0,100	0,100	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
SCA B	0,039	0,005	0,005	0,100	0,005	0,005	0,100	0,005	0,050	0,005	0,100	0,005
SCANIA B	0,014	0,005	0,005	0,005	0,005	0,016	0,005	0,100	0,074	0,005	0,005	0,005
SEB A	0,047	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,094	0,005	0,005	0,005	0,005	0,079
Securitas B	0,050	0,100	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,100	0,005	0,005	0,100	0,005
Skandia	0,057	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,034	0,005	0,005	0,005	0,005
Skanska B	0,019	0,005	0,005	0,005	0,005	0,087	0,005	0,005	0,063	0,100	0,005	0,100
SSAB A	0,017	0,096	0,016	0,005	0,005	0,005	0,025	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
Stora Enso R	0,074	0,100	0,005	0,005	0,005	0,040	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,100
Sv. Handelsbanken A	0,007	0,005	0,005	0,100	0,097	0,100	0,005	0,100	0,100	0,005	0,005	0,005
Telia	0,103	0,005	0,005	0,100	0,005	0,005	0,005	0,100	0,005	0,005	0,005	0,083
TietoEnator	0,004	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,056	0,005	0,075	0,005	0,005
Trelleborg B	0,006	0,005	0,100	0,005	0,074	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005	0,005
SUMMA	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1