



Företagsekonomiska institutionen
Kandidatuppsats
VT 2002

HEDGEFONDER:

Kategorisering och ranking av svenskregistrerade hedgefonder

Handledare
Hossein Asgharian

Författare
Markus Jalmerot
Bobby Markovski

Sammanfattning

- Titel:** Hedgefonder – Kategorisering & ranking av svenskregistrerade hedgefonder
- Författare:** Bobby Markovski, Markus Jalmerot
- Handledare:** Hossein Asgharian
- Ämne:** Finansiering
- Sökord:** Hedgefonder, högvattenmärke, kategorisering, riskjustering, strategiindelning.
- Syfte:** Uppsatsens syfte är att ge kunskap om hedgefonders egenskaper och strategier utifrån ett investerarperspektiv. Genom att studera den svenska hedgefondmarknaden ska vi dela in alla svenskregistrerade hedgefonder i kategorier. Vi skall slutligen göra en rankinglista utifrån den avkastning som genereras i termer av fondernas historiska värdeutveckling och risknivå.
- Metod:** Eftersom kunskapen om hedgefonder är låg kommer vi att belysa olika karaktärsdrag. De frågeställningar som tas upp i problemdiskussionen besvaras helt eller delvis i kapitel 3 och 4. För att beskriva den svenska hedgefondmarknaden har vi genomfört intervjuer med ett flertal fondförvaltare och sedermera applicerat amerikanska hedgefondindelningar på den svenska marknaden. Empiridelen innehåller en indelning av varje enskild fond i olika kategorier samt presenterar den tidigare nämnda rankinglistan.
- Slutsats:** Vi kom fram till att det idag finns sex olika kategorier på den svenska hedgefondmarknaden. Den dominerande kategorin är "Marknadsneutral", där hela 66,6 % av de svenska hedgefonderna har placerats. Resultaten från vår ranking gav inget klart samband mellan fondernas volatilitet och dess historiska värdeutveckling.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1	INLEDNING	5
1.1	BAKGRUND	5
1.2	PROBLEMDISKUSSION	5
1.3	SYFTE	6
1.4	AVGRÄNSNINGAR	6
1.5	MÅLGRUPP.....	6
1.6	DEFINITION	7
1.7	DISPOSITION	8
2	METOD	9
2.1	DATAINSAMLING	9
2.1.1	<i>Primärdata</i>	9
2.1.2	<i>Sekundärdata</i>	10
2.2	URVALSMETOD	10
2.3	REFERENSRAM.....	11
2.4	VETENSKAPLIG METOD	11
2.5	METODKRITIK	12
2.5.1	<i>Validitet</i>	12
2.5.2	<i>Reliabilitet</i>	13
2.5.3	<i>Källkritik</i>	13
2.6	FOTNOTER	14
3	TEORI.....	15
3.1	HISTORIK	15
3.2	KÄNNETECKEN	15
3.2.1	<i>Högwatermärke och förvaltningsarvode</i>	16
3.2.2	<i>Blankning</i>	17
3.2.3	<i>Belåning</i>	18
3.3	RISK OCH AVKASTNING.....	18
3.4	VÄRDERINGSMODELLER	19
3.4.1	<i>Capm</i>	19
3.4.2	<i>Sharpekvot</i>	20
3.4.3	<i>Treynors index</i>	20
3.4.4	<i>Jensens alfa</i>	21
3.4.5	<i>Semivarians</i>	21
4	MARKNADSBESKRIVNING	22
4.1	NATIONELLA FONDER	22
4.2	INVESTERARE I HEDGEFONDER.....	22
4.3	LEGALA ASPEKTER.....	23
4.4	KATEGORISERING – STRATEGIINDELNING.....	24
5	EMPIRI.....	29
5.1	TILLVÄGAGÅNGSSÄTT	29
5.2	KATEGORISERING	30
5.2.1	<i>Kategorisering av svenskregistrerade fonder</i>	32
5.2.2	<i>Börsklimatets påverkan</i>	34

5.3 RANKING	35
6 SAMMANFATTANDE RESULTAT OCH ANALYS.....	38
6.1 RESULTAT OCH ANALYS AV KATEGORISERING	38
6.2 RESULTAT OCH ANALYS AV RANKING	39
6.3 FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING	39
KÄLLFÖRTECKNING.....	41
BILAGOR	45
BILAGA 1 : DEFINITIONER OCH FÖRKLARINGAR	45
BILAGA 2 : FRÅGEFORMULÄR “10 SNABBA FRÅGOR”.....	47
APPENDIX.....	52

FIGUR- OCH TABELLFÖRTECKNING

<i>Figur 1. Beskrivning om det rörliga förvaltningsarvodet.....</i>	<i>17</i>
<i>Figur 2. Bild på tillvägagångssättet vid blankning av aktier.....</i>	<i>17</i>
<i>Figur 3. Bild på fördelningen av den totala risken.....</i>	<i>19</i>
<i>Figur 4. Tabellen visar fördelningen av olika investerare i en hedgefond.....</i>	<i>23</i>
<i>Figur 5. Tabell över erhållna svar på frågeformulären samt erhållen värdeutveckling på ovanstående hedgefonder.....</i>	<i>30</i>
<i>Figur 6. Instrument som använts i fondförvaltningen de senaste 12-månaders perioden. 31</i>	
<i>Figur 7. Strategiindelning av de svenskregistrerade hedgefonderna.....</i>	<i>33</i>
<i>Figur 8. Tabell över börsklimatets påverkan på insättning respektive uttag.....</i>	<i>34</i>
<i>Figur 9. Resultat av beräkningar för svenska hedgefonder.....</i>	<i>36</i>
<i>Figur 10. Fondernas värdeutveckling per enhet risk.....</i>	<i>37</i>

1 INLEDNING

I det första kapitlet ges en övergripande bild av uppsatsens problem och uppläggning. Vi inleder med att kort beskriva bakgrunden till vårt ämnesval. Detta leder fram till en diskussion om de problem uppsatsen behandlar vilket utmynnar i uppsatsens syfte. Vidare behandlas undersökningens avgränsningar och den målgrupp vi vänder oss till. Läsaren får slutligen ta del av övergripande information om uppsatsens struktur. Dispositionen utgör en kort beskrivning av de kapitel som behandlas, vilket återfinns sist i kapitlet.

1.1 BAKGRUND

De senaste tio åren har det privata sparandet i fonder ökat avsevärt, som en följd av att det statliga pensionssystemet ändrades. Det svenska folket fick hädanefter ta en mer aktiv roll i sin pensionsförvaltning och därmed lära sig mer om de olika sparformerna.

Efter fondmarknadens expansion har flera nya sparformer uppkommit; däribland indexfonder, fond-i-fond och hedgefonder. Det sistnämnda introducerades i Sverige först 1996, mer än 35 år efter att begreppet myntades i USA. Hedgefonderna på den svenska marknaden utgör en väldigt liten del av världens hopräknade hedgefonder, som uppskattats till cirka 7000 stycken¹. De flesta fonderna är registrerade i USA samt på ett flertal offshore* lokaliseringar. Den yngre och relativt outvecklade svenska marknaden är således inte lika undersökt som den amerikanska. Den totala svenska fondförmögenheten uppskattades till 86.7 Mdr år 2001 med 3.3 % av det totala kapitalet investerat i hedgefonder².

Hedgefonderna har traditionellt riktats till förmögna privatpersoner med dess förhållandevis höga inträdesbarriärer, vilket nu gradvis har håller på att förändras med de nyintroducerade fonderna i spetsen. De senaste årens nedåtriktade och oregelbundna börsklimat har tilltalat ett flertal investmentbolag, storbanker och mindre nystartade företag att specialisera sig inom hedgefondsegmentet. Det ökande sparandet i hedgefonder beror delvis på det faktum att hedgefonder inte är lika beroende av den allmänna marknadsutvecklingen, vilket gjort dem påtagligt attraktiva att använda för riskspridning av traditionellt aktiesparande.

1.2 PROBLEMDISKUSSION

Flertalet av dagens investerare har begränsade om ens några kunskaper om vad begreppet hedgefonder står för. Många känner säkert igen uttrycket hedgefond, men kan inte sätta fingret på vad som kännetecknar dem och kan inte heller komma med något uttömmande svar. Hedgefonden som sådan hade säkerligen intresserat fler placerare om de bara känt till det som en alternativ placeringsform. Därför känns det viktigt att höja kunskapsnivån och förståelsen om vad hedgefonder är och hur de fungerar.

¹ <http://www.thehfa.org/AboutUs.cfm>

* Offshore förklaras i bilaga 1 "Definitioner och förklaringar"

² Svensk fondstatistik (www.fondbolagen.se)

De senaste årens dystra börsklimat har gjort att media uppmärksammat hedgefonder i allt större utsträckning som en gynnsam placeringsform vid dåligt börsklimat. Då hedgefonder bland annat har möjligheten att gardera sina investeringar kan denna sparform ses som attraktiv även i osäkra tider.

Dagens svenska fondmarknad har en indelning av t.ex. aktiefonder och räntefonder, men för begreppet hedgefond finns det ännu inte någon liknande kategorisering eller indelning. Trots att man idag som hedgefondförvaltare agerar på vitt skilda marknader med helt olika strategier, risknivå och instrument, så hamnar man i samma genre; hedgefonder.

Efter ha bekantat oss med den svenska hedgefondmarknaden och fått en bättre inblick valde vi att ur ett investerarperspektiv besvara följande tre frågeställningar:

- Vad är karakteristiskt för en hedgefond?
- Hur kan man mäta risknivå på hedgefonder?
- På vilket/vilka sätt kan man kategorisera dem?

De svenskregistrerade hedgefonderna idag är som sagt inte indelade i olika kategorier och få, om några, rankinglistor har gjorts för allmän beskådan. Det är därför särskilt intressant och relevant att studera detta närmare.

1.3 SYFTE

Uppsatsens syfte är att ge kunskap om hedgefonders egenskaper och strategier utifrån ett investerarperspektiv. Genom att studera den svenska hedgefondmarknaden ska vi dela in alla svenskregistrerade hedgefonder i kategorier utifrån vilka instrument de använder och vilka placeringsinriktningar de har. Vi ämnar även göra en rankinglista utifrån den avkastning som genererats i termer av fondernas historiska värdeutveckling och risknivå.

1.4 AVGRÄNSNINGAR

Ett arbete som behandlar hedgefonder i Sverige kan bli väldigt omfattande. Därför har vi valt att göra följande avgränsningar:

- Vi kommer endast att rannsaka hedgefonder som förvaltas av fondbolag med säte i Sverige och står under tillsyn av Finansinspektionen. Detta för att marknaden ligger oss nära till hands samt att lagar och bestämmelser är enkelt applicerbara och vi slipper ta hänsyn till skiljaktigheter mellan olika länders bestämmelser.
- Vår kvantitativa underökning är tidsmässigt begränsad från 1996-2002.
- Endast fondbolag som har mer än 30 mätpunkter* tas med i undersökningen. På så sätt sällas små och nystartade fonder bort, då dess korta historik sätter sina begränsningar på vad vi anser vara rimligt att räkna på.
- Endast hedgefonder som är öppna för allmänheten tas med, då det inte finns någon poäng att beräkna övriga sett ur ett investerarperspektiv.
- Likaså tar vi endast upp enskilda hedgefonder och således inte fonder som investerar i andra fonder, s.k. fond-i-fond.

1.5 MÅLGRUPP

* Mätpunkter förklaras i bilaga 1 "Definitioner och förklaringar"

Arbetet riktar sig främst till universitets- och högskolestudenter inom företagsekonomi som vill få en ökad inblick om hedgefonder. Andra målgrupper är personer som undervisar inom ämnesområdet, samt personer som är insatta och verksamma inom kapitalmarknaden, exempelvis aktiva fondsparare.

För att en läsare ska få ut så mycket som möjligt av uppsatsen förutsätts en del ekonomiska kunskaper inom det finansiella området, då vi använder oss av modeller och teorier som av oss är välkända och dessa tas endast upp kortfattat.

1.6 DEFINITION

Innan vi går vidare tycker vi det är på sin plats att närmare beskriva hur man på olika ställen beskriver hedgefonder samt ger vår egen definition.

Det finns i dagsläget ingen klar, tydlig och legal definition på hedgefonder. Ordet "hedge" kommer från engelskan och innebär i finansiell sammanhang kurssäkring eller riskgardering – dvs en åtgärd för att minimera risk³.

Flera försök har gjorts att definiera en hedgefond. Avgränsningar och definitioner som används om hedgefonder kan skilja sig åt väsentligt och det är sällsynt att två olika källor använder sig av exakt samma definition. Amerikanska definitioner skiljer sig på det sättet att SEC (USA's motsvarighet till finansinspektionen) begränsat antalet investerare till 99 personer som får ingå i vad man kallar "private investment partnership". Vanlig lägsta kapitalinsats är i USA 1 miljon \$US.⁴

En av de mest ansedda bland svensk dagspress beskriver hedgefonder enligt följande:

"Hedgefonder är samlingsnamnet på en typ av fonder som i särskilt hög grad beror på förvaltarens skicklighet. De kan vara inriktade på en eller flera typer av tillgångsslag, som aktier, räntebärande papper eller valutor, och kan tjäna pengar både på upp- och nedgångar i tillgångsslagets värde. En fond i hedgefond placerar i flera hedgefonder för att sprida risken, som ofta är hög i individuella hedgefonder".⁵

Ett känt amerikanskt affärslexikon förordar följande definition:

"Ett investmentbolag som använder högrisk tekniker, såsom belåning och blankning, i en strävan att göra extraordinära kapital vinster"⁶.

Bloomberg Professional definierar hedgefonder såsom:

"A mutual fund that involves speculative investing in stocks and options, while selling short other companies engaged in the same industri"⁷.

Vi har valt att definiera hedgefonder enligt följande:

³ Wordfinder 2000 professional, engelsk-svensk affärslexikon, 2000

⁴ Van Hedge (www.hedgefund.com/what.htm)

⁵ Dagens Nyheter, 30 april 2002, Del C s 1

⁶ American Heritage Dictionary

⁷ Bloomberg Professional, Bloomberg Financial Definition

Nationell fond* som inte är beroende av stigande aktiemarknadspriser för att generera god avkastning. Inriktade på en eller flera typer av strategier och instrument som kan involvera bl a optioner, terminer, belåning och blankning för att skydda sina tillgångar eller öka risknivån. Använder sig av en prestationsbaserad avgiftsstruktur, vilken endast tas ut då fonden överträffat det egna högvattenmärket.

1.7 DISPOSITION

Nedan visar vi arbetets disposition genom att kort beskriva vad respektive kapitel innehåller:

- Kapitel 1: I det första kapitlet ges en övergripande bild av uppsatsens problem och uppläggnings samt olika definitioner för hedgefonder.
- Kapitel 2: I detta kapitel redogör vi för vårt angrepp- och tillvägagångsätt för att samla in den information som behövs för att uppnå uppsatsens syfte.
- Kapitel 3: Teorikapitlet tar upp hedgefonders historik, kännetecken och viktiga värderingsmodeller.
- Kapitel 4: Beskrivning av den svenska hedgefondmarknaden och de vanligaste kategorierna i Sverige och USA.
- Kapitel 5: Här redogör vi för den empiriska undersökningen, där kategoriseringen och rankingen av fonderna presenteras.
- Kapitel 6: Resultat och analys samt avslutningsvis förslag till vidare forskning om hedgefonder.

* Nationella fonder förklaras i bilaga 1 "Definitioner och förklaringar"

2 METOD

I detta kapitel redogör vi för vårt angrepps- och tillvägagångssätt för att samla in den information som behövs för att åstadkomma uppsatsens syfte. Vi inleder med en kort beskrivning om hur vi utfört datainsamlingen. Vidare beskrivs vår urvalsmetod och författarnas synsätt. Under vetenskaplig metod redogör vi för vår kvalitativa respektive kvantitativa undersökningsmetodik. Slutligen diskuterar vi i avsnittet metod- och källkritik svagheter hos våra källor och vår metod, samt avslutar kapitlet med att redogöra hur vi refererar till de källor vi har använt oss utav.

2.1 DATAINSAMLING

I vår datainsamling har vi använt oss två typer av källor: primär- och sekundärdata. Primärdata fungerar som en förstahandskälla, d v s en källa vilkens information är tänkt att användas direkt i ett visst syfte. Det primära vid användandet av en sådan källa är att klargöra vilken närhet eller vilket avstånd som källan har till det den berättar.⁸ Sekundärdata består av olika typer av andrahandsinformation; såsom böcker, dagspress, tidsskrifter och rapporter⁹.

2.1.1 PRIMÄRDATA

Då stommen i vår studie är av experimentell karaktär var det essentiellt att få tillgång till kvalitativ primärdata i form av kurshistorik för de svenska hedgefonderna. Avgörande för våra tester var i vilken omfattning (dagsdata/veckodata/månadsdata) kurshistoriken fanns tillgänglig. Vårt mål var att få tag i så tät kurshistorisk som möjligt (d v s helst dagsdata) för varje enskild fond, då detta ökar potentialen att få ett reliabelt resultat.

Finansinspektionen var ett naturligt val att börja vår insamling, då denna sköter registrering av alla svenskregistrerade hedgefonder. Från deras hemsida¹⁰ fick vi reda på vilka fonder som klassificerades som nationella fonder* Av dessa var 19 stycken verksamma hedgefonder vilka agerade på den svenska marknaden. Kurshistoriken som hämtades från Morningstar¹¹ fick efter närmare granskning justeras från veckodata till månadsdata, då bara ett fåtal fonder redovisade veckodata. De fonder som inte redovisade sin historiska avkastning till Morningstar hemfördes via respektive fondförvaltares hemsida eller i något fall genom att förvaltare via e-post försåg oss med data i excelformat.

Slutligen har ett likartat frågeformulär skickats ut till de medverkande företagen för att få en djupare förståelse av hur hedgefonder verkar och för att få mer uttömmande och okonstlade svar.

⁸ Holme & Krohn Solvang, "Forskningsmetodik", s. 132ff

⁹ Wiedersheim, Eriksson, "Att utreda, forska och rapportera", s. 76ff

¹⁰ Finansinspektionens hemsida, <http://www.fi.se>

* Nationella fonder förklaras i bilaga 1 "Definitioner och förklaringar".

¹¹ Morningstars hemsida, <http://www.morningstar.se>

2.1.2 SEKUNDÄRDATA

Vi införskaffade sekundärdata på området via artiklar i dags- och affärspress, ekonomiska tidskrifter och rapporter. Även ett betydande antal elektroniska källor användes, i synnerhet de aktuella fondförvaltarnas hemsidor. Därifrån kunde vi beställa utförligare information och prospekt om varje hedgefond som vi använt i undersökningen vilket hjälpt oss i avseende av faktainsamling och översikt. Vidare har vi använt oss ett antal böcker i ämnet, främst en ny upplaga om hedgefonder hämtad från USA, ”The hedge fund handbook” av Lavino, Stefano.

Vi har även haft stor nytta av Bloomberg Professional i vår undersökning, vilket är en av världens mest ansedda analysverktyg och nyhetsbyråer för den finansiella marknaden. Härigenom har vi även fått länkar till användbara internetadresser.

2.2 URVALSMETOD

Efter en grundlig genomgång av den svenska marknaden kom vi fram till att det finns 15 stycken hedgefonder som mött våra kriterier på den svenska marknaden. De vi har bortsett ifrån har haft färre än 30 mätpunkter. Fonder med så kort mätperiod är väldigt svårt att få fram någon statistiskt tillförlitligt slutsats utav, därav denna avgränsning.

Det finns ett flertal företag som tillhandahåller kurshistorik, däribland Morningstar. Dess utbud är dock inte komplett och vi har därför fått hämta viss statistik från fondbolagens egna hemsidor. Dagsdata torde vara det mest korrekta, men då hedgefonder har speciella redovisningsregler och mer komplicerad uträkning av innehavet till följd av derivatinstrument och blankningar, blev månadsdata det enda möjliga alternativet på ett fåtal fonder.

Av olika anledningar kan det hända att vissa hedgefonder avnoteras och försvinner. Dessa bolag kan antingen ha försvunnit genom uppköp, fusioner, konkurser eller genom att de inte längre uppfyller kraven för nationella fonder och därmed blivit avregistrerade. Vissa tidigare utredningar har valt att inte ha med företag som försvunnit under året i sina sonderingar, framför allt p.g.a. att all kurshistorik raderas från de register där de tidigare varit tillgängliga. En anledning till detta kan vara att fonden gått avsevärt sämre än sitt högvattenmärke* och att de inte vill skylta med detta om andra fonder finns kvar i dess befintliga sortiment.

Av denna anledning använder vi följande metoder för att hantera bortfall:

Uppköpta: Uppköpta fonder kommer tas med under förutsättning att de följer en liknande förvaltningsstrategi och placeringsinriktning som de tidigare haft. I annat fall blir en bedömning av fondens placeringsinriktning och förvaltningsstrategi inte rättvisande.

Avnotering: Vår undersökning ämnar ranka och kategorisera befintliga fonder på den svenska marknaden, vilka man i dagsläget kan investera i. Alltså tas inte avnoterade företag med i undersökningen, då dessa bedöms som irrelevanta ur ett investerarperspektiv.

* Högvattenmärke förklaras i bilaga 1 ”Definitioner och förklaringar”.

2.3 REFERENSRAM

Självklart kommer vårt perspektiv och våra referensramar påverka arbetet. Referensramen innehåller ett antal medvetna och omedvetna antagande om hur verkligheten är beskaffad, vilken bestämmer vad vi tycker är väsentligt respektive oväsentligt, bra eller dåligt etc. Referensramen skapas av vår uppfostran, våra erfarenheter, vår utbildning m.m.¹².

Våra referensramar och perspektiv är svåra att definiera kort och koncist. Vi kan dock nämna att båda studerat i Lund på LTH respektive Ekonomihögskolan och valt finansiering på FEK som huvudinriktning. En av oss har arbetat och startat upp en firma inom området ”oberoende fondmäklare”, något som nu är historia. Den andra har tagit examen på LTH och har således en tydligare matematisk inriktning. Våra skilda erfarenheter har hjälpt oss komma fram till olika aspekter och vinklingar av problemen vi stött på under arbetets gång.

2.4 VETENSKAPLIG METOD

Inom vetenskapen finns det idag två inriktningar som dominerar; hermeneutik och positivism. Den förstnämnda sammanhänger med en kvalitativ undersökningsmetodik, medan den sistnämnda hänför som stomme till en kvantitativ undersökningsmetodik¹³.

Den kvalitativa forskningsansatsen är förståelseinriktad och här utgör tolkning den avgörande forskningsmetoden. I praktiken är det omöjligt att vara helt subjektiv då forskarens ledande idéer och normer utgör en grundram i det hermeneutiska synsättet.¹⁴ Vidare kan man vid kvalitativa metoder skapa en djupare förståelse av det problemkomplex som studeras. Ett centralt moment är också att begripa problemkomplexets samband med helheten. Man använder sig bara i liten utsträckning av statistik och matematik; kunskapsyttet är primärt ”förstående”, inte ”förklarande”.¹⁵

Den kvantitativa inriktningen utgår från definitionen som metod att fixera termernas betydelse och förhindra dem från att ändra innebörd under tankens gång¹⁶. Metoderna man använder påminner mycket om de metoder som används inom naturvetenskapen; statistik, matematik och aritmetiska formler. Direktiven för hur man skall genomföra en undersökning är ganska tydliga. Det fundamentala syftet är att orsaksförklara de fenomen som är föremål för undersökningen. Detta är nödvändigt för att man skall kunna testa om hypoteserna och de uppnådda resultaten gäller för alla de enheter som vi vill utläsa.¹⁷

Vi har i vår undersökning använt oss av både kvalitativ och kvantitativ undersökningsmetodik. Metoderna vi använder oss av innehåller en sammanblandning mellan två dimensioner: karaktärsdragen hos data (kvantitativ) och undersökningens kunskapsyttet (kvalitativ).

¹² Lundahl, Skävard, ”utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer”, s. 59 ff.

¹³ Ramirez, Positivism eller Hermeneutik, s. 3 ff.

¹⁴ [http://www.infovoice.se/fou/bok/kvalmet/10000012.htm#Vad är hermeneutik?](http://www.infovoice.se/fou/bok/kvalmet/10000012.htm#Vad%20%C3%A4r%20hermeneutik?)

¹⁵ Ib Andersen, ”Den uppenbara verkligheten”, s. 31

¹⁶ Ramirez, José Luis, *Positivism eller Hermeneutik* (1998), s. 15 ff.

¹⁷ Ib Andersen, ”Den uppenbara verkligheten”, s. 31 ff

Kvalitativ i de deskriptiva delarna där vi beskriver hedgefondernas historik och dess karakteristika etc. Vi har även gått in på djupet i elektroniska intervjuer med de hedgefonder som verkar på den svenska marknaden. Även detta bör betecknas som en kvalitativ analys. De kvalitativa egenskaperna ger oss en betydelsefull granskning över att resultatet stämmer, samtidigt som vi får en sammankoppling mellan de olika metoderna¹⁸.

Metoden är kvantitativ i de avseende där vi behandlar datamaterialet och utför beräkningar av värderingsmodeller som sharpekvot och semivarians. Kategoriseringen kan grupperas som både kvalitativ och kvantitativ. Kvalitativ i hänseende av den genomgripande strukturering och intervjuutfrågning; kvantitativ i de delar som statueras av beräkningar för värderingsmodellerna.

2.5 METODKRITIK

Vid vetenskapliga undersökningar är det grundläggande att vara medveten om svagheter hos den valda metoden. I synnerhet vid kvalitativa metoder är det betydelsefullt att utreda hur valid och reliabel informationen är.¹⁹

2.5.1 VALIDITET

Många anser att validitet är det viktigaste kravet på ett mätinstrument²⁰. Frånvaron av systematiska mätfel, dvs ett mätinstruments förmåga att mäta det som man avser mäta, är en precisering av uttrycket ”validitet”.

Det finns två varianter av validitet; inre och yttre validitet. Den inre validiteten bearbetar samklängen mellan den teoretiska och den operationella definitionen.²¹

Då det inte kan sägas existera någon tydlig och övergripande officiell definition av en hedgefond, har vi vägt samman ett antal av de mest konventionella definitionerna och gjort vår egen definition av vad vi anser att hedgefonder står för. Vi har här tagit hänsyn till de problem som kan uppkomma om man utesluter några fonder eller tar med sådana som inte borde vara med, genom att utgå från finansinspektionens och lagens indelning av vad nationella fonder är. Med detta syftar vi på fonder som är klassificerade som nationella, samtidigt som de har möjlighet att använda sig av belåning, blankning och derivatinstrument; vilket traditionella värdepappersfonder inte har.

Sannolikheten att vi skulle ha missat någon hedgefond eller tagit med någon som inte borde ha inbegripits bedömer vi som liten, då alla de nationella fonderna har granskats direkt från finansinspektionens hemsida. För att försäkra oss om vilka nationella fonder som tillhör gruppen hedgefonder, har vi ringt upp alla fonder listade under denna kategori. De fondbolag som haft hedgefonder i sitt sortiment har vi tagit med, medan övriga kategorier har förkastats.

Yttre validitet behandlar överensstämmelsen av mätvärdet man får vid en operationell definition gentemot verkligheten. I vår undersökning skulle detta kunna innebära att felaktigheter i datamaterialet bidragit till låg validitet. Vi har bl a genom dubbelkontroller

¹⁸ Holme & Krohn Solvang, ”Forskningsmetodik”, s. 76 ff

¹⁹ Holme & Krohn Solvang, ”Forskningsmetodik”, s. 94

²⁰ Holme, Solvang, ”Forskningsmetodik”, s 94

²¹ Wiedersheim, Eriksson, ”Att utreda, forska och rapportera”, s. 28 ff

vid införsel av data försökt minimera risken för sådana fel och sannolikhet att vi misslyckats med någon fond uppskattas som liten.

2.5.2 RELIABILITET

Med reliabilitet åsyftas frånvaron av slumpmässiga mätfel och skevheter. Reliabilitet är således en nödvändig förutsättning för validitet. Hög reliabilitet innebär att olika forskare skall nå samma resultat vid identiskt datamaterial. Hur reliabelt resultat man når fram till beror på vilket sätt mätningarna utförts samt hur grundlig man är vid informationsbehandlingen.²²

Den kvantitativa delen av undersökningen bör kunna upprepas under samma förhållanden utan svårigheter. I den grad fel inte uppstått under bearbetning av vårt datamaterial, borde en annan studie komma fram till samma resultat. Hur stor sannolikheten är för detta har vi svårt att uttala oss om.

Kurshistoriken har tillhandahållits från Morningsstar direkt i Exceldokument och inga ändringar har gjorts innan vi börjat räkna på den. Från några av de fonder som inte rapporterar dagligen, har vi fått kurshistorik via hemsidor samt de förvaltare som kunnat erbjuda excelformat direkt.

I den kvantitativa undersökningen spelar faktorer som respondentens humör, intervjumiljö och intervjuarens uppträdande in. Ovanstående beståndsdelar kan ge upphov till snedvridningseffekter. Våra frågor har skickats ut elektroniskt (per e-post), vilket givit respondenten tid att tänka över sina svar och själv bestämma i vilken takt frågorna besvaras. Frågorna har skickats först efter telefonsamtal med respektive fondförvaltare, så det varit förberedda, medvetna och villiga att delta i undersökningen. Vi har svårt att se några allvarigare snedvridningseffekter från detta, även om det är svårt för oss att bedöma.

2.5.3 KÄLLKRITIK

När man utnyttjar sekundärdata är det självfallet viktigt att ha ett kritiskt förhållningssätt som utgångspunkt. Vidare är det väsentligt att man gör bedömningar av datamaterialet och anstränger sig att förstå eventuella begränsningar och dess karakteristiska. Vi har använt oss av tre kriterier för att granska hur säkra våra slutsatser är:²³

- Samtidskrav
- Tendenskritik
- Beroendekritik

”Samtidskravet tar upp närheten i tid mellan en källa och det som den avhandlar”²⁴. Ju större närhet, i tid och rum, som källan har haft till den studerade händelsen, desto större är utsikten att en föredömlig bild har kunnat upprättas²⁵. Hedgefondernas korta historik i

²² Lundahl, Skävad, ”Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer”, s. 152 ff

²³ Holme & Krohn Solvang, ”Forskningsmetodik”, s. 14 ff.

²⁴ Petersson, Dadvar, ”Hedgefonder”, s. 11

²⁵ Lundahl, Skärvad ”Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer”, s. 225

Sverige, flertalet under 5 år, gör det svårt att tänka sig att de inte skulle uppfylla samtidskraven. Det kan snarare uppfattas som att den kortfattade historiken och den fåtaliga litteratur som finns om hedgefonder på den svenska marknaden idag, kan komma att förändras avsevärt de kommande åren. Den problemställningen som vår uppsats ämnar behandla har överhuvudtaget inte gått att finna någon direkt motsvarighet till i svenska undersökningar.

Vid en granskning av tendenskritiken måste man fastställa om källan haft något egenintresse i det som behandlas. Informationen kan av flera olika skäl ha vinklats i val av ord, uttryck och urval av fakta; något som emellanåt kan vara svårt att se utan vidare granskning.²⁶ Beträffande författarna av de ekonomiska rapporter vi använt, kan vi inte se någon direkt anledning eller försök att vinkla sin framställning, men självfallet kan det också vara svårt att upptäcka. Finansinspektionen och Bloomberg Professional ser vi som två oberoende utgivare och vi kan inte se någon anledning att de skulle försöka vinkla den informationen vi hämtat härigenom.

En betydande del i empiriavsnittet, beskrivningen av alla hedgefonder på den svenska marknaden, är hämtat från respektive fondförvaltarnas egna framställningar av sina hedgefonder. Fondbolagens framställningar däremot, är väldigt positivt inställda till hedgefonder, vilket ju är essentiellt för företagens överlevnad. Detta har vi tagit hänsyn till och varit extra kritiska vid tillfällena då vi utnyttjat information direkt från dessa.

Vi har här även skickat ut elektroniska intervjuer samt gjort telefonintervjuer för att lättare kunna tyda och fokusera på de delar som vi ansett vara bristfälliga. Det är i princip omöjligt att få någon opartisk information om respektive fonds strategier och tillvägagångssätt utan att fråga själva fondförvaltaren eller använda sig av informationen från fondbolagens hemsidor. Därför har vi inte grävt djupare i problemet. Vi har intagit en kritisk position till den positiva bild om hedgefonders fördelar som nämnts, medan nackdelarna mer eller mindre har försumrats, och förväntar oss att detta borde reducera problemet väsentligt och öppna vägen för att nackdelarna inte förbisets.

Beroendekritik innefattar att man granskar om olika källor är beroende av varandra på något sätt och försöker hitta huvudkällan i de fall författaren har refererat till denna.²⁷ Vi har konsekvent försökt hålla oss till huvudkällor för att på så vis undvika felaktiga referat. Huruvida källorna är beroende av varandra eller inte är i vissa fall svårt att bedöma, då en stor del av vårt informationsmaterial kommer från elektroniska källor med begränsad hänvisning om detta. Intervjudelen upplever vi dock som oberoende på så vis att vi själv valt frågeställningar och infallsvinklar.

2.6 FOTNOTER

Då vi refererar till en källa utgår vi från följande:

- Står fotnoten inne i en mening gäller den ett ord eller en kort förklaring.
- Står den sist i en mening, innanför punkten, gäller det enbart den meningen.
- Är fotnoten sist i ett stycke, utanför punkten, bygger hela stycket på källan.
- Symbolen * använder vi vid svårbegripliga ord och hänvisar denna till vår bilaga "Definitioner och förklaringar".

²⁶ Wiedersheim, Eriksson, "Att utreda, forska och rapportera", s. 82 ff.

²⁷ Wiedersheim, Eriksson, "Att utreda, forska och rapportera", s. 150 ff

3 TEORI

I detta kapitel redogör vi för den teori som ligger till grund för vår undersökning. Vi inleder med att presenteras en kort historik om hedgefonder. Vidare ger vi exempel på olika definitioner av hedgefonder från externa källor vilket avslutas med en egen definition. Därefter redogör vi för hedgefondernas karaktärsdrag, risk och avkastning samt avslutningsvis några av de värderingsmodeller som används vid beräkning på fondernas risknivå.

3.1 HISTORIK

Världens första hedgefond startades 1949 i New York och förvaltades av Alfred Jones. Den stora skillnaden i Jones tillvägagångssätt jämfört med den då befintliga aktieförvaltningen var att han förutom att köpa undervärderade aktier även sålde aktier han ansåg vara övervärderade utan att ens äga dem. Det senare är vad vi numera kallar blankning*. Utöver dessa skillnader så använde han även belånade medel för investeringarna. Detta resulterade i att portföljen var mindre beroende av marknaden och mer av Jones egen förmåga att analysera aktier.²⁸

En annan nyhet var att Jones valde en rörlig och prestationsbaserad ersättning för förvaltningen, d v s en del av vinsten skulle han själv få i behållning. Genom att själv investera i fonden ville han göra gällande att förvaltarens och investerarnas intressen skulle vara liktydiga, både vad gäller strävan efter en högre avkastning men även undvikande av ett högt risktagande.

Den tungrodda svenska marknaden introducerade den första hedgefonden ”Zenit” genom Brummer & Partners först 1996, vilken idag är störst på den svenska marknaden. Dagens hedgefonder skiljer sig föga från de kriterier som Jones en gång satte upp:

- Absolut avkastning*
- Investerar själv en betydande del av sin förmögenhet.
- Använder sig av liknande instrument som Jones; såsom blankning, belåning samt derivat etc.²⁹

3.2 KÄNNETECKEN

Hedgefondsförvaltaren har som sagt alltid en betydlig del av sin privata förmögenhet investerad i fonden de förvaltar. På detta sätt sammanfaller förvaltarens och de övriga

* Blankning förklaras i bilaga 2 “Definitioner och förklaringar”

²⁸ Lavino, Stefano; “The hedge fund handbook”; McGraw-Hill 2000

* Absolut avkastning förklaras i bilaga 2 “Definitioner och förklaringar”

²⁹ Brummer & Partners, www.brummer.se

investerarnas intressen, inte bara i strävan efter hög avkastning utan också i att undvika ett högt risktagande.

När man talar om hedging i finansiella sammanhang syftar man ofta på en minskning av risker genom användning av olika finansiella instrument.

Främsta kännetecknet är att oberoende av hur marknaden går så ska avkastningen vara positiv. Man använder sig av absoluta avkastningsmål i motsats till traditionella fondförvaltare som brukar använda sig av relativa mått, vanligtvis ett branschindex eller globalt index.³⁰ Vidare har man större investeringsfrihet i hedgefonder än vanliga aktiefonder, både gällande de instrument som får användas och hur innehaven tillåts koncentreras. Alltså bör en investering i en sådan innebära att man som placerare är mer utlämnad åt förvaltarens kompetens och strategier, som kan skilja sig kraftigt mellan olika fondbolag och inriktningar.

Nedan beskriver vi några karakteristiska områden för hedgefonder.

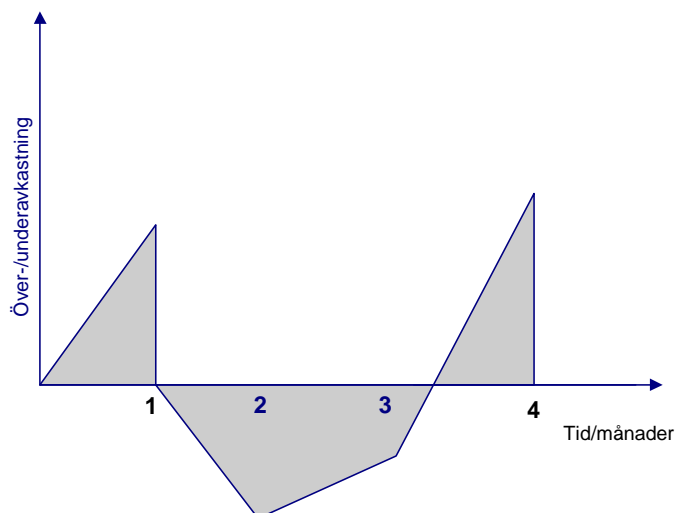
3.2.1 HÖGVATTENMÄRKE OCH FÖRVALTNINGSARVODE

Ett högvattenmärke för hedgefondförvaltaren kan jämföras med ett index för aktiefondförvaltaren. Högvattenmärket brukar motsvara den riskfria räntan, exempelvis SSVX90 dagar, men även andra jämförelsetal kan förekomma då varje fondbolag har rättighet att välja sitt eget högvattenmärke.

Högvattenmärket kan beskrivas som ett rörligt, resultatbaserat förvaltningsarvode som bygger på den avkastning fonden genererat under perioden. Den del av vinsten som överstiger högvattenmärket tar förvaltaren ut som arvode, vanligtvis brukar detta ligga runt 20 %. Detta skiljer dem från vanliga traditionella aktiefonder som enbart debiterar ett fast förvaltningsarvode och har relativa avkastningsmål såsom bransch- eller generalindex.

För att lättare förstå hur det fungerar illustrerar vi med ett exempel. I vårt fall utgår vi från en fond som beräknar sin prestationsbaserade avgift månadsvis. Den horisontella axeln visar tidshorisonten medan den vertikala visar under- eller överavkastningen.

³⁰ www.brummer.se/hedgefunds.html

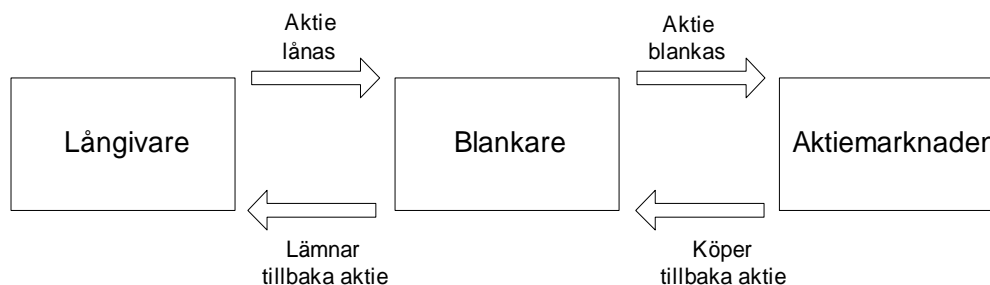


Figur 1. Beskrivning om det rörliga förvaltningsarvoder³¹.

Under det första kvartalet lyckas fonden prestera avkastning som överstiger högvattenmärket. Då medför det att ett arvode tagits ut och förhållandet mellan fondens avkastning och högvattenmärke nollställs. Under andra månaden går fonden sämre än sitt högvattenmärke vilket innebär att inget arvode erhålles. Under tredje månaden lyckas fonden ta igen lite, men når fortfarande inte upp till högvattenmärket, alltså inget arvode här heller. Däremot lyckas fonden prestera ett bra resultat under månad fyra, som överträffar högvattenmärket. Arvode kan inkasseras först då underavkastningen komparerats och högvattenmärket överträffats. Då nollställs förhållandet mellan fondens avkastning och högvattenmärket.³²

3.2.2 BLANKNING

En hedgefond kan välja att blanka aktier, alltså betala en avgift i form av en månadsränta för att låna aktier av andra investerare. Förvaltaren säljer aktierna utan att fonden äger aktierna. Efter en period köper fonden tillbaka aktierna, förhoppningsvis till ett lägre pris än det pris som man lånade för. Därefter återlämnas aktierna till långivaren.



Figur 2. Bild på tillvägagångssättet vid blankning av aktier.

³¹ Källa: Niclasen, Nilsson, "Prestationsrelaterade fondavgifter", s 34

³² Bergenudd, Petrén; "Hedgefonder En deskriptiv och normativ studie", s 18

3.2.3 BELÅNING

De flesta hedgefonderna kan få belåna fondens tillgångar under förutsättning att de begärt undantagstillstånd under §3 lagen 1990:1114 av Finansinspektionen. Mer om de legala aspekterna behandlas senare i kap 4.3. Belåningen används i ett flertal investeringsstrategier för att öka exponeringen (hävstången) eller risken.

3.3 RISK OCH AVKASTNING

Som investerare tvingas du ta risker för att få högre avkastning än den riskfria räntan (den avkastning du erhåller om du placerar i en riskfri tillgång såsom stadsskuldväxlar).

Den effektiva räntan på en 3-månaders stadsskuldväxel är i skrivande stund 4,24 %³³. Om du däremot placerar i risktillgångar som fonder, obligationer aktier, optioner och terminer, har du möjlighet att få ut högre avkastning än den riskfria räntan. Du måste dock vara beredd på stora värdeförändringar i din placering och ju mer värdet varierar desto mer osäkert blir utfallet av den framtida avkastningen.

Risken kan vara av två slag:

Systematisk risk:

Påverkar alla tillgångar mer eller mindre och kallas ibland för marknadsrisk³⁴. Kan t. ex vara konjunkturedgångar, räntehöjningar, stora politiska händelser etc.

Icke systematisk risk:

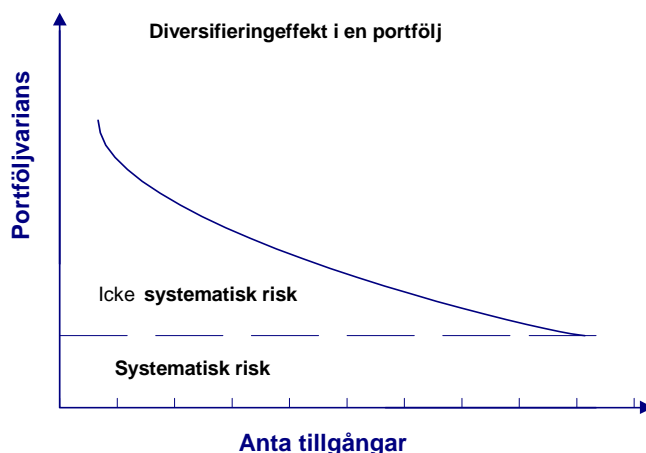
Bolagsrisk och branschrisk. Bolagsrisk är alla faktorer som kan få ett bolags aktiekurs att falla. Exempelvis minskad omsättning av företagets varor och tjänster eller minskat förtroende för företagsledningen. Branschrisk kan definieras som faktorer som kan innebära lågkonjunktur för den specifika branschen som aktien är relaterad till. Det kan handla om marknadstrender eller produktförbud och substitut.

Total risk = Systematisk risk + Icke systematisk risk

För att minimera riskerna bör man välja aktier så att den icke systematiska risken diversifieras bort. Det gör man genom att välja ett par aktier i varje bransch.

³³ <http://www.stockholmsborsen.se/>; 2002-05-25

³⁴ Ross, Westerfield, Jaffe, "Corporate Finance", s 273



Figur 3. Bild på fördelningen av den totala risken.³⁵

3.4 VÄRDERINGSMODELLER

Under detta avsnitt kommer vi att beskriva några av de mest praktiserade riskmåten, hur de är uppbyggda samt vad de skildrar.

3.4.1 CAPM

CAPM (Capital Asset Pricing Model), är en modell från finasteorin som ger en exakt beskrivning av relationen mellan avkastning och risk för ett enskilt instrument. Modellen bygger bland annat på antagandet att alla investerare har samma förväntningar och tidshorisont. Vidare säger den att det råder ett linjärt samband mellan en akties förväntade avkastning och risk, samt att man kan låna respektive placera i en riskfri tillgång till samma ränta. CAPM antar också att aktörerna handlar rationellt och vidmakthåller en portfölj som innehållsmässigt motsvarar marknadsportföljen. I praktiken så begränsas användbarheten av modellen på grund av dessa antaganden.

CAPM:

$$R_i = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

Där

R_i = förväntad avkastning för aktien

R_f = riskfri ränta

R_m = förväntad avkastning på marknadsportföljen

β = betavärdet för aktien/portföljen

Modellen prissätter alla tillgångar i termer av marknadsrisk, d v s betavärdet. Betavärdet för marknadsportföljen är ett; en portfölj som har ett betavärde under ett har alltså en lägre

³⁵ Källa: Ross, Westerfield, Jaffe, "Corporate Finance", s 263

risk än marknadsportföljen medan ett betavärde över ett indikerar en högre risk än den samma.

Vi har inte haft möjlighet att använda oss av denna värderingsmodell, då vi inte haft tillgång till fondernas betavärde.

3.4.2 SHARPEKVOT

Det mått som allmänt används vid bedömning av den riskjusterade avkastningen i fonder är den av William F. Sharpe utarbetade Sharpekvoten.³⁶ Sharpekvoten är ett mått som talar om vilken avkastning per riskenhet som fondförvaltaren lyckas generera.

$$\text{Sharpekvot} = \frac{(R_p - R_f)}{\sigma}$$

Där:

R_p = hedgefondens genomsnittliga avkastning

R_f = riskfri ränta

σ = standardavvikelsen i hedgefondens avkastning

I modellens täljare visas förhållandet mellan hedgefondens överavkastning och en alternativ placering i den riskfria räntan, medan nämnaren visar standardavvikelsen i dess avkastning.

Denna värderingsmodell är vanlig förekommande bland fondbolagen och vi har valt att använda oss av den eftersom den ger ett värde som talar om förhållandet mellan avkastning och risk hos fonderna. Ju högre värde desto bättre.

3.4.3 TREYNORS INDEX

En variant till föregående riskmått är Treynors index.

$$\text{Treynorsindex} = \frac{(R_p - R_f)}{\beta}$$

Där

R_p = portföljavkastningen

R_f = riskfri ränta

β = aktieportföljens betavärde

Modellen påminner i hög grad om sharpekvoten, då täljaren är densamma. Skillnaden ligger i nämnaren som visar portföljens systematiska risk β . Betavärdet mäter förhållandet till den systematiska risken, medan standardavvikelsen hur fondens värdeutveckling rör sig gentemot sitt genomsnitt. Man kan uttrycka Treynors index som relationen mellan överavkastningen och marknadsrisken.

³⁶ <http://www.stanford.edu/~wfsarpe/home.htm>

Vi har dock inte haft tillfälle att använda oss av denna modell, då vi inte haft tillgång till fondernas betavärde.

3.4.4 JENSENS ALFA

Ett annat utvärderingsmått är Jensens alfa som visar hur den faktiska avkastningen har varit jämfört med den förväntade avkastningen enligt CAPM.

$$\text{Jensens alfa} = \alpha_p = R_p - (R_f + \beta_p * (R_p - R_f))$$

Alfa mäter en förvaltares skicklighet att generera överavkastning gentemot ett jämförelseindex, d v s om den varit placerad på Security Market Line, som löper mellan det riskfria alternativet och marknadsportföljen³⁷. Är alfa lika med noll i CAPM så har förvaltaren inte lyckats producera överavkastning medan ett positivt värde innebär att förvaltaren uppnått en riskjusterad överavkastning.

Återigen, avsaknaden av betavärdet gör att orsakar att vi inte haft tillfälle att använda oss av denna modell vid risknivåberäkningar av fonderna.

3.4.5 SEMIVARIANS

Semivarians är ett nersidesriskmått* som Markowitz arbetade med. Detta gjorde han av två anledningar; dels för att han menade att endast nersidesrisk är relevant ur ett investerarperspektiv och dels för att avkastningar på investeringar inte nödvändigtvis är normalfördelade³⁸. Han visade att om fördelningarna är normalfördelade så är variansen tillräckligt som riskmått, men om normalfördelning inte gäller, så ger endast nersidseriskmått korrekta resultat³⁹.

$$\text{Semivarians} = \frac{i}{(m-1)} \sum [\text{Max}(\tau - r_p; 0)]^2$$

Där:

M = antal observationer

τ = målvärde (taget value)

R_p = portföljens avkastning

Maximeringsfunktionen gör att endast avkastningsvärden som understiger τ medför positiva riskvärden⁴⁰.

Som investerare är man självfallet intresserad av hur mycket man kan förlora av sitt investerade kapital, därför valde vi att använda oss av denna värderingsmodell i våra beräkningar på fondernas risknivå.

³⁷ Ganslandt, Kjellson; "Analys och urval av svenska hedgefonder med Lower Partial Moments-modellen", s 19

* Nersidesrisk förklaras i bilaga 1 "Definitioner och förklaringar"

³⁸ Ganslandt, Kjellson; "Analys och urval av svenska hedgefonder med Lower Partial Moments-modellen", s 21

³⁹ Nawrocki, D, "A Brief Review of Downside risk measures", Journal of Investing, 8, (1999) s 9-26.

⁴⁰ Ganslandt, Kjellson; "Analys och urval av svenska hedgefonder med Lower Partial Moments-modellen", s 21

4 MARKNADSBESKRIVNING

I detta kapitel redogör vi för hur den svenska marknaden ser ut idag. Vidare tittar vi på legala aspekter och några placeringsbestämmelser. Avslutningsvis tar vi upp de olika strategierna som finns och redogör för dessa.

4.1 NATIONELLA FONDER

Nationella fonder skiljer sig i vissa avseenden från aktiefonder i placeringsbestämmelserna. Gemensamt för de nationella fonderna är att man har vissa godkända undantagstillstånd från vanliga värdepappersfonder av finansinspektionen. Några av de vanligaste undantagen man har från lagen kommer behandlas i kap 4.3 Legala aspekter. De nuvarande nationella fonderna kan delas in i följande kategorier⁴¹:

- Fond-i-fonder / fondandelsfonder
- Indexfonder
- Aktiefonder som avviker från placeringsbestämmelserna.
- Hedgefonder

I dagsläget finns det 19 hedgefonder som räknas till kategorin nationella fonder. Några av dessa är relativt nya och har endast varit verksamma under några månader. Enbart nio stycken av hedgefonderna är äldre än två år och fem stycken har introducerats under de första fem månaderna år 2002. Den nyaste, Pensers Capitals hedgefond, introducerades för bara några dagar sedan.

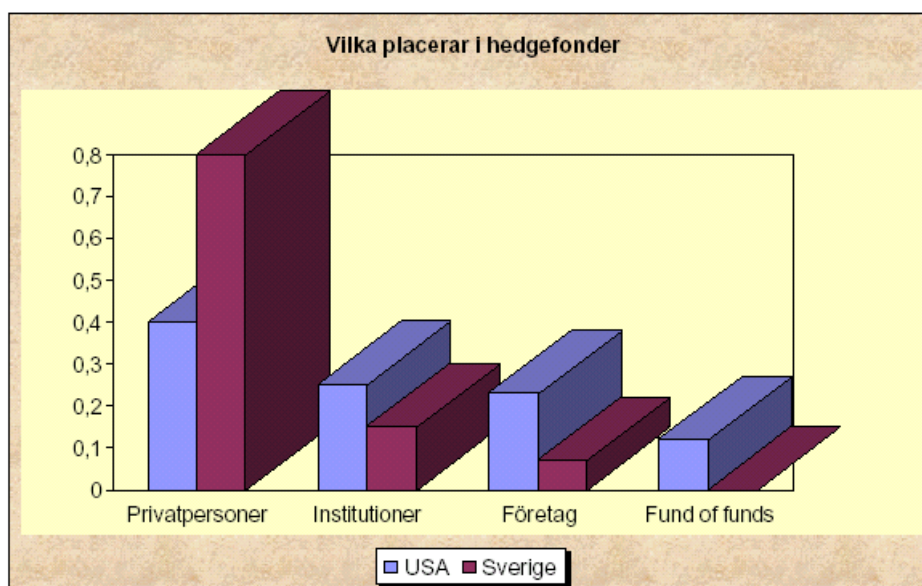
De två största hedgefonderna som finns på marknaden idag är Zenit och Nektar, vilka båda tillhör Brummer & Partners. Det är dessa fonder som ofta figurerar i medierna och statueras som idealiska exempel. Zenit var för övrigt den första hedgefonden som lanserades på den svenska marknaden och har varit väldigt framgångsrik. Dess ackumulerade avkastning sedan starten har varit över 600 %.

4.2 INVESTERARE I HEDGEFONDER

Vid introduceringen av hedgefonder i Sverige var denna sparform riktad till förmögna investerare med en lägsta kapitalinsats på minst en miljon kronor. De senaste åren har många nya spelare etablerat sig på marknaden och sett möjligheterna att få in kapital genom att sänka insättningsgränserna.

Till skillnad från aktiefonder som har en större spridning av investerare, så har hedgefonderna färre andelsägare men större kapital investerat per kund. I figur 4 nedan har vi en tabell som visar fördelningen mellan olika investerargrupper i Sverige jämfört med USA.

⁴¹ Personlig intervju med Christina Westerling, Bank & värdepapper; (www.finansinspektionen.se)



Figur 4. Tabellen visar fördelningen av olika investerare i en hedgefond⁴².

I Sverige förefaller fortfarande förmögna privatpersoner stå för huvuddelen av investeringarna i hedgefonder (80 %), medan institutioner och företag fortfarande står för en väldigt liten andel (under 20 %) jämfört med USA. På den mognare amerikanska marknaden är ungefär 40 % av placerarna privatpersoner, knappt 50 % institutioner och företag, medan fond-i-fond står för resterande andel. Det framstår som andelen svenska företag och institutioner kommer placera allt mer kapital i hedgefonder, med 7:e AP-fonden som ett exempel på institutioner som valt hedgefonder som placeringsalternativ.⁴³

4.3 LEGALA ASPEKTER

De nationella fonderna styrs som vi tidigare nämnt inte av de placeringsbestämmelser som vanligtvis gäller för aktiefonder i lagen om värdepappersfonder (1990:1114). I stället definierar de sina egna placeringsregler. De kan alltså förekomma vitt skilda regler och undantag som fondbolagen fått bifallna, vilka återfinns i fondbestämmelserna. Några av de vanligaste undantagen har vi nedan valt att ta upp.

§ 13 Fondbolaget får inte i fondverksamheten

- Ta upp eller bevilja penninglån
- Gå i borgen
- Sälja fondpapper som fonden inte förfogar över.

§ 19 Innehav av samme emittent får utgöra:

- Högst 5 procent av fondens värde.
- 10 procent av fondens värde om det sammanlagda innehavet av tillgångar av samma slag, t ex aktier eller obligationer uppgår till högst 40 procent av

⁴² <http://www.cicerofond.se/hedgепresentation.privat.pdf>

⁴³ Källa: 7e AP-fonden. (<http://www.ap7.se>)

fondens värde, eller 25 procent om de består av obligationer utfärdade av ett kreditinstitut som har säte i ett land inom EES och som enligt lag underkastat särskild offentlig tillsyn avsedd att skydda innehavare av obligationer under förutsättning att det sammanlagda värdet av dessa tillgångar uppgår till högst 80 procent av fondens värde.³⁵ 35 procent av fondens om de är utfärdade eller garanterade av stat, kommun eller statlig/kommunal myndighet i ett land inom EES.

§ 30 - Fondbolaget skall fortlöpande och minst en gång i veckan beräkna och på lämpligt sätt offentliggöra fondandelsvärdet.

4.4 KATEGORISERING – STRATEGIINDELNING

Att ha medvetenhet och förståelse av karakteristiken (de utmärkande dragen) på de många olika hedgefondstrategier som finns på marknaden idag är nödvändigt för att kunna utnyttja mångfalden av investeringsmöjligheter som finns⁴⁴. Det är viktigt att kunna skilja mellan de olika hedgefondstrategierna eftersom alla hedgefonder inte är likadana; investeringens avkastning, volatilitet och risk varierar oerhört mellan olika hedging strategier.⁴⁵

En populär missuppfattning är att alla hedgefonder är volatila, att de alla använder globala makrofondstrategier (se beskrivning nedan) och placerar stora riktade satsningar i aktier, valutor, obligationer och råvaror, medan de använder en stor hävstångseffekt. I verkligheten är endast 5 % av hedgefonderna globala makrofonder. Det huvudsakliga syftet med de flesta hedgefonder är att reducera volatiliteten och därmed risken, medan man försöker skydda kapitalet och leverera en positiv absolut avkastning under alla marknadsförhållanden.⁴⁶

Idag finns det minst 20-tal välavgränsade investeringsstrategier som man brukar tala om, alla med olika grader av risk och återbäring⁴⁷.

Vi har nedan valt att beskriva några av de vi förutspått skulle vara de vanligaste och mest använda strategierna i Sverige samt de internationellt oftast utnyttjade metoderna.

I rubriken för varje strategi använder vi inom parentes, med kursiv stil, den ursprungliga amerikanska benämningen (vilken den svenska förklaringen är översatt från⁴⁸).

Definitionen av indelningen ”förväntad volatilitet” i nedan nämnda strategier är hämtad från The Hedge Fund Association, en internationell ideell förening för hedgefondförvaltare och investerare i hedgefonder⁴⁹.

Aggressiv tillväxt (*Aggressive Growth*)

Investerar i aktier som förväntas uppleva en acceleration i tillväxt av vinst/aktie⁵⁰.

Generellt höga P/E ratios, låg eller ingen utdelning och ofta små eller mycket små företag

⁴⁴ Magnum Fonder (www.magnum.com)

⁴⁵ Dion Friedland, Chairman, Magnum Funds (www.magnum.com)

⁴⁶ Magnum Funds (www.magnum.com)

⁴⁷ Lavino, Stefano; *“The hedge fund handbook”*; McGraw-Hill 2000

⁴⁸ Översatt med Wordfinder 2000 Professional

⁴⁹ The Hedge Fund Association, <http://www.thehfa.org/AboutUs.cfm>

⁵⁰ Van Hedge (www.vanhedge.com)

vars aktier väntas erfara en snabb utveckling⁵¹. Dessa fonder kan specialisera sig på olika sektorer, såsom teknologi, bioteknologi eller finanssektorn. Vanliga strategier är att hedga genom att blanka aktier där intäkterna är en besvikelse eller genom att blanka aktieindex.

- Förväntad volatilitet: Hög

Blankning (*Short Selling*)

Blankning går ut på att hitta övervärderade aktier/företag eller företag med någon form av problem som gör att man inte tror på dem, vilka man går ”kort” i, d v s blankar⁵². Man kan även blanka för att gå emot en nedåtgående marknadstrend (bearish). Ett flertal av förvaltarna använder detta som en hedge för att utjämna portföljer med aktier vilket medför att avkastningen inte blir korrelerade med vanliga aktieindex.⁵³ Detta är för övrigt en mycket vanlig strategi som passar in i flertalet av de andra strategierna.

- Förväntad volatilitet: Väldigt Hög

Fond-i-fond (*Funds of Funds*)

En kategori som huvudsakligen placerar i andra hedgefonder. Denna blandning av olika investeringsstrategier skapar diversifierade investeringsmedel för dess investerare.⁵⁴ Innevarande mix syftar att tillhandahålla en mer stabil och långsiktig återbetalning än någon av de individuella fonderna. Volatiliteten kan variera kraftigt beroende på den mix av strategier som används.⁵⁵

- Förväntad volatilitet: Låg – Medel – Hög

Global makrofond (*Global Macro*)

Dessa globala hedgefonder har ambitioner att delta i alla större marknader, vars syfte är att tjäna pengar på förändringar i den globala ekonomin. Typiskt sammanhängande med dessa fonders placeringsinriktning är växlingar i regeringspolicy, som påverkar räntesatser vilket i sin tur påverkar alla finansiella instrument. Man använder sig följaktligen av alla typer av finansiella instrument vars priser huvudsakligen är direkt influerade av marknadstrender och kan göra spekulationer i aktier, råvaror, valuta och obligationer för att nämna några.⁵⁶

Ofta är dessa typer av fonder högt belånade, vilket man gör för att höja hävstångseffekten och genomslagskraften av marknadens rörelser, när man försöker tjäna pengar på att prognostisera åt vilket håll marknaden ska röra sig. Det är denna hävstångseffekt i direkta satsningar åt vilket håll marknaden skall röra sig, ofta inte hedgade, som har störst inverkan på utvecklingen av makrofonderna och resulterar i den höga volatilitet som upplevs hos flertalet av fonderna.⁵⁷

När media gör utläggningar och framställningar om hedgefonder som gått väldigt dåligt är det i synnerhet dessa fonder man syftar på. I verkligheten använder sig mindre än 5 % av global makrostrategin, vilken blivit känd genom fonder såsom Tiger, Quantum och Strome⁵⁸.

⁵¹ Magnum Fonder (www.magnum.com)

⁵² Van Hedge (www.vanhedge.com)

⁵³ Magnum Fonder (www.magnum.com)

⁵⁴ Van Hedge (www.vanhedge.com)

⁵⁵ Magnum Fonder (www.magnum.com)

⁵⁶ Magnum Fonder (www.magnum.com)

⁵⁷ The Hedge Fund Advisors (www.thehfa.org)

⁵⁸ Van Hedge Fund Advisors (www.vanhedge.com)

- Förväntad volatilitet: Väldigt hög

Händelsedrivna strategi (Event Driven)

I denna förvaltningsstrategi placerar man i händelsedrivna situationer såsom fusioner, fiendliga uppköp, reorganisationer eller nyheter såsom rapporter etc. Detta kan involvera köp av aktier i företag som blir förvärvade samtidigt som man blankar aktier i det förvärvade bolaget, med förhoppning att tjäna pengar på spreaden mellan det nuvarande marknadspriset och det slutliga uppköpspriset av företaget.⁵⁹ Förvaltaren kan också involvera derivatinstrument och/eller belåning för att höga hävstången eller hedgar för att minska marknadsrisken.⁶⁰

- Förväntad volatilitet: Medel

Kassaflödesstrategi (Income)

Fondförvaltaren investerar med huvudsaklig fokus på företag med hög direktavkastning och stabilt kassaflöde. Kan använda hävstångseffekter när man köper obligationer.⁶¹

- Förväntad volatilitet: låg

Marknadsneutral arbitrage (Market Neutral Arbitrage)

En förvaltningsstrategi där förvaltaren försöker utnyttja pris ineffektivitet mellan relaterade instrument, för att tjäna pengar på de kursskillnader som kan uppkomma. Man försöker kombinera positioner i olika värdepapper med vilka förvaltaren ämnar neutralisera den systematiska risken. Fonderna i denna kategori har vanligtvis en låg eller ingen korrelation till aktiemarknaden som helhet.⁶²

Här följer ett exempel på hur en marknadsneutral arbitrage position kan se ut:

Ett företags A- och B-aktier har enligt förvaltaren större skillnad i värdering än vad som är rimligt. Förvaltaren tycker att företagets A-aktie är för högt värderad jämfört med B-aktien som han menar är för lågt värderad. Han går då in och blankar A-aktien och köper B-aktien. Om "glappet" mellan A- och B-aktien minskat i rätt riktning har förvaltaren således tjänat pengar på både innehaven.

Denna strategi är väldigt vanlig, framför allt i räntebärande papper men förekommer också flitigt i aktie- och derivathandel. Historisk utveckling av hedgefonder förefaller baseras på utnyttjandet av marknadens ineffektivitet. På den förväntade tillväxten i utbudet av dessa ineffektiviteter, kommer fördelarna i hedgefundsinvesteringar rimligtvis inte minskas den närmaste tiden.⁶³

- Förväntad volatilitet: Låg

Marknadsneutral värdepappershedging (Market Neutral Securities Hedging)

Fondförvaltare inom denna strategi placerar i lika grad i aktier samtidigt som de blankar, generellt i samma sektor. De försöker välja ut värdepapper som undervärderade vilka de köper, medan de blankar de som anses övervärderade.

Marknadsrisken är i hög grad reducerad, men effektiv fundamental aktieanalys är grundläggande för att uppnå meningsfyllda resultat. Hävstångseffekter i form av belåning kan användas för att öka vinsten, i en strategi som har låg eller ingen korrelation med

⁵⁹ The Hedge Fund Association (www.thehfa.com)

⁶⁰ Magnum Fonder (www.magnum.com)

⁶¹ Van Hedge (www.vanhedge.com)

⁶² The Hedgefond Association (www.thehfa.org)

⁶³ The Hedgefond Association www.thehfa.org, "Why Hedgefunds Make Sense", Morgan Stanley Dean Whitter, s. 1, Nov 2000.

aktiemarknaden. Använder emellanåt indexterminer för att hedga ut den systematiska risken⁶⁴.

- Förväntad volatilitet: Låg

Marknadstajming (*Market timing*)

I denna strategi skiftar mellan olika tillgångsklasser i ett försök att tajma varierande marknader och dess framtidsutsikter. Portföljens tonvikt kan pendla kraftigt mellan olika tillgångsklasser. Oförutsägbarheten om marknadens rörelser och svårigheten att punkligt tajma inträde och uttåg i marknaden ökar volatiliteten för denna strategi.⁶⁵

- Förväntad volatilitet: Låg – Medel – Hög

Multistrategi (*Multi Strategy*)

Här använder man sig av flervalsstrategier eller multistrategier, vilket innebär att man inte är begränsad att placera inom ett enskilt fack. Varierande strategier används samtidigt för att realisera kort- och långsiktiga vinster. Man kan t. ex följa marknadstrender enligt mottot ”the trend is your friend”. Är marknaden uppåtgående köper man aktier, medan man vid negativa marknadstrender huvudsakligen blankar.⁶⁶ Man kan även använda sig av flera olika synsätt samtidigt, såsom att investera i aggressiv tillväxt och händelsedrivna strategier samtidigt som man har en del av kapitalet i värde/potentiella strategier, även detta för att tillsammans realisera lång- och kortsiktiga vinster. Denna typ av multistrategier tillåter förvaltaren att övervikta och undervikta olika strategier för att bäst dra fördel av aktuella investeringströmningar.⁶⁷

- Förväntad volatilitet: Varierande

Tillväxtmarknader (*Emerging Markets*)

Här sker investeringarna, som namnet antyder, på yngre finansiella marknader vilka har en benägenhet att vara mindre utvecklade och där inflationen och volatiliteten är högre än de övriga handelsplatserna. Dessa marknader är definierade av Världsbanken som länder med en GDP per capita (bruttonational produkt) lägre än US\$ 7620. Dessa länder tenderar vara lokaliserade i latinamerikanska-, afrikanska-, östeuropeiska- och stillahavsasiatiska regioner.⁶⁸

Aktier och räntebärande papper är det främsta instrumentet som används, då blankningsstrategier oftast inte är tillåtet på dessa marknader. Detta medför att effektiv hedging ofta inte är möjligt, även om Brady debt (långsiktiga räntebärande skuld-papper) delvis kan hedgas via U.S Treasury futures (amerikanska räntebärande papper) och valutamarknaden.⁶⁹

- Förväntad volatilitet: Väldigt hög

Trängda situationer (*Distressed Securities*)

Investeringar sker främst i aktier och räntebärande papper hos konkursmässiga företag eller firmor som står inför en rekonstruktion/omorganisering eller andra trängda situationer. Även fordringar kan köpas av dessa företag med stor rabatt. Fondförvaltaren

⁶⁴ The Hedge Fund Association (www.thehfa.org)

⁶⁵ Magnum Fonder (www.magnum.com)

⁶⁶ The Hedgefond Association (www.thehfa.org)

⁶⁷ Van Hedge (www.vanhedge.com)

⁶⁸ Vane Hedge (www.vanhedge.com)

⁶⁹ Magnum Fonder (www.magnum.com)

försöker köpa dessa värdepapper till ett lågt, exekutivt pris i förhoppning att investeringen kommer omvärderas när företaget stiger upp från den trängda situationen.⁷⁰

Vinster tilldelas som ett resultat av marknadens brist på förståelse av det faktiska/korrekta värdet på de kraftigt rabatterade värdepapperna och p.g.a. att majoriteten av de institutionella investerarna inte kan äga "below investment grade" värdepapper⁷¹. (Säljtrycket skapar den stora rabatten).

- Förväntad volatilitet: Låg - Medel

Värde/potentiell (Value)

Investerar i värdepapper som uppfattas säljas till kraftig rabatt (jmf. Distressed Securities) jämfört med deras inneboende eller potentiella värde⁷². Sådana värdepapper är kanske inte lika populära/uppföljda av media och/eller kan vara mindre följda av analytiker.

Långsiktighet, tålmod och stark disciplin är ofta nödvändigt innan det ultimata värdet är erkänt/igenkännligt av marknaden.⁷³ Som utjämning kan förvaltare inom detta segment ofta använda blankning av värdepapper de anser övervärderade⁷⁴.

Övriga

Det finns även ett antal sektorbaserade fonder, såsom: medicin, finansiella tjänster, media/kommunikation, telekommunikation etc. Dessa fonder brukar ha minst 50 % av sina portföljer i instrument tillhörande namnet på fonden. Dessa tar vi av utrymmesskäl och tidsbrist inte upp, då inga svenska fonder tydligt inriktat sig inom ett sådant segment.

⁷⁰ The Hedge Fund Association (www.thehfa.com)

⁷¹ Magnum Fonder (www.magnum.com)

⁷² Van Hedge (www.vanhedge.com)

⁷³ Magnum Fonder (www.magnum.com)

⁷⁴ Van Hedge (www.vanhedge.com)

5 EMPIRI

I detta kapitel redogör vi för vår empiriska undersökning. Vidare gör vi en beskrivning av hur data bearbetats och hur indelningen av fonderna i olika kategorisering genomförts. Slutligen redogörs vilka beräkningar som gjorts och framför allt vilka resultat som vi kommit fram till.

5.1 TILLVÄGAGÅNGSSÄTT

Vår undersökning omfattar svenskregistrerade hedgefonder under tidsperioden 1996-07-01 – 2002-05-01. Det relativt låga antal hedgefonder och den begränsade kurshistorik leder till att det skapas svårigheter i den empiriska undersökningen⁷⁵. Dessa svagheter består i att antalet mätpunkter blir för få för att man ska dra statistiskt hållbara slutsatser om materialet, vilket kommer att beaktas i analysen⁷⁶.

Av alla verksamma svenskregistrerade hedgefonder, vilka till antalet är 19 stycken, har vi valt att undersöka de 15 hedgefonderna som vi tar upp i figur 5. Resterande fyra har fallit bort av följande skäl:

- Helios (Brummer & Partners), då det är en s k Fond-i-fond.
- Hedge Fund (Penser Capital) då de varit verksamma mindre än 2 år. (Fonden startade för övrigt sin verksamhet 2002-05-14)
- Rex (Cicero) Ciceros hedgefond *Rex* har vi valt att inte bearbeta dels för dess korta historik men framför allt efter informationen vi erhållit genom telefonintervju med dess förvaltare. Vi blev där upplysta om att fonden inom det närmaste kommer att gå ihop med Ciceros andra fond (Cicero Hedgefond). Vidare fanns inga tillgängliga prospekt eller information om fonden på deras hemsida eller via Morningsstar.
- Unitfond Multihedge (Unitfond), s k Fond-i-fond.

⁷⁵ Ganslandt, Kjellson; "Analys och urval av svenska hedgefonder med Lower Partial Moments-modellen", s 36

⁷⁶ Ganslandt, Kjellson; "Analys och urval av svenska hedgefonder med Lower Partial Moments-modellen", s 36

Nedan presenteras vilka fonder som vi tillhandahållit elektroniska svar från, samt deras respektive värdeutveckling och dataform.

	Erhållna svar på frågeformulär	Erhållen värdeutveckling	Dataform Dags-/månadsdata
1. BANCO HEDGE	Ja	Ja	Dagsdata
2. CICERO HEDGE	Ja	Ja	Månadsdata
3. EIKOS	Ja	Ja	Månadsdata
4. EUROPEAN EQUITY HEDGE	Ja	Ja	Dagsdata
5. FUTURIS	Ja	Nej	-----
6. FYRSPANNET	Nej	Nej	-----
7. HEDGEFOND AKTIE EUROPA	Ja	Ja	Dagsdata
8. MANTICORE	Ja	Ja	Månadsdata
9. NEKTAR	Nej	Ja	Månadsdata
10. LYNX	Ja	Ja	Dagsdata
11. INTRINSIC	Nej	Ja	Dagsdata
12. SEB HEDGEFOND EQUITY	Ja	Ja	Månadsdata
13. TANGLIN	Ja	Ja	Dagsdata
14. TREVISE	Ja	Ja	Månadsdata
15. ZENIT	Nej	Ja	Månadsdata

Figur 5. Tabell över erhållna svar på frågeformulären samt erhållen värdeutveckling på ovanstående hedgefonder.

De fonder som vi enligt tabellen erhållit data från samt svaren från frågeformuläret ligger till grund för vår ranking och ingår som en del i vår kategorisering av varje enskild hedgefond.

5.2 KATEGORISERING

Det är dock inte alltid möjligt att dela in varje hedgefond i ett enskilt fack, då det beror på vilken strategi de valt som utgångspunkt, konjunkturkänslighet/marknadsläget, politiska händelser såsom räntepolitik och strategiernas avgränsningar kan ge fonden svårigheter att passa in i endast en strategi. Det kan i o f sig lösas genom att man kallar fondens inriktning ”multistrategi”, men då kan man inte se någon av dess egentliga strategier i kategoriseringen. Genom att tillåta kombination av olika strategier menar vi istället att man får en tydligare framställning av vilka kategorier som fonderna använt sig utav.

Efter att ha studerat hedgefonderna på den svenska marknaden ska vi kategorisera de olika fonderna utifrån respektive fonds strategi, samt vilka instrument som används vid förvaltningen. Detta utifrån de redan existerande amerikanska grupperingarna, vilka vi sedan applicerar på den svenska marknaden.

Att påpeka inför kategoriseringen:

Då övrig källhänvisning inte anges under kapitlet om kategorisering har data hämtats från respektive fondbolags prospekt och/eller hemsida. Alla dessa källor anges för övrigt under källförteckning i slutet av uppsatsen.

Figur 6 visar de instrument som respektive fond har använt sig utav i sin fondförvaltning under den senaste 12 månaders perioden. Kommentarer och reflektioner kommer under tabellen.

Instrument som använts i fondförvaltningen den senaste 12 månaders perioden.

	Baroo Hedge	Cicero Hedge	Eikos	European Equity Hedge	Futuris	HIB Hedgefond Aktie Europa	Lynx	Mantcore	SEB Hedgefond	Tanglin	Trevese
Aktier	X	X	X	X	X			X	X	X	X
Aktieswappar						X			X	X	
Belåning			X	X	X		X				
Blankning	X	X	X	X	X	X		X	X	X	X
Optioner	X	X	X	X	X				X	X	
Räntebärande papper	X		X	X	X	X	X	X	X	X	X
Terminer	X	X		X		X	X	X	X	X	X
Valutaspekulering			X	X		X	X			X	

Figur 6. Instrument som använts i fondförvaltningen de senaste 12-månaders perioden.

Efter utskick av elektroniska intervjuer inväntade vi svaren på dessa, vilka vi därefter sammanställde. Lite oväntat var att det inte fanns ett enda instrument som använts genomgripande av alla fonder. Innan undersökningen ägt rum hade vi förutspått att åtminstone aktier och blankning skulle vara något alla fonder använde sig utav, dels därför att aktier är en så bred, vanlig och accepterad placeringsform tillsammans med att blankning kan användas både för att sänka och höga risken i en hedgefond. Likaså med räntebärande papper som ju är fondens jämförelseindex, vilket vi trodde att varje fond skulle ha en del av sina tillgångar placerade i.

Sammanlagt visade det sig att räntebärande papper var ett av de två vanligast förekommande instrumentslagen i undersökningen; endast Cicero Hedge uppgav att man inte använt sig utav detta under den senaste 12 månaders perioden. Den andra kategorin som alla utom en fondförvaltare kryssade för var blankning. Hedgefonden Lynx, med sin huvudsakliga inriktning på valutainstrument och terminer, hade tydligen inte använt sig av blankning under mätperioden.

På delad andraplats över de mest använda instrumenten kommer aktier och terminer. Här har nio utav elva i båda kategorierna svarat att de använder sig utav dessa. Sedan följer optioner som sju utav fonderna använder i sin förvaltning, ett kanske lite förvånande

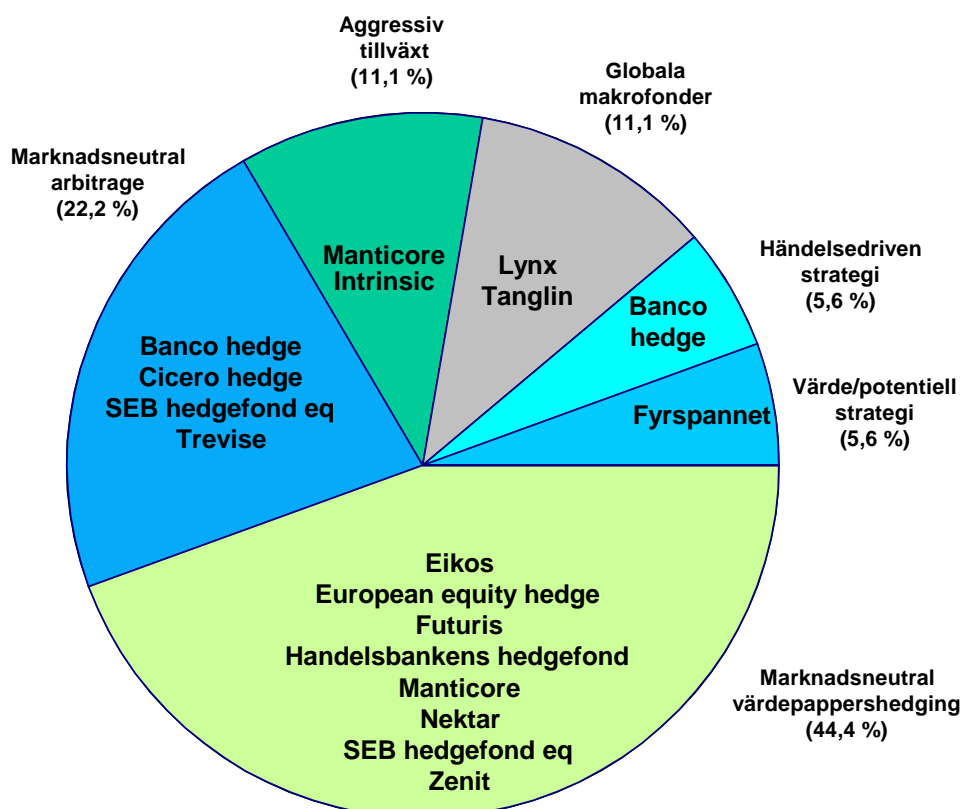
resultat då vi trodde att ännu fler utav fonderna skulle anamma detta instrument. Bland de lite mindre vanliga instrumenten bland de svenska fonderna hittar vi aktieswapar, belåning och valutaspekulering. Att endast fyra utav elva fonder använt sig av belåning var en liten överraskning. Aktieswapar utnyttjade endast tre fonder, medan valutaspekulering tillhörde en samling av fem fonder; däribland Eikos, Lynx och Tanglin.

5.2.1 KATEGORISERING AV SVENSKREGISTRERADE FONDER

Nedan visas en graf på de olika kategorier som svenskregistrerade fonder kan räknas tillhöra. Vi har sammanställt datan av de svar vi fått från elektroniska intervjuerna och telefonintervjuer, samt respektive fonds hemsidor. Därefter har vi utförligt granskat vilka kategorier som sedan länge funnit på den amerikanska marknaden och applicerat dem utifrån våra svenska förhållanden med en svensk översättning av namnen på strategierna. De sex strategier som används i Sverige av de bolag som vi har intervjuat är följande:

- Aggressiv tillväxt
- Globala makrofonder
- Händelsedriven strategi
- Värde/potentiell strategi
- Marknadsneutral värdepappershedging
- Marknadsneutral arbitrage

För en noggrannare beskrivning av respektive strategi se föregående kapitel om kategorisering.



Figur 7. Strategiindelning av de svenskregistrerade hedgefonderna.

Som synes är strategin marknadsneutral värdepappershedging klart vanligast bland de svenska fonderna med en andel över 44 %. Här återfinns den äldsta fonden Zenit och dess efterträdare Nektar, tre av storbankernas hedgefonder samt tre övriga aktörer. Den näst vanligaste strategin är marknadsneutral arbitrage, dit fyra fonder klassificeras. Vidare finns det två kategorier med två fonder i vardera kategorien, aggressiv tillväxt och globala makrofonder.

I gruppen händelsedriven strategi återfinns Banco medan Fyrspannet kan räknas till gruppen värde/potentiell strategi.

Två av hedgefonderna; Banco och Manticore, ansågs varken av oss eller dem att passa in under endast en av de tidigare nämnda kategorierna.

5.2.2 BÖRSKLIMATETS PÅVERKAN

Vi vill testa börsklimatets påverkan på insättningar och uttag. Med tanke på populationens storlek var vi redan från början av undersökningen medvetna om att vi inte kommer få något statistiskt hållbart resultat, men bedömde det ändå som intressant att se vilken respons vi kunde få av undersökningen. Media brukar ju ofta skriva om börsklimatet som sådant och vilka placeringsformer som är att föredra vid positivt respektive negativt börsklimat. Hedgefonder är en placeringsform som oftast brukar figurera i dystert börsklimat, eftersom de har möjlighet att hedga sina tillgångar genom blankning, använda fler instrument i förvaltningen och gå emot marknadsutvecklingen som helhet. Vad fonderna har svarat på vår elektroniska undersökning finner ni nedan med en kort kommentar under.

Börsklimatets påverkan på insättningar och uttag

		Banco	Cicero	Eikos	European Equity Hedge	Futuris	HBHedgefond AktieEuropa	Lynx	Mantcore	SEB Hedgefond	Tanglin	Trevise
Positivt börsklimat	Insättningar : ökat	X	X		X					X		
	minskat			X								
	oförändrat					X	X	X	X		X	X
	Uttag : ökat			X								
	minskat	X	X									
	oförändrat				X	X	X	X	X	X	X	X
Negativt börsklimat	Insättningar : ökat	X		X	X		X	X		X	X	X
	minskat											
	oförändrat		X			X			X			
	Uttag : ökat											
	minskat	X		X			X				X	X
	oförändrat		X		X	X		X	X	X		

Figur 8. Tabell över börsklimatets påverkan på insättning respektive uttag.

Vi förutspådde att fonderna framför allt skulle uppvisa en högre insättningsgrad vid negativt börsklimat, eftersom investerare troligen söker nya placeringsformer vid negativt börsklimat såsom räntefonder, blandfonder och hedgefonder för att nämna några.

Vi kan ur tabellen inte uttyda något direkt samband mellan positivt börsklimat och huruvida insättnings- eller uttagsgraden ändrats. Det kan förefalla som att insättningarna inte har minskat under positivt börsklimat, då bara en fond sägs ha sett förändringar härom. Tvärtom säger tio av elva fonder att insättningarna har ökat eller varit oförändrade vid positivt börsklimat.

Likaså verkar insättningarna inte minskats vid negativt börs klimat, då ingen fond har uppgett att så skulle vara fallet. Åtta av elva fonder svarar istället att insättningarna har ökat vid negativt börs klimat, medan tre av förvaltarna säger att de varit oförändrade. Ingen fond har heller uppgett att uttagen har ökat vid negativt börs klimat, utan de verkar snarare ha minskat eller varit oförändrade. Manticore påpekar att de inte märkt av någon systematisk skillnad mellan olika börs klimat.

Självfallet finns det många andra faktorer än börs klimat som påverkar insättningar och uttag; t.ex. hur fondens avkastning varit, sharpekvot, standardavvikelse (risk), räntenivåer och inflation för att nämna några. Detta bör man ta naturligtvis ta hänsyn till då man bedömer insättnings- och uttagsgrad hos fonderna.

5.3 RANKING

Som hedgefondsförvaltare har man ganska fria tyglar gällande de instrument och strategier man tillåts använda vid förvaltning av fonden. Detta innebär att man får en helt annan riskspridning, dvs en större fluktuation av andelsvärdet i fonden, än en vanlig aktiefond. Hedgefondsförvaltaren kan, till skillnad från aktiefondsförvaltaren, i betydligt högre utsträckning använda sig av både hög- och lågriskstrategier för att kontrollera fonden. Genom blankning kan man hedga, dvs gardera sina tillgångar på så sätt att man utjämnar risknivån och skapa en lågriskstrategi. Med belåning kan man öka risknivån för att få större exponering i ett enskilt värdepapper.

Denna ranking förutsätter att vi tittar på historiska data och gör jämförelser mellan de olika hedgefonderna i Sverige, bland annat i termer av avkastning och risk. Det faktum att många av hedgefonderna är relativt nya och därför har en kort kurshistorik sätter sina begränsningar. Sammanlagt blev det elva fonder som har tillräckligt med mätpunkter dvs 30st månads- eller dagsdata och som vi valt att undersöka.

Rankingen sker på så sätt att nummer ett är den fond som har högst historisk avkastning per enhet risk. Ju brantare lutning, desto bättre placering på rankingslistan.

Den riskfria räntan är normalt staligt utgivna värdepapper som statsskuldväxlar och statsobligationer. Vi valde statsskuldväxeln på tre månader som låg på 4,24 %⁷⁷ i våra beräkningar.

I figur 9 nedan ges en samlad bild från resultaten av beräkningarna på de olika fondernas riskmått i form av standardavvikelse och semivarians samt presenterar den historiskt genomsnittliga värdeutveckling.

⁷⁷ <http://www.stockholmsborsen.se/>; 2002-05-25

	Standardavvikelse (%)	Medelavkastning (%)	Sharpekvot (%)	Semivarians (%)
Banco	7,7	11,9	0,99	028
Cicero	5,9	7,5	0,56	0,17
European Equity Hedge	7,8	25,4	2,72	0,39
HB Hedgefond	2,1	-0,8	-2,5	0,02
Intrinsic	42,4	-21,9	-0,62	9,09
Lynx	11,8	9,7	0,46	0,74
Nektar	6,1	13,6	1,53	0,19
SEB Hedgefond Eq	17,2	16,4	0,71	0,55
Tanglin	9,7	24,0	2,05	0,40
Treviso	5,98	-3,27	-1,25	0,22
Zenit	16,9	32,4	1,67	1,5

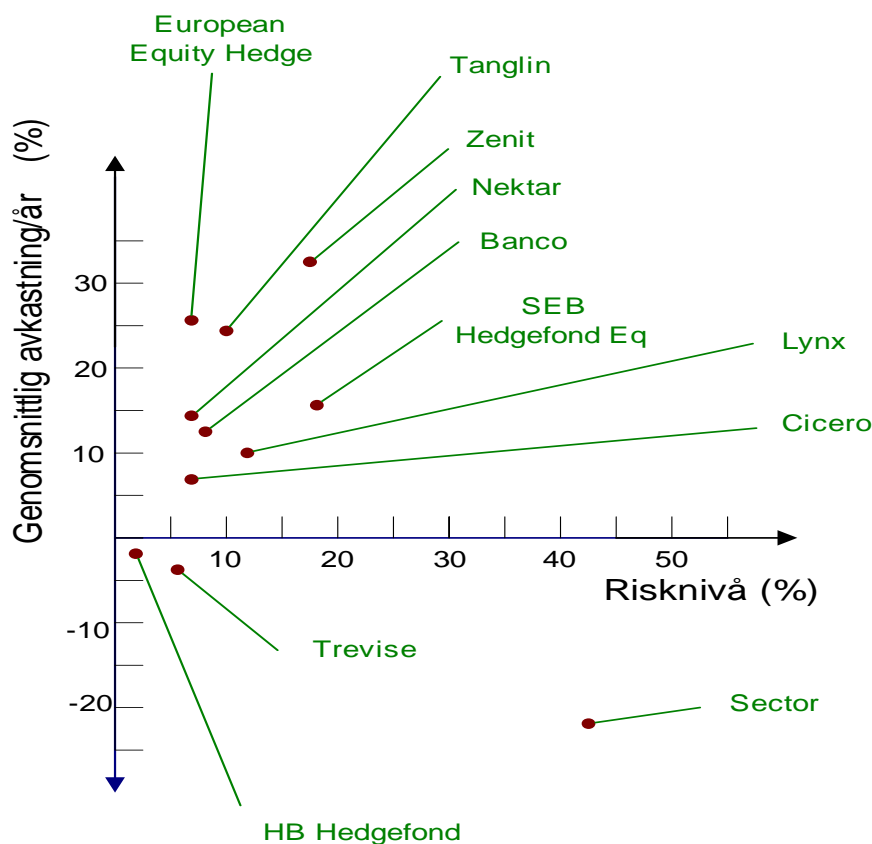
Figur 9. Resultat av beräkningar för svenska hedgefonder.

För att lättare förstå hur vår ranking gått till använder vi oss av figur 10. Den horisontella axeln visar risknivån hos respektive fond, medan den vertikala visar den genomsnittliga historiska värdeutvecklingen.

Som mått på risken använder vi standardavvikelsen d v s hur mycket som fonden rör sig jämfört med sitt medelvärde. Standardavvikelsen i fonden beskriver spridningen på avkastningen och visar därmed kopplingen mellan avkastning och risk. Med definitionen på risk ovan innebär stora rörelser i den underliggande varan högre risk än vid små rörelser. Alternativet som riskmått är semivariansen. Till skillnad från standardavvikelsen så räknar man enbart på nersidesrisken med detta mått och hade således erhållit annat utseende på figur 10. Vi valde att presentera båda måtten men använde oss av standardavvikelsen då denna oftare används av förvaltarna.

Vidare har vi i våra beräkningar använt oss av värderingsmodellen, sharpkvot, som vi tidigare beskrivit i teoriavsmittet. Genom denna modell erhålls lutningen på linjen. Ju brantare linje desto bättre förhållande mellan avkastning och risk har fonden.

I diagrammet nedan illustreras den risk som fondens förvaltare har tagit för att generera en viss avkastning efter avdrag för avgifter. Fondens position i förhållande till högvattnmärket ger en uppskattning av hur framgångsrik en fondförvaltare har varit.



Figur 10. Fondernas värdeutveckling per enhet risk.

Som vi kan utläsa från diagrammet så har "European Equity Hedge", med en sharpkvot på 2,72 %, varit det bästa investeringsalternativet sett ur den avkastning man erhållit gentemot den risk man tagit. Näst bästa alternativ "Tanglin" har haft något högre risk medan avkastningen nästan varit densamma. På tredje plats kommer Zenit, vilken är den fond som har haft den bästa genomsnittliga avkastningen, men också tagit högre risk än de flesta andra för att uppnå denna mirakulösa årliga värdeutveckling på hela 32,4 % sedan starten 1996. Vidare kommer Nektar, Banco, SEB hedgfond equity, Lynx och Cicero.

Handelsbankens hedgefond är en av de tre fonder som inte lyckats uppvisa positiv avkastning och befinner sig något under noll-strecket. Treviso kommer näst sist och klart sämst utveckling ha Sector haft men en årlig genomsnittlig förlust på 21.9%.

Det bör då nämnas att denna ranking bygger på den historiska genomsnittliga avkastningen och säger alltså således inget om den framtida utvecklingen.

6 SAMMANFATTANDE RESULTAT OCH ANALYS

Vi kommer i detta sista kapitel ge en sammanfattning av de resultat som framkommit i vår empiriska undersökning. I anknytning till detta försöker vi redogöra för tänkbara förklaringar till resultaten och ta upp vad som kan ha inverkat och eventuellt snedvridit dessa. Avslutningsvis ger vi några förslag till vidare forskning inom ämnet.

6.1 RESULTAT OCH ANALYS AV KATEGORISERING

Vår undersökning av de svenska hedgefonderna som placerades i olika kategorier blev komplett, men i två fall, Banco och Manticore, tyckte varken vi eller fondförvaltarna själva att det var rätt att placera deras fonder i endast en kategori. Istället menar vi att dessa fonder kan sammanställas under två olika kategorier, då de tillämpar en blandning av olika strategier. Vidare kom vi fram till att det idag finns följande sex olika kategorier på den svenska hedgefondmarknaden:

- Aggressiv tillväxt
- Globala makrofonder
- Händelsedriven strategi
- Värde/potentiell strategi
- Marknadsneutral värdepappershedging
- Marknadsneutral arbitrage

Den klart dominerande av de sex kategorierna är “Marknadsneutral”, vilken med sina två underkategorier Arbitrage och Värdepappershedging utgör en marknadsandel på hela 66,6 %, eller tio av femton fonder. Resterade sex fonder är fördelade i fyra olika kategorier, med aggressiv tillväxt och globala makrofonder som de mest omfattande.

Vid jämförelse av de mest använda instrumenten bland de senaste 12 månaderna bland de hedgefonder som undersökts, kom vi inte fram till något instrument som enhetligt användes. Tio utav elva fonder använde dock räntebärande papper, medan blankning användes av lika stor andel av fonderna. Något förvånande var att inte alla fonder inkluderar aktier i sina portföljer, nio av elva fonder hade använt sig av detta instrument de senaste 12 månaderna. En tänkbar förklaring kan vara att de använder sig utav olika strategier som inte nödvändigtvis måste inkludera aktier som instrument, samtidigt som den senaste tidens dystra börsklimat har öppnat upp möjligheterna för andra instrument. Räntebärande papper med olika löptid som ju är fondernas högvattenmärke noterades även dessa i nio portföljer utav elva. De näst minst använda instrumentet var belåning, kanske något förvånande, då vi förutspådde att flertalet av fonderna skulle utnyttja denna möjlighet för att höja hävstången i de värdepappren med låg fluktuation, t. ex i räntebärande papper. Allra minst använt var aktieswapar, vilken stämde överens med våra förväntningar om att omsättningen i dessa instrument inte är lika omfattande som tidigare nämnda instrument.

6.2 RESULTAT OCH ANALYS AV RANKING

I vårt resultat från rankingen framkom inget tydligt samband mellan risk och avkastning, vilket gör att vi bör vara försiktiga med att dra slutsatser.

Fonder som haft gynnsam historisk avkastning har inte utmärkt sig speciellt gällande den volatilitetsökning som förväntas vid högre risktagande. Man ska därför vara försiktig med att dra slutsatsen att ju högre risknivå som fonden har, desto större möjligheter till att erhålla bättre avkastning.

Den fond som uppvisade bäst förhållande mellan risk och avkastning i vår undersökning var European equity hedge som tillhör Nordea. Den uppvisade en genomsnittlig avkastning på 25 %, en volatilitet på 7,8 % vilket ger en sharpekvot på 2,72. På andra plats i vår ranking kom Tanglin, med en genomsnittlig avkastning på 24 procentenheter. Zenit, som uppvisade den högsta genomsnittliga avkastningen på hela 32,4% hamnade först på tredje plats, eftersom risknivån var betydligt högre än den hos Tanglin och European equity hedge. Mellan 1,53-0,46 i sharpekvot ligger följande fonder i sjunkande ordning Nektar, Banco, SEB hedgefond equity, Cicero och Lynx.. På nionde plats återfinns Handelsbankens hedgefond vilken är en av de tre fonder som inte lyckats erhålla en positiv genomsnittlig värdeutveckling. Näst sist kommer Treviso med en negativ sharpekvot på -1,25 procent och allra sist kommer Sector med en genomsnittlig årlig förlust på 21,9 procentenheter.

Då våra resultat baserats på den historiska värdeutvecklingen säger således inget om hur den framtida avkastningen kommer vara. Samtidigt vill vi poängtera att vårt resultat av rankingen kan ha påverkats av två faktorer som kan ha snedvridit resultaten:

- Då vi i våra beräkningar använt oss av både dags- och månadsvis kurshistorik räknades den genomsnittliga avkastningen samt standardavvikelsen om till årsbasis. Detta bidrar till en svaghet för resultatets giltighet. I uppsatsen ”Riskjustering i svenska fonder”⁷⁸ gör författarna en undersökning på aktiefonders riskjustering baserat på tre olika datamaterial, dags-, vecko- och månadsdata. I uppsatsens slutsats konstaterar författarna att dag- och vekodata ger ett mycket effektivare mått på riskjusteringen eftersom antalet mätpunkter är fler och att riskjustering mätt med månadsdata kan ge falska resultat på grund av ineffektiviteten.
- Inte har samma startdatum på fonderna gör att skillnaderna i mätperiodernas olika längd också utgör ett problem som kan ha påverkat vårt resultat.

6.3 FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING

Eftersom hedgefonder fortfarande är en relativt ny förteelse på den svenska marknaden föreslår vi en replikationsstudie när marknaden vidgats i antalet fonder, placeringsinriktningar och/samt kurshistorik. Antagligen kommer flera olikartade strategier växa fram i sambande med att marknaden vidgas, vilka man kan utveckla och fördjupa sig inom. Hur är de uppbyggda? Kan man dra några slutsatser om vilken/vilka kategorier som ger högst riskjusterad avkastning?

⁷⁸ Jerneck, “Riskjustering i svenska fonder”

Vi har under arbetets gång konfronterats med en rad intressanta frågeställningar som vi av tids- och rumsmässiga skäl inte hunnit fördjupa oss i så mycket som vi hade önskat. En av dem är fond-i-fond fenomenet som vuxit fram bland aktiefonder och sedermera också bland hedgefonder. I Sverige finns i dagsläget två verksamma fonder, nystartade Helios och Helsingborgsbaserade Unitfond. Företaget Fondifond är en annan firma som nyligen fått tillstånd av Finansinspektionen, men som ännu inte har lanserat sina hedgefonder. En hypotes är att fond i fond är en överlägsen investeringsstrategi när det gäller hedgefonder, eftersom de bör ha en högre avkastning och lägre volatilitet i jämförelse med enskilda hedgefonder.

Vidare har nyligen tillgångsvägda hedgefondindex introducerats av Credit Suisse First Boston och Tremont, där man delar in hedgefonderna i olika kategorier såsom tillväxtmarknader, händelsedrivna och globala makrofonder. Man kan även ställa det mot den amerikanska firman Van Hedges indexering och jämföra vilka likheter de har och vad som skiljer dem åt. Kanske finns det fler företag som sysslar med indexering av hedgefonder? Tidsbristen, tillsammans med den otillräckliga data vi hittade om hur kategorierna är indelade omöjliggjorde en djupare analys av denna företeelse. Här skulle man annars kunna intervjua ansvariga personer inom hedgefondindex, för att få fram hur de delar in fonderna, vad som driver dem att dela in fonder i kategorier och om de har planer på att inkludera den skandinaviska marknaden framöver. Det är även intressant att utvärdera hur de genomsnittliga fonderna har gått i respektive strategi/kategori, i termer av risk och avkastning.

En annan mycket intressant frågeställning är om ägarförhållande på den svenska hedgefondmarknaden. Brummer & Partners var den första aktören på marknaden med sin fond Zenit och idag håller de på att bygga upp något av ett alternativ till Investor på hedgefondmarknaden. De har för närvarande 4 fonder som är helägda av bolaget, tillsammans med ett 45 procentigt aktieinnehav i Manticore, 40 procentigt aktieinnehav i Futuris samt ett kapital motsvarande 30 % av rösterna i Avenir. Tillsammans med detta har man även startat upp en fond i fond i form av Helios, som placerar i bolagets egna eller dotterbolags fonder. På Silverkapitals hemsida står att Brummer & Partners har option på att förvärva 40 % av fonden Lynx som är deras enda hedgefond. Håller Brummer & Partners på att ta över hela marknaden? Kan man dra några paralleller med utländska fondbolag/investmentbolag som köper upp marknads bästa aktörer? Överhuvudtaget kan Brummer & Partners vara ett intressant företag att följa, såsom ett investmentbolagsmen, men vi inser snabbt också att endast väldigt begränsad information kommer lämnas om dem.

KÄLLFÖRTECKNING

Publicerade källor

Andersen, Ib, ”*Den uppenbara verkligheten*”, Studentlitteratur, Upplaga 10 (1998).

Pettersson, Gertrud, ”*Att skriva rapporter*”, Ekonomihögskolan vid Lunds Universitet (1997)

Holme, Idar Magne och Solvang, Bernt Krohn, ”*Forskningsmetodik : om kvalitativa och kvantitativa metoder*, Studentlitteratur, Upplaga 2 (1997).

Lavino, Stefano, ”*The hedge fund handbook*”; McGraw-Hill (2000)

Lundahl, Ulf och Skärvad, Per-Hugo, ”*Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*”, Studentlitteratur, Upplaga 3 (1999).

Ramirez, José Luis, ”*Positivism eller Hermeneutik*”, Dialogos, Upplaga 3 (1998).

Ross, Westerfield, Jaffe, ”*Corporate Finance*”, McGraw-Hill, Upplaga 6 (2002)

Wiedersheim, Eriksson, ”*Att utreda, forska och rapportera*”, Liber ekonomi, Upplaga 7 (2001).

Bodie, Z.; Kane, A.; & Marcus, A.J., ”*Essentials of Investments*”, McGraw-Hill (1998).

Nawrocki, D, ”*A Brief Review of Downside risk measures*”, Journal of Investing, 8 (1999).

Uppsatser

Petersson, Johan och Dadvar, Vincent, ”*Hedgefonder*” (1998) Lunds Universitet.

Niclasen, Fredrik och Nilsson, Magnus ”*Prestationsrelaterade fondavgifter*” (2001) Lunds Universitet.

Bergenudd, Johan och Petré, Anna ”*Hedgefonder: En deskriptiv och normativ studie*” (2002) Lunds Universitet.

Ganslandt, Martin och Kjellson, Måns; ”*Analys och urval av svenska hedgefonder med LPM-modellen*” (2001) Lunds Universitet.

Tidningsartiklar

Dagens Nyheter (2002-04-30), Del C, sid 1

Företagsinterna källor:

Prospekt

Banco hedgefond
Cicero hedgefond
Eikos
Erik Penser hedge fond
European equity hedge
Futuris
Fyrspannet
Hedgefond Aktie Europa
Hedgefond Equity
Lynx
Manticore
Nektar
Intrinsic
Tanglin
Treviso
Zenit

Helårsrapporter

Banco hedgefond
Cicero hedgefond
Eikos
European equity hedge
Futuris
Fyrspannet
Hedgefond Aktie Europa
Hedgefond Equity
Lynx
Manticore
Nektar
Intrinsic
Tanglin
Treviso
Zenit

Databaser och lexikon

Wordfinder 2000 professional (2000)
American Heritage Dictionary (2002-
Bloomberg Professional (2002-05-20)

Muntliga källor

Olof Asvelius (fd. Eklund), Konsult för *Fondifond*, asvelius@profond.se,
Viveka Ekberg, pressansvarig på *Brummer & Partners*, viveka.ekberg@brummer.se
Gilbert Sylvander, Fondförvaltare på *Fyrspannet*, info@fyrspannet.se

Torbjörn Söderberg, Fondörvaltare på Treviso, torbjorn.soderberg@treviso.se
Personlig intervju med Christina Westerling, Bank & värdepapper; Finansinspektionen

Elektroniska källor

7:e AP-fonden, <http://www.ap7.se> (2002-05-24)

Brummer & Partners, <http://www.brummer.se/hedgefunds.html> (2002-05-26)

Brummer & Partners, <http://www.brummer.se/nektar.html> (2002-05-26)

Brummer & Partners, <http://www.brummer.se/zenit.html> (2002-05-26)

Cicero Fonder, <http://www.ciceroforder.se/hedgpresentation.privat.pdf> (2002-05-27)

Futuris, <http://www.futuris.se> (2002-05-27)

Fyrspannet, <http://www.fyrspannet.se> (2002-05-27)

Handelsbanken,
[http://www.handelsbanken.se/shb/INeT/ICentSv.nsf/vLookUpPics/A_Fonder_Hedge_Broschyr/\\$file/Hedgebroschyr.pdf](http://www.handelsbanken.se/shb/INeT/ICentSv.nsf/vLookUpPics/A_Fonder_Hedge_Broschyr/$file/Hedgebroschyr.pdf) (2002-05-24)

Harald Lundén, <http://www.hlunden.se/eikos.htm> (2002-05-28)

Manticore, <http://www.manticore.se> (2002-05-26)

Nordea, Månadsrapport för april 2002,
http://www.nordea.se/placera/resurs/hedge_april02.pdf (2002-05-28)

Nordea, Informationbroschyr, fondbestämmelser och fondrapport,
<http://www.nordea.se/placera/index.html> (2002-05-27)

SEB Fonder, http://taz.vv.sebank.se/cgi-bin/pts3/pow/index_fond.asp (2002-05-25)

Sector Management, <http://www.sectormanagement.com/> (2002-05-27)

Silver Kapitalförvaltning, <http://www.silverkapital.se> (2002-05-27)

Tanglin, <http://www.tanglin.se/fonden.html> (2002-05-27)

Treviso, <http://www.treviso.se/flash.asp> (2002-05-27)

Hedgefondsrelaterade siter
Bearmarketcentral.com hemsida, <http://www.bearmarketcentral.com/> (2002-05-27)

Magnum Funds, <http://www.magnum.com> (2002-05-27)

The hedge Fund Association, http://www.thehfa.org/MEMBERS_ListMessages.cfm
(2002-05-27)

VAN Hedge Fund Advisors International, <http://www.vanhedge.com> (2002-05-27)

Van Hedge Fund Advisors International, <http://www.hedgefund.com/research.htm> (2002-05-28)

Kurshistorik

Delphi Economics, <http://www.delphi.se/index2.html> (2002-05-27)

Fondmarknaden, http://www.fondmarknaden.se/alla_fonder/ (2002-05-27)

Morningsstar, <http://www.morningstar.se> (2002-05-27)

Nyheter och information

Affärsvärlden, <http://www.afv.se> (2002-05-25)

Finansvision, <http://www.finansvision.com/> (2002-05-25)

Ekonomi24, <http://ekonomi24.se/> (2002-05-25)

Övriga

Finansinspektionen, www.fi.se (2002-05-26)

Sveriges Riksbank, www.riksbank.se (2002-05-26)

Stockholmsbörsen, www.stockholmsborsen.se (2002-05-26)

Fondbolagens Förening, <http://www.fondbolagen.se> (2002-05-26)

BILAGOR

BILAGA 1 : DEFINITIONER OCH FÖRKLARINGAR

Absolut avkastning	Hedgefonder har vanligtvis ett absolut avkastningsmål, vilket innebär att förvaltarna över tiden eftersträvar en positiv avkastning oavsett marknadens utveckling. Detta står i kontrast till traditionella aktiefonder som har ett relativt avkastningsmål, d v s att överträffa ett specifikt marknadsindex.
Alfavärde	En tillgångs avkastning utöver eller under den som är befogad med hänsyn till tillgångens risk enligt CAPM. Skall enligt teorin vara lika med noll.
Arbitrage	Tradingstrategi där man utan någon partikulär insats har en viss sannolikhet att ge vinst utan någon risk.
Avkastningsfront	Förhållandet mellan avkastning och risk för samtliga kombinationer av en eller flera tillgångar.
Blankning	Hörgriskstrategi där förvaltaren använder lånade aktier för att spekulera i en fallande aktieutveckling. Innebär att förvaltaren säljer de lånade aktierna med förhoppningen att kunna köpa tillbaka aktierna till ett lägre pris innan de ska återlämnas.
Högvattenmärke	En nedre gräns vilken en fonds avkastning måste överstiga för att en rörlig avgift skall få tas ut. Denna gränslinje brukar motsvara den riskfria räntan exempelvis SSVX90 dagar, men även andra jämförelsetal kan förekomma.
Mätpunkter	Mätpunkter ges vanligtvis månatligen eller dagligen. En månadsvis mätpunkt betyder att endast ett värde per månad erhålls, medan man vid dagsdata tillhandhåller en mätpunkt varje helgfri vardag om inte annat anges.
Nationella fonder	Nationella fonder skiljer sig i vissa avseenden från aktiefonder i placeringsbestämmelserna. Gemensamt för de nationella fonderna är att man har vissa godkända undantagstillstånd från vanliga värdepappersfonder av finansinspektionen, vilket brukar innebära friare placeringsregler.
Nersidesrisk	Ett riskmått som enbart mäter hur mycket man kan förlora, d v s nersidesrisken i en investering. Varians eller standardavvikelse används som kontrast till detta mått.
Offshore	Fonder som är placerade i lågskatteländer, t. ex Isle of main, Bahamas etc.

Sharpekvot

Sharpe-kvoten är ett mått på portföljens riskjusterade avkastning och definieras som avkastningen utöver den riskfria räntan i förhållande till standardavvikelsen i portföljen. En hög Sharpe-kvot är ett tecken på ett gott utbyte mellan avkastning och risk⁷⁹.

⁷⁹ <http://helios.brummer.se/index2.htm>

BILAGA 2 : FRÅGEFORMULÄR "10 SNABBA FRÅGOR".

Frågeformulär

10 snabba frågor ingår i vår undersökning, som behandlar hedgefonder i allmänhet samt ett antal aspekter om kategorisering och hur hedgefonder påverkas av börsklimatet etc. Vänligen sätt ett "X" där punkterna (...) sitter i de fall sådana finns, i de fall där svaren ev. behövs utvecklas står t. ex "annat" eller "övrigt"

Vi hoppas att det inte skall vara några oklarheter, i så fall maila tillbaka eller hoppa över frågan så återkommer vi till Er.

1. Hur har ni påverkats av börsklimatets upp- och nedgångar med tanke på insättning och uttag av kapital?

Vid positivt börsklimat:	Insättningar:	Ökat	...
		Minskat	...
		Oförändrat	...
Vid negativt börsklimat:	Uttag:	Ökat	...
		Minskat	...
		Oförändrat	...
Vid positivt börsklimat:	Insättningar:	Ökat	...
		Minskat	...
		Oförändrat	...
Vid negativt börsklimat:	Uttag:	Ökat	...
		Minskat	...
		Oförändrat	...

2. Vad är viktigast för att få in kapital till fonden: börsklimatet i sig eller om fonden nått sitt avkastningsmål? (vid annat, beskriv kortfattat. Tack!)

- a) Börsklimat ...
- b) Avkastningsmål ...
- c) Lika viktigt ...

Annat -----

3. Vi diskuterar möjligheten att dela in hedgefonderna på den svenska marknaden i olika kategorier. Vid en sådan indelning, vilken av nedanstående kategorier skulle ni vilja räkna Er till? (Vänligen uppge minst en kategori och maximalt tre).

Market Neutral-arbitrage _____

Market Neutral-security hedging _____

Event Driven _____

Global Macro _____

Short Selling _____

Fond-i-fond _____

Annat -----

4. Har era strategier förändrats under årens lopp? I så fall, hur) Med strategier avses underförstått kategorier. Vänligen beskriv från vilken av de ovan nämnda strategier ni förändrats från. Om ni ej har förändrat strategi kan ni gå vidare till nästa fråga).

.....
.....
.....

5. Vilka av följande instrument har använts vid förvaltningen av er hedgefond? (Kryssa för alla instrument som använts under den senaste 12 månaders perioden).

Aktier _____

Räntor _____

Valutor _____

Obligationer _____

Optioner _____

Terminer _____

Statsskuldväxlar _____

Blankning _____

Annat -----

6. Sänkningar av "lägsta insättningsgränser" har noterats från ett flertal firmor. Kommer insättningskraven för Er fond förändras de närmaste åren ?

Ja ...
Nej ...

Ifall ja, hur?

Om nej, varför?

7. Hur skulle Ni vilja framställa Er genomsnittskund med hänseende på investerat belopp i fonden?

0- 100 000 kr ...
100 000-250 000 kr ...
250 001-500 000 kr ...
500 001- 1 000 000 kr ...
1 000 001 kr eller mer ...

8. Vilka undantagstillstånd har ni såsom nationell fond jämfört med en "traditionell" aktiefond?

§ 13 _____

§ 19 _____

§ 30 _____

Andra paragrafer: -----

Övrigt -----

9. Många hedgefonder ligger klart efter när det gäller rapportering av kurshistorik jämfört med traditionella fonder. Inom vilken tidsrymd tror du att Er fond kommer rapportera dagligen?

- a) Närmaste 1-2 åren ...
- b) Inom 2-5 år ...
- c) Inom 5-10 år ...
- d) Inte inom överskådlig framtid ...
- e) Har inga planer på detta, kommer fortsätta som idag om inte nya regler anbefaller oss att göra så. ...

10. Vill ni ha ett utdrag av de slutsatser vi presenterar om Er och en förhandsgranskning av den information vi tillhandahåller från Er så Ni kan kontrollera svaren?

- Ja
 - Nej
-
-

APPENDIX

Vi tar nedan upp alla de hedgefonder som är med i empiridelen, vars placeringsfilosofi inte går ut på att placera i andra hedgefonder. En mer ingående beskrivning om varje enskild hedgefond behandlas, med avseende på det som ännu inte framgått i uppsatsen.

Vi ämnar här ge en övergripande bild av formalia, såsom startår, avgifter m.m. vilket inte ansågs passa in i någon av de andra kapitlen. För närmare beskrivning av respektive fonds placeringsinriktning och kategoritillhörighet gå tillbaka till kap 5 då detta inte kommer tas upp ingående i detta sammanhang. Någon beskrivning av undantagstillstånden tas inte upp här, utan vi hänvisar istället till kap 4 för detta ändamål. Då fondernas målsättning ofta är otydligt avgränsade och svävande, som t ex. ”maximera fondens värdetillväxt”⁸⁰, väljer vi att inte gå in på en närmare analys av dem.

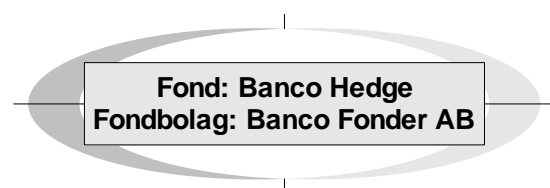
Innan vi går in på fonderna tas det upp ett fåtal förklaringar för att förstå våra benämningar:

Kategori = Här har indelningen skett enligt vad förvaltarna själva har svarat, samt uppgifter från hemsidan och våra egna bedömningar.

Fondförmögenhet = Avser det senaste mätresultat som funnits tillgängligt, hämtat från antingen finansinspektionens senaste uppdateringar eller i förekommande fall från de senaste prospekt fondbolagen kunnat erbjuda.

Genomsnittskunden = Avser hur mycket kapital en genomsnittlig kund approximativt har investerat i fonden. Denna uppgift kommer från vad fondförvaltarna själva har svarat och därför kan intervallen skilja sig åt väsentligt mellan olika fondbolag.

Rörlig arvode = Den delen som vi inte kan uppskatta i förväg; skiljer sig åt mellan fonderna, men brukar vanligtvis vara 30 eller 90 dagars Stibor (Stockholm Interbank Offered Rate)



Kategori: Marknadsneutral arbitrage och händelsedrivna strategi.

Startdatum: 1997-12-29

Insättnings- och uttagsavgift: 0 % resp. 0.25 %

Fast arvode: 1.1 %

Rörligt arvode: 20 % överstigande OMRX-TBILL statsskuldväxelindex⁸¹

Fondförmögenhet: 1724 MSEK (från 2001-12-28)

Minst kapitalinsats: 2000 kr (även möjlighet till månadssparande).

Genomsnittskunden: Allt ifrån 2000 - 100 000 kronor.

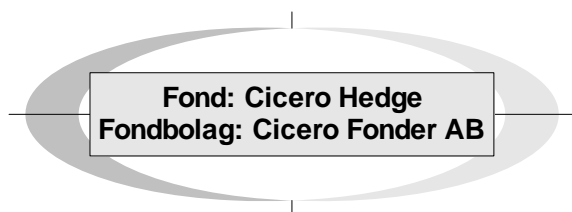
Förvaltare: Hans Löfgreen

⁸⁰ www.seb.se

⁸¹ OMRX-TBILL är ett vägt genomsnitt av alla utestående statsskuldväxlar, dvs korta räntebärande värdepapper med en löptid upp till ett år, utgivna av svenska staten.

Placeringsinriktning: Fonden placerar i svenska och utländska fondpapper samt andra finansiella instrument över hela världen. Fokus ligger dock på den skandinaviska marknaden.

Försäljning och inlösen av andelar: Försäljning och inlösen av fondandel kan ske varje bankdag genom fondbolaget.



Kategori: Marknadsneutral värdepappershedging

Startdatum: 2000-11-13

Insättnings- och uttagsavgift: 0 %

Fast arvode: 0,7 %

Rörligt arvode: 20% överstigande 90 dagars kortränta (STIBOR)

Fondförmögenhet: 10,462 MSEK

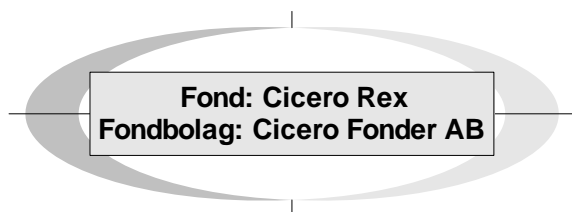
Minst kapitalinsats: 100 000 SEK, eller 20 000 SEK via Fondmarknaden, Nordnet eller E-trade.

Genomsnittskunden: 100 000 – 250 000 SEK (kommentar: kan komma att ändras då försäljning av andelar läggs ut på entreprenad där insättningsgränsen sänkts).

Förvaltare: Christer Sterndahlen

Placeringsinriktning: Fonden placerar enbart på den nordiska marknaden.

Försäljning och inlösen av andelar: Det går att köpa och sälja Cicero Hedge en gång per månad (vid månadsskifte).



Kategori: Ej kategoriserad, se kommentar nedan!

Startdatum: 1997-06-01

Fondförmögenhet: 5,643 MSEK

Kommentar: Kunderna övertas av Cicero Hedge inom kort. Inga möjligeter fanns att få data eller information för denna fond, vilken skall ha samma placeringsinriktning som Cicero Hedge framöver. Man kan egentligen säga att Cicero har köpt upp Invits gamla kunder och fått in färskt kapital till Cicero Hedge.



Kategori: Marknadsneutral värdepappershedging

Startdatum: 2000-01-01

Insättnings- och uttagsavgift: Maximalt 3 % resp. 0%.

Fast arvode: 1 %

Rörligt arvode: 20 % överstigande 90 dagars svenska statsskuldväxlar.

Fondförmögenhet: 1500 MSEK

Minst kapitalinsats: 500 000 SEK, därefter godtas multiplar av 100 000 SEK.

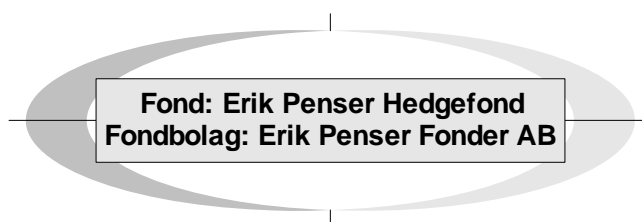
Genomsnittskunden: Över 1 MSEK investerat i fonden.

Förvaltare: Harald Lundén

Målsättning: Målet för Eikos är att uppnå en god absolut avkastning under alla marknadsförhållande.

Placeringsinriktning: Fondens medel kan vara placerade i svenska, norska, finska, danska, estniska och polska finansiella instrument. Placering sker huvudsakligen i börsnoterade aktier. Fondens investeringar kommer att göras enligt "bottom-up" - metoden. Detta innebär att större vikt läggs vid val av individuella aktier än vid val av länder eller sektorer.

Försäljning och inlösen av andelar: Köp och försäljning av andelar kan endast ske vid kvartalsskiften. Anmälan om köp eller försäljning skall vara fondbolaget tillhanda senast tio dagar före kvartalsskifte.



Kategori: Ej indelad, då fonden valt en låg profil tills vidare.

Startdatum: 2002-05-14

Insättnings- och uttagsavgift: Uttagsavgift på 0,5 % vid inlösen inom tre mån.

Fast arvode: 1 %

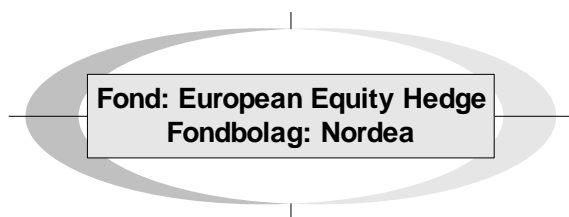
Rörligt arvode: 20 % överstigande OMRX-TBILL, statsskuldväxelindex

Minst kapitalinsats: 5000 SEK (månadsspar minst 100 SEK)

Förvaltare: Georg Norberg och Tom Engman.

Placeringsinriktning: Eftersträvar en försiktig och konservativ inriktning. Fonden placerar främst i svenska värdepapper, såväl noterade som onoterade, men kan även placera på utländska marknader.

Försäljning och inlösen av andelar: Dagligen



Kategori: Marknadsneutral värdepappershedging

Startdatum: 2002-02-28

Insättnings- och uttagsavgift: 0 %

Fast arvode: 1 %

Rörligt arvode: 20 procent av fondens överavkastning gentemot 30 dagar STIBOR.

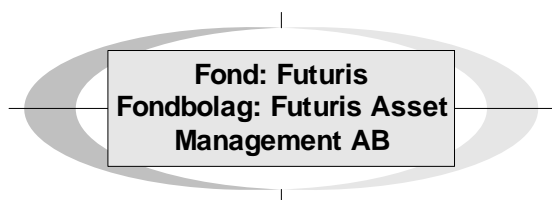
Minst kapitalinsats: 100 000 SEK, därefter godtas multiplar av 10 000 SEK. (Man har dock planer på att sänka insättningsgränsen för att på så sätt locka fler kunder att investera i fonden⁸²).

Genomsnittskunden: Genomsnittskunden har ett investerat kapital på över 1 MSEK.

Förvaltare: Peter van Berlekom

Placeringsinriktning: Placeringar görs huvudsakligen i europeiska aktier och derivat, som till exempel optioner och terminer, men även i räntebärande värdepapper utgivna av europeiska emittenter.

Försäljning och inlösen av andelar: Sker sista bankdagen varje månad. Uppdrag måste lämnas till banken senast tre bankdagar före transaktionsdagen.



Kategori: Marknadsneutral värdepappershedging

Startdatum: 1999-10-15

Insättnings- och uttagsavgift: Maximal 1 % resp. 0 %

Fast arvode: 1 %

Rörligt arvode: 20 % av den avkastning som överstiger 3 månaders Libor ränta för Euro.

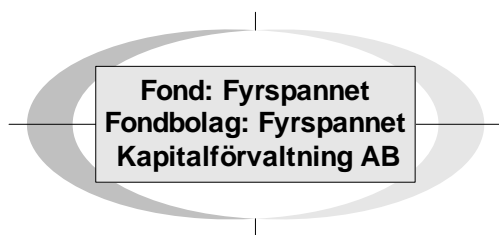
Fondförmögenhet: 171 M€UR

Minst kapitalinsats: 100 000 €UR (c:a 935 000 SEK)

Förvaltare: Arne Vaagen och Michael Hasselquist

Placeringsinriktning: Man fokuserar på europeiska placeringar, i synnerhet nordiska.

⁸² Elektronisk intervju med Anders Olsson på Nordea Equity Hedge.



Kategori: Värde/potentiell strategi

Startdatum:

Insättnings- och uttagsavgift: 0 %

Fast arvode: 1 %

Rörligt arvode: 15 % av det belopp som överstiger den genomsnittliga räntan på svenska statsskuldväxlar med en löptid om tre månader.

Fondförmögenhet: 79 MSEK

Minst kapitalinsats: 500.000 kr, därefter insättning med jämna 100.000-tal kronor.

Förvaltare: Gilbert Sylwander

Placeringsinriktning: Fyrspannets är inriktad på placeringar i ett fåtal bolag, huvudsakligen i branscher med förväntad hög tillväxt. Fonden kommer att inrikta sig på svenska och utländska finansiella instrument, noterade på börser och marknadsplatser inom EU, EES och USA. Fokus ligger dock på den svenska kapitalmarknaden..

Försäljning och inlösen av andelar: Sker kvartalsvis och skall vara fondbolaget tillhanda senast 30 dagar före sista bankdagen vid kvartalsskifte.



Kategori: Marknadsneutral värdepappershedging

Startdatum: 2001-10-31

Insättnings- och uttagsavgift: 0 % (ingen)

Fast arvode: 0,7-1 %

Rörligt arvode: 20 % av det som överstiger 30 dagars STIBOR.

Minst kapitalinsats: 50 000 SEK, därefter 10 000 SEK per insättning.

Genomsnittskunden: Ett kapital överstigande 1 MSEK investerat kapital i fonden.

Förvaltare: Frank Larsson, Peter Werme, Magnus Jacobsson och Tommy Ålander.

Placeringsinriktning: Fonden placerar huvudsakligen i aktier och aktierelaterade instrument på de europeiska börserna.

Försäljning och inlösen av andelar: Insättning eller uttag av andelar kan göras den sista bankdagen i respektive månad. Begäran om detta måste vara fondbolaget tillhanda senast fem bankdagar före insättnings- eller uttagsdagen.



Fond: Intrinsic Strategi Fond
Fondbolag: Sector Management AB

Kategori: Aggressiv tillväxt

Startdatum: 1999-12-31

Fondförmögenhet: 9.383 MSEK

Minst kapitalinsats: 50 000 SEK, ingen begränsning på kommande insättningar.

Förvaltare: George Vesslund

Placeringsinriktning: Sector Intrinsic har ändrat sin placeringsinriktning nyligen och uppges numera fungera närmast som en teknologifond, framför dess tidigare så tydliga hedgefondstrategi. De har dock fortfarande kvar de gamla placeringsreglerna vilket gör att de kan använda sig av alla de traditionella instrumenten vid hedgefondförvaltning (t. ex blankning, derivatinstrument, belåning etc.). Därför väljer vi att ha med dem i undersökningen tills att de ändrar sig placeringsstrategi ”de facto”.



Fond: Lynx
Fondbolag: Silver Kapitalförvaltning AB

Kategori: Global makrofond

Startdatum: 2000-05-01

Fast arvode: 1 %

Rörligt arvode: 20 % av det som överstiger 30 dagars STIBOR.

Fondförmögenhet: 56,1 MSEK

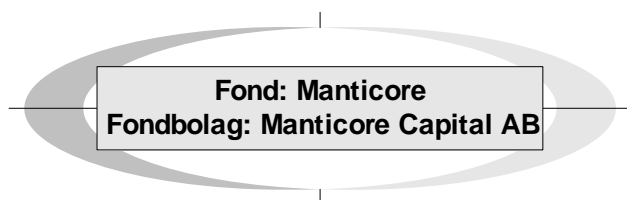
Minst kapitalinsats: 100 000 SEK

Genomsnittskunden: Genomsnittskunden har investerat ett kapital på mellan 100 000 – 250 000 SEK.

Förvaltare: Martin Sandquist, Svante Bergström, Jonas Bengtsson.

Placeringsinriktning: Den enda svenska hedgefonden som enbart investerar i terminskontrakt, sk futures, på de globala terminsmarknaderna samt i valutorspekulering.

Försäljning och inlösen av andelar: Sker i slutet på varje månad.



Kategori: Aggressiv tillväxt och Marknadsneutral värdepappershedging.

Startdatum: 2001-01-01

Fast arvode: 1 %

Rörligt arvode: 20 % av den avkastning som överstiger 3 månaders STIBOR.

Fondförmögenhet: 437 MSEK

Minst kapitalinsats: 500 000 SEK, därefter multiplar av 100 000 SEK.

Genomsnittskunden: Placeringar över 1 MSEK.

Förvaltare: Magnus Angenfelt, Ola Björkmo, Jonas Fredriksson, Niklas Frost samt Thomas Nilsson

Placeringsinriktning: Manticore är en analysdriven hedgefond inriktad mot informationsteknologi, media och telekommunikation. De har hela tiden arbetat med individuellt aktieurval enligt ”bottom-up” metoden (se Eikos för förklaring).

Försäljning och inlösen av andelar: Sker kvartalsvis.



Kategori: Marknadsneutral värdepappershedging

Startdatum: 1998-01-01

Insättnings- och uttagsavgift: 1 % (vid insättningar under 2,5 MSEK)

Fast arvode: 1 %

Rörligt arvode: 30 % överstigande statsskuldväxlar plus fyra procentenheter per år.

Fondförmögenhet: 4189 MSEK

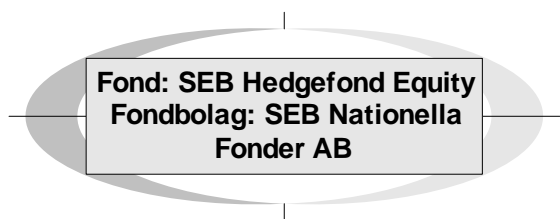
Minst kapitalinsats: 500 000 SEK, därefter multiplar av 100 000 SEK.

Genomsnittskunden: Över 1 MSEK.

Förvaltare: Thomas Andersson, Anders Augustén, Mats Hydén, Kent Janér, Stefan Järud, Kerim Kaskal, Torbjörn Olofsson, Jonas Vikström

Placeringsinriktning: Nektar arbetar med ett antal skilda typer av instrument på olika geografiska marknadsplatser.

Försäljning och inlösen av andelar: Inlösen av andelar kan begäras vid kvartalsskiften.



Kategori: Marknadsneutral arbitrage och Marknadsneutral värdepappershedging.

Startdatum: 1999-10-28

Insättnings- och uttagsavgift: 1 % i uttagsavgift om en fondandel innehafts i kortare tid än en månad.

Fast arvode: 0,7 %

Rörligt arvode: 20 % överstigande 30 dagars STIBOR

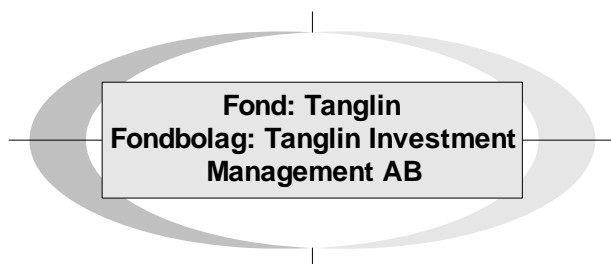
Minst kapitalinsats: 250 000 SEK, därefter multiplar om 25 000 SEK.

Genomsnittskunden: 250 000 - 500 000 SEK

Förvaltare: Björn Germer, Ulf Frykhammar och Stefan Åsbrink.

Placeringsinriktning: SEB Hedgefond Equity skall främst vara placerad i aktie- och ränterelaterade värdepapper samt optioner och terminskontrakt på den europeiska marknaden.

Försäljning och inlösen av andelar: Sker den sista bankdagen varje månad.



Kategori: Global makrofond

Startdatum: 2000-08-01

Insättnings- och uttagsavgift: Inträdesavgift på 0,5 %.

Fast arvode: 1 %

Rörligt arvode: 20 % överstigande 30 dagars STIBOR.

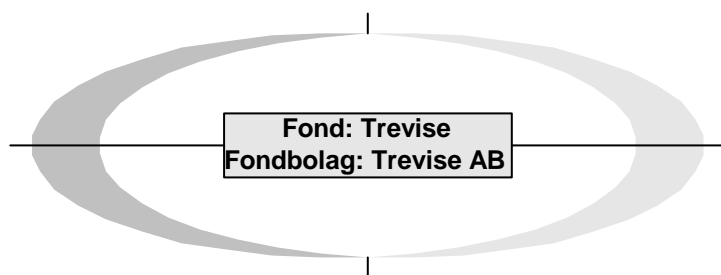
Minst kapitalinsats: 500 000 SEK

Genomsnittskunden: Ett kapital på över 1 MSEK.

Förvaltare: Göran Bronner, Ante Nilsson, Peder Hagberg, Anders Nyberg.

Placeringsinriktning: Inga direkt geografiska restriktioner, men placerar huvudsakligen i OECD området i aktier, räntor och valutarelaterade instrument.

Försäljning och inlösen av andelar: Vid månadsskifte, skall vara fondbolaget tillhanda senast 10 bankdagar före månadsskiftets utgång.



Kategori: Marknadsneutral arbitrage

Startdatum: 1999-03-02

Insättnings- och uttagsavgift: 1.3 % resp 0,3 %.

Fast arvode: 0 %

Rörligt arvode: 25 % överstigande SSVX 180 dagar + 1 %

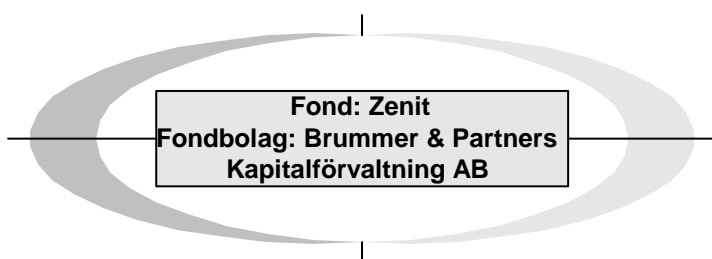
Fondförmögenhet: 71 MSEK

Minst kapitalinsats: 100 SEK

Genomsnittskunden: Mellan 100 000 – 250 000 SEK.

Förvaltare: Torbjörn Söderberg

Placeringsinriktning: Placerar huvudsakligen i skandinavien.



Kategori: Marknadsneutral värdepappershedging

Startdatum: 1996-07-01

Insättnings- och uttagsavgift: Maximalt 3 % insättningsavgift.

Fast arvode: 0,75 %

Rörligt arvode: 20 % överstigande 90 dagars statsskuldväxlar (90 SSVX).

Fondförmögenhet: 13 088 MSEK

Minst kapitalinsats: 500 000 SEK, därefter multiplar om 100 000 SEK.

Genomsnittskunden: Över 1 MSEK

Förvaltare: Patrik Brummer, Per Josefsson och Peter Thelin

Placeringsinriktning: Fondens medel skall vara placerade i svenska och utländska finansiella instrument, vilka syftar att med ett väl avvägt risktagande ge andelsägarna en maximal avkastning på placerat kapital.

Försäljning och inlösen av andelar: Begäran verkställs samma dag som den lämnas, förutsatt att begäran kommit fondbolaget tillhanda senast vid den tidpunkt och i enlighet med de villkor som anges i informationsbroschyren.