

# INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1 INLEDNING .....	3
1.1 BAKGRUND .....	3
1.2 PROBLEMDISKUSSION .....	3
1.3 PROBLEMFÖRMULERING .....	4
1.4 SYFTE.....	4
1.5 AVGRÄNSNINGAR.....	4
1.6 MÅLGRUPP .....	5
1.7 DEFINITIONER .....	6
1.8 DISPOSITION .....	7
2 METOD.....	7
2.1 ARBETSGÅNG .....	8
2.2 METODVAL .....	9
2.2.1 Undersökningens Validitet & Reliabilitet.....	9
2.3 DATAINSAMLING .....	10
2.3.1 Sekundärdata.....	10
2.3.2 Primärdata .....	10
2.4 KÄLLKRITIK.....	10
2.4.1 Sekundärkällor .....	11
2.4.2 Primärkällor.....	11
2.5 ALTERNATIV METOD .....	11
3 INTRODUKTION TILL FONDER .....	12
3.1 VAD ÄR EN FOND?.....	12
3.2 KORT FONDHISTORIK.....	12
3.3 FONDSPARANDET 1996 – 2001.....	13
3.3.1 Hushållens fondsparande .....	13
3.3.2 Avkastning.....	14
3.4 LAGSTIFTNING OM AKTIEFONDER.....	15
3.5 AVGIFTER .....	16
4 TEORI.....	17
4.1 GRUNDLÄGGANDE PORTFÖLJVALSTEORI .....	17
4.1.1 Den Optimala portföljen .....	17
4.1.2 Aktiv & Passiv förvaltning .....	18
4.1.2.1 Passiv förvaltning.....	19
4.1.2.2 Aktiv förvaltning.....	20
4.1.2.3 Aktiv Vs Passiv .....	20
4.1.3 Effektiva marknader .....	20
4.2 UTVÄRDERING AV FÖRVALTARES PRESTATION.....	22
4.2.1 CAPM – Capital Asset Pricing Model.....	22
4.2.2 Eugen F. Famas portföljtvärderings modell .....	23
4.2.3 Jensens alfa .....	24
5 EMPIRI .....	25
5.1 GENOMGÅNG AV AKTIEFONDER SOM IDAG ANVÄNDER PRFA .....	25
5.1.1 Banco Sverige Special.....	25
5.1.2 Bullhound Global Technology Fund .....	26
5.1.3 Cicero Sverigefond.....	26
5.1.4 Enter Mobile Internet .....	27
5.1.5 Fischer Partners Stock Piking Fund .....	27
5.1.6 HQ.SE Gorilla.....	28
5.1.7 SalusAnsvar Öhman IT-fond .....	28

5.1.8 SalusAnsvar Öhman Varumärkesfond.....	29
5.1.9 Wasa Globalfond.....	29
5.1.10 Wasa Småbolagsfond .....	29
5.1.11 Dagens Industris förslag .....	30
5.2 JÄMFÖRELSE AV AKTIEFONDER SOM IDAG ANVÄNDER PRFA .....	33
5.2.1 Jämförelseindex.....	33
5.2.2 Högvattenmärke .....	33
5.2.2.1 Kompensation för underavkastning .....	34
5.2.2.2 Tidigare högsta fondandelsvärde .....	34
5.2.2.3 Inget högvattenmärke.....	35
5.2.3 Avräkningsperiod .....	36
<b>6 UNDERSÖKNING &amp; URVAL .....</b>	<b>38</b>
6.1 UNDERSÖKNINGSFOND .....	38
6.2 AVGIFTSMODELLER .....	39
6.3 UNDERSÖKNINGSPERIOD.....	40
6.4 UNDERSÖKNINGAR.....	40
6.5 BERÄKNINGAR.....	41
<b>7 RESULTAT &amp; ANALYS .....</b>	<b>43</b>
7.1 UNDERSÖKNING 1 .....	43
7.1.1 Resultatredovisning av undersökning 1.....	43
7.1.2 Analys av undersökning 1.....	47
7.2 UNDERSÖKNING 2 .....	50
7.2.1 Resultatredovisning och analys av undersökning 2.....	50
<b>8 SLUTSATSER.....</b>	<b>57</b>
8.1 FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING .....	59

Bilagor

Källförteckning

# 1 INLEDNING

*I detta kapitel för vi en inledande diskussion angående fondavgifter och problemen kring dessa. Diskussionen leder fram till uppsatsens syfte och hur vi valt att avgränsa arbetet.*

## 1.1 BAKGRUND

Detta arbete föddes ur ett allmänt intresse för fonder och den debatt som pågår om hur avgifterna för dessa tas ut. Vi ville angripa ett område av ämnet som var aktuellt och där det tidigare inte gjorts någon omfattande forskning. Efter att ha sökt i existerande litteratur om fondavgifter fann vi att ämnet prestationsrelaterade fondavgifter ej direkt behandlats vilket gav oss ytterligare en drivfjäder att studera ämnet djupare.

## 1.2 PROBLEMDISKUSSION

Efter många goda år på börsen befinner vi nu (våren 2001) oss i en längre nedgångsfas vilket har medfört att fondavgifterna har börjat diskuteras. Då fonderna visade väldigt god avkastning under det glada 90-talet kändes det som om en förvaltningsavgift på en till två procent inte var något att orda om. Nu när det råder bistrare tider på börsen är det annat liv i luckan. Det klagas högljutt på att fondförvaltarna tjänar massor med pengar även om fonderna går minus. Avgifterna är alltså desamma oavsett vilket resultat fonden presterar. Mest högljudd av alla i denna debatt har handelsminister Leif Pagrotsky varit som beskyller fondbranschen för att "*skära guld med täljkniv utan att anstränga sig*".<sup>1</sup> Det som sticker i ögonen på folk är att bankerna ökade sina intäkter från fonder markant under år 2000, detta trots att det varit ett dåligt år på börsen vilket har missgynnat fondspararna. Som exempel kan nämnas SEB som gjorde en vinst på 710 miljoner kronor för affärsenheten Invest och fonder vilket är en ökning med 34 % jämfört med 1999. Handelsbanken var ett strå vassare med en vinst på 1,6 miljarder kronor som kan härledas från fonder och depåverksamhet vilket är en ökning med 42 % jämfört med 1999.<sup>2</sup>

Det finns även andra aspekter som gör att fondavgifterna som de tas ut idag måste ses över. Det faktum att det finns flera studier som visar att fonder där en hög förvaltningsavgift tas ut inte genererar en högre avkastning än de med låg förvaltningsavgift, med hänsyn tagen till avgifterna i beräkningen, visar på att det inte finns något samband mellan en skicklig förvaltare och avgiften som tas ut.<sup>3</sup> Dessutom visar studier på att en aktiv strategi från fondförvaltarens sida i 80 % av fallen inte genererar högre avkastning än en passiv strategi som försöker följa index. Detta p.g.a. att en aktiv strategi medför ytterligare kostnader såsom analyskostnader, transaktionskostnader samt kostnader för ökat risktagande vilka ej kompenseras tillräckligt av ökad avkastning.<sup>4</sup>

Med denna bakgrund kräver många debattörer att fondförvaltarna skall ta sitt ansvar genom att ta betalt efter vad de presterar. Huvudargumentet för detta är att fondförvaltarna får ett incitament att prestera bättre och höja avkastningen på fonderna vilket i sin tur gynnar fondspararna. Detta sätt att ta betalt kallas prestationsrelaterad fondavgift. Det finns idag

---

<sup>1</sup> Dagens Industri, *Pagrotsky till attack mot fondbranschen*, 2001-02-19

<sup>2</sup> Dagens Industri, *visa oss hur man gör*, 2001-02-21

<sup>3</sup> Dagens Industri, *Dyrare fond är inte bättre*, 1999-06-19

<sup>4</sup> Elton & Gruber (1995) s. 689

ingen av de svenska storbankerna SEB, Föreningssparbanken, Handelsbanken eller Nordea som använder sig av detta, men dock har ett par mindre fondförvaltningsbolag anammat idén. Lars Thunell VD för SEB säger sig dock vara positiv till att införa prestationsrelaterade fonder i deras utbud och utreder idag möjligheterna till att kunna införa detta. Även Handelsbanken tittar idag över möjligheterna att införa prestationsrelaterade fondavgifter<sup>5</sup>. För att öka trycket på storbankerna och hjälpa dem på traven med att införa prestationsrelaterade fondavgifter har Dagens Industri tagit fram ett förslag på hur avgiften skulle kunna utformas.<sup>6</sup>

### 1.3 PROBLEMFÖRMULERING

I och med att prestationsrelaterade fondavgifter är ett så pass nytt begrepp är det svårt att utvärdera effekterna för fondspararen och fondförvaltaren. Det som försvårar än mer är det faktum att det idag finns lika många sätt och modeller att ta ut prestationsrelaterade avgifter som det finns fonder med denna funktion.

Den stora frågan är vem som egentligen gynnas av prestationsrelaterade fondavgifter. Finns det någon möjlighet att säga om det är bra för förvaltarna eller för fondspararna? De olika modellerna som används för att ta ut PRFA gör att svaret kanske inte är helt självklart. Detta leder oss in på frågan om valet av modell för att ta ut den prestationsrelaterade fondavgiften har någon betydelse för avgiftens storlek?

Genom att testa olika modeller ämnar vi belysa i vilka situationer som fondspararen respektive fondförvaltaren gynnas/missgynnas och vilka konsekvenser detta kan få.

### 1.4 SYFTE

Arbetets syfte är att utreda vilka effekter olika prestationsrelaterade avgifter och avgiftsmodeller skulle få på en utvald fond där avgifterna är traditionellt fasta.

### 1.5 AVGRÄNSNINGAR

Enligt Lekvall och Wahlbin består avgränsningar i att så konkret som möjligt definiera vad som skall, respektive inte skall, undersökas. De nämner även att det finns två sorters avgränsningar, nämligen sakliga avgränsningar och avgränsningar av tids- och kostnadsskäl. Sakliga avgränsningar handlar om att välja bort ett antal frågeställningar som skulle kunna tas med men som man väljer att inte ta med. Detta är oftast en avvägning mellan djup och bredd i undersökningen. Allmänt kan sägas att det vanligen är bättre att få en djupare och mer tillförlitlig information om ett begränsat område än ytlig och osäker information om ett bredare fält. Avgränsningar av tids- och kostnadsskäl handlar främst om att allokera fältarbetsinsatserna så att maximal utdelning fås i form av relevant och tillförlitlig information.<sup>7</sup>

---

<sup>5</sup> Dagens Industri, *Visa oss hur man gör*, 2001-02-21

<sup>6</sup> Dagens Industri, *Gör så här*, SEB, 2001-02-21

<sup>7</sup> Lekvall och Wahlbin, (1993), s. 135

### Avgränsningar av tids- och kostnadsskäl

- Arbetet inriktar sig på svenska aktiefonder, Luxemburgbaserade aktiefonder samt aktiefonder som är verksamma i Sverige och lyder under UCIT-direktivet. Övriga utländska PRFA-fonder behandlas därför ej.
- För att en prestationsrelaterad avgift skall kunna tas ut på ett rättvist sätt gäller det att fondportföljens innehav jämförs mot ett rättvisande index. Då det hade blivit ett för omfattande arbete att även undersöka valda fonders innehåll gentemot valt jämförelseindex kommer vi ej närmare att gå in på detta.
- TKA (Total Kostnads Andel) innefattar alla kostnader för en fonds förvaltning. Skillnaderna från den årliga procentuella förvaltningsavgiften är att här även tas med växlings- och courtageavgifter. Beräkningarna i detta arbete tar ej hänsyn till TKA då vi ej har möjlighet att ta hänsyn till omsättningshastigheten i fonden vilken påverkar courtageavgifterna.

### Sakliga avgränsningar

- Valet av aktiefonder grundar sig på att det finns strikta bestämmelser om vad de får innehålla som t.ex. att 75 % av innehavet måste vara placerat i aktier och andra aktierelaterade instrument. Dessutom måste det finnas en möjlighet för fondförvaltaren att prestera överavkastning som på ett effektivt sätt kan mätas för att prestationsrelaterade fondavgifter skall vara aktuella. Detta samt att vi ville titta på en produkt som riktar sig till småspararen gör att hedgefonder, indexfonder, blandfonder och räntefonder ej är relevanta för detta arbete.
- Då detta arbete har för avsikt att utvärdera vilken historisk effekt en prestationsrelaterad fondavgift haft på en fond med fast avgift med hjälp av olika modeller så ser vi ingen anledning till att undersöka mer än en fond. Valet av SEB:s Sverigefond 1 grundar sig i sin tur på att vi genom att välja denna Sverigefond försäkrar oss om att få ett rättvisande jämförelseindex i form av SIX Portfolio Return Index (SIXPRX). Valet av SEB:s Sverigefond grundar sig även på VD Lars Thunells vädjan om hjälp med att utforma ett avgiftssystem för PRFA-fonder till deras fondutbud<sup>8</sup>.
- Ett annat sätt att öka incitamenten för fondförvaltaren att prestera bättre är att slopa flyttskatten när fondspararen byter mellan olika fonder och fondförvaltare. D.v.s. att reavinstskatt ej tas ut förrän vinsten realiseras. Detta hade gjort att konkurrensen mellan förvaltarna ökat väsentligt då fondspararna ej är låsta i en fond som de är med dagens skatteregler. Detta kommer vi ej att titta närmare på utan arbetet utgår från att detta ej kommer att bli verklighet

## **1.6 MÅLGRUPP**

Med detta arbete vänder vi oss i första hand till ekonomistudenter med inriktning på finansiering. Dessutom har vi en förhoppning att fondsparare i allmänhet och fondförvaltare i synnerhet kan finna innehållet intressant.

---

<sup>8</sup> Dagens Industri, *visa oss hur man gör*, 2001-02-21

## 1.7 DEFINITIONER

### **Aktiefonder**

Fortsättningsvis i arbetet kommer vi enbart att behandla aktiefonder. I begreppet aktiefonder innefattas svenska aktiefonder, Luxemburgbaserade aktiefonder samt aktiefonder som är verksamma i Sverige och lyder under UCIT-direktivet.

### **Avräkningsperiod**

Den period som fondens prestation bedöms utifrån kallar vi för avräkningsperiod. D.v.s. om avräkningsperioden är en månad så bedöms fondens prestation gentemot sitt jämförelseindex över en månad och har fonden presterat bättre än index under denna period kan en prestationsrelaterad avgift tas ut.

### **Högvattenmärke**

Med högvattenmärke menas det märke som tidvattnet lämnar vid högvatten.<sup>9</sup> För att koppla det till vårt arbete innebär det en nivå som måste uppnås innan PRFA kan tas ut.

### **Index**

Genom att addera och indexera marknadens börsvärde fås ett aktieindex för hela marknaden vilket leder till att dagliga värdeförändringar på ett enkelt sätt kan mätas. Stockholmsbörsens totala börsvärdeförändring mäts med hjälp av ett totalindex kallat generalindex. Det finns även index för delar av en marknad såsom t.ex. telekomindex där börsvärdeförändringen av alla telekomföretag mäts dag för dag. Det finns dock vissa index som beräknas annorlunda (bl.a Dow Jones), men detta är det vanligaste sättet vilket vi syftar till i vårt arbete.

### **Jämförelseindex**

När vi i detta arbete talar om jämförelseindex menar vi ett index som fondens prestation kan jämföras emot. Detta index väljs utefter fondportföljens sammansättning.

### **Prestationsrelaterade fondavgifter**

I det prestationsrelaterade sättet att ta ut avgift ingår en rörlig avgift och en fast avgift, med undantag för en prestationsrelaterad fond där endast rörlig avgift tas ut. Med rörlig prestationsrelaterad fondavgift menar vi en avgift vars storlek är beroende av vad fonden presterat i relation till sitt jämförelseindex. Fast prestationsrelaterad fondavgift tas däremot ut på samma sätt som traditionell förvaltningsavgift vilket innebär att avgiften hela tiden är densamma procentuellt sett.

### **PRFA**

Fortsättningsvis i arbetet kommer vi att förkorta prestationsrelaterade fondavgifter med PRFA.

### **PRFA-fonder**

Fonder som använder sig av PRFA.

### **UCIT**

UCIT står för "Undertakings for Collective Investments In Transferable Securities" och är ett EG-direktiv "Council Directive" (85/611/EEC) från den 20 December 1985 som den svenska

---

<sup>9</sup> The compact edition of the Oxford English Dictionary, vol. 1

värdepapperslagen (1990:1114) bygger på. Enligt direktivet får fonder som har tillstånd i ett EU-land, efter anmälan, bedriva verksamhet i samtliga EU-länder.<sup>10</sup>

## 1.8 DISPOSITION

För att läsaren skall kunna erhålla en bättre överblick av arbetets struktur och upplägg har denna dispositionsdel införts där vi kortfattat redogör för innehållet i varje kapitel.

***Kapitel 1** för en inledande diskussion angående fondavgifter och problemen kring dessa. Diskussionen leder fram till uppsatsens syfte och hur vi valt att avgränsa arbetet.*

***Kapitel 2** beskriver vår arbetsgång från hur iden till arbetet uppstod till dess insamling av teori och bearbetning av det empiriska materialet. Vidare redovisar vi kritik till våra kunskapskällor och diskuterar ett eventuellt alternativt tillvägagångssätt.*

***Kapitel 3** är till för att öka läsarens förståelse för fonder i allmänhet och aktiefonder i synnerhet. Detta för att läsaren skall få en bild av helheten för att lättare kunna sätta sig in i vårt problem.*

***Kapitel 4** beskriver de grundläggande teorierna om tillvägagångssätt för att skapa överavkastning samt utvärdering av fondförvaltares prestation. Detta för att läsaren skall förstå de bakomliggande svårigheterna med att på ett rättvist sätt kunna beräkna en prestationsrelaterad förvaltningsavgift.*

***Kapitel 5** redogör för de aktiefonder som använder sig av prestationsrelaterade fondavgifter idag samt Dagens Industris förslag. Genom att jämföra deras olika sätt att ta betalt för sin förvaltning tänker vi i resultat och analysdelen utifrån detta göra utfallsscenarioer.*

***Kapitel 6** förtydligar de riktlinjer vi kommer att utgå ifrån vid våra undersökningar som genomförs i nästföljande kapitel.*

***Kapitel 7** redogör för våra beräkningar samt analyserar utfallen av dessa.*

***Kapitel 8** beskriver de slutsatser vi har kunnat dra av vårt arbete. Vi ger även förslag till vidare forskning då vi under arbetets gång funnit vissa områden som skulle kunna undersökas djupare.*

## 2 METOD

---

<sup>10</sup> Council Directive, (85/611/EEC)

*Detta kapitel beskriver vår arbetsgång från hur iden till arbetet uppstod till dess insamling av teori och bearbetning av det empiriska materialet. Vidare redovisar vi kritik till våra kunskapskällor och diskuterar ett eventuellt alternativt tillvägagångssätt.*

## **2.1 ARBETSGÅNG**

Som vi redogjorde för i inledningskapitlet så uppstod tanken till detta arbete utefter den livliga debatt om fondavgifter som har figurerat i media efter det dåliga börsåret 2000.

För att få en bild av ämnet så har vi inledningsvis försökt skapa oss en uppfattning av problemen med PRFA genom att ta del av de artiklar som berör det valda ämnet. Speciellt artikeln i Dagens Industri där SEB:s VD Lars Thunell vädjade om hjälp med utformningen av PRFA fångade vår uppmärksamhet<sup>11</sup>. Med utgångspunkt från detta kontaktade vi Mats Wermelin och Johan Otterbeck på affärsutvecklingsavdelningen på SEB. Efter otaliga diskussioner lade vi fram ett förslag på hur en studie skulle kunna genomföras som båda parter fann intressant och berikande, och vilken SEB accepterade. Förslaget till SEB och därmed arbetets syfte var att utreda vilka effekter olika prestationsrelaterade avgiftsmodeller skulle få på en utvald fond där avgifterna är traditionellt fasta. Fonden som de prestationsrelaterade avgifterna skall testas på föll på SEB Sverigefond 1 vilken vi refererar till i arbetet som vår undersökningsfond.

Då fondbolagen står under Finansinspektionens tillsyn blev nästa steg att kontakta dessa för att utröna vilka fondbolag som idag har givits tillstånd att använda sig av PRFA. Till dessa fondbolag skickade vi sedermera ut ett e-mail där vi presenterade oss och vår studie samt bad om grundläggande information om deras PRFA-fonder.

Samtidigt försökte vi finna teori som var relevant för vårt problem. Eftersom vårt arbete just utgår ifrån ett problem, d.v.s. har en induktiv ansats, försökte vi utefter detta hitta teorier som kunde appliceras på valt problem. Då PRFA handlar om förmågan att generera överavkastning ifrån fondförvaltaren så var avsikten med teoribiten att förtydliga hur detta genereras och mäts samt problemen med detta. De teorier som vi fann lämpliga för detta ändamål var bl.a. CAPM, Jensens alpha, Effektiva marknader, samt teorier om aktiv och passiv förvaltning.

Efter att ha sammanställt all information om de tio idag verksamma PRFA-fonderna i empiridelen fann vi att dessa kunde delas in i tre kategorier utefter sättet de valt att beräkna fondavgifterna på. Från varje kategori valdes sedan en modell där data infördes om undersökningsfondens utveckling från dag till dag samt utvecklingen för dess jämförelseindex från dag till dag under en femårsperiod. Med hjälp av detta utvecklades och byggdes modeller i Excel utifrån den information som gick att erhålla från de fondbolag som infört dem. Dessutom utvecklades en fiktiv modell utefter ett förslag som Karin Svensson på Dagens Industri arbetat fram.

Två undersökningar gjordes sedan med hjälp av modellerna och dess avgifter för att utreda vilka effekter dessa skulle få på en utvald fond där avgifterna är traditionellt fasta.

---

<sup>11</sup> Dagens Industri, *Visa oss hur man gör*, 2001-02-21



## 2.2 METODVAL

För att tillgodose arbetets undersökande syfte, där vi valt att utreda vilka effekter olika prestationsrelaterade avgiftsmodeller skulle få på en utvald fond där avgifterna är traditionellt fasta, har vi valt att använda oss av en kvantitativ tidsserieanalys med en experimentell inriktning.

En kvantitativ ansats innebär studier där det insamlade materialet uttrycks i sifferform och analyseras kvantitativt. Det innebär även att studierna är mer formaliserade och strukturerade vilket leder till att de präglas av kontroll från forskarens sida<sup>12</sup>. Om vi på ett rättvisande sätt ska kunna utföra denna studie och nå fram till vårt syfte så är det en förutsättning att vi kan kontrollera de data och de modeller som ligger till grund för arbetet. Kontrollen och formaliseringen sker genom att vi selektivt väljer ut de fonder, index och variabler som kan hjälpa oss att frilägga den kunskap vi eftersträvar.

Den experimentella delen i arbetet kommer bestå av aktiv styrning och tillrättläggning av den studerade verkligheten för att genom detta belysa det vi är speciellt intresserade av. Som en följd av detta kommer vi även att kunna kontrollera de olika störningsfaktorer som skulle kunna uppstå vilket ökar undersökningens validitet och reliabilitet. Studien är dessutom knuten till tidsutvecklingen (tidsseriestudie) eftersom vi kommer att studera data som avser olika tidpunkter och därigenom med hjälp av olika modeller klarlägga vissa för studien viktiga förhållanden. Arbetets upplägg är att utgå från ett givet problem som sedan belyses genom befintlig teori för att på så sätt nå fram till vårt syfte. Detta medför att arbetets metodansats är av det induktiva slaget.<sup>13</sup>

### 2.2.1 Undersökningens Validitet & Reliabilitet

Med validitet menas huruvida mätmetoden verkligen mäter den egenskap som avses att mätas<sup>14</sup>. I fallet med att undersöka hur PRFA utfaller i jämförelse med traditionellt fasta avgifter ser vi det som en stor fördel att kunna utgå från de mätmetoder som fondförvaltarna använder sig av i verkligheten. Genom detta kan vi med lätthet jämföra den prestationsrelaterade avgiften med den traditionellt fasta och därigenom bedöma rimligheten i resultatet. Den formaliserade och strukturerade ansats som vi dessutom valt för studien gör att vi försäkrat oss om att alla de störningsfaktorer som skulle kunna äventyra undersökningens validitet har eliminerats. Ansatsen består i att vi genom att välja ett jämförelseindex som vi anser är rättvisande för fondens innehåll kunnat försäkra oss om att beräkningen är korrekt utan störningar på grund av ett felaktigt index.

Ytterligare ett krav som ställs på mätningarna är deras reliabilitet, dvs. pålitligheten och tillförlitligheten hos ett mätinstrument. Under förutsättning att det som mäts är stabilt skall upprepade mätningar ge samma resultat.<sup>15</sup> Eftersom vi använder oss av samma modeller och mätmetoder som fondbolagen i sin beräkning av avgifterna så anser vi att de har en hög grad av tillförlitlighet. Viss kritik kan dock riktas mot att modellerna är relativt nya och obeprövade vilket vi måste ha i åtanke när vi kritiskt granskar resultatet. Vi anser dessutom att vi varit mycket noggranna med att de data vi använder oss av är korrekt insamlade och

---

<sup>12</sup> Holme och Solvang, (1996), s. 14

<sup>13</sup> Lekvall och Wahlbin, (1993), s. 140

<sup>14</sup> Lekvall och Wahlbin, (1993), s. 211

<sup>15</sup> Lekvall och Wahlbin, (1993), s. 210

registrerade. Detta borgar för att om undersökningen upprepas så kommer resultatet att bli det samma vilket innebär att vår studie har hög reliabilitet.

## **2.3 DATAINSAMLING**

### **2.3.1 Sekundärdata**

För att hitta litteratur i det valda ämnet har vi sökt på Ekonomibiblioteket i Lund och Stadsbiblioteket i Malmö. Vi har använt oss av Ebsco, EconLit och Lolita för vår litteratursökning och Affärsdata för artikelsökningar. De sökord och begrepp vi har använt oss av är aktiefonder, avgifter, benchmark, fonder, jämförelseindex, portfolioperformance, prestationsrelaterade fondavgifter samt UCIT. Även de aktuella fondförvaltarnas namn har använts vid sökning av information. Dessutom använde vi oss i stor utsträckning av olika sökmotorer på Internet såsom Alta Vista, Yahoo och Spray med samma sökord som ovan.

### **2.3.2 Primärdata**

Primärdata innebär att de data som samlas in inte är andrahandsinformation utan data som direkt skall användas i ett visst syfte<sup>16</sup>. Vårt urval av primärkällor grundar sig på det kvantitativa och experimentella syftet i arbetet. Primärdatan i våra beräkningar består av det material om undersökningsfonden SEB Sverigefond 1 och dess jämförelseindex SIXPRX som erhållits från Johan Otterbeck på SEB. Dessutom har material från fondförvaltarna inhämtats, genom e-mail förfrågningar, i syfte att kartlägga de olika modeller som används för att beräkna PRFA.

Idag finns det åtta fondförvaltare som på olika sätt använder sig av PRFA på aktiefonder. Fondförvaltningsbolagen är alla lika i den mening att de är innovatörer på fondmarknaden eftersom de tillhandahåller en produkt som är kopplad till deras skicklighet. Dock är de olika genom att de använder sig av olika sätt att räkna fram PRFA vilket berikar vår studie. Vi har för avsikt att genomföra en studie av dessa och försöka erhålla en helhetsbild av de modeller som används, för att sedan kunna utnyttja denna kunskap vid våra beräkningar. Fördelen med att använda sig av alla åtta fondförvaltarna är att vi kan jämföra dessa med varandra för att få en bild av vilka olika alternativa vägar som finns för att beräkna en rättvis avgift.

De fondförvaltare som idag använder sig av PRFA i aktiefonder och som vi därför avser att, utifrån deras sätt att ta betalt, mer ingående studera är Banco Fonder AB, Bullhound Ltd, Cicero Fonder AB, Enter Fonder AB, Fischer Partner Fondkommission AB, HQ.SE Fondkommission, Länsförsäkringar Fonder samt SalusAnsvar E. Öhman Fonder AB.

Primärdata har även erhållits genom att det en under arbetets gång hela tiden funnits en öppen dialog med berörda fondförvaltare samt Finansinspektionen och Karin Svensson på Dagens Industri.

## **2.4 KÄLLKRITIK**

---

<sup>16</sup> Lekvall och Wahlbin, (1993), s. 141

### **2.4.1 Sekundärkällor**

Ämnet prestationsrelaterade fondavgifter är ett ämne som ligger i tiden och allt mer diskuteras, dock är det ett outforskat område litteraturmässigt vilket medför att den litteratur vi har använt oss av inte direkt kan kopplas till ämnet. Det övergripande problemet med de sekundärkällor arbetet använt sig av är alltså att dessa inte tar upp det specifika ämnet prestationsrelaterade fondavgifter. Vi har istället tvingats att använda oss av teorier som behandlar bl.a. fondförvaltarens prestation, strategier för portföljförvaltning samt teorier om den effektiva marknaden.

### **2.4.2 Primärkällor**

Genom kontakt med fondförvaltare som använder sig av PRFA har vi fått tillgång till deras modeller och i vissa fall även räkneexempel på hur dessa appliceras. I de fall vi inte fått något räkneexempel har vi själva fått tolka hur modellerna skall användas vilket skulle kunna leda till tolkningsfel. För att lösa detta problem har vi utefter vår tolkning av modellerna givit fondförvaltarna en chans att kritisera dessa då vi översänt våra räkneexempel till dem via e-mail för att på så sätt säkerställa en korrekt användning.

Datamaterialet som erhållits från Johan Otterbeck på SEB innehöll ca 4000 poster då varje dagsutveckling för fonden och dess jämförelseindex under en femårsperiod erhöles. Att varje post är korrekt återgiven kan vi inte garantera, men då vi kontrollerat att utvecklingarna på årsbasis är korrekta så är risken för några betydelsefulla felaktigheter väldigt små.

## **2.5 ALTERNATIV METOD**

En alternativ metod kunde ha varit en kvalitativ undersökning där vi hade intervjuat nyckelpersoner på de fondbolag som idag har infört prestationsrelaterade fondavgifter. Genom intervjuerna hade vi kunnat utröna fondbolagens samlade erfarenheter på området och därigenom kunnat dra slutsatser som tillgodoser uppsatsens syfte. Den kvalitativa metoden hade gett oss en djupare inblick i fondbolagen och deras erfarenhet av olika avgiftsmodeller, men samtidigt hade det varit oundvikligt att inte påverkas av fondbolagens positiva syn till den egna avgiftsmodellen. För att på ett objektivt sätt kunna se på effekterna av de olika modellerna utan att påverkas av fondbolagens uppfattning anser vi att undersökningen måste vara kvantitativ varför vi valt denna metod.

## 3 INTRODUKTION TILL FONDER

*Med detta kapitel vill vi öka läsarens förståelse för fonder i allmänhet och aktiefonder i synnerhet. Detta för att läsaren skall få en bild av helheten för att lättare kunna sätta sig in i vårt problem.*

### 3.1 VAD ÄR EN FOND?

Enligt första paragrafen i lagen om värdepappersfonder (1990:1114) står följande om vad en värdepappersfond är:

*”en fond bestående av fondpapper och andra finansiella instrument, vilken bildas genom kapitaltillskott från allmänheten och ägs av dem som skjutit till kapital”<sup>17</sup>.*

Genom att spara i en fond överlåter fondspararen förvaltningen till en professionell kapitalförvaltare som på heltid följer utvecklingen på de olika finansiella marknaderna. För de pengar som sätts in i fonden erhåller fondspararen andelar och blir således delägare till de värdepapper fonden äger.<sup>18</sup>

### 3.2 KORT FONDHISTORIK

Det svenska fondsparandet har sina rötter så långt bak i tiden som på 1950-talet då den första aktiefonden Koncentra startade. Denna fond finns fortfarande kvar på marknaden, men går nu under namnet Handelsbankens utlandsfond<sup>19</sup>. Fondsparandet tog emellertid inte fart förrän 1978 då ett skattemässigt förmånligt sparande infördes kallat skattspar där fondspararen varje år fick en skattelättnad upp till 30 % av det belopp som sparats under det gångna året. Dessutom var avkastningen från insättningstillfället och fem år framåt skattefri om inga uttag gjordes under denna period. I samband med stigande börskurser i början av 80-talet valde allt fler att placera sina pengar i dessa skattefonder. Sparandet byggde på månatliga insättningar och pengarna placerades i aktier på den svenska börsen. Detta kan räknas som starten för den stora expansionen som sedan har skett inom fonder och fondsparande.<sup>20</sup> 1984 ersattes skattspar med allemanssparandet vilket i stora drag hade samma upplägg som skattspar med undantag för skattelättnaden på insatt belopp.<sup>21</sup> Allemansfonderna miste 1997 skattesubventionerna och året efter upphörde sedermera lagen (1983:890) om allemanssparandet att gälla helt. Allemanssparfonderna finns fortfarande kvar men lagreglerna är idag desamma som för alla övriga värdepappersfonder (1990:1114). 1990 infördes ett avdragsgillt pensionssparande i form av fondförsäkringarna där pengarna ej gick att röra till dess att spararen fyllt 55 år. Detta samt införandet av individuellt pensionssparande (IPS) där spararen själva har större möjligheter till ett aktivt val har ökat fondsparandet ytterligare.<sup>22</sup>

<sup>17</sup> Lag (1990:1114) om värdepappersfonder

<sup>18</sup> Haskel, (1998), s. 47

<sup>19</sup> [www.handelsbanken.se](http://www.handelsbanken.se)

<sup>20</sup> [www.fondbolagen.se](http://www.fondbolagen.se), *Fondmarknadens utveckling i Sverige*, 2001-04-25

<sup>21</sup> Wester, (1996), s. 62-63

<sup>22</sup> [www.fondbolagen.se](http://www.fondbolagen.se), *Fondmarknadens utveckling i Sverige*, 2001-04-25

Av stor betydelse för fondsparandet i vårt land har dessutom införandet av premiepensionen haft där svenska folket fick göra sina första placeringar i fonder under hösten 2000. Det placerades 57 miljarder kronor i detta premiepensionsval vilket gör att Sverige idag har ett fondsparande på över 900 miljarder kronor i 1900 fonder från 90 olika fondbolag! 66% av Sveriges befolkning mellan 18 - 74 år sparade i utgången av år 2000 i fonder där varje fondsparare i genomsnitt innehade 3,5 fonder, detta räknat exklusive fonder i premiepensionssystemet. Med detta är vi det land med störst andel fondsparare i världen.<sup>23</sup>

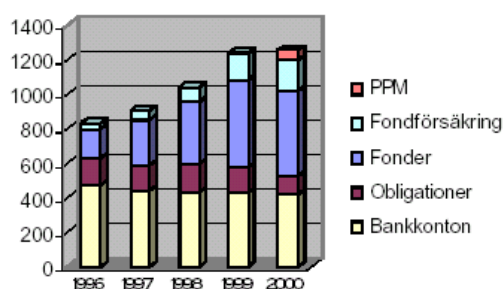
### 3.3 FONDSPARANDET 1996 – 2001

Eftersom undersökningen i detta arbete baseras på en period av fem år (se 6.3) redogör vi i detta stycke för vad som hänt på fondmarknaden under dessa fem år och hur situationen ser ut idag.

#### 3.3.1 Hushållens fondsparande

Under femårsperioden 1996-2000 har svenska folkets sparbeteende förändrats. Från att tidigare ha förvalt sina pengar genom att placera dem på bankkonto eller i obligationer har trenden under denna period varit att flytta över sparandet till fonder. Under 1998 passerade fonderna banksparandet som del i hushållens förmögenhet. Sammanlagt har hushållen nysparat 190 miljarder kronor under denna femårsperiod.

*Hushållens förmögenhet i fonder, obligationer och bankkonton, mdkr*



	Bank konton <sup>3</sup>	Obliga tioner	Fonder		
			direkt <sup>4</sup>	försäkring	PPM
<b>1996</b>	472	160	168	32	-
<b>1997</b>	440	150	262	54	-
<b>1998</b>	430	164	362	85	-
<b>1999</b>	434	139	514	156	-
<b>2000</b>	422	105	497	180	53

Källa: Sparbarometern FI/SCB och PPM

Fondförmögenheten har nästintill tredubblats under femårsperioden. Medan sparandet i aktiefonder procentuellt sett varit relativt konstant, från 64% 1996 till 66% 2000, så har det förekommit desto mer skiftningar i ränte- och -blandfonder. Andelen som placerats i räntefonderna har minskat från 24% 1996 till 12% 2000 samtidigt som det skett en ökning av andelen som placerats i blandfonder från 12% 1996 till 20% 2000. Detta har en logisk förklaring då börsen under perioden har haft en positiv utveckling samtidigt som räntorna har fallit. Det skall dock nämnas att under det rådande börsklimatet under våren 2001 med fallande kurser har räntefonder blivit alltmer populära igen.<sup>24</sup>

<sup>23</sup> [www.fondbolagen.se](http://www.fondbolagen.se), *Fondmarknaden i ett femårsperspektiv*, 2001-04-18

<sup>24</sup> Ibid

*Fondförmögenhet fördelad på fondtyp 1996-12-31 respektive 2000-12-31*



Om nettosparandet i fonder under perioden tas i beaktning ser vi klarare att det förekommit stora svängningar mellan de olika åren. 1996 stod t.ex. aktiefonderna endast för 14% av nysparandet medan nysparandet i räntefonderna var hela 49%. Även 1998 fick räntefonderna en hög andel av nysparandet vilket detta år var 38%. Övriga år har aktiefonderna dominerat där speciellt stora nettoinsättningar gjorts under 1997 och 2000. Den höga andelen aktiefonder under 2000 förklaras av att en stor andel av fondsparandet detta år avser placeringar inom olika former av pensionssparande. Vad som även bör nämnas är att alla fondtyper har haft ett positivt nettoinflöde under femårsperioden dock har uttagen under våren 2001 varit större än insättningarna i aktiefonder som en följd av den oroliga börsutvecklingen.

*Nettosparande i fonder fördelat på fondtyp, mdkr*

	1996	1997	1998	1999	2000	Summa 1996-2000	kv1 2001
<b>Aktiefonder</b>	2,1	52,6	14,1	27,1	68,7	165	-1,1
<b>Blandfonder</b>	5,7	18,0	12,4	20,0	42,9	99	0,1
<b>Räntefonder</b>	7,6	0,4	16,0	11,0	5,1	40	12,8
<b>TOTAL</b>	<b>15,4</b>	<b>71,0</b>	<b>42,5</b>	<b>58,1</b>	<b>116,7</b>	<b>304</b>	<b>11,8</b>

Källa: Fondbolagens Förening och PPM.

### 3.3.2 Avkastning

Avkastningen för fonder har varit väldigt gynnsam under perioden. Efter sju år av uppgång (1993-1999) bröts dock trenden under förra året (2000), men trots nedgången under fjolåret blev den genomsnittliga avkastningen för femårsperioden 23% per år för aktiefonder och 17% för blandfonder. Under perioden uppvisade räntefonder en genomsnittlig avkastning på 6% där 1996 sticker ut med 12% vilket var en följd av det tidigare höga ränteläget i vårt land.<sup>25</sup>

<sup>25</sup> Ibid

#### Avkastning på fondtyp, procent

	<b>Aktie fond</b>	<b>Bland fond</b>	<b>Ränte fond</b>	<b>Bank konto</b>
<b>1996</b>	33	22	12	3
<b>1997</b>	23	19	5	2
<b>1998</b>	14	16	7	2
<b>1999</b>	54	32	1	1
<b>2000</b>	-9	-4	5	1
<b>1996-2000</b> <sup>1</sup>	162	112	34	7
<b>Genom- snitt per år</b>	23	17	6	2
<b>kv1 2001</b>	-13	-9	0	0

Källa: Svensk Fondstatistik och Riksbanken<sup>2</sup>

En fondsparare som placerade 10 000 kronor den sista december 1995 i aktiefonder hade fyra år senare d.v.s. den sista december 1999 i genomsnitt 28 900 kronor vilket är en uppgång med 189% under dessa fyra år. Dock sjönk behållningen till 26 200 kronor (162%) sista december 2000 efter en nedgång på börsen under andra halvan av året. Om pengarna under femårsperioden istället placerats på ett bankkonto hade värdet efter fem år varit ca 10 700 kronor vilket är en ökning med 7% under perioden. Tillväxten för blandfonder har varit 112% och för räntefonder 34% under perioden. Efter justering av skatt hade värdet för aktiefonder sista december 2000 varit 21 300 kronor, för blandfonder 17 800 kronor, för räntefonder 12 400 kronor samt som tidigare nämnts för placering på ett bankkonto 10 700 kronor (bankräntan beskattas vid varje årstillfälle vilket är inberäknat i nedanstående modell).

#### Utveckling för 10 000 kronor placerat 1995-12-31, kr

	<b>Aktie fond</b>	<b>Bland fond</b>	<b>Ränte fond</b>	<b>Bank konto</b>
<b>1996</b>	13 300	12 200	11 200	10 200
<b>1997</b>	16 400	14 500	11 800	10 400
<b>1998</b>	18 700	16 800	12 600	10 500
<b>1999</b>	28 900	22 100	12 800	10 600
<b>2000</b>	26 200	21 200	13 400	10 700
<b>kv1 2001</b>	22 700	19 400	13 400	10 700

### 3.4 LAGSTIFTNING OM AKTIEFONDER

Aktiefonder reglerades fram t.o.m 1990 av Aktiefondslagen<sup>26</sup> från 1974 samt Aktiesparfondslagen<sup>27</sup> från 1978. Den 1 januari 1991 ersattes Aktiesparfondslagen med Lag (1990:1114) om värdepappersfonder. Denna nya lag innebar en anpassning till EU:s lagstiftning och bygger på EU:s UCIT-direktiv. UCIT står för "Undertakings for Collective Investments In Transferable Securities" och innebär bl.a. att en fond som har tillstånd att bedriva verksamhet i ett EU-land, efter anmälan, får bedriva verksamhet i samtliga EU-länder.<sup>28</sup> Värdepapperslagen kompletteras även med Finansinspektionens föreskrifter om värdepappersfonder.

<sup>26</sup> Lag (1974:931) om aktiefonder

<sup>27</sup> Lag (1978:428) om aktiesparfonder

<sup>28</sup> Council directive, (85/611/EEC)

Med Lag (1990:1114) om värdepappersfonder skärptes kraven på att fondförvaltarna tydligt skall ange sin placeringsinriktning. Dock togs en stor del av detaljstyrningen bort vilket innebär att det nu mer är upp till fondförvaltarna att skriva in detta i fondbestämmelserna. Dessa fondbestämmelser skall godkännas av Finansinspektionen som även fungerar som en övervakningsmyndighet och sköter den löpande tillsynen. Varje ändring som fondförvaltaren har för avsikt att göra i sina fondbestämmelser måste först godkännas av Finansinspektionen innan de kan införas. Placeringsmöjligheterna har även ökat då värdepapperslagen nu tillåter handel med terminer, optioner och andra derivat.

Aktiefondernas sammansättning regleras även av värdepapperslagen. En aktiefond måste minst bestå av 75% aktier eller aktierelaterade instrument. Fonden får aldrig placera mer än 5% av fondförmögenheten i ett enskilt bolag. Undantag görs dock för 40% av fonden som får placera i poster som max får uppgå till 10% i ett bolag. Detta innebär att en aktiefond aldrig kan ha mindre än 16 olika bolag i sin fondportfölj.<sup>29</sup> Spärren på 10% innebär att fondportföljen inte kan ha samma sammansättning som marknaden då t.ex. Ericsson upptar en större andel av marknaden än 10%.

### 3.5 AVGIFTER

Traditionellt sett så belastas fonder med en fast årlig förvaltningsavgift som reserveras dagligen och tas ur fondens värde vid utgången av varje månad. Avgiften redovisas procentuellt och brukar ligga mellan 0,5% till 2,5% för en aktiefond.<sup>30</sup> Avgiften beräknas genom att fondens dagliga marknadsvärde multipliceras med förvaltningsavgiften i procent och därefter divideras denna summa med 365 dagar. För att få fram den årliga avgiften i kronor skall varje dagsavgift under året adderas.<sup>31</sup>

De avgifter som en fondsparare betalar för en fond går bl.a. till att täcka fondbolagets analys och portföljförvaltning, information till andelsägare, administration av fonden, tillsynskostnad till Finansinspektionen samt ersättning till förvaringsinstitutet för dess verksamhet som förvaringsinstitut och registerhållare. För vissa fonder tillkommer även insättnings- och uttagsavgifter, men detta börjar mer och mer försvinna för att ersättas av högre förvaltningsavgifter.<sup>32</sup>

Det är dock inte slut med detta utan det tillkommer kostnader som inte syns i förvaltningsavgifterna. Dessa dolda kostnader uppmärksammade Affärsvärlden 1997 då de införde ett nytt nyckeltal kallat Total Kostnads Andel (TKA). Detta nyckeltal innefattar även transaktionskostnader för courtage, vid köp och försäljning av värdepapper, och valutaväxling samt vissa administrationskostnader vilka ej är inberäknade i den årliga förvaltningsavgiften. Vidare påvisar artikeln att avgifterna i vissa fonder är dubbelt så höga om de redovisas enligt TKA jämfört med att endast redovisa den årliga förvaltningsavgiften. Fonder med hög omsättningshastighet har högre courtageavgifter vilket inte syns i den årliga förvaltningsavgiften, men tack vare TKA kan fondspararen bli medveten om detta. Samma sak gäller utlandsfonder där courtagekostnaderna ofta är högre eftersom det är dyrare att handla på börser som är mer avlägsna.<sup>33</sup>

---

<sup>29</sup> Lag (1990:1114) om värdepappersfonder

<sup>30</sup> Haskel, (1998), s. 50

<sup>31</sup> Telefonsamtal, Pettersson B, Administrativ chef, Banco Fonder

<sup>32</sup> Haskel, (1998), s. 52

<sup>33</sup> Affärsvärlden, TKA - sanningen om fondkostnaderna, 1997-06-11



## 4 TEORI

*Vi beskriver i detta kapitel de grundläggande teorierna om tillvägagångssätt för att skapa överavkastning samt utvärdering av fondförvaltares prestation. Detta för att läsaren skall förstå de bakomliggande svårigheterna med att på ett rättvist sätt kunna beräkna en prestationsrelaterad förvaltningsavgift.*

### 4.1 GRUNDLÄGGANDE PORTFÖLJVALSTEORI

Vid en utvärdering av en fondförvaltares prestation krävs inte bara kunskap om vilken avkastning som förvaltaren lyckats skapa, utan även kunskap om vilken risk han tagit och om risken kompenenserats i form av ökad avkastning. Med andra ord så krävs det en grundläggande kunskap i några av finansteorins grundpelare. För att läsaren på bästa sätt ska kunna tillgodogöra sig och kritiskt granska den gjorda studien så kommer vi att redogöra för några utav finansteorins grundpelare. Inledningsvis kommer vi att beskriva grundläggande teorier i skapandet av den optimala portföljen samt vilka metoder förvaltarna använder sig av för att skapa överavkastning, för att i den senare delen gå in på olika prestationsmått för förvaltare.

#### 4.1.1 Den Optimala portföljen

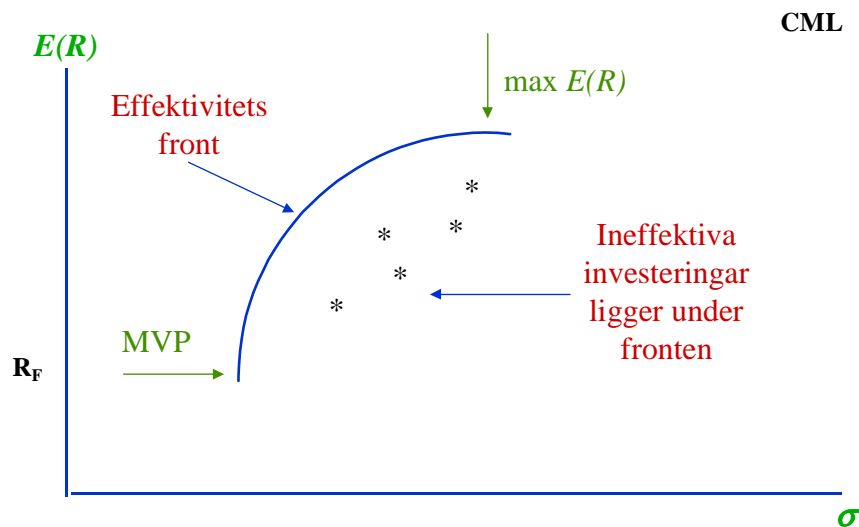
Den optimala portföljen är en kombination av alla risktillgångar på marknaden där varje tillgång innehåser i samma proportion som den del den utgör av den totala marknaden. Den optimala portföljen kallas även marknadsportföljen och som en approximation av portföljen kan man använda sig av ett marknadsindex.<sup>34</sup> Detta index kommer i fortsättningen att vara en viktig del av de gjorda studierna eftersom det genom vissa justeringar kan användas som jämförelseindex vid utvärdering av fondförvaltarens prestation.

Stjärnorna i modellen nedan representerar marknaden möjliga kombinationer av aktier. Linjen som omsluter de olika kombinationerna kallas minimum variance set och visar de portföljkombinationer som ger den minsta variansen vid de olika avkastningsnivåerna. I punkt MVP (minimum variance portfolio) visas den portfölj som ger den absolut minsta risken. Kurvan ovanför punkten MVP är den så kallade effektiva fronten vilken visar den högsta avkastningen vid de olika risknivåerna.<sup>35</sup>

---

<sup>34</sup> Elton & Gruber, (1995), s. 287

<sup>35</sup> Haugen, (2001), s. 632-639



Om vi introducerar en riskfri tillgång får vi en ny effektiv front i form av en rät linje vilken kallas Capital Market Line (CML). CML dras från den riskfria räntan och vid tangeringspunkten på kurvan har vi den optimala portföljen. Genom att spara till den riskfria räntan rör investeraren sig från tangeringspunkten M mot den riskfria räntan. Om investeraren istället lånar till den riskfria räntan för att investera i risktillgångar rör han sig från punkten M längs linjen i motsatt riktning. Om vi antar att alla investerares förväntningar på marknaden angående framtida risk och avkastning är homogena, så kommer alla investerare att göra sin investering någonstans längs CML beroende på hur riskbenägna de är.<sup>36</sup>

Med ovanstående teori i åtanke är frågan varför inte alla investerare vill placera i den optimala portföljen, vilket hade varit en indexfond som speglade marknaden, för att på så sätt erhålla det högsta riskpriset (avkastning/risk). Detta beror förmodligen på att investeraren genom att placera i en aktivt förvaltd portfölj (aktiefond) och därmed skiljer sig från den optimala portföljen har en förhoppning att skapa överavkastning. Det är alltså här som fondförvaltarna kliver in i bilden då de anser sig kunna skapa en överavkastning genom att aktivt förvalta fonden och selektera bland de värdepapper som finns på marknaden. Det är denna överavkastning som den prestationsrelaterade fondavgiften skall baseras på och som vi koncentrerar oss på i denna studie. Detta gäller inte indexfonder som endast har som mål att följa ett index så precist som möjligt.

#### 4.1.2 Aktiv & Passiv förvaltning

För 15-20 år sedan var definitionen för passiv förvaltning en förvaltare som hade som mål att följa ett index och för aktiv förvaltning en förvaltare "som gjorde något annat". Idag med det oändliga antal möjligheter som en förvaltare har är gränsen inte lika lätt att dra. Elton och Gruber skiljer en aktiv förvaltare från en passiv genom att den aktive förvaltaren tar en position baserat på en prognos som skiljer sig ifrån en position som hålls av en passiv förvaltare. För att förtydliga så är aktiv förvaltning allt som skiljer sig från ett index och

<sup>36</sup> Ibid

baseras på en prognos.<sup>37</sup>

#### 4.1.2.1 Passiv förvaltning

Den enklaste formen av passiv förvaltning är som vi tidigare nämnt att försöka replikera ett index. Det visar sig dessutom genom studier som gjorts att indexfonder under åren 1971-1991 har slagit de aktivt förvaltade portföljerna i 80% av fallen.

Även om det är enkelt att konstruera en indexfond genom att konstruera en kopia av ett index så är det inte alla indexfonder som konstrueras på detta sätt. Anledningen till detta är att förvaltaren får betala dyra transaktionskostnader genom att göra en exakt kopia av ett index. Istället kan han exkludera vissa tillgångar för att spara in på dessa transaktionskostnader. Det finns dessutom ytterligare två sätt vilka gör att fonden inte blir en exakt kopia av index. Dessa är fondens kassa, som används vid inlösen av fondandelar, samt utdelningar från företag som inte återinvesteras.

Om fondförvaltaren vill replikera ett index och skapa en indexfond finns det tre alternativ att välja bland:

- Aktierna köps i samma proportion som de har i index.
- Istället för att köpa aktier i samma proportion som ett index så används en matematisk lösning där endast ett maximalt antal aktier används. Aktier selekteras då utefter hur de historiskt sett följt index.
- Aktierna väljs genom att fonden innehar rätt andel aktier inom olika branscher för att på så sätt spegla index.

Dessutom förekommer det kombinationer utav de tre alternativen.

På grund av de olika kostnaderna som omger en fond så kan en investerare luras att tro att fonden alltid avkastar sämre än index. Generellt sett kan dock sägas att eftersom en indexfond har ett något lägre betavärde än index på grund av sin kassa vilken har noll i betavärde så går den något sämre i bra tider och något bättre i dåliga. En indexfond brukar dock inte avvika mer än 0,05% från index. Anledningen till att fonden kan hålla jämna steg med index trots de förvaltningskostnader som en fond har är två faktorer som talar till indexfondens fördel. Den första faktorn är att stora index ofta missar utdelningar från mindre företag vilket en indexfond aldrig gör eftersom utdelningen kommer direkt in på kontot. Den andra anledningen är att indexfonder alltid har möjligheten att om erbjudandet finns sälja till ett pris som är högre än marknadspriset vid t ex uppköp. Denna möjlighet har aldrig ett index då det är en fiktiv portfölj som aldrig köper eller säljer aktier.<sup>38</sup>

---

<sup>37</sup> Elton & Gruber, (1995), s. 687-695

<sup>38</sup> Ibid

#### 4.1.2.2 Aktiv förvaltning

En aktiv förvaltare, som vi tidigare nämnde, tar en position som skiljer sig från den en passiv förvaltare intar, baserat på en prognos. Detta gör att vi kan jämföra den aktiva förvaltaren med den passiva och därigenom värdera den aktive förvaltarens prestation. Förvaltarens prestation grundar sig i sin tur på hur skickligt han kan utnyttja det informationsövertag han har genom att över- eller undervikta i värdepapper och på så sätt åstadkomma en överavkastning. Det är denna överavkastning som kommer fondandelsägaren tillgodo och som då ska ligga som grund för beräkningen av den prestationsrelaterade fondavgiften.

Till förvaltarens hjälp finns det olika strategier för hur informationsövertaget gentemot marknaden skall utnyttjas på bästa sätt för att kunna skapa överavkastning. Det förekommer även här olika kombinationer av de olika strategierna men de tre huvudinriktningarna är:

- *Market timing* där portföljens beta justeras efter hur prognosen för framtiden ser ut.
- *Security selection* där förvaltaren letar efter undervärderade tillgångar och utformar en optimal portfölj av dessa. Detta anses som den vanligaste metoden.
- *Sector selection* fungerar som security selection med det undantaget att förvaltaren satsar på en hel sektor. Förvaltaren roterar sedan sin portfölj mellan olika sektorer beroende av hur prognosen ser ut.

#### 4.1.2.3 Aktiv Vs Passiv

Det pågår konstant en diskussion om vilket alternativ som skulle vara bäst av aktiv och passiv förvaltning och det finns idag inget självklart svar även om flera studier visar på att indexfonder oftare haft bättre avkastning än de aktivt förvaltrade portföljerna. Det finns dock skillnader mellan fonderna som direkt påverkar avkastningen och som vi med säkerhet kan tillskriva de olika fondernas avgifter. Större delen av dessa kommer från kostnader inom fonden vilka fondförvaltarna måste överkomma innan de blir effektiva. Dessa kostnader talar för den passiva indexfonden och är följande:

- Kostnaden för prognoser som t.ex. löner och avgifter.
- Kostnad för diversifierbar risk. Aktiva portföljer innebär en större risk än index och investeraren måste då kompenseras med högre avkastning.
- Högre transaktionskostnader på grund av högre omsättning av värdepapper i form av courtage m.m.<sup>39</sup>

#### 4.1.3 Effektiva marknader

Teorin om effektiva marknader innebär att en helt effektiv marknad är en marknad där priser på olika värdepapper momentant och alltid avspeglar all tillgänglig information vilket innebär att det inte kan vara ett tidsgap mellan att ny information anländer på marknaden och priser justeras till en ny jämviktsnivå. Innebörden av detta är att på en effektiv aktiemarknad skall priset på ett bolags aktier alltid avspegla all tillgänglig information om bolaget avseende bland

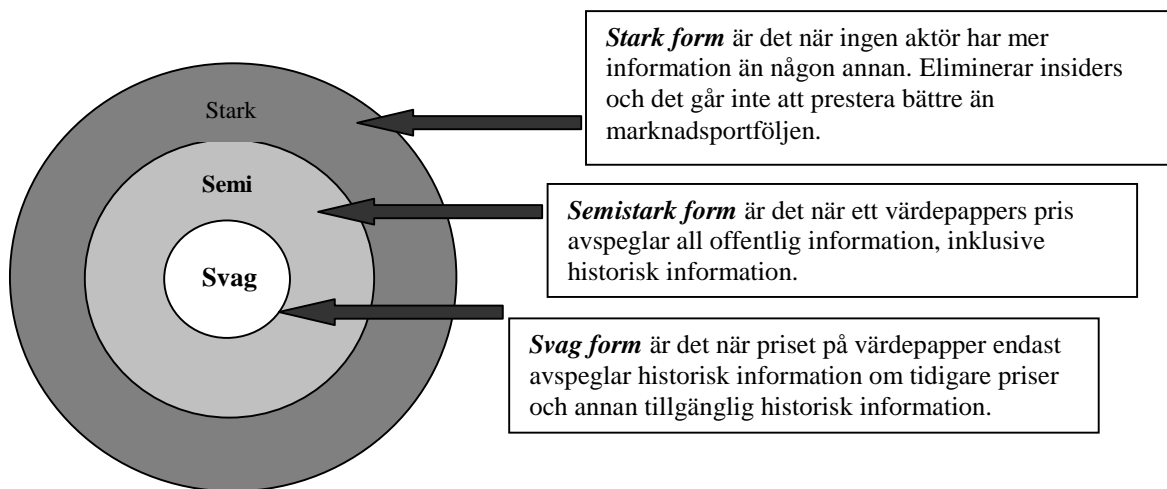
---

<sup>39</sup> Ibid

annat företagets finansiella ställning, uttalande som nyhetsmedia gör om bolaget, tidigare prisutveckling på bolagets aktier eller hur den nuvarande ekonomiska miljön kommer att påverka bolaget. För att en marknad skall kunna vara helt effektiv är det tillräckligt att följande fyra effektivitetsvillkor är uppfyllda:

- Samtliga investerare är värdemaximerare, dvs. de är rationella och genomför investeringsbeslut som maximerar avkastningen givet en viss risknivå.
- Samtliga investerare kan kostnadsfritt och vid samma tidpunkt ha tillgång till samma information.
- Inga skatter, transaktionskostnader och andra hinder för handel förekommer på marknaden.
- Investerare är pristagare, dvs. ingen enskild handlare på marknaden är stor nog att kunna påverka priset på olika värdepapper.

Samtliga fyra av dessa villkor uppnås självfallet inte på dagens finansmarknader, men de är inte nödvändiga villkor utan endast tillräckliga villkor för att en marknad skall vara helt effektiv. Den svenska marknaden lever inte riktigt upp till kraven för att vara en effektiv marknad. Alla investerare har nämligen inte samtidig kostnadsfri tillgång till information, transaktionskostnader finns och det finns aktörer på marknaden som kan påverka aktiepriset på egen hand. Därför har marknaden i teorin, för att bättre kunna åskådliggöra problemet, delats in i tre olika grader utav effektivitet. Svag, semistark och stark form av effektivitet.



Till den effektiva marknadens fördel kan nämnas att med Informationsteknologins framväxt har vi närmat oss effektivitetsvillkoren i form av lägre transaktionskostnader samt bättre och snabbare tillgång till information. Om vi ska återknyta till vår studie så skulle vi kunna säga att förvaltarna anser att de kan utnyttja bristerna i den effektiva marknaden som trots allt finns genom att de över- och underviktar i värdepapper där de genom bättre tillgång till information har en annorlunda marknadsuppfattning än vad marknaden själv har.<sup>40</sup> Genom denna över- eller underviktning kan förvaltarna skapa den överavkastning som skall ligga till grund för beräkningen av PRFA. Vi kan fastslå att en förutsättning för PRFA är att marknaden har en viss grad av ineffektivitet.

<sup>40</sup> Ross, Westerfield & Jaffe, (1999), s. 324-330

## 4.2 UTVÄRDERING AV FÖRVALTARES PRESTATION

I föregående teoridel redovisades vilka möjligheter fondförvaltare har att skapa en överavkastning i förhållande till en indexfond. I denna del kommer vi att ta steget vidare för att klarlägga inte bara hur denna överavkastning kan mätas utan även vilka alternativa metoder som finns för att utvärdera fondförvaltare.

### 4.2.1 CAPM – Capital Asset Pricing Model

CAPM är en av den finansiella teorins grundpelare och utvecklades oberoende utav varandra av Sharpe, Litner och Mossin på 1950-talet.<sup>41</sup> Modellen är en jämviktsmodell som visar den förväntade avkastningen för en tillgång mätt genom tillgångens betavärde.<sup>42</sup> Betavärdet representerar den risk som tillgången har i förhållande till marknadsrisken och utgör således grunden för beräkningen av tillgångens riskpremie. Till tillgångens riskpremie läggs den riskfria räntan för att på så sätt få fram den förväntade avkastningen på tillgången.

$$E(R_i) = r_f + \beta_i (E(R_M) - r_f)$$

$$\text{där } \beta_i = \frac{\text{Cov}(R_i, R_M)}{\text{Var}(R_M)} = \frac{\sigma_{iM}}{\sigma_M^2}$$

M = Marknadsportföljen

$r_f$  = Riskfria räntan

$E(r_M) - r_f$  = Marknadens riskpremie

$[E(r_M) - r_f] / \sigma_M$  = Marknadspiset på risk

För att CAPM skall gälla som en förenklad bild av verkligheten så förutsätter den en perfekt marknad vilket innebär:

- Inga transaktionskostnader eller skatter.
- Alla investerare är pristagare.
- Alla investerare har samma placeringshorisont.
- Investerarna har samma homogena förväntningar på avkastning och risk.
- Obegränsad in och utlåning.
- Obegränsad blankning tillåten.
- Alla tillgångar kan köpas och säljas på marknaden.
- Fritt informationsflöde.<sup>43</sup>

CAPM kan användas på fonder genom att fondernas betavärde beräknas och används som ett mått på den risk som fonden historiskt sett haft. Med hjälp av den riskfria räntan (SSVX) och marknadens riskpremie kan fondens förväntade avkastning räknas fram och sedan jämföras

<sup>41</sup> Elton & Gruber, (1995), s. 285

<sup>42</sup> Bodie, Kane & Marcus, (1998) s.199

<sup>43</sup> Elton & Gruber, (1995), s. 284

med den faktiska avkastningen. Skillnaden mellan CAPM och den faktiska avkastningen kallas Jensens alfa och används för att utvärdera t.ex. en förvaltares prestation.

#### 4.2.2 Eugen F. Famas portföljutvärderings modell

Famas metod för att analysera en fondförvaltares prestation är en av de mest använda och bygger på SML (Security Market Line) vilken visar avkastningen i förhållande till risk mätt med betavärdet. Beroende på riskvillighet kan investeraren välja att placera längs SML och genom upplåning eller inlåning till den riskfria räntan uppnå den önskade risknivån. Placeringen längs SML kan jämföras med en passiv strategi där investeraren placerar i en indexportfölj. Som modellen nedan visar delas avkastningen upp i olika delar vilket hjälper oss att förstå vad en förvaltare tillför för värde genom en aktiv strategi.

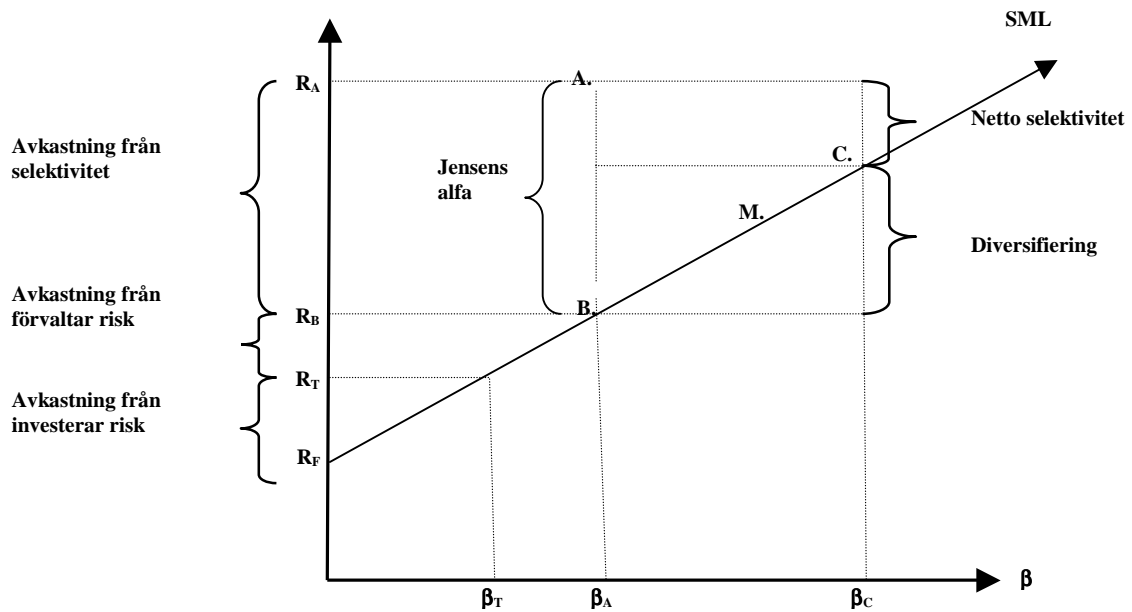
Det första måttet som visas i modellen är Jensens alfa och utgör skillnaden i avkastning mellan SML och portföljen A och kallas av Fama för avkastning genom selektion (selection). Portföljen A och B har samma betavärde d.v.s. samma systematisk risk (marknadsrisk), men däremot har de inte samma totala risk. Detta p.g.a. att portfölj A i ett försök att öka avkastningen har över- och underviktat i vissa tillgångar och därigenom utsatt sig för en något större osystematisk risk. Systematisk risk är makroekonomiska faktorer som påverkar hela marknaden och som inte går att diversifiera bort genom att utöka antalet tillgångar i portföljen. Osystematisk risk däremot är den risk som är specifik för en tillgång och som genom diversifiering kan minskas eller helt elimineras genom att antalet tillgångar i portföljen utökas.

Frågan är om portfölj A ger den extra avkastning som förväntas genom att den har en större risk. Detta kan göras genom att komponera en portfölj som har samma totala risk som A men som ligger längs SML, detta ger portfölj C. Skillnaden i avkastning mellan portfölj A och C kallas av Fama för netto selektivitet (net selectivity) och visar den verkliga skillnaden mellan en passiv och en aktiv portfölj.

Fama tar upp ytterligare två typer av risk, investerarrisk och förvaltarrisk. Investerarrisk är den risk som investeraren förväntar sig att förvaltaren kommer att ta och som ligger till grund för valet av investering. Förvaltarrisk är den risk som förvaltaren tar utöver den risk som förväntas av honom.<sup>44</sup> I vår studie har detta stor betydelse p.g.a. att förvaltaren genom PRFA kan få incitament att öka sitt risktagande. Detta för att kunna skapa en större avkastning i förhållande till jämförelseindex och därmed kunna ta ut en högre avgift.

---

<sup>44</sup> Elton & Gruber, (1995), s. 648



Källa: Elton & Gruber s. 662

### 4.2.3 Jensens alfa

Jensens alpha är den genomsnittliga avkastningen en portfölj har utöver den som prognosticeras genom CAPM givet av portföljens beta och marknadens genomsnittliga avkastning. Som jämförelseindex används Security Market Line (SML) vilken visar avkastningen i förhållande till betavärdet. (Bodie, Kane)

$$\text{Jensens alfa} \quad \alpha_p = \bar{r}_p - (r_f + \beta_p (\bar{r}_m - r_f))$$

Jämförelsen med index innebär att avkastningen sätts i förhållande till den risk som tagits genom att portföljens beta (risk) vägs in.<sup>45</sup> Det är enligt denna metod som de prestationrelaterade fondavgifterna idag tas ut. Skillnaden är den att fondförvaltarna använder sig av ett index som jämförelse istället för SML för att med hjälp av detta kunna räkna ut fondens "alfa". Detta betyder att valet av index är av mycket stor betydelse då det för att vara rättvist måste spegla fondens risk. Förvaltarens "alfa" är i detta fall om han genom över- eller underviktning i värdepapper kan skapa ett mervärde för investeraren. Skillnaderna mellan index och portföljen kommer då att spegla de förväntningar som förvaltaren har på marknaden och som skiljer sig från marknadens egna förväntningar.

<sup>45</sup> Bodie, Kane & Marcus, (1998), s. 530



## 5 EMPIRI

*I detta kapitel redogör vi för de aktiefonder som använder sig av prestationsrelaterade fondavgifter idag samt Dagens Industris förslag. Genom att jämföra deras olika sätt att ta betalt för sin förvaltning tänker vi i resultat och analysdelen utifrån detta göra utfallsscenarier.*

### 5.1 GENOMGÅNG AV AKTIEFONDER SOM IDAG ANVÄNDER PRFA

Finansinspektionen har sedan mars 1996 godkänt fonder som innehåller PRFA.<sup>46</sup> För närvarande tillämpas detta sätt att ta ut avgift i 10 aktiefonder vilka vi kommer att redogöra för nedan. Informationen har hämtats från respektive fonds fondbestämmelser samt kontakter med fondansvariga.

#### 5.1.1 Banco Sverige Special

<i>Fondbolag:</i>	Banco Fonder AB
<i>Startår:</i>	1999-06-28
<i>Fast avgift:</i>	1,1 %
<i>Rörlig avgift:</i>	20 % av överavkastningen
<i>Max avgift:</i>	Ingen

---

<sup>46</sup> Telefonsamtal, M Olander, Finansinspektionen

<i>Uttagsavgift:</i>	Två fria omplaceringar på en 12 månaders period annars 0,25% per uttag
<i>Jämförelseindex:</i>	SIX Portfolio Index
<i>Avräkningsperiod: (Rörlig avgift)</i>	Beräknas dagligen och tas ur fonden vid utgången av varje månad
<i>Högvattenmärke:</i>	Om fondens avkastning någon dag understiger avkastningen för jämförelseindex utgår rörlig prestationsrelaterad avgift först när all underavkastning har kompensrats genom senare dagars överavkastning.
<i>Placeringsinriktning:</i>	Banco Sverige Special är en koncentrerad aktiefond som huvudsakligen placerar i Sverige. Antalet innehav i fonden skall uppgå till högst 25 och fonden kan från tid till annan ha en hög omsättningshastighet i syfte att fånga upp kortsiktiga svängningar på marknaden

### **5.1.2 Bullhound Global Technology Fund**

<i>Fondbolag:</i>	Bullhound Ltd
<i>Startår:</i>	2000-09-12
<i>Fast avgift:</i>	Ingen
<i>Rörlig avgift:</i>	20% av överavkastningen
<i>Max avgift:</i>	Ingen
<i>Jämförelseindex:</i>	Den korta bankräntan (definierad som US\$ 3 mån. LIBOR).
<i>Avräkningsperiod: (Rörlig avgift)</i>	Beräknas kvartalsvis och avgiften tas ut vid kvartalets slut.
<i>Högvattenmärke:</i>	Rörlig prestationsrelaterad avgift tas endast ut på värde skapat utöver det tidigare högsta värdet under de senaste 365 dagarna.
<i>Placeringsinriktning:</i>	Bullhound Global Technology Fund investerar i utvalda teknologiföretag i Europa, USA, Sydamerika och Asien. Fonden investerar bland annat i företag som sysslar med mjukvara, nätverksteknologi, telekommunikationsutrustning och halvledare.

### **5.1.3 Cicero Sverigefond**

<i>Fondbolag:</i>	Cicero Fonder AB
<i>Startår:</i>	2000-11-10
<i>Fast avgift:</i>	0,3 %

<i>Rörlig avgift:</i>	20 % av överavkastningen
<i>Max avgift:</i>	Ingen
<i>Jämförelseindex:</i>	SIX Portfolio Return Index
<i>Avräkningsperiod: (Rörlig avgift)</i>	Beräknas dagligen och avgiften tas även ut på dagsbasis.
<i>Högvattenmärke:</i>	Rörlig prestationsrelaterad avgift tas endast ut på värde skapat utöver det tidigare högsta värdet under de senaste 365 dagarna.
<i>Placeringsinriktning:</i>	Fondens medel skall i huvudsak placeras i svenska aktier. Fondens placeringar skall ske i företag som har bäst förutsättningar för god värdetillväxt. Cicero Sverige Fond är koncentrerad (innehav av runt 20 aktier) samt har ett visst inslag av medelstora tillväxtföretag.

### **5.1.4 Enter Mobile Internet**

<i>Fondbolag:</i>	Enter Fonder AB
<i>Startår:</i>	2000-03-23
<i>Fast avgift:</i>	0,75%
<i>Rörlig avgift:</i>	25% av överavkastning
<i>Max avgift:</i>	4% per år
<i>Jämförelseindex:</i>	SIX Portfolio Return Index
<i>Avräkningsperiod: (Rörlig avgift)</i>	Beräknas dagligen och tas ur fonden vid utgången av varje månad.
<i>Högvattenmärke:</i>	Om fondens avkastning någon dag understiger avkastningen för jämförelseindex utgår rörlig prestationsrelaterad avgift först när all underavkastning har kompenserats genom senare dagars överavkastning.
<i>Placeringsinriktning:</i>	Enter Mobile Internet investerar i bolag verksamma inom området mobil kommunikation och mobilt Internet. Bolagen i fonden kan vara leverantörer av system, mjukvara, tjänster och applikationer.

### **5.1.5 Fischer Partners Stock Piking Fund**

<i>Fondbolag:</i>	Fischer Partners Fondkommission
<i>Startår:</i>	1999-12-16
<i>Jämförelseindex:</i>	90 dagars SSVX
<i>Fast avgift:</i>	0,65 %
<i>Rörlig avgift:</i>	20 % av överavkastningen
<i>Max avgift:</i>	Ingen
<i>Avräkningsperiod:</i>	Beräknas dagligen och avgiften dras kvartalsvis

(Rörlig avgift)

*Högvattenmärke:* Rörlig prestationsrelaterad avgift tas endast ut på värde skapat utöver det tidigare högsta värdet under de senaste 365 dagarna

*Placeringsinriktning:* Globalfond med inriktning på Norden, Europa och USA

### 5.1.6 HQ.SE Gorilla

*Fondbolag:* HQ.SE Fondkommission AB

*Startår:* 2000-04-17

*Fast avgift:* 1% per år

*Rörlig avgift:* 10% av överavkastningen

*Max avgift:* Ingen

*Jämförelseindex:* OMRX-TBILL

*Avräkningsperiod:* Beräknas dagligen och avgiften dras månadsvis  
(Rörlig avgift)

*Högvattenmärke:* Om fondens avkastning någon dag understiger avkastningen för jämförelseindex utgår rörlig prestationsrelaterad avgift först när all underavkastning har kompenserats genom senare dagars överavkastning.

*Placeringsinriktning:* HQ.SE Gorillafond är en Luxemburgbaserad global aktiefond som placerar inom Internet-, teknologi-, telekommunikation- och mediasektorena. Investeringarna görs företrädesvis i företag som redan i dag har en ledande position inom sin bransch, eller som bedöms kunna få det i framtiden.

### 5.1.7 SalusAnsvar Öhman IT-fond

*Fondbolag:* SalusAnsvar E. Öhman Fonder AB

*Startår:* 1996-04-15

*Fast avgift:* 0,5 %

*Rörlig avgift:* 15 % av överavkastningen

*Max avgift:* 3,5 % per år

*Jämförelseindex:* Bästa bankräntan

*Avräkningsperiod:* Beräknas kvartalsvis och uttages påföljande kvartal.  
(Rörlig avgift)

*Högvattenmärke:* Nej

*Placeringsinriktning:* IT-fonden är en branschfond som placerar i IT-företag över hela världen.

### 5.1.8 SalusAnsvar Öhman Varumärkesfond

<i>Fondbolag:</i>	SalusAnsvar E. Öhman Fonder AB
<i>Startår:</i>	1998-12-21
<i>Fast avgift:</i>	0,5 %
<i>Rörlig avgift:</i>	15 % av överavkastningen
<i>Max avgift:</i>	3,5 % per år
<i>Jämförelseindex:</i>	Bästa bankräntan
<i>Avräkningsperiod: (Rörlig avgift)</i>	Beräknas kvartalsvis och uttages påföljande kvartal.
<i>Högvattenmärke:</i>	Nej
<i>Placeringsinriktning:</i>	Varumärkesfonden placerar globalt, i företag som äger ett eller flera i sin bransch dominerande varumärken.

### 5.1.9 Wasa Globalfond

<i>Fondbolag:</i>	Länsförsäkringar Fonder
<i>Startår:</i>	1990-12-10 (Började med PRFA på fonden Sep1998)
<i>Fast avgift:</i>	0,75 % per år
<i>Rörlig avgift:</i>	25 % på överavkastningen
<i>Max rörlig avgift/mån:</i>	0,15 %
<i>Max totalkostnad/år:</i>	2,5%
<i>Jämförelseindex:</i>	Morgan Stanleys världsindex
<i>Avräkningsperiod: (Rörlig avgift)</i>	Beräknas på månadsbasis och tas ut i början av påföljande månad.
<i>Högvattenmärke:</i>	Nej
<i>Placeringsinriktning:</i>	Globalfonden placerar på världens alla aktiemarknader, främst i stora bolag på de större marknaderna. Fondens strategi är att skapa mervärde genom aktiv omfördelning mellan olika marknader.

### 5.1.10 Wasa Småbolagsfond

<i>Fondbolag:</i>	Länsförsäkringar Fonder
<i>Startår:</i>	1997-09-01
<i>Fast avgift:</i>	0,75 % per år
<i>Rörlig avgift:</i>	25 % av överavkastningen
<i>Max rörlig avgift/mån:</i>	0,15 %
<i>Max totalkostnad/år:</i>	2,5%
<i>Jämförelseindex:</i>	Carnegies småbolagsindex

*Avräkningsperiod:* Beräknas på månadsbasis och tas ut i början av påföljande månad.  
(*Rörlig avgift*)

*Högvattenmärke:* Nej

*Placeringsinriktning:* Småbolagsfonden placerar i såväl noterade som onoterade bolag i Sverige. Inriktningen är mot bolag vars börsvärde inte överstiger 10 miljarder kronor

### **5.1.11 Dagens Industris förslag**

*Fast avgift:* 200kr per år  
*Avgift för indexföljning:* 0,3% om fonden följer index  
*Rörlig avgift i de fall index > 0* 15% av överavkastningen  
*Jämförelseindex:* SIX Portfolio Return Index

*Avräkningsperiod:* Beräknas kvartalsvis och uttages påföljande kvartal  
(*Rörlig avgift*)

*Högvattenmärke:* Nej

Fond	Startår	Fast avgift	Rörlig avgift	Max rörlig avgift	Jämförelseindex	Avräkningsperiod	Högvattenmärke
Banco Special*	Sverige 1999-06-28	1,10%	20%	0	SIXPX	Beräknas dagligen och tas ut fon- den vid utgången av varje månad.	Om fondens avkastning någon dag understiger jämförelseindex utgår rörlig prestationsbaserad avgift först när all underavkastning har kompen- serats genom senare dagars överavkastning.
Bullhound Ltd	2000-09-12	0	20%	0	US\$ 3 mån. LIBOR	Beräknas kvartalsvis och avgiften tas ut vid kvartalets slut.	Rörlig prestationsrelaterad avgift tas endast ut på värde skapat utöver det tidigare högsta värdet under de senaste 365 dagarna.
Cicero Sverigefond	2000-11-10	0,30%	20%	0	SIXPRX	Beräknas dagligen och avgiften tas även ut på dagsbasis.	Rörlig prestationsrelaterad avgift tas endast ut på värde skapat utöver det tidigare högsta värdet under de senaste 365 dagarna.
Enter Mobile Internet	2000-03-23	0,75%	25%	4%/år	SIXPRX	Beräknas dagligen och tas ut fon- den vid utgången av varje månad.	Om fondens avkastning någon dag understiger jämförelseindex utgår rörlig prestationsbaserad avgift först när all underavkastning har kompen- serats genom senare dagars överavkastning.
Fischer Partners Stock Piking Fund	1999-12-16	0,65%	20%	0	90 dagars SSVX	Beräknas dagligen och avgiften dras kvartalsvis	Rörlig prestationsrelaterad avgift tas endast ut på värde skapat utöver det tidigare högsta värdet under de senaste 365 dagarna
HQ.SE Gorilla	2000-04-17	1%	10%	0	OMRX-TBILL	Beräknas dagligen och tas ut fon- den vid utgången av varje månad	Om fondens avkastning någon dag understiger avkastningen för jämförelseindex utgår rörlig prestationsbaserad avgift först när all underavkastning har kompen- serats genom senare dagars överavkastning.
Salus Ansvar Öhman IT-fond	1996-04-15	0,50%	15%	3,5%/år	Bästa bankräntan	Beräknas kvartalsvis och uttages påföljande kvartal.	Nej
SalusAnsvar Öhman Varumärkesfond	1998-12-21	0,50%	15%	3,5%/år	Bästa bankräntan	Beräknas kvartalsvis och uttages påföljande kvartal	Nej
Wasa Globalfond**	1990-12-10	0,75%	25%	0,15%/mån	Morgan Stanleys världsindex	Beräknas på månadsbasis och tas ut i början av påfallande månad	Nej
Wasa Småbolagsfond**	1997-09-01	0,75%	25%	0,15%/ mån	Carnegies småbolagsindex	Beräknas på månadsbasis och tas ut i början av påfallande månad	Nej
Dagens förslag	Industri	200kr/år	15% i de fall index > 0% 0,3% för indexföljning	SIXPRX	Beräknas kvartalsvis och uttages påföljande kvartal.	Nej	Nej

\*Har även en uttagsavgift på 0,25% (har dock två fria omplaceringar på en 12 månaders period varför vi bortser från detta)

\*\*Har även en total max avgift för fast och rörlig avgift på 2,5% per år





## 5.2 JÄMFÖRELSE AV AKTIEFONDER SOM IDAG ANVÄNDER PRFA

Övergripande för de tio PRFA-fonderna är att PRFA uttages endast då fonden visar överavkastning jämfört med valt jämförelseindex. De är alla öppna för försäljning och inlösen varje bankdag. Samtliga fonder utom en (Bullhound) tar, utöver den rörliga prestationsrelaterade avgiften, även ut en fast avgift som varierar mellan 0,3 - 1,1%. Den rörliga prestationsrelaterade avgiften varierar i sin tur mellan 10 - 25% mellan de olika PRFA-fonderna.

### 5.2.1 Jämförelseindex

Även valet av jämförelse index varierar mellan de olika fonderna. Fem fonder jämför med olika aktieindex och fem fonder använder sig av räntebärande papper som jämförelseindex. Anledningen till att vissa jämför med räntebaserade index kan som i SalusAnsvar Öhmans fall vara att de anser att det inte finns några rättvisa aktieindex som även är lättillgängliga för fondspararen.<sup>47</sup> PRFA-fonderna som jämför med ett aktieindex använder sig i sin tur utav olika aktieindex. Dessa val är givetvis gjorda efter fondportföljens sammansättning vilken vi ej kommer att gå in på i detta arbete, men det finns skillnader med dessa index som ej har med sammansättningen att göra vilka bör nämnas.

I Ciceros fall så jämförs utvecklingen på deras Sverigefond med jämförelseindexet SIXPRX. Detta index utgår ifrån Affärsvärldens generalindex, men tar även hänsyn till att aktiefonder inte får ha mer än 10% i ett enskilt värdepapper. Dessutom är hänsyn tagen till utdelningar i detta index. Även Enter Mobile Internet använder sig av SIXPRX som jämförelseindex. Banco Sverige Special använder sig av SIXPX vilket skiljer sig från SIXPRX genom att detta index ej är justerat för utdelningar. Wasa Småbolagsfond jämför i sin tur med Carnegies Småbolagsindex där hänsyn ej heller tas till utdelningar, 10%-regeln behöver ej beaktas här då inga småbolag har mer än 10% vikt av Affärsvärldens generalindex.<sup>48</sup> Detsamma gäller för Wasas Globalfond som jämför med Morgan Stanleys världsindex där hänsyn inte heller tas till utdelningar samt att ingen enskild aktie kommer upp i mer än cirka 3% i detta världsindex varför 10%-regeln inte får någon betydelse.<sup>49</sup>

Vilket jämförelseindex som är lämpligt beror på förutsättningarna. Då fonder lägger till utdelningar när de återger fondandelarnas värdetillväxt borde ett rättvisande jämförelseindex vara ett som återlägger utdelningarna.<sup>50</sup> Detta kan ha betydelse för uttaget av prestationsrelaterad avgift. Exempelvis blir det lättare för en fond att slå sitt jämförelseindex om det ej är justerat för utdelningar. Detta eftersom fondandelsvärdet ökar när aktierna i portföljen genererar utdelning vilket gör det lättare för fonden att slå sitt jämförelseindex om utdelningar inte återläggs här.

### 5.2.2 Högvattenmärke

Högvattenmärket är en nivå vilken måste slås för att PRFA skall tas ut. På grund av detta förhindras förvaltaren genom högvattenmärket att ta ut avgift för samma prestation mer än en

<sup>47</sup> Telefonsamtal, H Tell, Förvaltare SalusAnsvar Öhmans IT-fond

<sup>48</sup> [www.six.se](http://www.six.se)

<sup>49</sup> Telefonsamtal, Govenius M, VD Länsförsäkringar Fonder

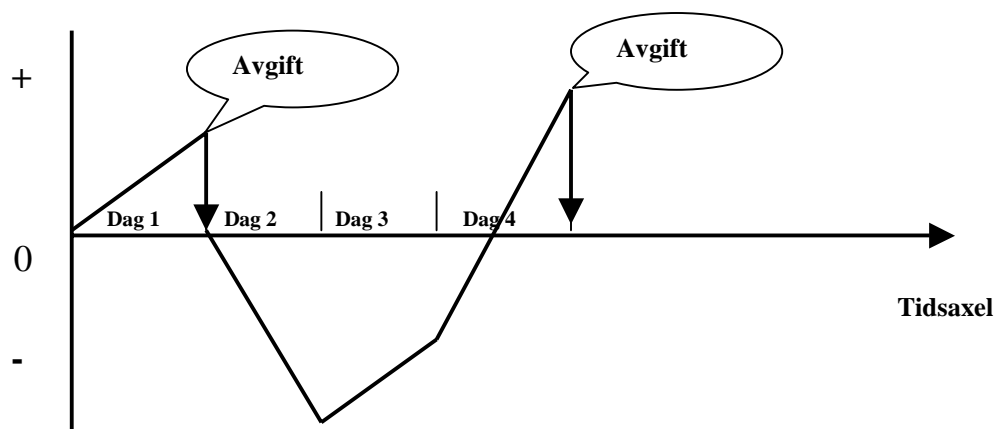
<sup>50</sup> Affärsvärlden, *Jämför med rätt index*, 98-09-30

gång. Bland de undersökta fondförvaltarna kan vi klart urskilja tre olika kategorier för hur debiteringen av avgifter begränsas. Två kategorier använder sig av högvattenmärke, men på olika sätt. I den ena kategorin används fondens tidigare högsta värde som högvattenmärke medan den andra måste kompensera för tidigare dagars underavkastning jämfört med sitt jämförelseindex. Den tredje kategorin använder inte sig utav något högvattenmärke utan begränsar avgiften med en maxavgift istället. Dessa tre kategorier förklaras närmare nedan.

### 5.2.2.1 Kompensation för underavkastning

I tre av de tio PRFA-fonderna kompenseras fonden vid relativ underavkastning. D.v.s. om fondens avkastning någon dag understiger avkastningen för jämförelseindex utgår prestationsrelaterad avgift först när all underavkastning har kompenserats genom senare dagars överavkastning. Fonderna i denna kategori är Banco Sverige Special, HQ.SE Gorilla samt Enter Mobile Internet.

#### Under/Överavkastning



Källa: Författarna

För att förtydliga denna kategori har vi valt att beskriva den med hjälp av en bild. Utvecklingen som sker mellan dag 1 och dag 4 är skillnaden mellan fondens utveckling och jämförelseindex utveckling d.v.s. oavsett om fonden går plus eller minus tas avgift ut så länge fonden presterar bättre än sitt jämförelseindex.

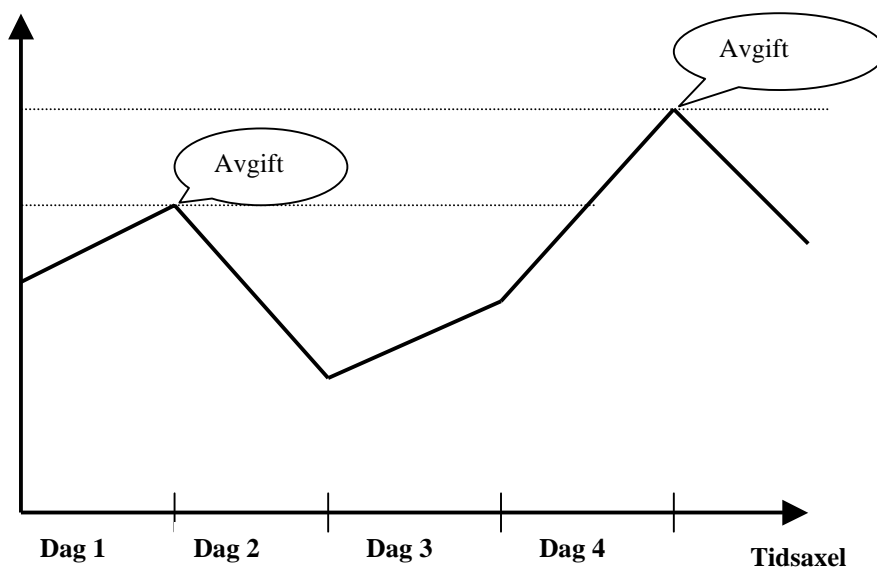
Dag 1 presterar fonden bättre än jämförelseindex varför PRFA kan tas ut. Efter detta nollställs förhållandet mellan jämförelseindex och fondens avkastning. Dag 2 presterar fonden sämre än jämförelseindex varför ingen PRFA kan tas ut denna dag. Dag 3 presterar fonden bättre än jämförelseindex, dock kompenseras inte den tidigare dagens underavkastning vilket gör att ingen avgift kan tas ut dag 3. Dag 4 går fonden återigen bättre än jämförelseindex så att tidigare underavkastning kompenseras fullt ut och fonden har nu stigit sedan den senaste nollställningen (dag 1). PRFA kan återigen tas ut och därefter nollställs förhållandet återigen mellan fondens och jämförelseindex avkastning.

Vad som är intressant med denna modell är att jämförelser endast görs mot jämförelseindex och ej mot fondens egen utveckling. Detta kan i sin tur leda till att PRFA kan tas ut även om fonden har ett negativt utfall bara den presterar bättre än sitt jämförelseindex.

### 5.2.2.2 Tidigare högsta fondandelsvärde

I denna kategori kan vi även urskilja tre PRFA-fonder vilka är Bullhound Global Technology Fund, Fischer Partner Stock Piking Fund samt Ciceros Sverigefond. I dessa måste den tidigare högsta nivån på fondandelsvärdet under de senaste 365 dagarna överträffas. I Ciceros fall skall dessutom relativavkastningen d.v.s fondindex dividerat med jämförelseindex överträffa sin högsta nivå under de senaste 365 dagarna.

Fondavkastning



Källa: Författarna

Även denna kategori förklaras med hjälp av en bild. För enkelhetens skull har vi i bilden inte blandat in att även relativavkastningen måste slås för att rörlig PRFA skall tas ut i Ciceros fall. Bilden visar fondens utveckling från dag 1 till dag 4. Dag 1 slår fonden sitt tidigare högsta värde varför PRFA kan tas ut. Dag 2 sjunker sedan fondens andelsvärde vilket leder till att ingen PRFA kan tas ut. Dag 3 så stiger fondandelsvärdet igen, men tidigare högsta fondandelsvärde slås ej så ingen PRFA kan tas ut. Dag 4 stiger andelsvärdet igen, nu till en ny högsta nivå vilket gör att PRFA kan tas ut. Det tidigare högsta fondvärdet (samt relativavkastningen) mäts 365 dagar bakåt i tiden vilket hela tiden är ett rullande schema.

Medan detta högvattenmärke i första hand jämför med sitt eget fondvärde jämför högvattenmärket i kategorin kompensation för underavkastning endast med sitt jämförelseindex. Skulle börsen t.ex. gå dåligt ett år efter att det tidigare året varit positivt kan aldrig någon PRFA tas ut då tidigare högsta nivå måste slås. Däremot kan detta ske om högvattenmärket i kategorin kompensation för underavkastning används så länge fonden slår sitt jämförelseindex.

### 5.2.2.3 Inget högvattenmärke

I den sista kategorin finner vi fyra PRFA-fonder där två fondförvaltare har två PRFA-fonder vardera med samma beräkningssätt. Dessa är SalusAnsvar Öhmans IT- och Varumärkesfond samt Länsförsäkringars Wasa Global- och Småbolagsfond. Dessa fyra PRFA-fonder har ej något högvattenmärke utan istället har de en begränsning på vad de maximalt får ta ut i prestationsrelaterad rörlig avgift vilket för de båda Wasafonderna är 0,15% per månad och för de båda SalusAnsvar Öhmanfonderna är 3,5% per år. Dessutom har Wasafonderna ett max

uttag på årsbasis på 2,5% vilket innefattar både fast och rörlig prestationsrelaterad avgift. De två Wasafonderna har ett aktieindex som jämförelseindex vilket får den konsekvensen att de kan ta ut en prestationsrelaterad rörlig avgift även om fondens avkastning är negativ i de fall aktieindex är mer negativt likt kategorin *kompensation för underavkastning*. Alltså har fondens utveckling ingen betydelse för avgiftsuttaget utan det enda som har betydelse är om fonden presterar bättre än sitt jämförelseindex. SalusAnsvar Öhmanfonderna använder sig av bästa bankräntan som jämförelseindex vilken aldrig kan bli negativ vilket gör att problemet med att en prestationsrelaterad avgift kan tas ut även om fondens avkastning är negativ ej uppstår.

Vi har medvetet ej blandat in Dagens Industris modell i jämförelsen mellan PRFA-fonderna ovan då denna modell är fiktiv och skiljer sig i princip från alla ovan nämnda punkter. Den skulle troligtvis inte heller bli godkänd av Finansinspektionen eftersom en fast avgift i kronor ej får tas ut enligt värdepapperslagen utan denna avgift måste vara i procent<sup>51</sup>. Anledningen till att modellen ändå finns med är för att vi anser den vara intressant, om vi bortser från att den troligtvis ej skulle bli godkänd, av olika anledningar. För det första är det ett förslag som direkt är riktat till SEB från Dagens Industris sida vilket gör det intressant för oss att titta närmare på denna modell då vi använder oss av SEB:s Sverigefond 1 som jämförelsefond. För det andra är den väldigt olik alla andra modeller vilket även gör den extra intressant. Det finns även ett stort intresse för denna modell då den i pressen erhållit stor uppmärksamhet och debatterats livligt.

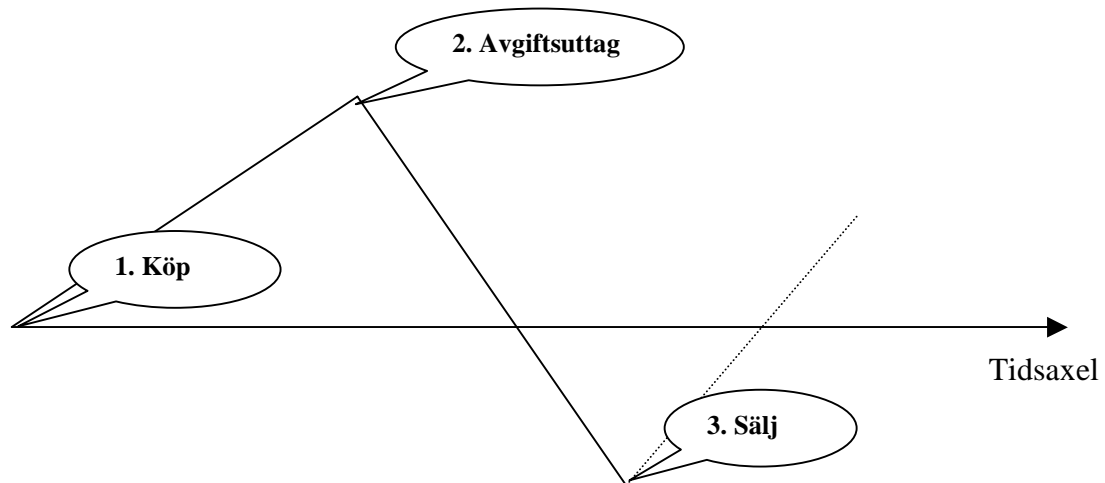
### 5.2.3 Avräkningsperiod

Avräkningsperioden varierar mellan fonderna från 1 dag till 1 år. Utefter våra kontakter med fondförvaltare och Finansinspektionen har vi förstått att det finns ett stort problem då det gäller avräkningsperioden. Problemet uppstår p.g.a. att olika fondsparare har olika innehavstid i fonden d.v.s. de kliver in och ur fonden vid olika tidpunkter vilket leder till orättvisa avgiftsuttag. I samtliga PRFA-fonder uttages alltså PRFA utan att avgiften relateras till fondspararens individuella avkastning.

Efter intervju med Mattias Olander på finansinspektionen har vi utformat en modell för att beskriva problemet.

---

<sup>51</sup> Telefonsamtal, Olander M, Finansinspektionen



Källa: Författarna

I modellen ovan tas avgift ut efter att fonden har haft en framgångsrik period. Från denna nivå (punkt 2) faller sedan fondens värde och vid dess lägsta nivå (punkt 3) så säljer fondspararen sina andelar i fonden. Detta medför att fondspararen går miste om kompensation när andelsvärdet stiger igen i form av reducerad avgift. Alltså betalar han helt enkelt för mycket i avgifter under perioden.

Det en fondsparare förlorar på att gå ur vid punkt 3 vinner en annan fondsparare som går in vid samma tidpunkt då han slipper att betala för den uppgång som följer.<sup>52</sup>

Beroende av när en fondsparare kliver in och ur fonden får han alltså antingen betala för en uppgång som han inte får ta del av eller ta del av en uppgång utan att betala för den vilket gör att avgifterna kan bli väldigt orättvisa.

---

<sup>52</sup> Ibid

## 6 UNDERSÖKNING & URVAL

*Detta kapitel förtydligar de riktlinjer vi kommer att utgå ifrån vid våra undersökningar som genomförs i nästföljande kapitel.*

### 6.1 UNDERSÖKNINGSFOND

För att få en bild av vilken effekt PRFA historiskt sett skulle ha fått på en fond som tagit ut en traditionell fast avgift har vi använt SEB Sverigefond 1 som undersökningsfond för dessa jämförelser.

Valet av SEB:s Sverigefond 1 grundar sig på att vi genom att välja en Sverigefond försäkrar oss om att få ett rättvisande jämförelseindex i form av SIX Portfolio Return Index. Att vi valt just SEB:s Sverigefond grundar sig även på VD Lars Thunells vädjan om hjälp med att utforma ett avgiftssystem för PRFA-fonder.<sup>53</sup>

Nedan följer lite fondfakta om SEB Sverigefond 1:

Startår	1984
Startkurs (SEK)	10,00*
Förvaltningsavgift (%)	1,3
Jämförelseindex	SIX Portfolio Index
Inträdesavgift (%)	Ingen
Uttagsavgift (%)	Ingen

Källa: [www.seb.se](http://www.seb.se)

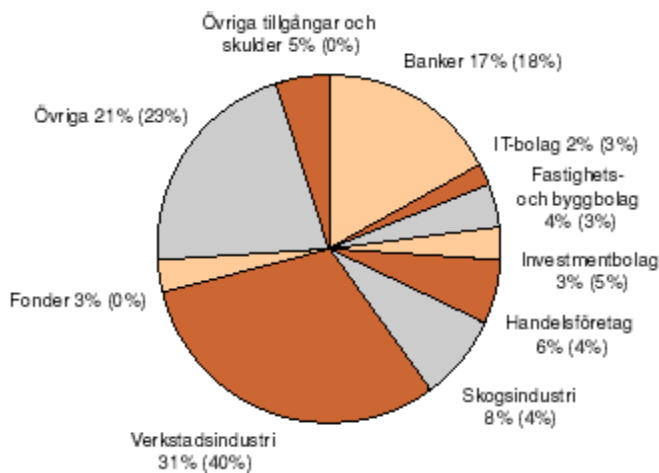
**Placeringsinriktning:** Fonden placerar i svenska aktier och aktierelaterade värdepapper i olika branscher. Det är en ren aktiefond utan räntebärande värdepapper där huvuddelen av fonden är strukturerad som index.

---

<sup>53</sup> Dagens Industri, *Visa oss hur man gör*, 2001-02-21

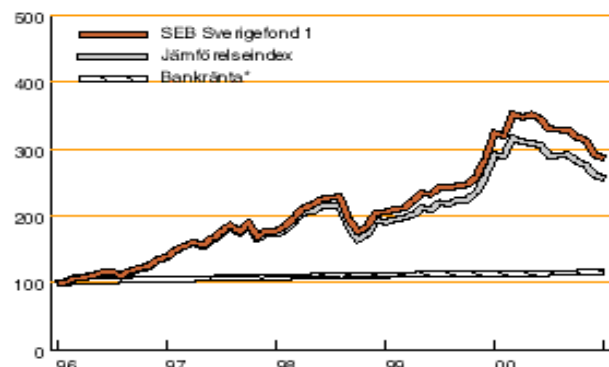
### Branschfördelning procentuell:

(Siffran inom parentes avser indexfördelning)



Källa: www.seb.se

### Andelsvärdets utveckling procentuell:



\* Avser bästa bankränta på SEB:s sesamkonto

I diagrammet till höger ser vi att fondförvaltaren för SEB Sverigefond 1 genom en aktiv strategi lyckats med att prestera bättre än sitt jämförelseindex SIXPRX. Fondförvaltarens aktiva strategi har gått ut på att han genom en annorlunda viktning i fonden lyckats skapa en högre avkastning för sina kunder. Den strategi som förvaltaren valt kan avläsas i tårtdiagrammet till vänster där även varje branschs vikt i SIXPRX redovisas. Fondförvaltaren har alltså under femårsperioden lyckats med att prestera bättre än sitt jämförelseindex genom att övervikta i vissa branscher samtidigt som han underviktat i andra.

Då det är skillnad mellan en aktiv och en passiv strategi som ligger till grund för PRFA är det av största vikt att det jämförelseindex som väljs inte skiljer sig för mycket från fonden för att avgiften skall motsvara fondförvaltarens prestation. Genom valet av SEB Sverigefond 1 och SIXPRX har vi försäkrat oss om att den överavkastning som vi avser att mäta är korrekt då huvuddelen av fonden är strukturerad som generalindex vilket SIXPRX bygger på.

## 6.2 AVGIFTSMODELLER

Vi har valt att titta på fyra olika modeller. Tre som idag används och en som är fiktiv. Motivet till att titta på endast tre idag verkamma modeller grundar sig på den sammanställning som gjordes i empiridelen över de idag verkamma PRFA-fonderna. Genom denna sammanställning kunde vi urskilja tre kategorier utefter deras högvattenmärken. Dessa tre modeller för att beräkna PRFA avser vi använda på vår undersökningsfond för att se hur utfallet blivit med respektive modell. Alltså har vi valt en modell från kategorin *tidigare högsta fondvärde*, en modell från kategorin *kompensation för underavkastning* samt en modell där *inget högvattenmärke* existerar utan det istället finns en begränsning för max avgiftsuttag (se avsnitt 5.2 högvattenmärke).

Inom varje kategori finns det mindre variationer i utformningen av avgiftsuttagen mellan olika PRFA-fonder. Urvalet inom kategorierna har baserats på att vi valt modeller där fondens

avkastning jämförs mot ett aktieindex vilket vi anser vara det mest rättvisa om det går att hitta ett index som motsvarar fondportföljens sammansättning. Anledningen till att vi inte valt räntebaserade jämförelseindex är att det enligt teorin inte går att på ett rättvist sätt utvärdera en fondförvaltares prestation om tillgångarna inte har samma risknivå. Genom att använda sig av räntebaserade index sätts inte avkastningen i förhållande till en investering med samma risknivå och avgiften på överavkastningen grundar sig således på helt andra faktorer.

Vi har även i varje kategori valt ut Sverigefonder då vår undersökningsfond även är en Sverigefond. I kategorin där det inte finns något högvattenmärke utan avgiftsuttaget istället begränsas av en maxavgift skiljer Sverigefonden sig något då denna är inriktad mot småbolag, men vi anser att dessa tre modellerna ändå går att jämföra. PRFA-fonderna som vi tittar närmare på blir utefter detta Cicero Sverigefond från kategorin *tidigare högsta nivå*, Banco Sverige Special från kategorin *kompensation för underavkastning* och Wasa Småbolagsfond från kategorin där *inget högvattenmärke* existerar.

Dessutom kommer vi att titta närmare på en modell som är fiktiv i form av Dagens Industris modell. Anledningen till detta är att denna innehåller annorlunda egenskaper jämfört med alla idag verksamma modeller vilket breddar våra undersökningar i detta arbete.

### 6.3 UNDERSÖKNINGSPERIOD

Vid val av undersökningsperiod är det viktigt att perioden innefattar alla de möjliga utfall som kan ha betydelse för undersökningens resultat och slutsatser. Som Bauman och Miller uttrycker det så bör undersökningen vara minst över en aktiemarknadscykel för att fondprestationen skall kunna utvärderas. Cykelns längd kan dock variera men det krävs att den innefattar både en uppgång och en nedgång. En lång undersökningsperiod motiveras då med att fondinvesteringarna i regel har lång investeringshorisont, och att mätperioden bör harmonisera med investeringshorisonten.<sup>54</sup>

Med anledning av ovanstående resonemang har vi valt att använda tidsperioden mellan den första Januari 1996 och den sista December 2000.

### 6.4 UNDERSÖKNINGAR

Vi har för avsikt att jämföra de olika modellerna med varandra genom att använda de procentuella prestationsrelaterade fasta och rörliga avgifterna som Cicero, Banco och Wasa använt i respektive modell.

Dock anser vi att en undersökning även måste göras där de procentuella prestationsrelaterade fasta och rörliga avgifterna sätts lika. Detta p.g.a. att de PRFA-fonderna som vi valt utefter de olika kategorierna inte alla jämför med samma aktieindex vilket kan påverka den rörliga prestationsrelaterade avgiften som vi redogjort för tidigare i arbetet (se 5.2.1).

De procentuella PRFA som uttages kan därför vara grundade på valet av jämförelseindex varför vi kommer att använda oss av Cicero Sverigefonds procentuella avgiftsuttag på alla fonderna. Detta eftersom Cicero Sverigefonds jämförelseindex (SIXPRX) är mest rättvisande samt att det är samma jämförelseindex som vår undersökningsfond använder sig av.

---

<sup>54</sup> Baumann & Miller (1994) *Can Managed Portfolio Performance be Predicted*, s. 30



Dessutom motsvarar den fasta avgiften på 0,3% som Cicero Sverigefond tar ut i fast prestationsrelaterad avgift vad en svensk indexfond skulle tagit ut för sin förvaltning och är således anpassad för vad det kostar att förvalta en passiv portfölj. Dagens Industris modell är även grundad på SIXPRX som jämförelseindex, vi kommer ändå att ändra det procentuella rörliga avgiftsuttaget efter Ciceros modell för att kunna utröna skillnader i modellerna utefter deras avräkningsperiod och högvattenmärke.

I småbolagsfondens fall skall det hållas i åtanke att kostnaderna för informationssökning kan vara något högre då det är svårare att få information från småbolag än vad det är från större bolag vilket möjligtvis kunde motiverat en högre traditionell- och prestationsrelaterad fast avgift, men detta har vi dock bortsett ifrån i våra beräkningar.

I båda undersökningarna kommer vi att jämföra vad PRFA blivit gentemot vad den traditionellt fasta avgiften blivit. Den traditionella avgiften beräknas hela tiden på den procentuella förvaltningsavgift på 1,3 % som SEB Sverigefond 1 idag använder.

Alltså kommer vi med anledning av ovanstående resonemang inrikta oss på två undersökningar.

1. Den första undersökningen syftar till att se resultatet utefter de exakta procentuella PRFA som PRFA-fonderna tar ut idag i de modeller vi valt att titta närmare på. Detta blir en jämförelse av vad de olika modellerna och avgifterna fått för utslag på SEB Sverigefond 1 vilket framförallt skulle kunna vara intressant för en fondsparare.
2. I den andra undersökningen har vi justerat de procentuella PRFA:na utefter Cicero Sverigefonds avgifter som bygger på valet av SIXPRX som jämförelseindex. Denna undersökning syftar till att utvärdera modellerna genom att se vilka skillnaderna blir då de använder samma fasta och rörliga PRFA vilket framförallt skulle kunna vara intressant för en fondförvaltare att veta.

## 6.5 BERÄKNINGAR

För att kunna tillgodogöra arbetets syfte att utreda vilka effekter olika prestationsrelaterade avgifter och avgiftsmodeller skulle få på en utvald fond där avgifterna är traditionellt fasta har vi utfört våra beräkningar i Excel. Detta har underlättat för oss vid simuleringar då vi byggt upp modellerna med formler för att kunna se hur utfallen blivit med andra procentsatser för avgiftsuttagen.

Utgångspunkt vid våra beräkningar har varit de modeller som respektive fondbolag redovisat i sina fondbestämmelser (bilagor 1-3) . I Dagens Industris fall har modellen utformats efter en artikel som Karin Svensson skrivit (bilaga 4).<sup>55</sup>

Några antaganden har gjorts vid beräkningarna. Dagens Industris PRFA-modell har en avräkningsperiod på ett kvartal och avgiften tas ut påföljande kvartal. Vid våra beräkningar har vi antagit att utvecklingen för undersökningsfonden och SIXPRX var lika under sista kvartalet 1995 vilket påverkar avgiftsuttaget under första kvartalet 1996. Detta gäller även Wasas PRFA-modell som har en avräkningsperiod på en månad där avgiften tas ut påföljande månad. Här har vi också förutsatt att utvecklingen för undersökningsfonden och SIXPRX

---

<sup>55</sup> Dagens Industri, *Gör så här*, SEB, 2001-02-21

varit likvärdiga under December månad 1995.

Dagens Industris modell tar till skillnad från de andra modellerna ut en fast avgift i kronor varje år. Denna avgift går inte att applicera på modellen då det är en fast avgift i kronor och modellen bygger på ett procentuellt uttag. Detta får till följd att vi tvingas behandla denna avgift separat och dra den från fondförmögenheten vid årets slut.

Vid våra beräkningar har vi initialt förutsatt att fondspararen investerat 100 000 kronor vid femårsperiodens början (960101).

För att underlätta för läsarens förståelse beskriver vi avgiftsmodellerna med hjälp av de utvalda fonderna från varje kategori. Dock är det först och främst inte en utvärdering av fonderna utan det är modellerna och avgiftsuttagen som vi främst fokuserar på.

## 7 RESULTAT & ANALYS

*I detta kapitel ämnar vi redogöra för våra beräkningar samt analysera utfallen av dessa.*

### 7.1 UNDERSÖKNING 1

Som vi redogjort för i kapitel 6 kommer vi i denna undersökning jämföra vad de olika modellerna och avgifterna fått för utslag på SEB Sverigefond 1 vilka även kommer att jämföras med vad den traditionellt fasta avgiften hade blivit. Först presenterar vi resultaten för varje modell och dess avgifter för att sedan jämföra och analysera dem mot varandra.

I jämförelserna tittar vi på det genomsnittliga fondandelsvärdet för att få en mer rättvis bild av avgiftsuttaget. Då avgiftsuttagen ej sker på årsbasis utan dras löpande under året anser vi att ett genomsnittligt mått är mer rättvist. En jämförelse med fondandelsvärdet vid årets slut skulle nämligen bli orättvist då en fond kan ha ett högt värde under större delen av året för att sedan sjunka drastiskt vid årets slut.

#### 7.1.1 Resultatredovisning av undersökning 1

*SEB Sverigefond 1 samt SIXPRX utveckling under en femårsperiod.*

ÅR	FOND Vs INDEX	VÄRDEFÖRÄNDRING (%)
1996	FOND	39
	INDEX	38
1997	FOND	27
	INDEX	25
1998	FOND	16
	INDEX	10
1999	FOND	58
	INDEX	53
2000	FOND	-12
	INDEX	-12
TOTALT	FOND	171
	INDEX	137

Som tabellen visar och som vi även tidigare nämnt så har förvaltaren för SEB Sverigefond 1 lyckats med att prestera bättre än jämförelseindex alla år utom 2000 då fonden gått i fas med SIXPRX. Sammanlagt under perioden har fonden stigit med 171% och SIXPRX med 137%. Alltså har en överavkastning på 34 procentenheter presterats under perioden. Först presenterar vi emellertid vad de traditionellt fasta avgifterna blivit för att sedan kunna jämföra dessa med PRFA.

*Traditionellt fasta avgifter under femårsperioden.*

ÅR	GENOMSNITTLIG FONDFORMÖGENHET (KR)	TRADITIONELL FAST AVGIFT (KR)	AVGIFT AV GENOMSNITTLIG FONDFORMÖGENHET (%)
1996	115 084	1504	1,30%
1997	167 092	2172	1,30%
1998	198 255	2577	1,30%
1999	234 764	3052	1,30%
2000	316 688	4128	1,30%
<b>TOTALT</b>	<b>206 377</b>	<b>13 433</b>	<b>6,51%</b>
<b>GENOMSNIITT</b>	<b>206 377</b>	<b>2 687</b>	<b>1,30%</b>

PRESTATIONSRELATERAD AVGIFT	
Fast avgift	1,3%
INVESTERING	
ANDELAR (ST)	1 000
BELOPP	100 000

Den årliga förvaltningsavgiften på 1,3% är hela tiden konstant och beräknas på fondandelsvärdet löpande under året. Som tabellen visar ökar avgifterna varje år tack vare att det genomsnittliga fondandelsvärdet under perioden stigit konstant. Under perioden betalas 6,51% i avgifter av den genomsnittliga fondförmögenheten.

*Utveckling för SEB Sverige 1 med Bancos modell.  
(Kompensation för underavkastning)*

ÅR	GENOMSNITTLIG FONDFORMÖGENHET (KR)	PRFA RÖRLIG (KR)	PRFA FAST (KR)	PRFA TOTALT (KR)	AVGIFT AV GENOMSNITTLIG FONDFORMÖGENHET (%)	SKILLNAD PRFA – TRADITIONELL (KR)
1996	114 844	584	1 270	1 853	1,61%	350
1997	166 652	577	1 833	2 411	1,45%	238
1998	196 703	1 881	2 164	4 045	2,06%	1 468
1999	231 300	3 501	2 535	6 036	2,61%	2 996
2000	310 193	2 332	3 431	5 762	1,86%	1 623
<b>TOTALT</b>	<b>203 938</b>	<b>8 875</b>	<b>11 232</b>	<b>20 108</b>	<b>9,86%</b>	<b>6 674</b>
<b>GENOM SNITT</b>	<b>203 938</b>	<b>1775</b>	<b>2246</b>	<b>4022</b>	<b>1,97%</b>	<b>1 335</b>

PRESTATIONSRELATERAD AVGIFT	
Fast avgift	1,10%
Rörlig avgift	20%
INVESTERING	
ANDELAR (ST)	1 000
BELOPP	100 000

Av denna tabell kan utläsas att avgifterna blivit högre under perioden med Bancos PRFA-modell jämfört med den traditionella. Avgifterna hade blivit 6 674 kronor dyrare under perioden och den procentuella årliga förvaltningsavgiften hade blivit 0,67% högre. Som mest

under ett år hade 2,61% tagits ut vilket hade skett 1999 och lägsta uttaget hade skett 1997 då 1,45% hade dragits från fondandelsvärdet.

**Utvecklingen för SEB Sverigefond 1 med Ciceros modell**  
(Tidigare högsta fondandelsvärde)

ÅR	GENOMSNIITTLIG FONDFORMÖGENHET (KR)	PRFA RÖRLIG (KR)	PRFA FAST (KR)	PRFA TOTALT (KR)	AVGIFT AV DET GENOMSNIITTLIGA FONDVÄRDET (%)	SKILLNAD PRFA – TRADITIONELL (KR)
1996	115 477	257	348	606	0,52%	-898
1997	168 790	-	506	506	0,30%	-1 666
1998	200 794	1 429	602	2 031	1,01%	-546
1999	238 969	-	717	717	0,30%	-2 335
2000	318 658	6 225	959	7 183	2,25%	3 055
TOTALT	208 538	7 911	3 132	11 043	5,30%	-2 390
GENOM SNITT	208 538	1 582	626	2 209	1,06%	-478

PRESTATIONSRELATERAD AVGIFT	
Fast avgift	0,30%
Rörlig avgift	20%
INVESTERING	
Andelar	1 000
Belopp	100 000

Med Ciceros PRFA-modell hade fondspararen betalat en lägre avgift under perioden. Sammanlagt hade avgifterna minskat med 2 390 kronor jämfört med det traditionella avgiftsuttaget. Den procentuella årliga avgiften hade i genomsnitt blivit 1,06% om Ciceros PRFA-modell använts vilket är 0,24% mindre än den procentuella årsavgiften i fallet med traditionellt avgiftsuttag. Skillnaderna i uttag mellan åren är stora då det 1997 och 1999 endast hade tagits ut 0,3% i PRFA medan det under 2000 tagits ut hela 2,25%. Vad som även bör nämnas är att inga rörliga PRFA uttag sker under 1997 och 1999.

**Utveckling för SEB Sverige 1 med Dagens Industris modell.**

ÅR	GENOMSNIITTLIG FONDFORMÖGENHET (KR)	FAST ÅRSAVGIFT (KR)	PRFA RÖRLIG (KR)	PRFA FAST (KR)	PRFA TOTALT (KR)	AVGIFT AV GENOMSNIITTLIG FONDFORMÖGENHET (%)	SKILLNAD PRFA – TRADITIONELL (KR)
1996	115 279	200	579	168	947	0,82%	-557
1997	168 212	200	616	278	1 094	0,65%	-1 078
1998	200 261	200	865	618	1 693	0,84%	-894
1999	236 994	200	1 976	737	2 913	1,23%	-138
2000	305 236	200	2 127	773	3 099	1,02%	-1 029
TOTALT	205 196	1 000	6 162	2 575	9 737	4,75%	- 3 696

GEN OMS NITT	205 196	200	1 232	515	1 947	0,95%	-739
--------------------	---------	-----	-------	-----	-------	-------	------

PRESTATIONSRELATERAD AVGIFT	
Fast avgift för indexföljning	0,30%
Rörlig avgift	15%
Årlig fast avgift (kr)	200
INVESTERING	
Andelar	1 000
Belopp	100 000

Av denna tabell kan utläsas att avgifterna för en fondsparare hade blivit mindre om Dagens Industris PRFA-modell använts under perioden. Skillnaden över perioden hade blivit 3 696 kronor till PRFA:s fördel. Den årliga genomsnittliga procentuella PRFA:n hade blivit 0,95% och hade varit som lägst 1997 då 0,65% togs ut i PRFA och som högst 1999 då 1,23% togs ut i PRFA. I genomsnitt tar Dagens Industris PRFA-modell ut 0,35% mindre förvaltningsavgift per år än vad som tas ut vid det traditionella sättet att ta betalt.

**Utveckling SEB Sverigefond 1 med Wasas modell.**  
(Inget högvattenmärke)

ÅR	GENOMSNIITTLIG FONDFÖRMÖGENHET (KR)	PRFA RÖRLIG (KR)	PRFA FAST (KR)	PRFA TOTALT (KR)	AVGIFT AV GENOMSNIITTLIG FONDFÖRMÖGENHET (%)	SKILLNAD PRFA – TRADITIONELL (KR)
1996	115 002	718	867	1585	1,38%	81
1997	166 861	1255	1251	2506	0,95%	334
1998	197 067	2153	1478	3631	1,84%	1054
1999	232 470	2656	1744	4400	1,89%	1348
2000	313 082	2508	2355	4862	1,55%	734
TOTALT	204 897	9290	7695	16985	8,29%	3552
GENOM SNITT	204 897	1858	1539	3397	1,66%	710

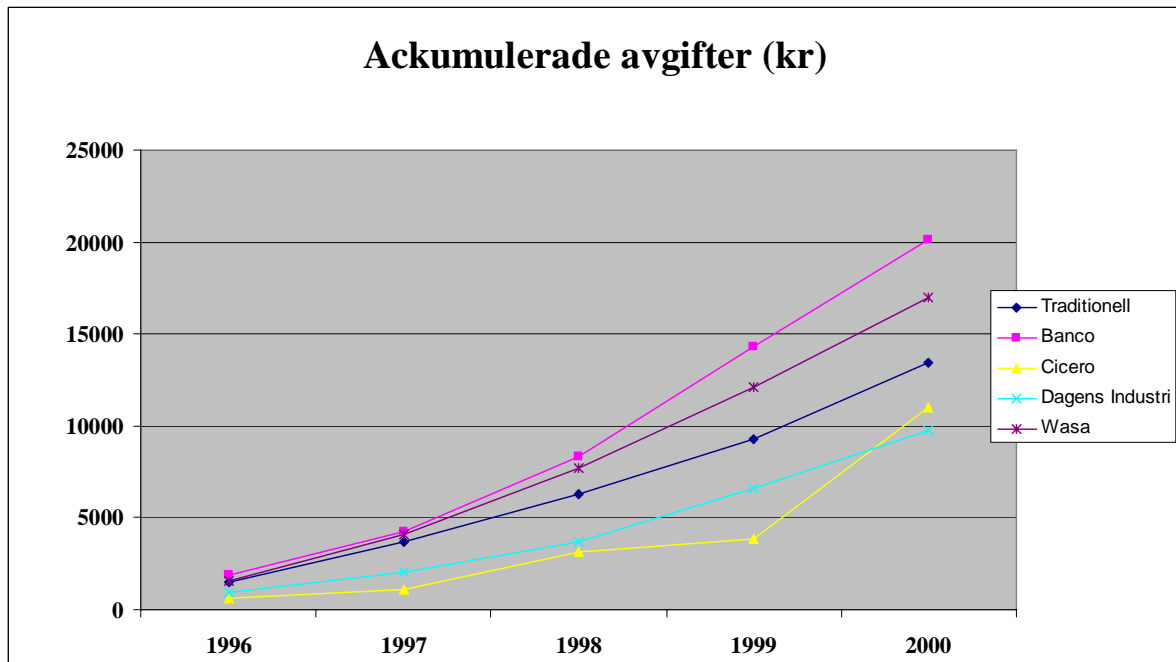
PRESTATIONSRELATERAD AVGIFT	
Fast avgift	0,75%
Rörlig avgift	25%
Max avgift/mån	0,15%
Max avgift/år	2,5%
INVESTERING	
Andelar	1 000
Belopp	100 000

Wasas PRFA-modell hade blivit dyrare för en fondsparare under femårsperioden. Fondspararen hade fått betala 3 552 kronor mer med Wasas PRFA-modell än om en traditionell avgift tagits ut. Den procentuella årliga PRFA:n hade i genomsnitt blivit 1,66% vilket är 0,36% mer än vad den traditionella avgiften är per år. Mest avgift hade tagits ut under 1999 då den procentuella PRFA:n är 1,89% och lägst under 1997 då 0,95% hade dragits

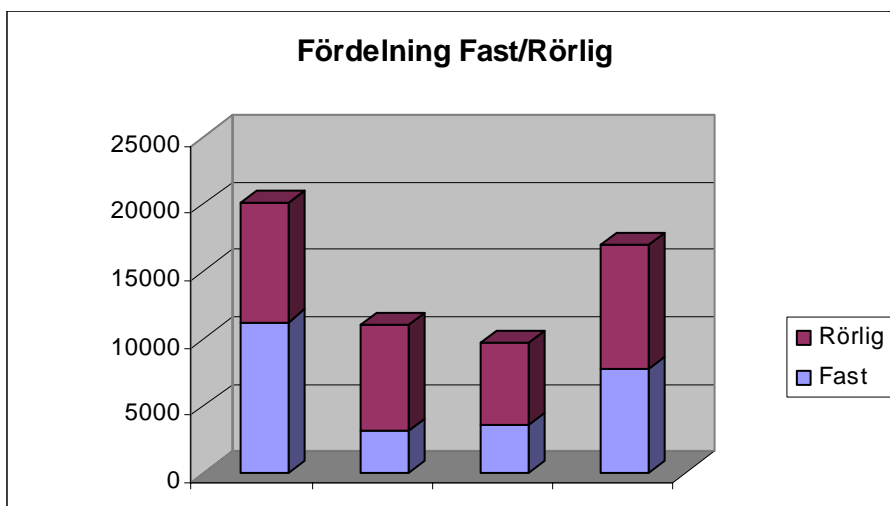
i PRFA. Maxavgiften på 2,5% per år uppnås aldrig under femårsperioden, men däremot så uppnås den månatliga maxavgiften 18 gånger.

### 7.1.2 Analys av undersökning 1

I denna del skall vi jämföra och analysera resultatet ovan. Först tittar vi på hur höga avgifterna blivit under perioden samt fördelat sig under densamma.

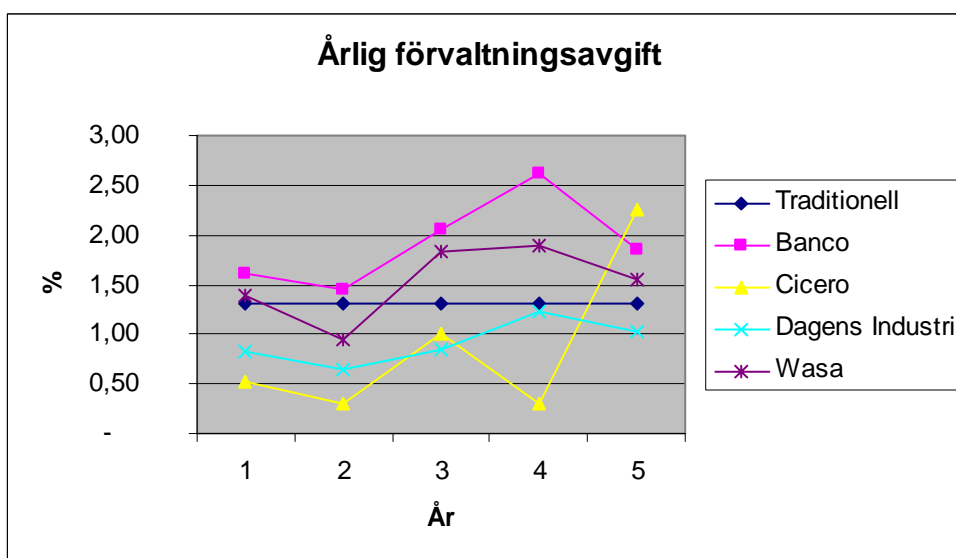


Som vi ser av bilden ovan skiljer avgiftsuttagen sig relativt mycket mellan de olika modellerna. I två modeller hade avgifterna blivit högre än den traditionella. Av dessa är Bancos modell klart dyrast följt av Wasas. Ciceros modell samt Dagens Industris modell där en lägre avgift tas ut gentemot den traditionella har inbördes mellan åren olika struktur men sett över hela femårsperioden är avgiftsuttaget ganska lika. Dagens Industris modell tar över perioden ut minst avgifter, men det bör nämnas att de 200 kronorna som i Dagens Industris modell dras i början av varje år kan få stora effekter för en småsparare då de är oberoende av fondförmögenhetens storlek och ej dras procentuellt. Detta är till stor nackdel för småspararen då den procentuella årliga förvaltningsavgiften blir väldigt hög vid mindre insatser.



Av detta diagram kan vi tydligare se vad skillnaderna i avgifter beror på. Medan den rörliga PRFA:n är relativt jämn mellan de olika modellerna över perioden så ser vi att det är stora skillnader i fast PRFA där Banco och Wasa har klart högre procentuella avgifter. Bancos modell har en fast avgift på 1,1% vilket blir 11 232 kronor över femårsperioden. Detta kan jämföras med Ciceros modell där 0,3% tas ut i fast PRFA vilket över femårsperioden blir 3 132 kronor. Alltså är det en skillnad på 8100 kronor i fast PRFA mellan dessa modellers avgifter under femårsperioden.

Genom diagrammen ovan fås en översikt av det totala utfallet under femårsperioden. Dock visar dessa ej skillnaderna i avgiftsuttag mellan de olika åren. För att få en klarare bild av när avgiften tas ut under perioden visas den procentuella förvaltningsavgiften på årlig basis i diagrammet nedan. Tabellen visar samma sak, men den har tagits med för att mer exakt visa vad de procentuella förvaltningsavgifterna blivit under åren och totalt under hela perioden.

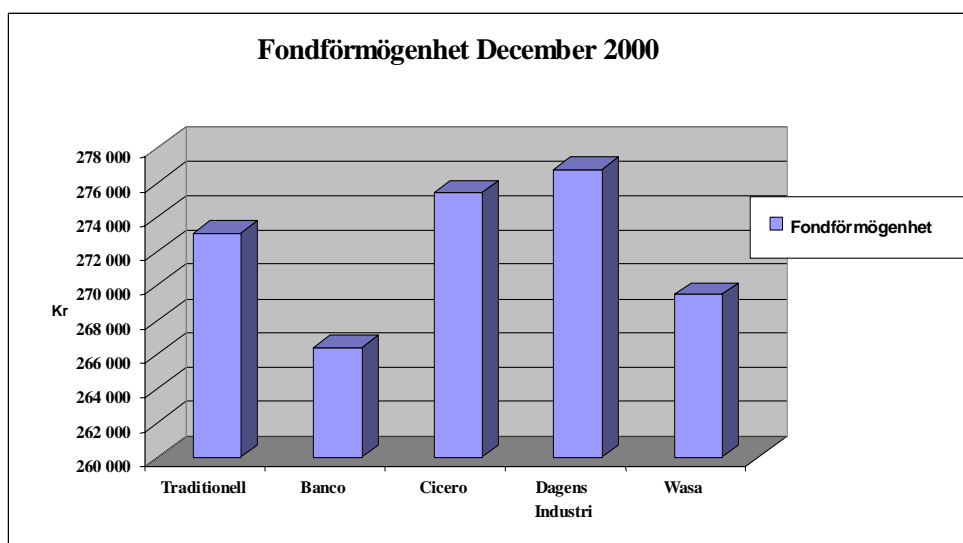


AVGIFTSMODELL	1996	1997	1998	1999	2000	TOTAL
Traditionell	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	6,51
Banco	1,61	1,45	2,06	2,61	1,86	9,86
Cicero	0,52	0,30	1,01	0,30	2,25	5,3
Dagens Industri	0,82	0,65	0,84	1,23	1,02	4,75
Wasa	1,38	0,95	1,84	1,89	1,55	8,29



Den årliga procentuella förvaltningsavgiften är framräknad genom att årlig förvaltningsavgift i kronor dividerats med det genomsnittliga fondandelsvärdet under samma period. Som vi tidigare nämnt i resultatredovisningen är den procentuella traditionella årliga förvaltningsavgiften hela tiden konstant. Vi kan även utläsa att tre av modellerna följer liknande mönster med en lägsta procentuell förvaltningsavgift under 1997 och en högsta under 1999. Den modell som skiljer sig markant från de övriga är Ciceros där avgiften 1999 istället är låg med ett väldigt högt avgiftsuttag under det påföljande året (2000). Vi kommer ej närmare beröra vad som ligger bakom skillnaderna när avgiften tas ut då vi i undersökning 2 kommer att belysa detta mer ingående då en rättvisare jämförelse kan göras.

Skillnaderna i procentuellt avgiftsuttag totalt sett över femårsperioden bör noteras då skillnaderna är relativt stora. Den modell med högst avgiftsuttag (Banco) tar ut 9,86% i avgifter av genomsnittligt fondandelsvärde under perioden medan den modell som har det lägsta avgiftsuttaget (Dagens Industri) under perioden tar ut 4,75% i avgifter. Hur detta påverkar det slutliga fondandelsvärdet sista december 2000 kan utläsas i tabellen nedan.



I denna första undersökning har målet varit att jämföra vad de olika modellerna och avgifterna fått för utslag på SEB Sverigefond 1. Av denna undersökning kan vi ej ge ett generellt svar på vem som skulle gynnas av PRFA, fondspararen eller fondförvaltaren, då två modeller i form av Banco och Wasa tar ut mer avgifter än vad den traditionella avgiftsmodellen gör och två tar ut mindre. Däremot kan utläsas vilka modeller som skulle gynna respektive part vilket framförallt kan förklaras av skillnaderna i fast PRFA mellan de olika modellerna.

Denna första undersökningen har alltså syftat till att se resultatet utefter de exakta procentuella PRFA som PRFA-fonderna tar ut idag i de modeller vi valt att titta närmare på. Då de procentuella PRFA som uttages kan vara grundade på valet av jämförelseindex är det inte helt rättvisande att dra slutsatser om modellerna utefter SIXPRX som jämförelseindex som vi gör i denna undersökning. Därför kommer vi i undersökning 2 justera avgiftsuttagen efter Cicero Sverigefonds procentuella avgiftsuttag på alla fonderna och där se om resultatet

blir detsamma. Detta eftersom Cicero Sverigefond använder sig av SIXPRX som jämförelseindex och har satt sina avgifter utifrån detta. Med hjälp av detta kan vi dra bättre slutsatser om modellerna när förutsättningarna sätts lika. I denna undersökning kan vi på ett exaktare sätt se skillnaderna mellan modellerna och vilken betydelse valet utav högvattenmärke har.

## 7.2 UNDERSÖKNING 2

I denna andra undersökning har vi justerat de procentuella PRFA:na utefter Cicero Sverigefonds avgifter som bygger på valet av SIXPRX som jämförelseindex. Denna undersökning syftar till att utvärdera modellerna genom att se vilka skillnaderna blir då de använder samma fasta och rörliga PRFA.

### 7.2.1 Resultatredovisning och analys av undersökning 2

Vi kommer alltså utgå från en fast avgift på 0,3% vilket är i linje med vad en indexfond tar ut för passiv förvaltning. Den rörliga avgiften som är en ersättning för förvaltarens förmåga att aktivt förvalta fondportföljen och prestera överavkastning gentemot den passiva portföljen är satt till 20%. Wasas maxavgifter på månadsbasis och årsbasis kommer ej att justeras då dessa motsvarar de andra modellernas högvattenmärken. Dagens Industris fasta avgift på 200 kronor per år bortser vi ifrån vid beräkningarna för att på ett rättvist sätt kunna jämföra modellerna. Nedanför presenteras utfallet i de tre modeller som justerats.

PRESTATIONSRELATERAD AVGIFT	
Fast avgift	0,30%
Rörlig avgift	20%
INVESTERING	
Andelar	1 000
Belopp	100 000

***Bancos modell med justerade avgifter.***  
(Kompensation för underavkastning)

ÅR	GENOMSnittlig FONDfÖRMÖGENHET (KR)	PRFA RÖRLIG (KR)	PRFA FAST (KR)	PRFA TOTALT (KR)	AVGIFT AV GENOMSnittlig FONDfÖRMÖGENHET (%)	SKILLNAD PRFA – TRADITIONELL (KR)
1996	115 281	584	350	933	0,81%	-570
1997	168 210	577	505	1 082	0,64%	-1 090
1998	199 740	1 881	599	2 481	1,24%	-97
1999	235 975	3 501	708	4 209	1,78%	1 157
2000	317 112	2 332	954	3 285	1,04%	- 843
TOTALT	207 264	8 875	3 116	11 991	5,79%	-1 443
GENOMS NITT	207 264	1 775	623	2 398	1,16%	-289

*Dagens Industris modell med justerade avgifter.*

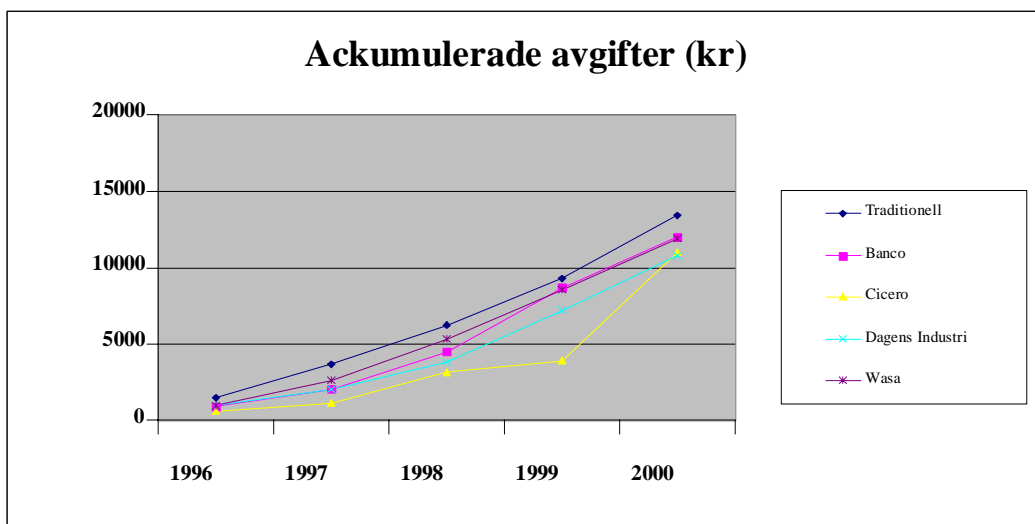
ÅR	GENOMSNITTLIG FONDFORMÖGENHET (KR)	FAST ÅRSAVGIFT (KR)	PRFA RÖRLIG (KR)	PRFA FAST (KR)	PRFA TOTALT (KR)	AVGIFT AV GENOMSNITTLIG FONDFORMÖGENHET (%)	SKILLNAD PRFA – TRADITIONELL (KR)
1996	115 406	0	772	168	940	0,81%	-564
1997	168 350	0	821	278	1 100	0,65%	-1073
1998	200 326	0	1 153	618	1 771	0,88%	-806
1999	236 713	0	2 635	737	3 372	1,42%	320
2000	305 282	0	2 835	773	3 608	1,18%	-520
TOTALT	205 215	0	8 216	2 575	10 791	5,26%	- 2 642
GENOMS NITT	205 215	0	1 643	515	2 158	1,05%	-528

*Wasas modell med justerade avgifter*

*(Inget högvattenmärke)*

ÅR	GENOMSNITTLIG FONDFORMÖGENHET (KR)	PRFA RÖRLIG (KR)	PRFA FAST (KR)	PRFA TOTALT (KR)	AVGIFT AV GENOMSNITTLIG FONDFORMÖGENHET (%)	SKILLNAD PRFA – TRADITIONELL (KR)
1996	115 285	643	348	990	0,86%	-513
1997	167 880	1 161	504	1 665	0,59%	-507
1998	198 998	2 033	597	2 630	1,32%	52
1999	235 461	2 519	707	3 225	1,37%	173
2000	317 417	2 450	955	3 405	1,07%	-723
TOTALT	207 005	8 805	3 110	11 915	5,76%	-1 519
GENOMS NITT	207 005	1761	622	2383	1,15%	-304

Efter att ha justerat avgifterna utefter Ciceros modell har de sammanlagda avgifterna nu blivit lägre i Wasas och Bancos fall, dock har Dagens Industris avgifter ökat något. Dessa justerade avgifter kommer nu att användas vid våra fortsatta jämförelser.



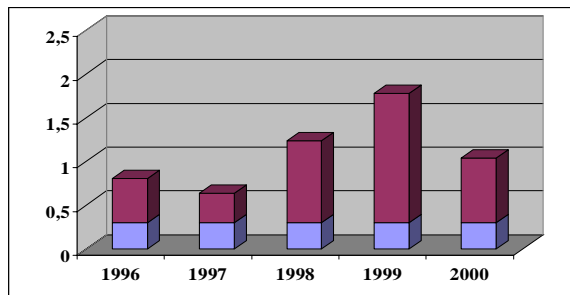
Denna modell är exakt samma som den vi använde oss av i undersökningen 1 med den skillnaden att avgifterna nu är justerade. Av detta kan utläsas att avgiftsuttaget sett över hela femårsperioden är mer lika då vi justerat avgifterna. Avgifterna har blivit lägre för de tre modeller som minskat sina procentuella avgiftsuttag (Banco, DI och Wasa). Det intressanta är att de två modeller (Banco och Wasa) som tidigare var dyrare än den traditionella modellens avgifter nu har sjunkit under de traditionella avgifternas nivå vilka nu är dyrast över perioden. Strukturen under periodens gång har dock ej förändrats i någon större omfattning.

Genom jämförelsen mellan detta diagram och motsvarande diagram i undersökning 1 kan vi dra slutsatsen att de fasta PRFA som tas ut i Bancos och Wasas modell är anledningen till att avgifterna för dessa i undersökning 1 blir dyrast över perioden och inte modellen i sig. Detta kan vara en indikation på att de fondbolag som ligger bakom de modeller med hög förvaltningsavgift ej har någon större tilltro till sin egen förmåga att skapa överavkastning.

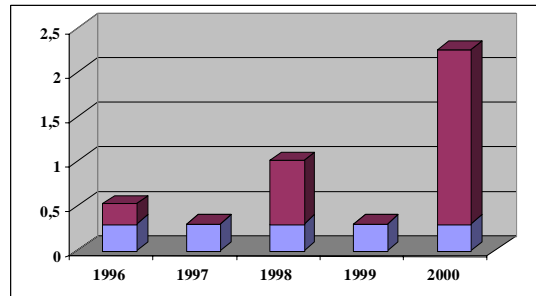
Slutresultatet i avgiftsuttag över perioden är ganska så lika mellan de olika modellerna vilket det också skall vara eftersom alla presterat samma överavkastning då alla modeller använder sig av utvecklingen i SEB Sverigefond 1 jämfört med SIXPRX. Även om de är lika sett över hela femårsperioden kan vi dock se skillnader mellan när uttagen görs i de olika modellerna vilket illustreras av diagrammen för respektive modell nedan.

### 7.2.1.1 Avgiftens fördelning mellan fast och rörlig PRFA över åren 1996 – 2000

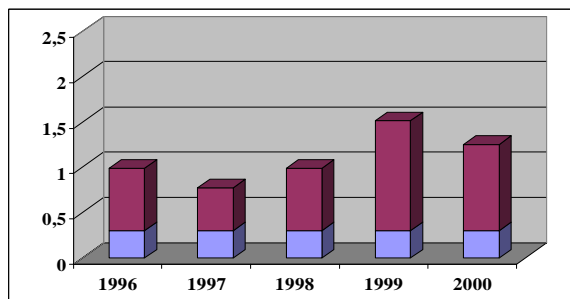
**Banco** (Kompensation för underavkastning)



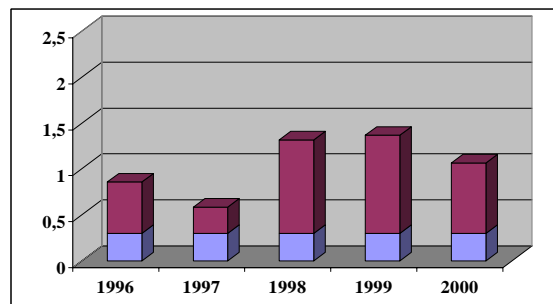
**Cicero** (Tidigare högsta fondandelsvärde)



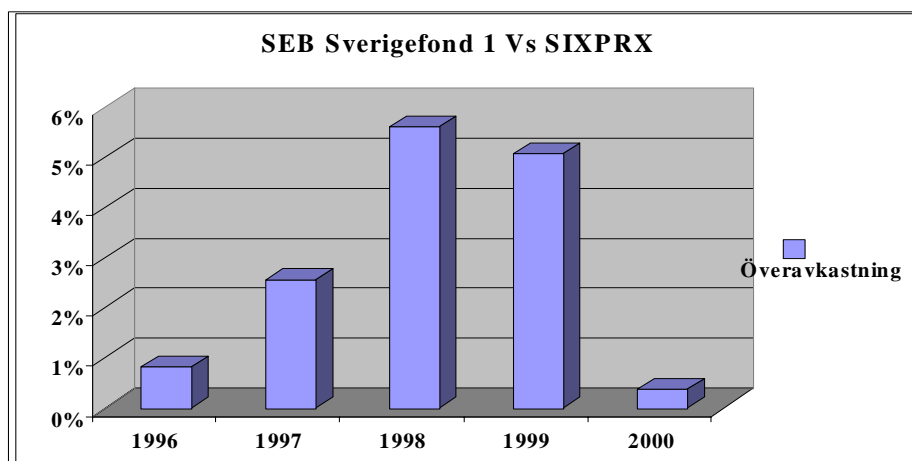
**Dagens Industri**



**Wasa** (Inget högvattenmärke)



I modellerna ovan ser vi att alla har en fast PRFA på 0,3%. Den rörliga PRFA:n är också lika för alla vilket innebär 20% rörlig PRFA. Skillnaderna i avgiftsuttag kan här alltså helt och hållet hänvisas till modellerna. Genom bilden nedan som visar den årliga överavkastningen i procentenheter som SEB Sverigefond 1 genererat under femårsperioden kan vi jämföra om avgiftsuttagen de olika åren överensstämmer med när överavkastning skapats.



### Kompensation för underavkastning

I *Bancos* modell utfaller de största avgiftsuttagen under 1999 följt av 1998 vilket är ett motsatt förhållande jämfört med när överavkastning genereras. Detta uppstår p.g.a. att fonden går in med en underavkastning från 1997 som får till följd att denna måste kompenseras innan rörlig PRFA kan tas ut. I slutet på året följer en period av underavkastning som inte lyckas kompenseras förrän precis i början av 1999 vilket gör att det inte följer med underavkastning in i 1999. Detta förklarar de högre rörliga PRFA:na under detta år.

Riskbenägenheten i *Bancos* modell skulle kunna vara stor då avräkningsperioden är på dagsbasis, men tack vare högvattenmärket att underavkastning måste kompenseras innan rörlig PRFA kan tas ut så motverkas detta. Skulle höga risker tas med stora skiftningar i avkastningen kommer underavkastning efter en stor nedgång följa med lång tid framöver innan denna kompenseras fullt ut. Under femårsperioden tas rörlig PRFA ut 90 dagar av totalt 1350 dagar (helgdagar ej inräknade).

### Tidigare högsta fondandelsvärde

I *Ciceros* modell är det mesta annorlunda jämfört med de andra tre modellerna. Dessutom skiljer avgiftsuttagen sig markant mellan åren jämfört med när över- och underavkastning uppstår. Under 1999 då de övriga modellerna tar ut mest PRFA tas ingen PRFA alls ut i *Ciceros* modell. Inte heller under 1997 tas någon PRFA ut vilket dock stämmer bättre överens med de övriga modellerna som har sina minsta PRFA-uttag detta år. Cicero tar ut mest avgifter under 2000 vilket är det sämsta året sett till diagrammet för över- och underavkastning då det knappt presteras någon överavkastning detta år.

Anledningen till det ojämna avgiftsuttaget som Cicero har under femårsperioden kan förklaras med att *Ciceros* modell ställer höga krav som måste uppnås innan rörlig PRFA kan tas ut. För det första måste fondens värde överstiga sin tidigare högsta fondvärdesnotering de senaste 365 dagarna. Därefter skall samtidigt relativavkastningen d.v.s. fondindex dividerat med jämförelseindex nå sin högsta nivå under dessa 365 dagar. De dagar dessa krav uppnås beräknas överavkastningen för hela femårsperioden och belastar fondandelsvärdet med den del som överstiger tidigare uttagna rörliga PRFA under perioden. Detta är förklaringen till att avgifterna inte tas ut så många gånger och att när de väl tas ut så blir de betydligt högre.

Genom att högvattenmärket i *Ciceros* modell ställer höga krav innan den rörliga PRFA:n tas ut så ser vi inte att det föreligger några större hot om ökad riskbenägenhet. Om riskbenägenheten skulle ökas och fonden har kraftiga upp- och nedgångar kan ingen rörlig PRFA tas ut då det blir svårt att nå upp till den tidigare högsta nivån. Det föreligger dock en viss risk med att högsta fondvärde och relativavkastningen nollställs efter 365 dagar. Genom ett ökat risktagande skulle det gå att skapa en stor överavkastning för att sedan avvakta tills dess att högsta nivån för relativavkastningen och fondvärdet sjunkit till rimligare nivåer för att då åter öka risktagandet.

Tack vare att *Ciceros* modell ställer så pass höga krav på både högsta fondvärde och relativavkastningen faller det sig naturligt att avgiftsuttagen blir färre men högre jämfört med de andra modellerna. Detta innebär att *Ciceros* modell under femårsperioden endast tagit ut avgift vid 3 tillfällen.

### Dagens Industri

I *Dagens Industris* modell tas mest avgift ut under 1999. Detta p.g.a. att avgiftsuttagen förskjuts en period. DI har ett kvartal som avräkningsperiod med utbetalning påföljande kvartal vilket innebär att den överavkastning som presterades under sista kvartalet 1998 inte påverkar fondandelsvärdet i form av avgiftsuttag förrän första kvartalet 1999. Samma sak inträffar sista kvartalet 1999 vilket är förklaringen till att det inte tas ut mest avgifter detta år vilket det borde ha gjorts om man ser till när överavkastningen presterades. Förskjutningen sista kvartalet 1999 leder i sin tur till att det tas ut relativt mycket i avgifter under 2000 trots att fonden knappt presterat någon överavkastning detta år.

Riskbenägenheten i denna modell torde vara ganska stor då det inte existerar något tak för hur mycket PRFA som får tas ut. Om det under ett kvartal presteras en hög avkastning följt av tre dåliga kvartal kan årsavgiften ändå bli väldigt stor även om fondandelsvärdet totalt sett minskat under året p.g.a. att det finns ett golv men inget tak. Golvet består i att det aldrig betalas ut pengar till fondspararen hur dåligt fonden än går d.v.s. att avgiften inte kan bli negativ. Den längre mätperioden motverkar riskbenägenheten något då en kortare mätperiod med fler chanser till höga uttag hade kunnat öka denna ännu mer. I modellen finns en annan finess som även fungerar som ett hinder mot högre riskbenägenhet i form av att fast avgift för indexföljning endast tas ut om fonden går i linje med sitt jämförelseindex. Om riskbenägenheten skulle ökas och fonden har kraftiga upp- och nedgångar kan ingen fast avgift för indexföljning tas ut vid nedgång då fonden troligtvis går sämre än index, dock kvarstår problemet med att avgiften inte kan bli negativ utan aldrig blir mindre än noll.

Under femårsperioden tar Dagens Industri ut en fast PRFA för indexföljning 14 kvartal utav 20. Av dessa 14 kvartal lyckas de även skapa en överavkastning under 10 kvartal varför rörlig PRFA även tas ut här.

### Inget högvattenmärke

I *Wasas* modell tas mest avgift ut under 1999 följt av 1998. Detta är i likhet med Bancos modell ett motsatt förhållande till när överavkastning genereras. Detta beror på Wasas månatliga maxavgift på 0,15%. Då det under december månad 1998 (uttages första månaden 1999) samt under mars månad 1999 presterades stora överavkastningar sätter modellen stopp för ett motiverat stort avgiftsuttag genom begränsningen att max 0,15% får tas ut per månad.

Begränsningen att max 0,15% får tas ut per månad motverkar ett högt risktagande då det finns ett tak på hur mycket som får tas ut i avgift. Under femårsperioden tas avgift ut 42 ggr vilket innebär att 42 månader av totalt 60 har fonden genererat överavkastning gentemot SIXPRX. 18 gånger utav dessa har maxavgiften verkat som ett tak mot högre avgiftsuttag.

#### **7.2.1.2 Problemet med avräkningsperiod**

Som vi tidigare nämnt i arbetet kan det uppstå orättvisa rörliga PRFA beroende av när en fondsparare kliver in eller ur fonden (se 5.2.3). Detta inträffar oavsett vilken modell som används, men det blir dock olika effekter beroende av de olika högvattenmärkena som modellerna bygger på.

### **Tidigare högsta fondandelsvärde**

I *Ciceros* modell kan det uppstå orättvisor beroende på när en fondsparare kliver in eller ur fonden. Speciellt eftersom denna modell måste överträffa väldigt högt ställda krav innan rörlig PRFA tas ut vilka då blir väldigt stora (se genomgången av Ciceros avgiftsfördelning ovan). Då denna modell jämför tidigare högsta fondandelsvärde och relativavkastning över en rullande 365 dagars period kan en fondsparare åka snålskjuts om han går in i fonden vid rätt tillfälle. Om en fondsparare kliver in i fonden efter en lång dålig period så är det troligtvis långt upp till tidigare högsta värde. Detta medför att han kan vara med på en lång uppgång utan att betala en krona i rörlig PRFA. Fondspararen som däremot har varit med på toppen och betalat avgift och sedan kliver ur fonden då den har sjunkit en lång period betalar i sin tur för mycket i avgifter sett över hela perioden (se bild 5.2.3)

### **Kompensation för underavkastning**

I *Bancos* modell har fondens utveckling ingen betydelse utan bara hur den har utvecklats jämfört med sitt jämförelseindex. Det kan emellertid även här uppstå orättvisor. Om fonden presterat sämre än jämförelseindex under en period och fondspararen då säljer sina andelar hade han sluppit att betala rörlig PRFA när fonden började prestera bättre än sitt jämförelseindex igen eftersom underavkastningen först måste kompenseras. En fondsparare som istället kliver in när det finns mycket underavkastning som måste kompenseras innan rörlig PRFA kan tas ut kan vara med på en uppgång utan att betala för den.

### **Inget högvattenmärke**

I *Wasas* modell där det finns en begränsning på vad som max får tas ut i rörlig PRFA på månadsbasis blir dessa rörliga PRFA:na inte heller rättvisa när en fondsparare kliver in och ur fonden. Detta sker t.ex. om en fondsparare kliver in i fonden mitt i en månad efter att den presterat väldigt hög överavkastning den första halvan av månaden. Efter fondspararens inträde presterar fonden sämre d.v.s. det blir underavkastning. Vid månadens slut har det dock sett över hela månaden presterats överavkastning varför rörlig PRFA kan tas ut då denna modell tar ut på månadsbasis. Fondspararen får här alltså betala rörlig PRFA fast att hans fondandelsvärde sjunkit i värde. Vid ett motsatt förhållande kan fondspararen alltså få ett ökat fondandelsvärde utan att behöva betala rörlig PRFA.

### **Dagens Industri**

I *Dagens Industris* modell inträffar orättvisor p.g.a. att den rörliga PRFA:n som genereras under ett kvartal ej belastar fondandelsvärdet förrän under hela nästa kvartal. Detta skiljer sig från Wasa där den rörliga PRFA:n tas ut i början av nästa månad. Fondspararen som träder in i fonden efter ett kvartal som genererat en hög rörlig PRFA får vara med och betala för denna uppgång trots att han inte varit med och tagit del av den. Motsatt förhållande gäller fondspararen som går ut i slutet av ett kvartal där överavkastning har presterats eftersom han ej behöver betala för denna då den ej belastar fondandelsvärdet förrän nästa kvartal.



## 8 SLUTSATSER

*Detta kapitel beskriver de slutsatser vi har kunnat dra av vårt arbete. Vi ger även förslag till vidare forskning då vi under arbetets gång funnit vissa områden som skulle kunna undersökas djupare.*

Efter den genomgång av olika avgiftsmodeller som genomförts i detta arbete kan vi dra en hel del erfarenheter som kan vara till nytta både för fondförvaltare och fondsparare.

I undersökningarna som genomförts valde vi att dela in de prestationsrelaterade avgiftsmodellerna i olika kategorier utefter deras val av högvattenmärke eftersom vi anser att detta är utgångspunkten vid utformningen av modellerna.

I första undersökningen då vi tittade på utfallen utefter de procentuellt fasta och rörliga prestationsrelaterade förvaltningsavgifter (PRFA) som respektive PRFA-fond använder sig av tog två PRFA-fonder ut högre avgifter än vad fallet hade blivit med traditionell avgift och två tog ut lägre under femårsperioden. Eftersom den avgift som direkt kan hänvisas till förvaltarens prestation (rörlig PRFA) är relativt lika procentuellt sett är det över en femårsperiod framförallt de fasta PRFA som får betydelse för utfallet och således förklarar att två modeller tog ut mer avgifter och två tog ut mindre än vad den traditionella modellen gjorde. Där denna fasta PRFA är hög finns det förmodligen mindre tilltro till den egna förmågan att skapa överavkastning.

Avsikten med den andra undersökningen i arbetet där avgifterna justerades var att belysa skillnader mellan modellerna och de effekter dessa skillnader leder till. Det som skiljer de olika modellerna åt om vi ej tar de fasta PRFA:na i beaktande, vilka är upp till varje fondförvaltare att uppskatta, är vilket högvattenmärke som används och utefter detta vilken period fondens utveckling jämförs med sitt jämförelseindex.

Valet av högvattenmärke visade sig ha stor betydelse för fondspararen och fondförvaltaren då de skiljer sig åt avsevärt vad gäller avgiftsstrukturen d.v.s. när, hur ofta och hur mycket som tas ut i avgifter under femårsperioden. I en av modellerna togs det bara ut rörlig PRFA tre gånger (tidigare högsta fondandelsvärde) under femårsperioden medan den som tog ut rörlig PRFA flest gånger gjorde avgiftsuttag hela 90 gånger (kompensation för underavkastning). Detta får konsekvenser för en fondsparare beroende av när under perioden han kliver in och ur fonden eftersom stora orättvisor i avgiftsuttaget kan uppstå.

Perioden under vilken jämförelsen görs (avräkningsperiod) och kraven för vilka mål som måste vara uppfyllda för att rörlig PRFA skall få tas ut är väldigt olika mellan modellerna och får konsekvenser beroende av när en fondsparare kliver in och ur fonden. Det mest rättvisa hade varit att göra en jämförelse på dagsbasis mellan fondens utveckling och jämförelseindex utveckling och ta betalt om fonden presterat bättre. Orättvisor hade då ej uppstått oberoende av när en fondsparare kliver in eller ur fonden. Detta gör emellertid att riskbenägenheten hade ökat hos fondförvaltaren då det går att göra en stor vinst ena dagen när fonden utvecklas bra mot sitt jämförelseindex och dagen då fonden går mycket sämre kan förvaltaren aldrig förlora då avgiften inte kan bli negativ. Det finns helt enkelt ett golv men inget tak. Här existerar ett motsatsförhållande. En längre avräkningsperiod minskar förvaltarens riskbenägenhet, men ökar däremot orättvisorna för en fondsparare som kliver in och ur fonden vid rätt eller fel tillfälle.

Det absolut bästa och mest rättvisa sättet att undkomma detta problem som vi ser det skulle vara att införa individuell beräkning för varje fondsparare. Vi är medvetna om att detta skulle medföra höga administrationskostnader vilket för ett större fondbolag med många kunder kan bli mycket kostsamt och svårt att genomföra, men går det att lösa är detta att föredra.

Det faktum att vissa modeller kan ta ut avgift även om fondens avkastning är negativ så länge jämförelseindex slås gör att fondbolagen fortfarande kan ta ut höga avgifter även om börsen går dåligt. Detta talar emot anledningen till att diskussionen om prestationsrelaterade fonder från början tog fart. Pagrotsky med flera rasade mot att höga avgifter togs ut oavsett hur börsen hade gått vilket alltså fortfarande kan uppstå med prestationsrelaterade fonder beroende på avgiftsmodell.

Då PRFA bygger på att förvaltaren kan ta ut mer avgift om han presterar bättre än jämförelseindex är det av stor betydelse att rätt jämförelseindex väljs. Väljs ett felaktigt index som kanske är lättare att slå för en fondförvaltare kan avgifterna bli helt snedvridna och inte rättvist spegla förvaltarens prestation. Ett rättvist jämförelseindex skall motsvara fondens portföljsammansättning, ta hänsyn till utdelningar och beakta 10%-regeln.

Om prestationsrelaterade fonder är bättre än traditionella är upp till var och en att bestämma utefter detta arbete. Författarnas åsikter är att tanken med prestationsrelaterade fondavgifter är god då förvaltarens incitamenten för att prestera överavkastning ökar samt att en fondsparare endast betalar för den avkastning som erhålls. Den stora nackdelen med PRFA är att det kan uppstå orättvisor som vi tidigare nämnt beroende av när fondspararen kliver in och ur fonden.

Efter de erfarenheter som vi dragit under arbetets gång avser vi ge ett förslag till hur en modell borde utformas. En modell där fast PRFA endast tas ut vid indexföljning likt Dagens Industris förslag är att föredra. Den fasta avgiftens procentuella storlek bör enligt författarna ligga i linje med vad en passiv portfölj tar ut i avgifter (indexportfölj) varför 0,3% är att rekommendera och är vad vi även använt oss av vid våra beräkningar i arbetet. Gällande hur beräkningen skall göras då överavkastning presterats och rörlig PRFA kan tas ut anser vi att modellen där tidigare underavkastning måste kompenseras innan avgift kan dras är den mest rättvisa. Denna motverkar ett större risktagande då tidigare underavkastning hela tiden följer fonden tills överavkastning kan kompensera denna fullt ut. Dessutom anser vi det vara rättvist att en avgift kan dras även om fondens avkastning är negativ så länge den presterar bättre än sitt jämförelseindex. Detta eftersom förvaltaren har selekterat rätt mellan värdepapperna och presterat överavkastning gentemot jämförelseindex.

Som det ser ut idag är det väldigt svårt för en fondsparare att sätta sig in i om prestationsrelaterade fonder är bra eller dåligt för dem. Det är en djungel att försöka förstå hur modellerna för avgiftsuttag fungerar och därmed nästintill en omöjlighet för en fondsparare att jämföra dessa för att kunna bedöma vilken som skulle vara bäst för dem. Vad som skulle kunna underlätta för fondspararen och vad vi har en förhoppning om är att Finansinspektionen sätter upp ett regelverk för hur en prestationsrelaterad avgiftsmodell skall utformas. Vår förhoppning är då även att detta arbete skulle kunna ligga till grund för hur ett sådant regelverk skulle kunna utformas.

## 8.1 FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING

Under arbetets gång har vi funnit vissa områden som skulle kunna utredas djupare. Det vi framförallt blev intresserade av var det hot mot fondspararen som eventuellt skulle kunna uppstå då fondförvaltaren genom PRFA kan få incitament att öka sitt risktagande i ett försök att öka intäkterna i form av högre avgifter. En studie för att klarlägga om detta samband verkligen existerar hade varit väl motiverad.

Vi anser även att det skulle vara intressant att undersöka effekten på TKA (Total Kostnads Andelen) då PRFA skulle kunna leda till en ökad omsättningshastighet vilket direkt påverkar fondens kostnader genom ökade växlings- och courtageavgifter.

Vi skulle dessutom välkomna en studie med syfte att hjälpa Finansinspektionen att skapa ett regelverk för hur en prestationsrelaterad avgiftsmodell skall få utformas.