



En studie i fondskapande
- *Skapandet av en etisk fond som även
garanterar investeraren att inte bidra till
oetiska bonussystem*

Författare: Carl Eric Toresson
Jens Danerhall
Markus Nordquist
Handledare: Gösta Wijk

Sammanfattning

<i>Titel</i>	En studie i fondskapande - <i>Skapandet av en etisk fond som även garanterar investeraren att inte bidra till oetiska bonussystem.</i>
<i>Ämne</i>	Kandidatkurs i Företags Ekonomi (FEKK01)
<i>Nyckelord</i>	Optionsprogram, Etiska fonder, CSR, SRI, Sharpe-kvot
<i>Seminarium</i>	2008-12-22, Ekonomihögskolan vid Lunds Universitet
<i>Författare</i>	Carl Eric Toresson, Jens Danerhall och Markus Nordquist
<i>Handledare</i>	Gösta Wijk

Problem

Efter de senaste årens uppmärksammade bonusskandaler, där företagsledare har haft möjlighet att kvittera ut enorma belopp, anser vi att det finns ett behov och en efterfrågan av ett investeringsalternativ där man undviker sådana ersättningsprogram. Vi tror att många anser att optionsprogrammen är oetiska och att det kan vara av intresse att utöka ett redan medvetet späralternativ i form av etiska fonder med ytterligare ett hänsynstagande.

Syfte & Bidrag

Vår ambition är att utveckla en alternativ etisk fond som utöver de allmänna etiska placeringsreglerna även tar hänsyn till ytterligare en oetisk variabel, nämligen optionsprogram. Vi kommer även att analysera och sammanställa svårigheterna med att utveckla fonder generellt, men framförallt för en fond som tar ställning till specifika frågor.

Research Design

Genom att utgå från verkligheten och den efterfrågan vi anser oss se av en fond av den här karaktären använder vi teorier och begrepp inom området för att tillgodose det här behovet. Skapandet och analyserandet av den här fonden kommer att möjliggöra en redogörelse för de svårigheter som vi stött på under skapandeprocessen.

Slutsats

Svårigheterna med att skapa en fond är många och de största problemen vi har stött på är informationsbrist samt missvisande resultat vid jämförelsestudier. Vår modell för fondskapande är tänkt att underlätta fondförvaltarens arbete med att skapa en fond genom en kartläggning av de svårigheter vi har mött. Den skapade etiska fond utan företag med optionsprogram visade sig prestera bättre än studiens samtliga jämförelseobjekt. Utredningens slutsats är att om man väljer mellan att investera i ett av två i övrigt likartade företag där det ena använder optionsbaserade incitamentsprogram kan man utifrån vår analys göra ett rationellt beslut i att välja det placeringsalternativ som inte använder sig av optionsprogram.

Abstract

<i>Titel</i>	<i>A study of fund creation - The creation of an ethical fund that also guarantees the investor not to contribute to unethical rewards.</i>
<i>Course</i>	Bachelor course in Business Administrations (FEKK01)
<i>Keywords</i>	Option Program, Ethical Funds, CSR, SRI, Sharpe-ratio
<i>Seminar</i>	2008-12-22, at Lund University School of Economics and Management
<i>Authors</i>	Carl Eric Toresson, Jens Danerhall and Markus Nordquist
<i>Advisor</i>	Gösta Wijk

Problem

Following the recent high profile bonus scandals, in which corporate managers have been able to receive huge amounts in bonuses, we believe that there is a need and a demand of investment alternatives which avoid such compensation programs. We believe that many investors think that option programs is unethical and that it may be of interest to expand an already consciously savings alternative in the form of ethical funds with an additional consideration.

Purpose

Our ambition is to develop an alternative ethical fund that in addition to the general ethical investment rules also take account another unethical variable, which in our investigation will be option programs. We will also analyze and summarize the difficulties of developing funds generally, but especially for a fund that takes a stand on specific issues.

Research Design

By starting in the reality and the demand that we think we see in a fund of this nature, we use theories and concepts in order to satisfy this need. The creation and analysis of this fund will allow for an explanation of the difficulties we encountered during the creation process.

Conclusions

The difficulties of creating a fund are many and the most complicated problems we have encountered is lack of information and misleading results when comparing the outcomes. Our model of fund creation is meant to facilitate the fund manager's effort to create a fund through a compilation of the difficulties we have faced. The ethical fund we created that avoids companies with stock option programs proved to perform better than the alternatives we have compared it with. The conclusion of the study is that if you choose between investing in one of two otherwise similar companies where one uses option-based incentive programs you can, based on our analysis, make a rational decision in selecting the investment alternative that do not use option programs.

Innehållsförteckning

1 Inledning	6
1.1 Problembakgrund	6
1.2 Problemdiskussion	8
1.3 Problemformulering	9
1.4 Syfte	9
1.5 Avgränsning	10
1.6 Målgrupp	10
2 Research Design	12
2.1 Studiens utformning	12
2.1.1 En tudelad empirisk studie	13
2.2 Arbetet med att uppnå tillförlitlighet och representativitet	13
2.2.1 Materialinsamling och urvalsprocess	13
2.2.2 Utvärderingsteknik	14
2.2.3 Jämförelseobjekt	14
2.2.4 Datainsamling	15
2.2.5 Arbetet med reliabilitet	16
2.2.6 Validitetsarbete	16
2.2.7 Undersökningens generaliserbarhet	17
2.2.8 Källdiskussion	17
3 Referensram	18
3.1 Referensramens relevans	18
3.2 Centrala begrepp	18
3.2.1 Fonder och regelverk	18
3.2.2 Etiska fonder	20
3.2.3 Incitamentsprogram	22
3.3 Teoretisk bakgrund	24
3.3.1 Principal-agent problemet	24
3.3.2 Stakeholder- och shareholder-perspektivet	25
3.3.3 Corporate Social Responsibility	26
3.3.4 Avkastning, risk och jämförelsemått	28
4 Empiriskt underlag	31
4.1 Årsredovisningar	31
4.2 KPA Pension	31
4.3 Kursinformation	32
5 Analys	33
5.1 Att skapa en fond	33
5.1.1 Fondkriterier	33
5.1.2 Screeningprocessen	35
5.2 Genomförande	35
5.2.1 Grundpopulationen	35
5.2.2 Screeningprocessen	36
5.2.3 Framtidsfonden	37
5.3 Analys av historisk prestation	38
5.3.1 Framtidsfondens utveckling	38
5.3.2 Jämförelseobjekt	40
5.3.3 Avkastning	41

5.3.4 Riskanalys.....	44
5.4 Modell för svårighetsidentifiering och -hantering	45
6 Resultat och slutdiskussion	51
6.1 Studiens resultat	51
6.1.1 Hur ser den optionsprogramfria etiska fonden ut och hur har den presterat?.....	51
6.1.2 Vilka svårigheter finns det med att skapa en fond med specifika hänsynstaganden?	52
6.2 Reflektioner över studiens resultat.....	53
6.2.1 Modellreflektion.....	53
6.2.2 Prestationsreflektion.....	54
6.3 Förslag på framtida forskning.....	56
7 Källförteckning.....	57
Bilaga 1. Urvalsföretag.....	61
Bilaga 2. Uträkningar	64

1 Inledning

Kapitlet inleds med en beskrivning av bakgrunden till det problem vilket ligger till grund för valet av ämne. Problemet diskuteras därefter vilket leder till en formulering av de frågor vi avser undersöka. Vidare definieras det syfte med vilket undersökningen genomförs varefter de avgränsningar som används specificeras.

1.1 Problembakgrund

Fortum, det av finska staten delägda energibolaget, lanserade 1999 ett omfattande optionsprogram framförallt riktat till företagets nyckelpersoner (Fortums årsredovisning 1999). Programmet avsåg, enligt Fortum, att förse ledningen med incitament att agera långsiktigt i aktieägarnas intresse och man har sedermera utfärdat köpoptioner i flera etapper med olika löptider. I november 2006 hade Fortum köpoptioner utstående till 350 nyckelpersoner med en kvarvarande löptid på just över ett år till ett värde av 7,5 miljarder kronor (Jacobsson, 2006). Fortums finska VD, Mikael Lilius, hade tillsammans med den svenska VD:n, Christian Lundberg, under november 2006 möjlighet att kvittera ut 126,5 miljoner kronor. Visserligen berodde de höga beloppen på en mycket god aktiekursutveckling, men den här utvecklingen var en som även branschen som helhet presterade. Sedan början av juli 2008 har Fortums aktiekurs, liksom branschindex, fallit kraftigt och aktieägarna har förlorat över hälften av värdet på sin investering jämfört med toppnoteringen¹. Den här utvecklingen speglas inte hos ledningspersonernas redan utkvitterade bonusbelopp och morötterna de redan erhållit fungerar inte som incitament i ett längre perspektiv. Fortums ledning blev under de goda åren mycket förmögna på en kursutveckling i linje med branschindex, och när aktieägare och vanliga anställda får betala när konjunkturen vänder genom utspädningseffekter, kursnedgångar och varsel kan ledningen leva gott på de tidigare erhållna bonusbeloppen.

Den amerikanska el-jätten Enron gick i konkurs 2002 vilket medförde att flera tusen anställda förlorade jobbet och att tusentals aktieägare förlorade sina livsbesparingar. Enron-skandalen grundlades av de felaktiga, och ofta även olagliga, redovisningsmetoder man använde sig av

¹ Aktiekurs 2008-06-31 32,35 kronor till 2008-12-01 14,5 kronor

för att visa större vinster än man faktiskt genererade (Kim & Nofsinger, 2007). De goda resultaten medförde att Enrons aktie rusade under slutet av 90-talet, men när skandalen så småningom uppdagades havererade bolaget och tvingades efter en tid i konkurs. Anledningen till att Enrons ledning och styrelse genomförde, eller blundade för, de olagligheter som pågick menar många beror till stor del på de enorma optionsprogram som lanserades i Enron under 90-talet (Kim & Nofsinger, 2007; Fox, 2003). Då optioner har en förutbestämd förfallodag finns ett kortsiktigt incitament för ledningen att blåsa upp företagsvärdet med avsikt att maximera värdet av det personliga optionsprogrammet istället för att verka i aktieägarnas intresse. 1999 kunde grundaren Kenneth Lay och VD:n Jeffrey Skilling, tack vare den uppblåsta aktiekursen, kvittera ut över 750 miljoner² kronor i bonus genom optioner (Fox, 2003). Anledningen till att företag har ersättningsprogram med till exempel optioner är att man försöker ge företagsledningen ett incitament att verka i aktieägarnas långsiktiga intresse. Optionsprogrammen i exemplet Enron var bevisligen ett kortsiktigt incitament för ledningen att med alla till buds stående medel öka aktiekursen för att maximera bonusbeloppen när optionerna löpte ut. Ledningens agerande orsakade när sanningen uppdagades att bolaget kollapsade. (Kim & Nofsinger, 2007; Fox, 2003)

Kortsiktiga incitamentsprogram med ersättning i form av optioner kan som synes ge ledningen i företag extremt stora vinster utan att säkerställa att de handlat på ett korrekt sätt gentemot bolaget och dess intressenter. Under de senaste åren har allt fler svenska storföretag lanserat nya incitamentsprogram med ersättning genom alltifrån vanliga teckningsoptioner till syntetiska optioner och olika former av aktiesparprogram (Lundberg Markow, 2007). Enligt Carin Lundberg Markow, chef för Extern Bolagsstyrning på Folksam, uppgår det sammanlagda värdet av optionsprogram i de svenska företagen på Stockholmsbörsens Large, Mid och Small Cap³ lista till 2 % av det totala börsvärdet och bara under 2007 lanserades 58 nya ersättningsprogram med optioner. Under de senaste åren har skandaler som de i Fortum och Enron medfört att många i både Sverige och USA samt övriga länder ställer krav på företags ersättningsprogram. Kraven kommer från många håll och röster har höjts inte bara hos aktieägare och anställda men även hos politiker och samhället i övrigt. Man har dels begärt stopp på de extrema belopp som exempelvis options- och pensionsprogram kan ge

² Räknat till växlingskurs 990506, 8,36sek/\$

³ Large Cap innehåller företag med börsvärde över 1 miljard Euro. Mid Cap innehåller företag med börsvärde mellan 150 miljoner och 1 miljard Euro. Small Cap innehåller företag med börsvärde under 150 miljoner.

upphov till och man har dels krävt en högre grad av transparens hos företagens redovisning av ersättningsprogram (Svenska Riksdagsgruppen, 2005; Askåker, 2006; Jacobsson, 2006). 2004 infördes därav reglering i IFRS vilken stadgar att alla former av ersättningar till ledningspersonal i företag måste redovisas i årsredovisningen (svensk kod för bolagstyrning, SOU 2004:130).

För de som anser att överdrivna löner och bonusbelopp är orättvisa, oetiska eller baserade på felaktig grund finns idag inga andra alternativ än att själv bedöma huruvida företagen uppfyller de moraliska krav man ställer. Den här bedömningen är tidskrävande och ofta komplicerad varför det för enskilda individer kan vara problematiska att genomföra. Om man avser investera, ta anställning eller handla med ett svenskt eller utländskt företag finns det många som idag är intresserade av att företagen ska följa ens egna moraliska och etiska värderingar. Ur det här behovet har de så kallade etiska fonderna växt fram vilka undviker att placera i företag vilka inte följer vissa utarbetade etiska placeringsregler. De här placeringsreglerna rör de allra mest grundläggande normerna i det västerländska samhället som till exempel att inte använda barnarbete eller handla med vapen. Etiska fonder möjliggör alltså för placerare att investera pengar i enbart de bolag som följer de här etiska reglerna. Dock kan det som synes finnas en mängd andra saker som intressenter anser vara oetiska vilka inte tas hänsyn till av etiska fonder. Är det tillräckligt många intressenter på marknaden som har samma preferenser för vad de anser vara oetiskt medför det ett behov av ett investeringsalternativ som tar hänsyn till de här preferenserna. För det stora antal medvetna investerare vilka vill investera etiskt och samtidigt inte medverka till ersättningsnivåer de anser oetiska eller baserade på felaktiga grunder finns idag inga placeringsalternativ.

1.2 Problemdiskussion

Efter de senaste årens uppmärksammade bonusskandaler, där företagsledare har haft möjlighet att kvittera ut enorma belopp, tror vi att det finns ett behov och en efterfrågan av ett investeringsalternativ där man undviker sådana ersättningsprogram. Då optioner är den form av ersättning som dels ger incitament till kortsiktigt agerande, genom sin avgränsade tidsperiod, och dels kan orsaka mycket stora bonusbelopp avser vi inrikta oss mot den här formen av incitamentsprogram. Vi tror att många anser att optionsprogrammen är oetiska,

med de senaste årens debatt i åtanke, och att det därför kan vara av intresse att utöka ett redan medvetet sparalternativ i form av etiska fonder med ytterligare ett hänsynstagande. Vår ambition är således att utveckla en alternativ etisk fond som utöver de allmänna etiska placeringsreglerna även tar hänsyn till ytterligare en oetisk variabel, nämligen optionsprogram. Svårigheterna med att utveckla fonder generellt, men kanske speciellt en fond som tar ställning till specifika frågor, kommer vi att analysera ur två olika perspektiv. Perspektiven vi avser är fondförvaltarens och investerarens vilka kan liknas vid säljarens och köparens synvinkel på en placeringslösning. Den ena delen av undersökningen kommer alltså att baseras på en analys av skapandeprocessen vilket sker ur en fondförvaltares synvinkel. Den andra delen handlar om en analys av fonden ur ett investerarperspektiv genom att se på vilken prestation, i form av avkastning och risk, vår skapade etiska fond har gjort historiskt jämfört med index, en kontrollgrupp samt en etisk aktiefond. Anledningen till att vi väljer att genomföra undersökningen ur båda de här perspektiven är att vi vid analysen av investerarperspektivet exponerar de svårigheter som en fondförvaltare ur sin synvinkel ställs inför vid fondskapande. Således kommer utredningen att ge oss både en förståelse för skapandeprocessen och en utvärdering av möjligheterna att tillfredsställa ett iakttaget behov av ett placeringsalternativ.

1.3 Problemformulering

Vår utredning kommer att utgå ifrån en problematisering i två delar ur två perspektiv. Den första delen kommer att ur ett investerarperspektiv ge svar på om en fond som tar hänsyn till både etiska placeringsregler samt förekomst av optionsprogram är möjlig att skapa inom den svenska marknaden. Tanken är också att i processen analysera hur alternativet har presterat historiskt i jämförelse med index, en kontrollgrupp samt en etisk aktiefond. Den andra delen av analysen kommer att belysa och redogöra för vilka svårigheter det finns med att utveckla ett sådant här fondalternativ.

1.4 Syfte

Syftet är utifrån problemformuleringen tvådelad men ur analysynpunkt sammanhängande.

Genom att skapa en etisk fond som tar hänsyn till optionsprogram kommer vi att undersöka vilka svårigheter en fondförvaltare ställs inför vid skapande av en fond med specifikt hänsynstagande. Tanken är att försöka utforma en modell för hur man i egenskap av fondförvaltare kan arbeta vid konstruerandet av en sådan här fond. Modellen syftar att belysa de svårigheter som kan uppstå ur ett fondförvaltarperspektiv samt ge förslag på hur de kan hanteras. Ur investerarperspektivet är syftet att undersöka möjligheterna att tillhandahålla småsparare en placeringsform som vi anser efterfrågas men i dagsläget saknas. I de senaste årens debatt, vilken vi redogör för i problembakgrunden, kan man enligt oss utläsa behovet av det här alternativet då antalet enskilda sparare som vill undvika optioner är stort. Skapandet av fonden, om det visar sig möjligt, ger oss möjligheten att undersöka hur den historiska prestationen ser ut i jämförelse med marknaden och där igenom analysera huruvida det teoretiska syftet med optionsprogram, att stärka det långsiktiga aktieägarvärdet, fungerar. Vi har valt att även låta fonden ta hänsyn till etiska placeringsregler då vi anser att en medveten småsparare som vill undvika en form av verksamhet de anser oetisk troligen inte vill placera i oetisk verksamhet överhuvudtaget.

1.5 Avgränsning

Arbetet med att skapa vår optionsprogramfria etiska fond är utförd utifrån ett antal olika avgränsningar. Studien är endast genomförd utifrån två perspektiv då vi anser de här vara sammanhängande på ett analytiskt plan. Andra perspektiv på fonder och fondutveckling som företagens eller myndigheternas är således inte iakttagna. Den etiska granskningen är avgränsad till att utgå ifrån KPA:s lista över vilka företag de anser etiska och således genomförs ingen egen etisk bedömning. Undersökningen kommer endast att utföras på den svenska marknaden och företag på Stockholmsbörsen. Den historiska analysen görs på en tidsperiod av 10 år, från 1998-12-01 till 2008-11-28.

1.6 Målgrupp

Uppsatsen riktar sig främst till ekonomistuderande vid högskolor eller universitet men ambitionen är även att finansintresserade i allmänhet skall kunna ta del av dess innehåll. Det

här har vi försökt uppnå genom att förklara diverse finansiella termer och begrepp. Vårt mål är att alla med intresse för investeringar och sparande skall kunna förstå och dra nytta av resultatet och våra slutsatser från denna utredning.

2 Research Design

I avsnittet skildras vilket tillvägagångssätt som har använts för att besvara uppsatsens frågeställning. Forskningsförfarandets uppbyggnad och genomförande beskrivs genom förklarande av använd studieteknik samt analyserings- och kategoriseringsmetod. I kapitlet kommer även det sätt på vilket produkten analyserats att förklaras. Slutligen beskrivs hur vi i utredningens genomförande arbetat med att uppnå tillförlitlighet och representativitet.

2.1 Studiens utformning

Studien har skrivits utifrån en induktiv ansats med syfte att utifrån empiri kring etiska fonder och optionsprogram hos företag skapa en ny väg för medvetna investerare. Genom att utgå från verkligheten och den efterfrågan vi anser oss se av en fond av den här karaktären använder vi teorier och begrepp inom området för att tillgodose detta behov. De empiriska data som utredningen bygger på kommer att analyseras med hjälp av den bakomliggande referensramen och de teorier som anses relevanta inom området. Slutresultatets ena del utformas av den förståelse som skapas för vilka, och på vilket sätt de bör hanteras, svårigheter som uppstår vid skapande av en etisk fond med hänsynstagande till ytterligare variabler som kan anses oetiska. Den andra delen handlar om analysen av den skapade fonden. Resultatet kommer förhoppningsvis formas i en teoretisk modell för skapandeprocessen och en fungerande fond som tillfredsställer efterfrågan. Ett induktivt angreppssätt innebär enligt Bryman (2002) att teorin är resultatet av en forskningsansats, vilket alltså innebär att teorin skapas utifrån empirin. Skärvad och Lundahl (1999) menar i sin bok "Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer" att induktion innebär att man drar slutsatser utifrån empiriska fakta. Distinktionen mellan vad som kan anses vara ett deduktivt eller induktivt angreppssätt är enligt Bryman (2002) inte alltid enkel. När man arbetar med en undersökning eller forskningsansats sker processen i loopar vilket medför att det kan vara svårt att skilja på om teorin är början eller slutet. Då fokus för uppsatsen handlar om att med utgångspunkt i empirin utforma och analysera en ny etisk fond och genom den här processen exponera svårigheterna är ansatsen alltså induktiv (Wijk, 2007). Den existerande teoretiska ramen och de befintliga begreppen inom området blir en referensram att utgå ifrån vid utformandet av studien, och utredningen kommer både att handla om svårighetsanalys och kartläggning av

den skapade fondens prestation. Etiska fonder är för de flesta ett välkänt begrepp, men definitionen av vad som är etiskt, och vad en så kallad etisk fond bör och inte bör ta hänsyn till är mer svårångat. Genom att försöka finna svårigheterna med att konstruera en etisk fond som även exkluderar andra oetiska aspekter och analysera en sådan fonds prestation kan syftet med uppsatsen uppnås.

2.1.1 En tudelad empirisk studie

Undersökningen av den tvådelade problemställningen kommer att ske genom två olika former av empirisk studie. I den ena kommer en kartläggning att ske av vilka företag på Stockholmsbörsen som kan ingå i den optionsfria etiska fonden. Den skapade fondens historiska prestation kommer sedan att analyseras och relateras till jämförelseobjekt. Etiska fonder är sedan tidigare analyserade ur en mängd olika perspektiv vilka till exempel analyserar huruvida de etiska fonderna verkligen är etiska (Cajbrandt et al, 2008) eller jämför avkastning och risk hos etiska fonder med olika jämförelseobjekt (Bengtsson et al, 2005). Att skapa och analysera en etisk fond som tar hänsyn till nya variabler förutom de konventionellt oetiska har inte tidigare utförts. Empirin i studien kommer från årsredovisningar och publik information kring etiska fonder. Den andra delen av den empiriska studien kommer att ske genom granskande av skapandeprocessen och dess svårigheter. Uppsatsen kommer således utformas i form av både en utvecklande och en kartläggande empirisk studie med en induktiv ansats att utifrån verkligheten med hjälp av sedan tidigare kända teorier utforma och analysera, med kvantitativa och kvalitativa metoder, den nya etiska fonden.

2.2 Arbetet med att uppnå tillförlitlighet och representativitet

2.2.1 Materialinsamling och urvalsprocess

Materialet vi baserar vår kartläggande undersökning på är årsredovisningar från företagen på Stockholmsbörsens Large och Mid Cap. Huruvida företagen kan anses etiska eller ej grundas på om de ingår i KPA:s lista över etiska bolag. Avkastningsserier för de olika bolagen i vår fond, kontrollgruppen och jämförelseindex har erhållits från Nasdaq OMX hemsida medan för KPA Etisk Aktiefond har information hämtats från databasen Reuters. Urvalet genomförs

genom en screeningprocess i två steg med hänsyn till de två variablerna, optionsprogram och etik. Variablerna är kvalitativa då de inte kan anta siffervärde utan enbart svaren ”Ja” eller ”Nej” (Wijk, 2007). Screeningprocess kallar vi det förfarande där de individer i en grupp väljs ut som uppfyller ett visst kriterium. Processen genomförs genom att först analysera de olika företagens ersättningsprogram. Bedömningen kommer inte att utföras på någon annan ersättningsform än optionsprogram och variabeln för de olika företagen kan bara anta två möjliga värden; ”Ja”, då de har optioner som ersättning eller ”Nej” då de inte använder den här typen av ersättning. De företag vars optionsvariabel utgörs av ett ”Nej” går sedan vidare till den andra fasen av screeningprocessen där den etiska bedömningen görs utifrån KPA:s listning av etiska företag. Får företaget ”Ja” som kvalitativt mått på den här variabeln blir de ansedda som möjliga investeringsobjekt i den skapade fonden. Den etiska fonden kommer att vara av typen Avstå-fond, en fond som avstår att investera i de företag som inte uppfyller de två kriterierna (www.fairtradecenter.se, 2008).

2.2.2 Utvärderingsteknik

Metoden som har använts för att analysera resultatet består av två delar, en kvalitativ och en kvantitativ. Den kvalitativa och utvecklande analysmetoden består av produktionen av den modell vilken används för att exponera de svårigheter som man stöter på vid utformandet av en sådan här fond. Den kvantitativa och kartläggande delen handlar om att undersöka den historiska prestationen för den skapade fonden. Utvärderingsmetoderna skiljer sig alltså åt för de kvalitativa respektive kvantitativa delarna av analysen. För den kvalitativa delen handlar utvärderingen främst om den fortlöpande diskussionen kring, och motiveringen av, modellen för svårighetshanterandet. För att utvärdera den kvantitativa delen kommer den historiska prestationen att relateras till jämförelseobjekten. Den nyskapade etiska fonden kommer inte att utvärderas i förhållande till frågor som till exempel rör om den verkligen kan anses vara etisk och optionsfri, utan de företag som ingår är de vi anser uppfylla de definierade kraven.

2.2.3 Jämförelseobjekt

Enligt Kim och Nofsinger (2007) är optionsprogram designade för att ge ledningen ett incitament att prestera bättre. Om den här intentionen fungerar korrekt borde det vara så att den här effekten uttrycker sig i en sämre prestation för uppsatsens skapade fond. Jämförelseobjekten kommer att utgöras av en kontrollgrupp bestående av företag med

optionsprogram, ett utdelningsjusterat index och en etisk fond. Vi har valt ett index som speglar utvecklingen för samtliga bolag på Stockholmsbörsen. Indexet är utdelningsjusterat för att ge en mer rättvis utveckling med hänsynstagande till totalavkastningen vilket även kurserna är för de bolag som ingår i fonden respektive kontrollgruppen. Den etiska fonden är med som jämförelseobjekt för att ge möjligheten att analysera utvecklingen med eliminering av den etiska variabeln. Kontrollgruppens relevans som jämförelseobjekt består i att den ger möjligheten att avlägsna effekterna av hur fondens innehåll är viktat, det vill säga hur stor andel man har i varje aktieslag. Vår fond och kontrollgruppen kommer att vara viktade på samma sätt vilket gör det möjligt att bortse från viktningseffekten i utvecklingsanalysen. Fondutvecklingen speglar totalavkastningen och är således utdelningsjusterad redan från början. Målet är att jämföra objekten och den skapade etiska fonden över en tioårsperiod. Valet av en period på tio år beror på att vi vill ha möjligheten att se hur fonden presterar både vid låg- och högkonjunktur samt att en längre tidsperiod kan anses ge en ökad tillförlitlighet. Regleringen kring redovisande av ersättningsprogram har enbart existerat sedan 2004 och vi har valt att endast bedöma företagen utifrån deras tre senaste årsredovisningar då vi anser det osäkert hur väl företagen implementerat den nya regleringen under det första året (svensk kod för bolagsstyrning, SOU 2004:130). Fonden analyseras alltså under en tioårsperiod men kan bara garanteras vara optionsfria, utifrån deras redovisning, under de tre senaste åren.

2.2.4 Datainsamling

I den här uppsatsen består datan framförallt av de uppgifter om företags optionsprogram som insamlats ur deras årsredovisningar. Primärdata är enligt Halvorsen (2006) det slag av data som forskaren samlar in själv. Den information man får genom data som andra forskare insamlat kallas traditionellt sekundärdata. I vår utredning kommer företagsurvalet således baseras på primärdata. Genomgående i det här examensarbetet har vi även använt oss av insamlad data från litteratur, artiklar, företagsspecifik information samt av fondförvaltare utgiven information. Andra källor som har använts är exempelvis Etiska Nämnden för Fondmarknadsföring:s uttalande om etiska fonder. Skillnaden mellan primär- och sekundärdata är inte alltid tydlig. Sekundärdata som bearbetas och appliceras av författarna själva kan uppfattas som nära liggande primärdata då det handlar om en omformulering enligt författarnas egen subjektiva uppfattning. Bryman (2002) benämner analysen av sekundärdata som sekundäranalys och han diskuterar flera fördelar med att använda sig av en sekundär

istället för en primär analysmetod. Fördelarna är att man sparar tid och pengar, får tillgång till data av god kvalitet och ges möjlighet att göra olika typer av analyser och att metoden även ger mer tid över för genomförandet av analysen. Valet att samla in informationen från företagens årsredovisningar ger flera av de nämnda fördelarna genom framförallt sparande av tid. Tidsbesparingen för även med sig den ytterligare nämnda fördelen att vi får mer utrymme att genomföra analysen. Nackdelen är att de data man tillhandahåller av företagen i form av rapporter kan vara vinklad från företagets sida. Man kan dock nämna att det finns lagar som anger vad företag måste redovisa och reglerar att denna information är korrekt, vilket gör att man kan dra slutsatsen att datan är tillförlitlig.

2.2.5 Arbetet med reliabilitet

I vår undersökning söker vi erhålla reliabilitet framförallt genom att använda sekundärdata som källa till insamlandet av det empiriska underlaget. Användandet av sekundärdata eliminerar till viss del risken för subjektivitet hos forskaren vid utformandet av datainsamlingen. Vidare söker vi stärka trovärdigheten hos utredningen genom att tydligt förklara och motivera de metoder som använts samt de val som görs i uppsatsen. Enligt Bryman (2002) har en undersökning reliabilitet ifall resultaten man kommer fram till är identiska med de man skulle erhålla om undersökningen genomfördes på nytt. Skulle det vara så att det här inte är fallet innebär det att resultaten är slumpmässiga eller har kommit till på tillfälliga betingelser. Det här skulle medföra att undersökningen inte går att betrakta som ett reliabelt mått och att man inte kan lita på dess följdaktighet och pålitlighet (Bryman, 2002). Arbetet med att försöka uppnå reliabilitet har således prioriterats under arbetets gång genom att fortlöpande sträva efter tydliga motiveringar .

2.2.6 Validitetsarbete

Validitet försöker vi skapa i uppsatsen genom att ständigt väga relevansen för de data vi insamlar i förhållande till vad det är vi söker utreda. Enligt Halvorsen (2006) kan man översätta begreppet validitet med giltighet eller relevans. Genom att ständigt överväga relevansen strävar vi efter att verkligen undersöka de problem vi vill analysera och genom att ha den här föresatsen som en röd tråd genom arbetet ämnar vi försöka uppnå en god validitet. Validitet kommer enligt Halvorsen (2006) ursprungligen från begreppet reliabilitet och handlar om huruvida en undersökning verkligen har utrett det specifika problem man söker

utreda. Genom en tydlig röd tråd och återkopplingar till syfte och problemformulering vill vi visa på en god validitet.

2.2.7 Undersökningens generaliserbarhet

Ett av målen med den här studien är att ge en kartläggning av vilka svårigheter som kan uppstå vid en fondframställning utifrån kriterier i olika variabler. Den här explorativa ansatsen har vi som mål ska landa i någon form av modell vilken kan vara till hjälp, ur ett fondförvaltarperspektiv, vid framställning av en fond. Modellen kommer med andra ord ha som mål att vara generaliserbar och applicerbar på fondskapande med även andra variabler och hänsynstagande. Det andra målet med studien är själva resultatet av skapandet, det vill säga den tillgångssammansättning som erhålls, och analysen av den. Bryman (2002) menar att en forskare vid en kvantitativ undersökning vanligtvis är intresserad av att utifrån ett litet urval, till exempel ett stickprov, dra slutsatser vilka är representativa för gruppen som helhet. Målet med analysen av den skapade fonden är att ge ett svar för om det går att skapa en optionsfri etisk fond på den svenska marknaden.

2.2.8 Källdiskussion

Datamaterialet för historisk avkastning kommer att hämtas ifrån NASDAQ OMX databas för historiska aktiekurser. Jämförelseobjektens datamaterial kommer att inhämtas från några av finansvärldens största och mest använda databaser, Reuters och Datastream. Då de här tredjepartskällorna är så pass välanvända inom finansvärlden ser vi ingen anledning att misstro dem. Användningen av optionsprogram inom företag måste enligt lag redovisas i företagets årsredovisning och vi anser därför att ingen djupare undersökning än kontroll av företagets årsredovisningar krävs för att säkerställa att företagen inte använder sig av optionsprogram (svensk kod för bolagstryning, SOU 2004:130).

3 Referensram

Vi har valt att sammanställa ett ramverk för de begrepp och teorier för vilka det krävs en förståelse hos läsaren för att möjliggöra ett tillgodogörande av den kommande analysen. Kapitlet inleds med en närmare förklaring av vad som behandlas och dess relevans för utredningen. Vidare beskrivs sedan de bakomliggande centrala begrepp som det behövs en förståelse för och som fortlöpande hänvisas till genom utredningen. Därefter förklaras det teoretiska referensverk med vilket undersökningen är genomförd.

3.1 Referensramens relevans

Referensramen är uppdelad i två delar vilka förklarar de centrala begrepp som används i uppsatsen samt den teoretiska grund som undersökningen baserats på. Först ges en redogörelse för fonder generellt och etiska fonder specifikt med syfte att ge läsaren en bakgrund till analysen av fonden och dess skapande. Därefter förklaras varför incitamentsprogram existerar samt vilka olika former av program som finns och hur de är tänkta att fungera. Den teoretiska bakgrunden inleds med en genomgång av principal-agent teorin vilken är aktuell för studien eftersom den förklarar närmre syftet med incitamentsprogram. Stakeholder-teorin tas sedan upp eftersom den förklarar för läsaren uppkomsten och grunderna till Corporate Social Responsibility (CSR). Etiska fonder grundar sig på teorierna bakom begreppen CSR och Social Responsible Investments (SRI) och det är av den här anledningen som de är av betydelse för studien. Teoriavsnittet med beräkningar visar hur den framtagna fonden analyserats och hur jämförelsen med index, den etiska fonden samt kontrollgruppen genomförts.

3.2 Centrala begrepp

3.2.1 Fonder och regelverk

Vad är en fond

En fond är en kollektiv form av sparande i värdepapper och den är alltså ett

investeringsalternativ som erbjuder investeraren en diversifierad portfölj av tillgångar. Som enskild investerare överlåter man förvaltningen av sina medel till fondförvaltaren som sköter alla investeringsbeslut som fonden gör mot en avgift. Målet för fondförvaltaren är att optimera avkastningen i förhållande till risken för portföljen. I Europa finns det över 40 000 fonder av skiftande slag vilket ger en stor valmöjlighet för den enskilda investeraren. (www.ppm.nu, 2008; www.aktiespararna.se, 2008; www.avanza.se, 2008)

Regelverk

Fondförvaltares verksamhet är sedan 2004 reglerade av lagen om investeringsfonder (2004:46) vilken är en anpassning till EU:s tidigare lag om värdepappersfonder (Finansdepartementet, 2004). Lagen om investeringsfonder uttolkas av Fondbolagens Förening vilka ger ut riktlinjer för fondverksamhet. Föreningen är en branschorganisation med uppgift att ta tillvara på fondspararnas och fondbolagens intressen och 2004 publicerade de den svenska koden för fondbolag med syfte är att verka för en sund fondverksamhet och därmed att värna om förtroendet för fondförvaltare. Punkter som regleras gäller marknadsföring, ägarutövande, redovisning av nyckeltal och diverse andra principer som fondförvaltare förväntas följa. Finansinspektionen är det organ som står för övervakningen av att fondförvaltarna följer den rådande lagstiftningen och de har även utfärdat föreskrifter som kompletterar och preciserar regleringen. Finansinspektionen är även det organ som utfärdar tillstånd att bedriva fondverksamhet. Följer man som fondförvaltare inte riktlinjerna från Fondbolagens Förening uppmanas man att i första hand förklara varför enligt devisen ”följa eller förklara”. Bryter man mot rådande lagstiftning eller föreskrifter kan man åläggas påföljder så som anmärkningar, varningar, straffavgifter samt återkallelse av tillstånd. (www.fondbolagen.se, 2008; www.finansinspektionen.se, 2008)

Olika typer av fonder

Det finns ett antal olika typer av fonder av vilka de vanligaste är aktie-, hedge-, ränte- och blandfonder. Aktiefonders innehav består till minst 75 % av aktier vilka måste vara fördelade på minst 16 olika företag. En aktiefond anses ha hög risk och hög avkastning då innehavet består till stor del på osäkra kassaflöden. Hedgefonder kan istället bestå av många olika tillgångsslag, så som aktier, räntepapper, optioner och terminer. Fondförvaltaren har i de här

fonderna även en möjlighet att gå kort⁴ i de olika tillgångsslagen samt belåna portföljen. Riskprofilen i portföljen är upp till fondförvaltaren att bestämma och kan vara allt ifrån mycket hög till mycket låg. Räntefonder anses ha mycket låg risk och låg förväntad avkastning då innehavet består av räntebärande tillgångar. Fonder med en löptid på mer än ett år kallas för långa räntefonder eller obligationsfonder. Fonder som består av en blandning av aktier och räntebärande tillgångar kallas blandfonder. Fördelningen mellan tillgångsslagen beror på fondförvaltarens bedömning av marknadsläget. (www.ppm.nu, 2008; www.nordnet.se, 2008)

3.2.2 Etiska fonder

Begreppen etik och moral

Vad är etik? Etik är enligt Bonnedahl, Jensen och Sandström (2007) nära förknippat med moral och båda begreppen har att göra med sedlighet och vad som anses vara rätt och orätt. Begreppen skiljer sig åt så tillvida att moral snarare rör faktiskt handling och etik mer handlar om teoretisk reflektion över handlingar och de normer som ligger till grund för handlingarna. Etik är alltså ett normativt begrepp vilket beskriver de värderingar som finns hos varje enskild individ. Värderingarna grundar sig i den sociala kontexten i det omgivande samhället i idéerna om hur man bör leva och agera mot sin omvärld och mot sig själv. En enskild persons etik utgår ifrån samhällets värderingar av vad som anses rätt och fel, och det är inte nödvändigtvis enkelt att precisera vilka de underliggande normerna är som skapar synen hos den enskilda av vad som är etiskt och moraliskt rätt. (Bonnedahl et al, 2007)

Vad är en etisk fond

Etiska fonder bygger på den normativa synen på vad som är rätt och fel. En etisk fond består av en mängd värdepapper vilka inte utgår ifrån företag med, vad fondförvaltaren menar är, oetisk verksamhet. Exempel på oetisk verksamhet som ofta tas upp av etiska fonder som sådant de undviker att investera i är vapentillverkning, alkohol, tobak och pornografi. Etiska fonder dök upp för första gången i Europa i början på 1980-talet och sedan dess har de blivit allt mer populära bland investerare (www.guardian.co.uk, 2008). Vad en etisk fond bör respektive inte bör investera i är upp till fondförvaltaren att bedöma, och för förvaltaren kan

⁴ Att gå kort innebär att man har en position som tjänar på fallande kurser.

det vara komplicerat att avgöra huruvida ett företag har verksamhet inom ett område som kan anses vara oetiskt (www.fairtradecenter.se, 2008).

Vägledande uttalande från den etiska nämnden för fondmarknadsföring

Fondbolagens förening har inrättat en nämnd, *Den etiska nämnden för fondmarknadsföring* (ENF), för att hjälpa både konsumenter och fondförvaltare att klargöra vad som är rätt och fel inom marknadsföring av fonder. 2004 gjorde ENF ett uttalande, på förfrågan från Konsumentverket, för att klargöra begreppet etisk fond. Man angav då följande kriterier vilka måste vara uppfyllda för att man ska få benämna sig etisk fond (ENF:s *Vägledande uttalande*, 2004):

- Fondbolaget skall ha en väl definierad urvalsprocess. En förutsättning för placering i visst bolag är att högst 10 procent av omsättningen i bolaget eller dess koncern avser av fondbolaget angiven icke accepterad verksamhet.
- Fondbolagets informationsmaterial skall omfatta generell information om etiska fonder innehållande exempel på vilka etiska kriterier som kan förekomma. Härutöver skall fondens placeringspolicy och fondens speciella etiska inriktning, liksom eventuella omsättningsgränser anges tydligt, i fondbestämmelser, informationsbroschyr och/eller faktablad. Uppgifterna kan lämnas direkt i sådana dokument eller genom hänvisning till ett "informationsställe" där fondbolaget samlat utvecklar och deklarerar definitioner, placeringspolicy, kriterier, tillämpning av etikpolicy etc. Enligt nämndens mening är det inte tillfyllest att endast hänvisa till en hemsida utan det skall vara möjligt att få denna information i skriftlig form.
- Fondbolaget skall ha ett system för att löpande kontrollera och säkerställa att investeringspolicyns etiska inslag följs.
- Fondbolaget skall, t.ex. i anslutning till årsberättelse och halvårsredogörelse, redovisa hur placeringspolicyn uppfyllts och, i den mån överträdelser skett av de etiska restriktionerna, därvid även informera om vilka åtgärder som vidtagits med anledning härav.

Olika typer av etiska fonder

De vanligaste typerna av etiska fonder är avstå-fonder, bäst-i-klassen-fonder, ideella fonder

och miljöteknikfonder. Avstå-fonder undviker att investera i företag vars verksamhet anses oetisk av fondbolaget. Den oetiska andelen av företagets verksamhet som accepteras varierar, men ska enligt ENF anges samt vara högst 10 %. Bäst-i-klassen fonder investerar i de företag som fondförvaltaren anser vara bäst på att handla etiskt rätt och vilka därmed är föredömen för andra företag. De övriga två fondtyperna för etiska fonder är dels den ideella, vilken donerar pengar till ett visst ändamål, och dels den miljötekniska, vilken investerar i företag som har verksamhet vilken syftar till att förbättra miljön. (www.fairtradecenter.se, 2008)

3.2.3 Incitamentsprogram

Syftet med incitamentsprogram

Incitamentsprogram syftar till att minska avståndet mellan ägare, ledning och anställdas intresse genom att skapa ett gemensamt mål i att maximera ett långsiktigt aktieägarvärde. Incitamentsprogram grundar sig på tanken att ekonomisk ersättning har en motiverande effekt för den som erhåller vederlaget. Det finns många olika typer av incitamentsprogram och de är ofta anpassade efter varje enskilt företag. Under första halvan av 2008 gjorde Öhrlings PriceWaterhouseCoopers en undersökning av 366 företag som är listade på Stockholmsbörsen, NGM och aktietorget. Undersökningen visade att 30 % av företagen infört nya incitamentsprogram under perioden, vilket är den högsta siffran under de sju år som studien genomförts. Undersökningen visar även att det endast är 17 % av företagen som erbjuder incitamentsprogram till de anställda, de övriga företagen använder endast incitamentsprogram för ledningspersonalen. Incitamentsprogrammen kan delas upp i två kategorier, de som är kopplade till företagets vinst och de som är kopplade till företagets aktiekurs. (ÖhrlingsPriceWaterhouseCoopers, 2008)

De vanligaste och mest frekvent använda incitamentsprogrammen redovisas i tabell 3.1. I tabellen redogörs för likheter och skillnader för de olika programmen.

	Köption	Teckningsoption	Syntetisk option	Personaloption
<i>Utspädning av aktieinnehav</i>	Nej	Ja	Nej	Nej
<i>Kräver exit</i>	Ja	Ja	Nej	Ja
<i>Kan ge delägarskap</i>	Ja	Ja	Nej	Ja
<i>Beskattning vid förvärv/Start</i>	Ev förmån	Ev förmån	Ev förmån	Nej
<i>Beskattning vid reavinst</i>	Kapital och tjänst	Kapital och tjänst	Kapital och tjänst	Kapital och tjänst
<i>Omfattas av ABL</i>	Nej	Ja	Nej	Nej
<i>Aktierelaterat</i>	Ja	Ja	Ja	Ja
<i>Vinstrelaterad</i>	Nej	Nej	Nej	Nej
<i>Knuten till anställning</i>	Nej	Nej	Nej	Ja
	Vinstandelsstiftelse	Fondoption	Bonuslön	Konvertibel
<i>Utspädning av aktieinnehav</i>	Nej	Nej	Nej	Ja
<i>Kräver exit</i>	Nej	Nej	Nej	Ja
<i>Kan ge delägarskap</i>	Nej	Nej	Nej	Ja
<i>Beskattning vid förvärv/Start</i>	Nej	Ev förmån	Lön vid utbetalning	Ev förmån
<i>Beskattning vid reavinst</i>	Vid uttag som lön	kapital	-	Kapital och tjänst
<i>Omfattas av ABL</i>	Nej	Nej	Nej	Ja
<i>Aktierelaterat</i>	Nej	Ja, andra aktier	Nej	Ja
<i>Vinstrelaterad</i>	Ja	Nej	Ja	Nej
<i>Knuten till anställning</i>	Ja	Ja	Ja	Nej

*Tabell 3.1
Andersson & Brattebergs (2000) tabell över
incitamentsprogram*

Vinstkopplade incitamentsprogram

De incitamentsprogram som är kopplade till företagets vinst är till exempel vinstandelsstiftelser och bonuslönsystem som delar ut bonusbelopp baserat på resultatet. Ofta finns det ett inbyggt tak i den här typen av bonusprogram vilket gör att de inte kan bli större än vad som anses rimligt enligt styrelsen. JM är ett företag som använder sig utav den här typen av incitamentsprogram. JM:s VD har en lön som består av en fast och en rörlig del där den rörliga delen maximalt kan uppgå till 2380tkr per år (2008). Den rörliga delen är till 60 % beroende av koncernens ekonomiska resultat, till 30 % av resultat per aktie och till 10 % efter hur pass nöjda kunderna är (JM:s årsredovisning 2007). Nackdelen med den här typen av bonusprogram är att de beskattas som lön vilket gör dem skattemässigt ineffektiva. Fördelen med resultatbaserade bonusbelopp är att de är enkla till utformningen och att det går att bestämma ett maximibelopp som medför att de inte kan bli större än planerat.

Aktiekurskopplade incitamentsprogram

Den andra kategorin av incitamentsprogram, de som är kopplade till företagets aktiekurs, består bland annat av köptioner, teckningsoptioner, syntetiska optioner, personaloptioner,

fondoptioner och konvertibler. Gemensamt för den här typen av ersättningar är att de kan ge väldigt hög utdelning om aktiens kurs apprecierar mycket, eller så kan de bli helt värdelösa, konvertiblerna undantaget, om aktiekursen inte överträffar lösenkursen på dagen för inlösen. Att optionerna är kopplade till aktiekursens utveckling gör att värdet på dem påverkas av börsklimatet i övrigt vilket kan medföra att de förlorar sin roll som incitament. Kritiker menar att upp till 90 % av optionens värde styrs av makrofaktorer helt oberoende av det enskilda företags prestationer (Oxelheim & Wihlborg, 2008). Optionsprogrammen är ofta utformade både för att fungera som incitamentsprogram och för att de skall tvinga personalen att vara kvar i företaget (Andersson & Bratteberg, 2000). Programmen har i de flesta fall en löptid på fem till tio år och ger den anställde rätten att förvärva aktier till ett i förväg bestämt pris på lösendagen. Anledningen till att optionerna tvingar kvar personalen inom bolaget är att de förfaller automatiskt om den anställde slutar vid företaget vilket kan medföra att bonusen uteblir (Andersson & Bratteberg, 2000). Skattemässigt är optionsprogrammen relativt förmånliga eftersom de beskattas som kapitalinkomst hos de anställda. En stor nackdel med optionsprogram är att det är svårt att sätta tak på dem vilket gör att de i teorin i kan bli värda hur mycket som helst. Det här innebär att de olika typer av kostnader som programmen medför kan bli mycket stora för företaget och dess aktieägare.

3.3 Teoretisk bakgrund

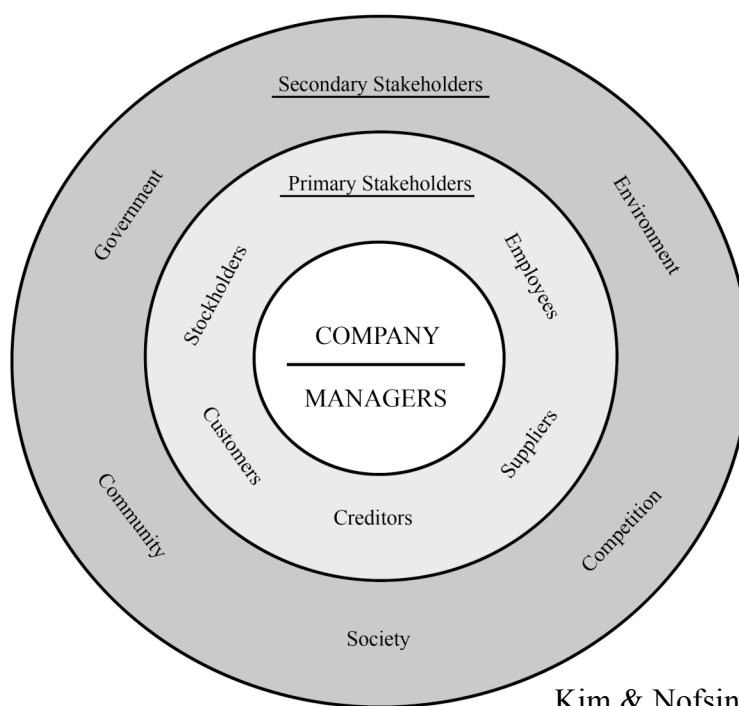
3.3.1 Principal-agent problemet

En principal-agent relation definieras som ett förhållande där en eller flera personer, vilka benämns som principaler, genom kontrakt tillsätter en eller flera personer, vilka benämns som agenter, att agera å deras vägnar. Kontraktet är en form av fullmakt och ger agenten rätt att ta beslut och agera självständigt i principalens ställe. (Jensen, M.C.; Meckling, W.H, 1976). I ett aktiebolag är ägandet skiljt från ledningen vilket skapar ett potentiellt problem i att agenternas, det vill säga ledningens, och principalernas, alltså ägarnas, intressen och mål skiljer sig åt. Långsiktiga ägare vill med största sannolikhet maximera det långsiktiga aktievärdet medan ledningen istället kan ha mål som befinner sig på ett mer personligt plan. Den kostnad som uppstår på grund av denna diskrepans i intressen benämns som agentkostnad (Kim & Nofsinger, 2007). För att lösa principal-agent problemet brukar företag använda sig av två metoder. Den ena metoden handlar om övervakning och fungerar på så sätt

att ägarna minimerar agentkostnaden genom att ha uppsikt över ledningens agerande. Övervakningen internt av att ledningen agerar på ett önskvärt sätt sker genom företagets styrelse. Den andra metoden är att försöka ge ledningen ett incitament att verka i aktieägarnas intresse. Incitamentlösningen innebär alltså att principalerna försöker likställa agenternas intresse med sitt eget. Genom att ekonomiskt belöna ledningen för prestationer som gynnar aktieägarna, exempelvis genom aktiekursknuten bonus, kan man minska agent-kostnaden. (Kim & Nofsinger, 2007)

3.3.2 Stakeholder- och shareholder-perspektivet

Grundteorin för en kapitalmarknad inbegriper att ledningen ska arbeta för att tillfredsställa en intressent i form av ägaren. Perspektivet att företaget endast har den här intressenten att ta hänsyn till kallas shareholder-perspektivet. Många menar dock att det även finns andra intressenter som företaget och dess ledning måste anpassa sig till, och det här perspektivet brukar benämnas stakeholder-perspektivet. I perspektivet är tanken att företag inte bara ska



Kim & Nofsinger, 2007

*Figur 3.1
Carrols Intressentmodell*

inrikta sig mot att maximera aktieägarvärdet utan att de även måste svara mot ett större ansvar för samhället i sin helhet. Ledningens huvuduppgift blir alltså att sträva efter att maximera organisationens förmögenhet genom att tillfredsställa alla intressenter. (Kim & Nofsinger,

2007) Företagets stakeholders utgörs av alla olika parter som är intresserade av hur företaget utför sina aktiviteter och affärer. Stakeholders delas ibland upp i två olika kategorier vilka kallas primära och sekundära som illustreras i figur 3.1. Primära är de kontraktsbundna förbindelserna vilka består av de viktigaste intressenterna och de som påverkar ledningen och företaget mest. Till de här hör aktieägare, kunder, anställda, leverantörer och kreditgivare. I de sekundära intressenterna tillkommer delar av omgivningen som alla företag gemensamt påverkar och påverkas av, men saknar direkta avtal med, så som staten, miljön, konkurrenter och samhället. Den stora skillnaden mellan de primära och de sekundära intressenterna i stakeholder-modellen är att företaget inte har några legala förbindelser med de sekundära. (Kim & Nofsinger, 2007)

3.3.3 Corporate Social Responsibility

Vad är CSR?

Corporate Social Responsibility, Corporate Ethics och Corporate Citizenship är alla begrepp som beskriver företagets förhållande med sin omgivning och hur företaget bör arbeta för att maximera dess nytta. Begreppen grundar sig på ett stakeholder-perspektiv vilket alltså innebär att företaget bör ta hänsyn till även andra intressenter än ägarna. 1996 försökte den dåvarande amerikanska presidenten Bill Clinton öka incitamentet för amerikanska företag att ta hänsyn till CSR genom att inför en årlig utmärkelse, Ron Brown Corporate Citizenship Award. Priset delas ut till det företag som mest föredömligt stödjer sina medarbetare och kriterierna som bedöms är hur väl företaget strävar mot en familjevänlig inriktning, goda hälso- och pensionsförmåner, säker arbetsmiljö, utbildnings- och utvecklingsmöjligheter och undvikande av uppsägningar. (A.B. Carroll, 1998) Bill Clinton är en stakeholder förespråkare och hans inställning till CSR och Corporate Citizenship är fokuserad på att man som företag även bör värna om de anställda och deras arbetsklimat. Kim och Nofsinger (2007) menar i sin bok Corporate Governance att ett stakeholder-perspektiv medför en social skyldighet för företaget att arbeta på ett etiskt, socialt och miljöansvarsfullt sätt. Deras syn medför att företagen måste använda ett aktivt tillvägagångssätt för att hantera stakeholder situationen.

CSR:s fyra nivåer

Archie B. Carroll (1998) har kategoriserat CSR till 4 olika nivåer av uppfyllande. Den första nivån man måste uppfylla är rent ekonomisk och handlar om att företaget i första hand måste överleva på marknaden för att kunna bidra till samhället. Det legala ansvaret hamnar på nivå två i Carrolls kategorisering. Det finns en förväntan på företaget från samhället att agera inom lagens ramar och Carroll benämner lagen som samhällets kodifierade etik. Den tredje nivån bildas av samhällets etiska normer vilka inte är lagstadgade men som företaget ändå bör sträva mot att följa. Att inte bryta mot lagen är att agera enligt samhällets etiska och moraliska minimikrav men förespråkare för CSR kräver att företagen arbetar på en etisk nivå som ligger väl över den här lägsta gränsen. Den fjärde och sista nivån i Carrolls kategorisering ligger på ett filantropiskt plan vilket innebär att företag donerar pengar till välgörenhet. Att skänka pengar är något som blir mer och mer efterfrågat bland CRS och stakeholder förespråkare och även något som fått ökad popularitet hos företag. Förebilder inom filantropi är Warren Buffet och Bill Gates vilka skänkt bort enorma summor under de senaste åren. (news.bbc.co.uk, 2006; Carroll, 1998 ; Kim & Nofsinger, 2007) Forskare inom CSR påstår att företag kan skapa en differentiering mot sina konkurrenter genom att arbeta med och koncentrera sig på CSR. Den konkurrensfördel man då uppnår menar man även är fördelaktig i jämförelse med andra, som exempelvis en produktfördel, då den här egenskapen är betydligt svårare att replikera. Det här kan medföra en både effektiv och långvarig fördel. (Lichtenstein et al, 2004).

Friedmans syn på CSR

En av de främsta motståndarna till CSR är nobelpristagaren Milton Friedman. Han hävdar att syftet och det överordnade målet för det enskilda företaget är att maximera aktieägarvärdet genom att förränta kapitalet optimalt. Enligt detta shareholder baserade synsätt är det upp till politikerna att sätta upp gränser och regelverk som syftar till att värna om samhället i sin helhet, både på kort och på lång sikt. Företaget skall efter dessa förutsättningar endast arbeta för aktieägarnas intressen. Friedman menar att som agent har ledningen ingen rätt att välja till vilket ändamål de genererade pengarna ska gå eftersom de då kommer att besluta att spendera pengar efter sitt eget sociala tycke och inte principalernas. Friedmans resonemang implicerar vidare att det inte bara är aktieägarna som drabbas utan även anställda och kunder. Satsningar på CSR medför att pengar som annars kunde ha använts till löneökningar eller prissänkningar försvinner. Friedman går även så långt som att påstå att genom att ledningen spenderar pengar

på CSR går man emot skattesystemet genom att man minskar skatteintäkterna. Följden av det här, anser Friedman, är ett odemokratiskt system eftersom skattepengarna fördelas av folkligt valda till det som anses samhällsnyttomässigt optimalt. Det är alltså upp till politikerna och inte företagsledningen att besluta om och i så fall till vilket slag av välgörenhet eller samhällsbyggande som medlen bör gå till. (Friedman, 1970)

SRI

Teorin om Social Responsible Investment, SRI, utgår ifrån att man grundar sina investeringsbeslut inte bara på finansiella mål utan även med etisk, social och miljömässig hänsyn. Den här investeringstaktiken attraherar medvetna investerare som vill placera i linje med deras moraliska och sociala synsätt. Generellt sett tenderar dessa investerare vara yngre än den genomsnittlige placeraren och syftet med investeringen är alltså inte enbart avkastning utan även att premiera verksamhet som sker i linje med CSR. (Hill et al, 2007)

3.3.4 Avkastning, risk och jämförelsemått

Fonden som en sammansatt tillgång

Det finns olika sätt att räkna ut en portföljs avkastning och risk. I utredningen kommer vi använda en teori där man sammanställer portföljens empiriska data för de olika tillgångsslagen vilket gör portföljen till en tillgång (Berk & DeMarzo, 2007). Det här gör det möjligt att räkna fram portföljens genomsnittliga avkastning och risk på samma sätt som man gör för en enskild tillgång.

Avkastning för den sammansatta tillgången

I ekvation 3.1 visas hur man beräknar avkastningen för en aktie. För att beräkna avkastningen via empirisk data subtraheras aktiekursen för tidpunkt 1 med aktiekursen för tidpunkt 0 vilket sedan divideras med aktiekursen för tidpunkt 0. Genom denna uträkning får man fram den procentuella avkastningen under den analyserade perioden 0 till 1. Söker man totalavkastningen med hänsyn till given utdelning för perioden adderas utdelningen till täljaren i högerledet. För en portfölj av tillgångar kan den procentuella avkastningen för den sammansatta tillgången beräknas genom att addera de olika relativa avkastningarna, med eller

utan eventuella utdelningar, och dividera med antalet tillgångsslag.

$$R_{t+1} = \frac{P_{t+1} - P_t}{P_t} \quad (3.1)$$

(Berk & DeMarzo, 2007)

Vid beräkning av genomsnittlig historisk avkastning för den sammansatta tillgången under en tidsperiod summerar man den genomsnittliga procentuella avkastningen man erhållit per delperiod och dividerar med antalet delperioder, vilket kan ses i ekvation 3.2 nedan.

$$\bar{R} = \frac{1}{T}(R_1 + R_2 \dots + R_T) = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T R_T \quad (3.2)$$

(Berk & DeMarzo, 2007)

Varians och standardavvikelse för den sammansatta tillgången

Variansen är ett mått på hur de enskilda utfallen avviker från det beräknade genomsnittet. Med formel 3.3 kan man räkna ut variansen för tillgången genom att för varje mätpunkt beräkna avståndet från dess uppmätta avkastning till den genomsnittliga avkastningen. Man upphöjer sedan varje avstånd till två och summerar delperioderna. Totalsumman divideras slutligen med antalet delperioder minus ett eftersom det är lika med antalet procentuella förändringar från en period till en annan. Genom den här beräkningen erhåller man variansen för tillgången på en bas som är av samma längd som varje delperiod. Anledningen till att man räknar ut variansen är att den visar storleken på avvikelserna i absoluta tal, det vill säga storleken blir oberoende av om avvikelserna är negativ eller positiv.

$$Var(R) = \frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T (R_t - \bar{R})^2 \quad (3.3)$$

(Berk & DeMarzo, 2007)

Standardavvikelsen är roten ur variansen, som kan ses i ekvation 3.4. Standardavvikelse är ett

mått på volatilitet och är precis som variansen ett sätt att mäta fluktuationen kring medelvärdet för avkastningen. Ju högre volatilitet en tillgång har desto mer osäker är den genomsnittliga avkastningen som förutsägare av förväntad avkastning.

$$SD(R) = \sqrt{Var(R)} \quad (3.4)$$

(Berk & DeMarzo, 2007)

Jämförelsemått

För att bedöma en tillgång i förhållande till andra tillgångsslag kan man använda sig av Sharpe-kvoten. Den här kvoten är ett mått på hur stor överavkastningen är jämfört med volatiliteten, vilket visas i ekvation 3.5. Överavkastningen är den förväntade avkastningen minus den riskfria räntan vilket med andra ord är den vinst man gör i att investera i tillgången istället för att placera i den riskfria räntan.

$$\text{Sharpe-kvot} = \frac{E[R_p] - r_f}{SD(R_p)} \quad (3.5)$$

(Berk & DeMarzo, 2007)

För att beräkna Sharpe-kvoten subtraherar man den riskfria ränta från den förväntade avkastningen. Den summa som erhålls divideras sedan med standardavvikelsen för portföljen. Som investerare efterfrågar man en hög Sharpe-kvot då detta indikerar på att man får en hög förväntad avkastning i förhållande till den risk man tar. (Berk & DeMarzo, 2007)

4 Empiriskt underlag

I detta kapitel presenterar vi källorna till utredningens empiriska underlag. För att möjliggöra vår analys där vi använder oss av två olika kriterier har vi sökt information av två olika karaktärer. Optionsanvändandet har bedömts utifrån analysering av företagens årsredovisningar och den etiska bedömningen har skett baserat på KPA:s etiska placeringar. Slutligen redovisas hur studiens finansiella data har erhållits.

4.1 Årsredovisningar

Alla aktiebolag, och vissa andra företag, måste varje år skicka in sin årsredovisning till bolagsverket (www.bolagsverket.se, 2008). Syftet med redovisningen är att förse kapitalmarknaden samt olika beslutstagare med tillräcklig information för att kunna göra korrekta bedömningar av företaget. Årsredovisningen fungerar även som ett kontrollinstrument för ägarna vilket är en del av lösningen på principal-agent problemet som benämnts tidigare. Årsredovisningen skall enligt svensk lagstiftning följa god redovisningssed och grunderna för den här seden utformas av Redovisningsrådet (RR), Bokföringsnämnden (BNF) samt Förenade auktoriserade revisorer (FAR) (Thomasson et al, 2006). Genom att studera företagens årsredovisningar har vi utrett om företagen ifråga använder sig av optionsbaserade incitamentsprogram. Via svensk kod för bolagsstyrning från 2004 tvingas alla företag som är skyldiga att utforma en årsredovisning att särskilt redovisa vilka ersättningar som ledningen erhåller.

4.2 KPA Pension

Den etiska variabeln har vi utvärderat genom KPA:s lista över vilka de, enligt sina etiska placeringsregler, anser vara etiska. KPA är ett ledande pensionsbolag inom den kommunala sektorn vilka varit verksamma sedan 1922. Under 1999 lanserade KPA sin första aktiefond och de har sedan starten framhävt sig som ett investeringsalternativ som även tar ett aktivt samhällsansvar. Deras etiska placeringsregler delar de upp i påverkande och uteslutande regler. Genom de påverkande reglerna försöker de influera företag att ta ansvar för människa

och miljö medan de genom de uteslutande specificerar områden man valt att helt exkludera i sitt urval. De områden och verksamheter man exkluderar inbegriper vapen, tobak, alkohol och spel. Ur KPA:s specificering av vilka företag de anser oetiska och utesluter för placering utröner vi den empiri som krävs för att bedöma huruvida företagen är etiska. (www.kpa.se, 2008).

4.3 Kursinformation

Den kursinformation vi har analyserat har erhållits från Nasdaq OMX Nordic:s hemsida och för KPA Etisk Aktiefond från det ekonomiska informationsprogrammet Reuters. Nasdaq OMX är världens största marknadsplats för värdepappershandel och de har verksamhet som omfattar sex kontinenter. Man har listor över cirka 3900 företag vilkas totala värde uppgår till över 5,5 tusen miljarder USD. Nasdaq OMX tillhandahåller många olika typer av värdepappershandel som omfattar exempelvis aktier, råvaror och skuldebrev. Datan har för att säkerställas kontrollerats gentemot Reuters. Information kring utdelningar har hämtats ur respektive företags årsredovisningar. (www.nasdaqomxnordic.com, 2008; www.nasdaqomx.com, 2008)

5 Analys

Problem som fondförvaltare ställs inför är många och ambitionen med den här uppsatsen är att belysa och diskutera de svårigheter som uppstår vid fondskapande genom att skapa en egen fond. För att se svårigheterna genomför vi därför analysen som en form av "trial-and-error" process. Följaktligen kommer vi först att redovisa vårt tillvägagångssätt för skapandet av fonden för att i slutet av analysen utforma en modell som underlättar identifierande och hantering av uppkommande svårigheter.

5.1 Att skapa en fond

När man skapar en fond är det viktigt att specificera vilken typ av fond man avser skapa med hänsyn till vilka värdepappersslag som man ska bedriva handel i. Fondförvaltaren kan alltså välja att begränsa sig när det gäller de tillgångsslag som får ingå för tydliggöra profilen hos fonden. Vidare måste fondförvaltaren även bestämma sig för vilka marknader fonden skall fokusera på att placera i. Man kan välja att placera i till exempel tillväxtmarknader, specifika regioner eller särskilda branscher.

5.1.1 Fondkriterier

De olika krav man sätter upp på de tillgångar som ska ingå i fonden kan kallas för fondkriterier. Kriterierna kan inbegripa alltifrån värdepappersslag till verksamhetsinriktning. Det är viktigt att tydligt definiera de kriterier som fonden tar hänsyn till från början eftersom det underlättar urvalsprocessen då man har en tydlig gränssättning för vilka tillgångar som får ingå. Vår tanke är att skapa en etisk aktiefond som även tar hänsyn till optionsprogram i företag. Etiska fonder har hittills inte tagit hänsyn till optionsprogram och vi anser, som vi beskrivit tidigare, att det från investerarens perspektiv finns ett intresse för den här typen av fond.

Optionsprogramskriterium

Det första kriteriet företagen som skall ingå i fonden måste uppfylla är att de ska vara

optionsprogramfria. Det finns många olika typer av optionsprogram och de är till för att, som beskrivits i den teoretiska referensramen, minimera agentkostnaden genom att skapa incitament för företagets ledning och anställda att agera i aktieägarnas långsiktiga intresse. Optionsprogram är en typ av bonusprogram som oftast saknar tak och som i teorin kan bli värda hur mycket som helst. På senare år har de här programmen blivit ifrågasatta och kritiserade ur flera synvinklar som både behandlar de summor som programmen inbegriper samt om de verkligen medför den långsiktighet som eftersöks. Många anser idag att det är oetiskt med optionsprogram eftersom de var en del av orsaken till att bland annat Enron gick i konkurs och då de tilldelar enskilda personer enorma ersättningar (Kim & Nofsinger, 2007; Fox, 2003) Vi har därför valt att exkludera de bolag som använder sig av just den här typen av bonusprogram från vår fond. I fondkriteriet likställs alla olika former av optioner och det spelar ingen roll om de benämns som köpoptioner, personaloptioner eller syntetiska optioner. Vi anser att alla optionsprogram fungerar på liknande sätt och medför samma problem varför inga företag med någon form av optionsbaserade incitamentsprogram accepteras, se tabell 3.1. Sedan 2004 är företagen tvingade, som vi nämnt tidigare, att redovisa vilken ersättning som VD och övriga ledande befattningshavare erhåller i årsredovisningen. Innan den här lagen kom till stånd har det varit svårt att som utomstående få reda på om företaget använder sig utav optionsprogram eller inte. Den transparens som den här lagen medfört innebär att vi som utomstående på ett relativt enkelt sätt kan avgöra huruvida företagen använder sig av optionsprogram genom att studera deras årsredovisningar. Folksam, en stor institutionell förvaltare, har försökt sig på att skapa en omfattande checklista för hur bonusprogram bör vara utformade och de presenterar varje år en utvärdering av svenska börsbolags bonusprogram. Svårigheterna som Folksam stött på är att det är svårt att få fram tillräckligt med information från bolagen för att se hur pass hälsosamma deras bonusprogram är (Lundberg Markow, 2007). Om företagen varit mer transparenta hade det möjliggjort för oss att vara mer adaptiva när vi väljer ut vilka företag som vi anser är placeringsvärda. Det hade varit möjligt att göra en checklista med många fler kriterier, liksom Folksam, men som de också beskriver är det väldigt svårt att få fram mer ingående information angående företags bonus- och pensionsprogram. Bonusprogram sträcker sig ofta över flera år, men vi har valt att begränsa vår analys till att företagen måste ha varit optionsprogramfria under de senaste tre åren för att bli godkända. Anledningen till att företaget måste vara fritt från incitamentsprogram med optioner under tre år är att komplexiteten hos programmen är hög. Det här medför att enstaka år kan redovisas som fria men att planer på nya program finns. Om

ett företag varit optionsprogramfritt under tre år anser vi att företaget har en inställning och vilja som överensstämmer med vår fondambition.

Etikkriterium

Det andra kriteriet för företagen som ska ingå i fonden är att de ska vara etiska. Bedömningen utförs utifrån KPA:s lista över vilka företag som de anser etiska och investerar i enligt 2008-06-30 (www.kpa.se, 2008). Vi har valt att inte utföra en egen etisk granskning då den här processen har ansetts alltför komplex. Vidare är det inte det etiska kriteriet i sig som ifrågasätts i undersökningen, utan vår fond avser endast att lägga till en aspekt som vi anser efterfrågas bland etiskt medvetna investerare.

5.1.2 Screeningprocessen

Processen att välja ut individer ur en population har vi valt att kalla screeningprocess, vilket översatt från engelska handlar om processen att kontrollera och filtrera. För att genomföra en urvalsprocess av den här karaktären måste man alltså utgå ifrån en grundpopulation av företag ur vilken de som inte uppfyller kriterierna sorteras bort. Resultatet blir utifrån screeningprocessen en samling av de tillgångar som fondförvaltaren har möjlighet att placera i.

5.2 Genomförande

5.2.1 Grundpopulationen

De företag som vi utgår ifrån är de 58 som var listade på Stockholmsbörsens Large Cap lista den 30 oktober 2008. Anledningen till att vi inte till en början inkluderar bolagen på Mid Cap och Small Cap är att de, enligt Folksam, har sämre transparens i redogörelsen för incitamentsprogrammen än de större bolagen (Folksam 2007). Aktierna är på de här mindre marknaderna även mindre likvida och mer volatila vilket medför att de är osäkrare placeringar vilket komplicerar handeln med de här värdepapperna. (Berk & DeMarzo, 2007)

5.2.2 Screeningprocessen

Steg 1. Optionskriteriet

Utifrån analysen av företagen i grundpopulationens årsredovisningar kunde vi konstatera att endast 15 företag, vilka redovisas i tabell 5.1, helt saknade optionsprogram.

Hennes & Mauritz	Kinnevik	Assa Abloy
Castellum	Latour	SAAB
Fabege	Handelsbanken	SECO TOOLS
Hufvudstaden	Nordea	Securitas
JM	Alfa Laval	SSAB

*Tabell 5.1
Företagen på Stockholmsbörsens Large Cap utan optionsprogram*

Att endast 15 företag uppfyllde optionskriteriet ansåg vi vara för få eftersom hänsyn ännu inte tagits till etikriteriet. Som vi tidigare nämnt bör en aktiefond generellt innehålla minst 16 bolag vilket innebär att antalet företag som passerar den första variabeln måste vara minst så stor att det här är möjligt att uppnå. Således tog vi beslutet att anpassa grundpopulationen och utöka den till att även inkludera de företag som är listade på Mid Cap. Som vi beskrev tidigare är vi medvetna om att transparensen i redovisningen hos de här mindre företagen är sämre och att de är mer riskfyllda jämfört med Large Cap bolagen. Vi ansåg det dock viktigare att behålla våra utgångskriterier för fonden vilket tvingade oss att utvidga grundpopulationen. Av de 79 företagen på Mid Cap saknade 27 företag optionsprogram. Totalt sett är det 42 företag av den anpassade grundpopulationen som helt saknar optionsprogram.

Steg 2. Etikvariabeln

Av företagen i den anpassade grundpopulationen var det 42 som passerade det första kriteriet i screeningprocessen. Det andra kriteriet analyserades utifrån KPA:s listning av etiska bolag vilken är från oktober 2007. KPA listar dock enbart de företag som ingår på Stockholmsbörsens Large Cap vilket fick stora konsekvenser då vi i steg ett tvingats utvidga grundpopulationen till att även inkludera Mid Cap. För att lösa det här problemet valde vi att

återgå till den ursprungliga grundpopulationen då det är, som vi redogjorde för tidigare, komplicerat att genomföra en egen etisk analys. Problemet med att antalet företag som uppfyller det första kriteriet är för få väljer vi alltså att bortse ifrån. Utifrån de här valen hade vi de 15 företag från Large Cap som från början passerade optionskriteriet att bedöma utifrån KPA:s etiska placeringslista. Analysen visade att fem av de optionsfria företagen ej ansågs vara etiska vilket medförde att de sorterades bort. Således består vår fond efter screeningprocessen av de 10 företag på Large Cap vilka inte använder sig av optionsprogram samt är etiska. En sammansättning av 10 bolag är som vi nämnt tidigare för få för att kallas aktiefond vilket medför att vi inte benämner fonden som en aktiefond utan istället som någon form av specialfond. Syftet med utredningen är att skapa en fond samt analysera svårigheterna i denna process, vilket innebär att om vi kan kalla den för aktiefond inte är av avgörande vikt. 10 bolag är tillräckligt många för att det ska bli meningsfullt att analysera processen och fondprestationen vidare.

5.2.3 Framtidsfonden

Den fond vi har skapat väljer vi att ge namnet "Framtidsfonden" då den är skapad utifrån en tanke om att skapa långsiktig välfärd både för aktieägarna och för samhället i stort. Efter att ha genomfört screeningprocessen består Framtidsfonden av de 10 företag vilka är listade i tabell 5.2 nedan.

Hennes & Mauritz	Alfa Laval
Castellum	JM
Fabege	Assa Abloy
Handelsbanken	Securitas
Nordea	SSAB

*Tabell 5.2
Framtidsfondens placeringsvärda företag*

Vi väljer att initialt investera lika stor andel i varje företag vilket innebär att vi utgår ifrån en oviktad portfölj. Således kommer varje företag att initialt ha en post i fonden som motsvarar en lika stor andel som de övriga bolagens, det vill säga 10 %. Vi kommer alltså inte att ta hänsyn till företagets börsvärde, utan alla företag ges lika stor andel. Med tiden kommer företagens andelar att förändras i takt med att deras respektive aktiekurs apprecierar eller

deprecierar vilket alltså medför att fonden kommer att hålla mer värde i de företag som går bra än de som går dåligt. Anledningen till det här valet är att vi vill följa med i de bra företagens uppgångar vilket man skulle missa om man valt att hela tiden behålla fonden likaviktad. En konstant likaviktad fond skulle innebära att man varje dag omviktat portföljen till att hålla lika andelar i bolagen. Den här taktiken skulle innebära att man säljer de aktier som stiger och köper de vars kurs sjunker vilket vi anser vara suboptimalt. Vid den dagliga handeln kommer de tillkommande medlen i fonden löpande placeras i de andelar som fonden innehar vid varje dags slutkurser. Således kommer en investerad summa i fonden placeras med samma andel i exempelvis Alfa Laval som fonden vid det tillfället innehar. Metoden tillämpas även vid avyttring av fondandelar för att handeln i fonden inte ska påverka fondens viktning. Fonden kommer varje år att omvärdera bolagen i grundpopulationen för att säkerställa att de som ingår verkligen följer de två kriterierna och för att utröna ifall det finns företag som bör ingå. När företag läggs till eller faller från kommer de övrigas vikter att omjusteras. När fonden utökas med en ny aktie kommer den att få en initialvikt motsvarande sin andel av totalt antal företag i fonden, vilket exempelvis innebär att om ett elfte företag tillkommer Framtidsfonden får det en vikt på en elftedel. Det här medför att de företag som redan ingår i fonden kommer att minskas med samma belopp för att ge plats till aktien. Genom den här strategin kommer alla nuvarande aktier att behålla sin andelsökning eller –minskning som skett på grund av kursförändringar.

5.3 Analys av historisk prestation

5.3.1 Framtidsfondens utveckling

För att analysera hur vår fond presterat ur ett historiskt perspektiv har vi tittat på vilken avkastning och volatilitet fonden skulle ha haft under tioårsperioden 1998-12-01 till 2008-11-28. Vid starten 1998-12-01 bestod fonden, som illustrerat i diagram 5.1, av lika delar av de nio ingående aktierna. Den 16 maj 2002 hade aktiekurserna förändrats så att viktningen nu såg ut som i cirkel B i diagram 5.1. Den 17 maj 2002 introducerades Alfa Laval vilka är placeringsvärda enligt Framtidsfondens kriterier. Som tidigare beskrivits skall nya företag få en vikt motsvarande dess andel i fonden och eftersom Alfa Laval är det tionde företaget i fonden bör dess andel bli en tiondel av det totala innehavet. De övriga aktierna minskas därför till nio tiondelar av sin tidigare andel, vilket ses i cirkel C. Vid utgången av analysperioden

ser innehavet i framtidsfonden ut enligt cirkel D.

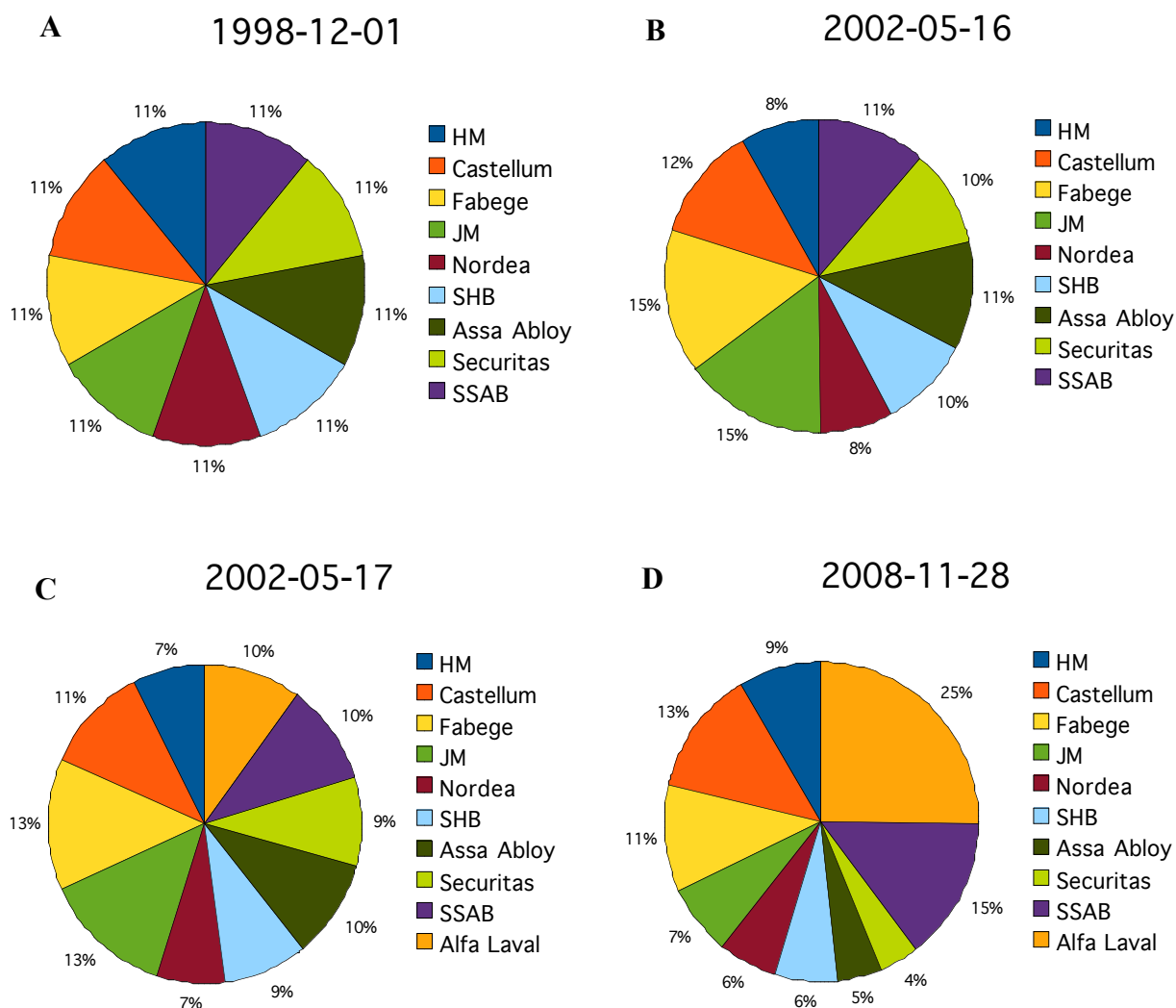


Diagram 5.1
Framtidsfondens aktieinnehav vid olika tidpunkter

För att jämförelsen skall bli mer rättvisande har vi utdelningsjusterat fondens avkastning. Utdelningsjusteringen har utförts genom att eventuella utdelningarna återläggs i aktiekursen den första mars varje år oavsett när de under åren betalats ut. Så länge utdelningen läggs tillbaka under det år den utbetalats har det ingen relevans för utredningen. Vid utdelningsjusteringen är det viktigt att ta hänsyn till om företaget genomfört split, det vill säga delat aktierna i flera, eller omvänd split, vilket innebär att man sammanfogar aktier.

5.3.2 Jämförelseobjekt

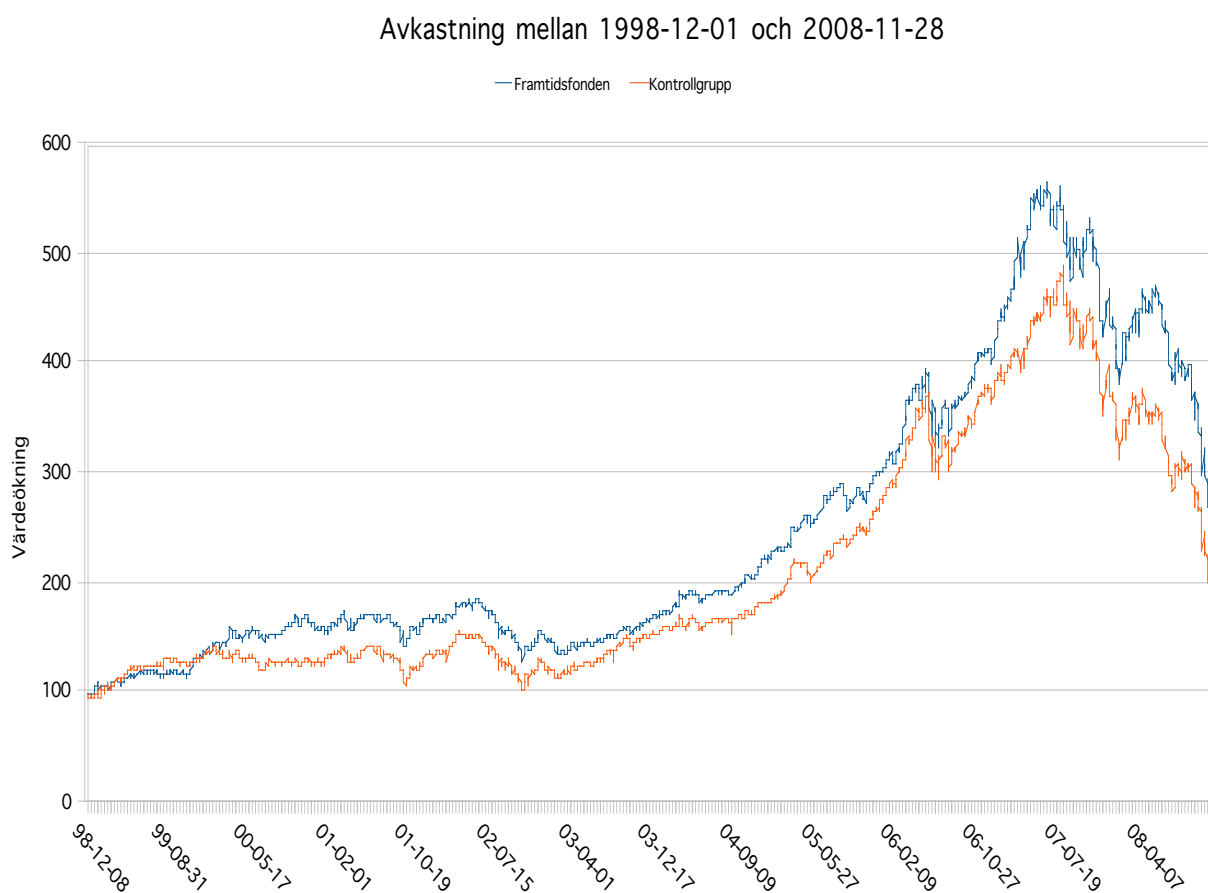
Fondens avkastning och risk jämförs med KPA Etisk Aktiefond och med SIX Return Index. Vi väljer att jämföra vår fond med KPA Etisk Aktiefond eftersom vi anser den representativ för etiska fonder varför vi kan isolera den etiska variabelns påverkan. För att jämföra vår skapade fonds historiska prestation med marknaden generellt har vi valt att använda SIX Return Index vilket är ett utdelningsjusterat totalavkastningsindex som många fonder använder som jämförelseindex. Utdelningsjustering innebär att alla ingående företags utdelningar återläggs i respektive aktiekurs. Utöver att jämföra framtidsfondens avkastning med SIX Return Index och KPA Etisk Aktiefond har vi skapat en kontrollgrupp som är uppbyggd på samma sätt som framtidsfonden. Kontrollgruppen är skapad för att ge möjligheten att se vilken effekt de olika sätten att vikta de ingående företagen haft på prestationen. Kontrollgruppen medför således en väg att jämföra enbart optionsvariabeln utan hänsynstagande till de olika sätten att vikta tillgångarna. Företagen som ingår i kontrollgruppen är utvalda för att matcha de företag som ingår i framtidsfonden. Matchningen grundar sig först på att bolagen skall vara verksamma i samma sektorer och därefter på börsvärde. Kontrollgruppens företag är viktade på samma sätt som företagen i framtidsfonden och det enda som skiljer uppbyggnaden åt är att företagen i kontrollgruppen använder sig av optionsprogram. De företag som ingår i kontrollgruppen redovisas i tabellen nedan.

Electrolux	Hexagon
Investor	NCC
Lundbergföretagen	Scania
SEB	SKF
Swedbank	Boliden

Tabell 5.3
Kontrollgruppen

5.3.3 Avkastning

En viktig del av arbetet med att skapa en fond är alltså att bedöma den historiska prestationen. För att få en uppfattning om hur avkastningen sett ut har vi beräknat den procentuella avkastningen per dag för fonden respektive kontrollgruppen. Diagram 5.2 visar att den som investerat i Framtidsfonden uppnått en avkastning på 185,33 % mellan 1998-12-01 och 2008-11-28. Den som istället investerat i kontrollgruppen har uppnått en avkastning på 114,96 %.



*Diagram 5.2
Visar värdeökningen för 100 investerade kronor under perioden.*

För att visa hur framtidsfonden presterat jämfört med kontrollgruppen och Six Return Index visar vi i diagram 5.3 värdeökningen för de olika alternativen. Diagrammet ger en förståelse för hur ens skapade fond bör sättas i relation till andra valmöjligheter.

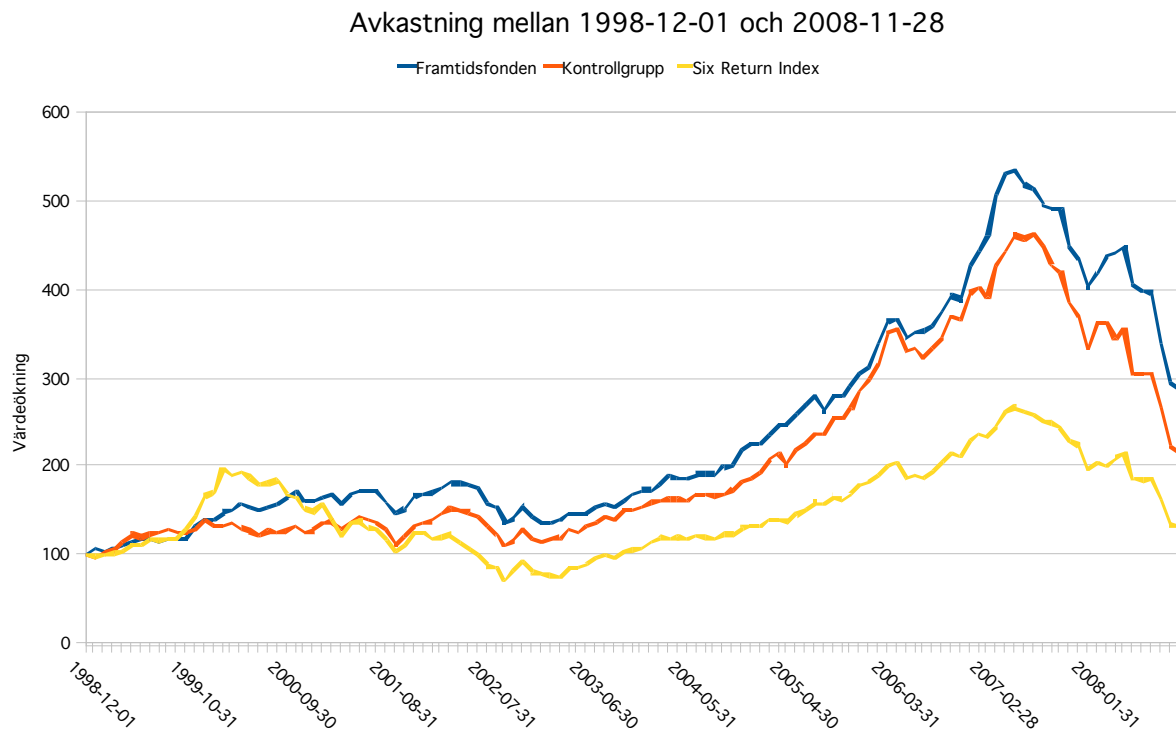


Diagram 5.3
Visar värdeökningen för 100 investerade kronor under perioden.

Diagram 5.4 visar avkastningen för framtidsfonden och KPA Etisk Aktiefond, vilken inte har existerat i tio år och därför visar diagrammet utvecklingen mellan 2000-09-30 och 2008-11-28.

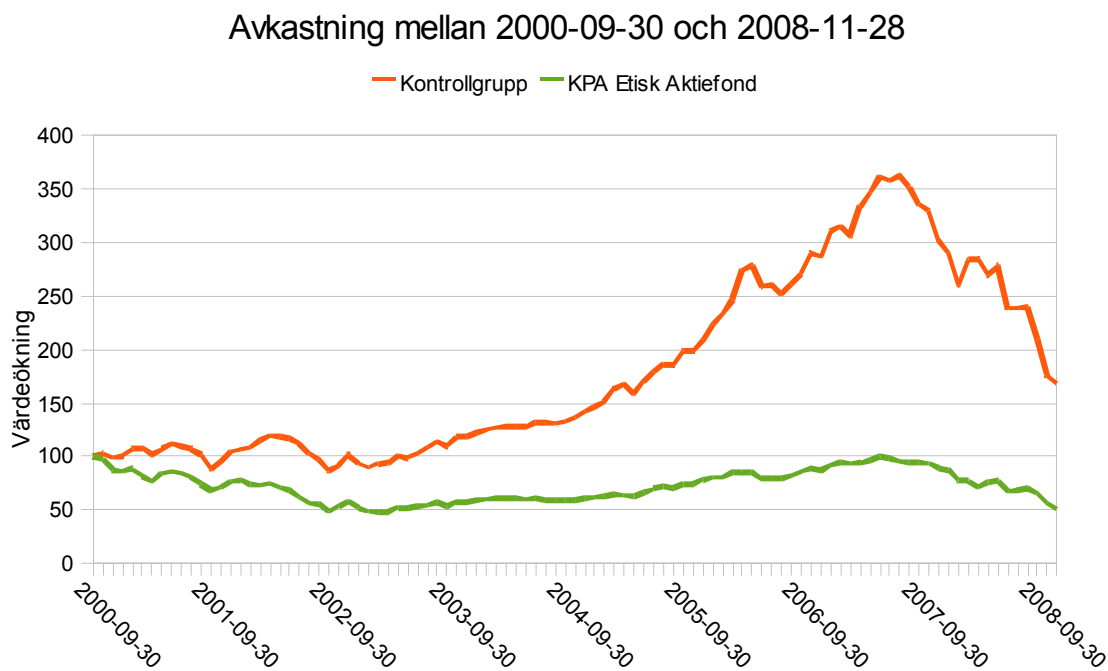
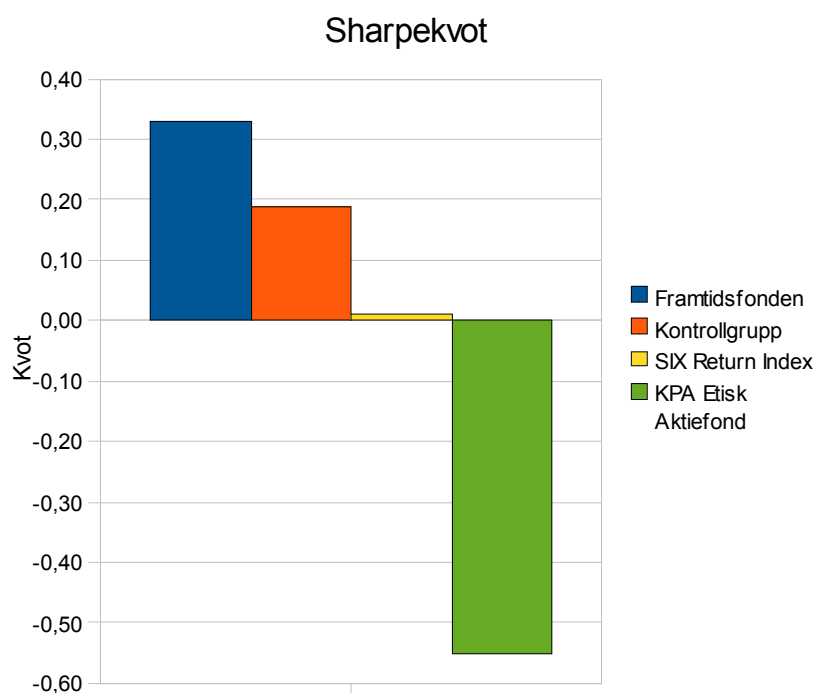


Diagram 5.4
Visar värdeökningen för 100 investerade kronor under perioden.

Indexeringen av avkastningen i de föregående diagrammen har uppnåtts genom att mätvärdena dividerats med det första mätvärdet i serien. På det här sättet visas värdet av 100 investerade kronor i de olika tillgångsslagen. Vi kan exempelvis i diagram 5.4 se att den som 2000-09-30 investerat 100 kronor i Framtidsfonden nu har 173,49 kronor och den som investerat i KPA Etisk Aktiefond har endast 50,23 kronor kvar av investeringen på 100 kronor.

5.3.4 Riskanalys

En placering av pengar i en tillgång innebär ett risktagande då värdet för tillgången både kan öka och minska. Som vi beskrev i referensramen är volatilitet det mått som vi använder för att uppskatta vår fonds och jämförelseobjektens risk. Eftersom vi vill bedöma prestationen under hela perioden och inte ge en förutsägelse för framtiden, baseras volatiliteten på hela tidsperioden. Mätperioden är som tidigare nämnt 10 år förutom för KPA Etiska Aktiefond vilken beräknas på 8 år. För att sätta risken i relation till den beräknade avkastningen och för att möjliggöra en jämförelse av vår fond med kontrollgruppen, KPA Etisk Aktiefond och SIX Return Index har vi beräknat Sharpe-kvoten för de olika alternativen. Sharpe-kvoten mäter en tillgångs avkastning i förhållande till dess volatilitet och man söker en så hög kvot som möjligt eftersom det innebär en högre överavkastning i förhållande till risken. Med andra ord mäter Sharpe-kvoten en tillgångs riskfria avkastning per riskenhet. Den riskfria ränta vi har använt är 3 %. Storleken på räntan är av liten betydelse då samma ränta använts till samtliga Sharpe-kvots beräkningar. I diagram 5.5 visas Sharpe-kvoten för vår fond i jämförelse med jämförelseobjekten.



*Diagram 5.5
Sharpe-kvot för respektive tillgång*

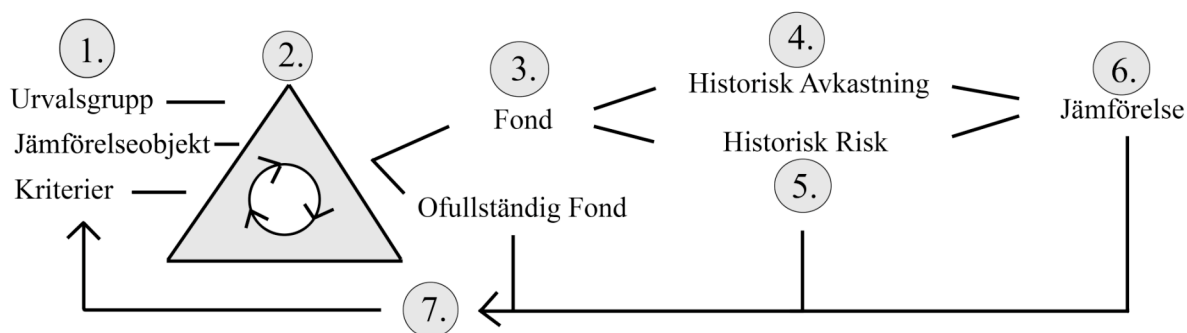
Sharpe-kvoten för Framtidsfonden är 0,33 och för kontrollgruppen 0,19. SIX Return Index beräknas till 0,01 medan KPA Etisk Aktiefond är sämst med -0,55. Anledningen till att KPA

Etisk Aktiefond har en negativ Sharpe-kvot beror på att den har haft en negativ avkastning under perioden.

5.4 Modell för svårighetsidentifiering och -hantering

5.4.1 Fondskapande-modellen ur ett fondförvaltarperspektiv

En del av syftet med undersökningen är att genom ett eget fondskapande belysa och analysera de svårigheter som en fondförvaltare ställs inför vid framtagande av en ny fond. För att visa på vilka svårigheter som vi har identifierat samt ge förslag på vägar för hantering har vi utformat en modell vilken är tänkt att på ett enkelt sätt illustrera ett möjligt tillvägagångssätt. Modellen bygger på sju olika kritiska processer i skapandet vid vilka fondförvaltaren står inför en rad olika beslut och svårigheter och den syftar alltså till att hjälpa fondförvaltaren att arbeta på ett metodiskt och strukturerat sätt. Tanken är att modellen ska vara applicerbar vid skapandet av fonder med samma karaktär som Framtidsfonden.



Modell 5.1
Fondskapande-modellen

Process 1. Ingångskomponenter

Den första processen i Fondskapande-modellen handlar om att välja ut de olika komponenter som ligger till grund för den fond som man i egenskap av fondförvaltare ämnar skapa. I urvalsgruppen, vilken också kan benämnas grundpopulationen, definieras vilken marknad man undersöker, vilken typ av värdepapper man handlar med och om exempelvis belåning av det egna portföljvärdet tillåts. Framtidsfonden är skapad utifrån ambitionen att vara en traditionell aktiefond och kommer således inte handla med till exempel derivatinstrument

eller använda sig utav belåning. Vår fond inriktar sig mot den svenska marknaden men man hade kunnat välja att inrikta sig mot andra marknader, som till exempel tillväxtmarknader. Fondförvaltaren måste även besluta hur fondens uppbyggnad skall se ut när det gäller till exempel vikter för de ingående värdepappren. I fondens kriterier preciserar man vilka variabler som man vill att företagen i fonden ska uppfylla. Det finns ingen begränsning för hur många olika kriterier som fondförvaltaren kan välja att inkludera, men för många olika kriterier kan resultera i att för få företag klarar fondens krav. Kriterierna är i vår fond diskriminerande, vilket innebär att tillgångar som innehåller variabeln inte får handlas med. I den inledande processen är det även bra att välja ut de jämförelseobjekt man avser relatera fonden till då ett tidigt val av de här möjliggör ett löpande jämförande ur fondförvaltarens perspektiv. Huvudsyftet med jämförelseobjekten är att skapa något att slutligen relatera fonden till i jämförelseprocessen. De objekt som väljs ut bör vara av liknande karaktär och man bör även jämföra med ett lämpligt index för att se hur ens fond presterat i relation till marknaden i stort. Det är även, som visat i analysen, bra att skapa en kontrollgrupp för att undvika missvisande resultat. Svårigheterna i den första processen handlar alltså om att avgränsa vilken urvalsgrupp av värdepapper man avser utgå ifrån samt definiera de kriterier på vilka man baserar sin fond. För jämförelseobjekten är svårigheten att man både måste ha objekt som är meningsfulla och möjliga att göra jämförelsen med. Vi anser utifrån vår studie att det är viktigt att inkludera ett objekt vilket är baserat på samma fondsammansättning för att undvika missvisande resultat.

Process 2. Screening

Den andra delen av utformandet sker genom en screeningprocess vilken vi tidigare beskrivit genomförandet av för vår fond. Analysen av företagen kan ske på olika sätt beroende på vilka kriterier som används. I vår utredning skedde analysen av det första kriteriet, optionsfrihet, genom granskning av årsredovisningar. I andra fall kan analysen vara beroende av betydligt mer subjektiva och mer komplexa bedömningar och i de här fallen är det viktigt att fondförvaltaren är konsekvent i sitt arbete och redovisar hur man gått tillväga för att skapa ett förtroende hos potentiella investerare. De företag som passerar prövningen av den första variabeln går vidare till nästa utgallring vilket upprepas tills alla variabler har blivit prövade. Screeningprocessen är utformad som en triangel med en loop i mitten för att illustrera hur de tre olika delarna i den första processen arbetas igenom och tillsammans bildar antingen den önskade produkten eller något som inte fungerar. Den största svårigheten hos screening-

processen är att finna tillräcklig information för att avgöra huruvida de uppsatta kriterierna uppfylls. Skulle man som fondskapare inse att de kriterier man definierat är omöjliga att hitta tillfredsställande information kring kan det vara nödvändigt att anpassa kriterierna. Informationsbristen kan även gälla den urvalsgrupp man utgår ifrån vilket till exempel kan innebära att den marknad man avser inrikta sig mot inte är transparent, gällande information och dess pålitlighet, till en tillräckligt hög grad.

Process 3. Produktutvärdering

Screeningprocessen kommer alltså antingen resultera i en godkänd fond eller en fond som inte lever upp till de krav man ställer. Bedömningen av om fonden uppfyller kraven är upp till fondförvaltaren att göra och det viktigaste är att förvaltaren har insikt i de eventuella brister eller begränsningar som fonden har. Man måste också ta hänsyn till om fondsammansättningen uppfyller de lagar och regler för fonder vilken existerar på den marknad man avser lansera fonden. Om resultatet är en ofullständig fond går man direkt vidare till process 7 vilket innebär att man måste ändra någon av de grundkomponenter man använt i den inledande processen. Alternativen är att antingen utöka urvalsgruppen eller förändra de kriterier som man har för företagen i fonden. Här står fondförvaltaren inför ett dilemma då man måste skapa en godkänd fond men samtidigt behålla de kriterier man använt då fonden annars riskerar att förlora den karaktär man ursprungligen eftersträfvade och såg ett potentiellt behov av. I vår utredning fick vi endast fram 15 företag på Large Cap som inte hade optionsprogram, vilket vi ansåg vara för få. Det här innebar att vi i vår skapandeprocess var tvungna att gå tillbaka och se över vilka grundkomponenter vi använt oss av i den inledande processen. Vi valde att ändra urvalsgruppen för att på så sätt fortsätta vårt fondskapande utan att behöva anpassa kriterierna gällande det etiska kravet eller optionsprogramkriteriet. Fondförvaltaren bör sträva efter att i första hand anpassa grundpopulationen då syftet är att skapa en produkt att tillfredsställa ett iakttaget behov med. I vårt fall medförde det snäva etiska kriteriet problem då det omöjliggjorde en uppföljning på analysen av Mid Cap bolagen. Vi valde att på grund av komplexiteten med att utföra egna bedömningar av huruvida företagen är etiska eller inte återgå till den ursprungliga grundpopulationen, men det här förfarandet är inte ett som nödvändigtvis varit optimalt för en större förvaltare. Svårigheterna handlar alltså i produktutvärderingen om att få fram en fungerande produkt ur både fondförvaltarens synpunkt och en laglig synpunkt.

Process 4. Avkastning

När fondförvaltaren skapat en fond som uppfyller de ställda kraven återstår det bland annat att räkna ut fondens historiska avkastning. Det här gör man för att visa hur fonden skulle ha presterat historiskt vilket ger potentiella investerare indikationer på vad de kan förvänta sig att fonden ska prestera i framtiden. Vid beräkning av den historiska avkastningen bör man först och främst besluta över vilken tidsperiod man skall analysera. Valet av tidsperiod kan bero på olika faktorer så som informationstillgång och under hur lång tid de analyserade värdepappren existerat på marknaden. I skapandet av Framtidsfonden valde vi att använda en tioårsperiod vilket medförde framförallt två olika svårigheter. De svårigheter vi stötte på var att vissa av jämförelseobjekten inte existerat under tio år och att vissa av fondens innehav inte heller funnits under hela tioårsperioden. Vi hanterade svårigheterna genom att anpassa våra krav vilket resulterade i att exempelvis jämförelsen med KPA Etisk Aktiefond är baserad på en kortare period och att Alfa Laval inkluderas när den noterades. Graden av informationstillgång avgör om man kan genomföra jämförelsen baserat på dagsdata, månadsdata eller årsdata. Det är önskvärt med en så stor mängd data som möjligt vilket innebär att dagsdata är det man bör eftersträva att använda i sin analys. I analysen av Framtidsfondens historiska avkastning har dagsdata använts i största möjliga mån, men i de fall som det har varit omöjligt har månadsdata brukats. Övriga svårigheter, vilka benämnts tidigare, handlar om utdelnings- och splitjustering vilka man måste vara noggrann med i sin analys av historiska prestationer.

Process 5. Risk

För att bedöma den skapade fondens risk måste man använda sig av någon form av generaliserbart mått. Det vanligaste måttet på risk är volatiliteten, vilket visar hur de verkliga historiska utfallen har skiljt sig från den genomsnittliga avkastningen. Om man har två portföljer med samma genomsnittliga historiska avkastning bör man välja den som har lägst volatilitet. Svårigheterna ligger i för vilken period man ska mäta risken. Att mäta den på hela undersökningsperioden kan te sig logiskt då den genomsnittliga avkastningen beräknas över hela perioden. Den vanligaste metoden är att beräkna volatiliteten baserad på den senaste 30 dagars perioden eftersom man generellt är intresserad av risken hos tillgången idag och inte för en historisk period. Då vi analyserar den historiska prestationen för fonden och inte försöker göra en bedömning av framtida prestation valde vi att räkna ut volatiliteten för hela perioden. Vilken tidsperiod man använder beror alltså på om man utvärderar en historisk

prestation eller försöker förutsäga framtida utveckling. Ytterligare ett skäl att se till den historiska volatiliteten och inte dagens är den rådande situationen på världens finansmarknader. En volatilitetsberäkning baserad på den senaste 30 dagars perioden skulle medfört en alltför hög skattning av risken. Svårigheterna vid riskberäkningen är således liknande de för avkastningsberäkningen men det som tillkommer är en ytterligare bedömning av om man vill skatta risken som framtidsförutsägelse eller för en historisk period.

Process 6. Jämförelse

Efter att fondens historiska genomsnittsavkastning samt risk är fastställd utförs jämförelseprocessen med de index och kontrollgrupper man tidigare valt. Den här jämförelsen gör man på grund av att avkastningen och risken inte ger någon direkt hänvisning för sig själva angående hur väl fonden presterar, utan det är först när man ställer dem i relation till varandra och sedermera till jämförelseobjekten som de blir intressanta. Fondförvaltaren har som mål att den skapade portföljen skall ha presterat bättre än jämförelseobjekten men skulle det visa sig att fonden har haft en sämre utveckling behöver det inte betyda att fonden ska läggas ned. Eftersom fonden är tänkt att uppfylla ett behov på marknaden kan det vara så att den är efterfrågad trots en bevisad sämre historisk utveckling men frågan är hur mycket investeraren behöver betala i form av minskad avkastning eller ökad risk för de nya hänsynstagandena. Om Framtidsfonden hade presterat sämre än jämförelseobjekten skulle det ha inneburit att vi haft möjligheten att bestämma ett pris på vad det skulle kosta investeraren för att vara garanterad att inte stödja företag som har optionsprogram eller är oetiska. Det är sedan upp till investeraren att bestämma om det här är ett pris man anser att hänsynstagandena ifråga är värda. Den största svårigheten med jämförelseprocessen är att erhålla resultat som inte är missvisande. Om man jämför vår fond med indexobjektet visar det att vår fond presterat mycket bättre under perioden vilket vid en första anblick kan tolkas som enbart beroende på vårt urval. Genom jämförelsen med kontrollgruppen bestående av företag utan hänsyn till kriterierna kan man tydligt se att så inte är fallet. För att hantera svårigheten bör man alltså, som beskrivits tidigare, använda sig av olika jämförelseobjekt vilka tar hänsyn till alla påverkande effekter.

Process 7. Gör om, gör rätt

Den avslutande processen är en återgång till process 1 och handlar om att man får omforma och förändra de ingående komponenterna för att försöka skapa en, ur både fondförvaltarens

och lagens perspektiv, fungerande fond. Vi benämner i process 2 problematiken med det dilemma man som förvaltare kan ställas inför då man tvingas välja vilka komponenter man bör anpassa och på vilket sätt.

6 Resultat och slutdiskussion

I det avslutande kapitlet redovisar vi studiens erhållna resultat samt diskuterar dess relevans och vilka slutsatser vi anser att man kan dra. Då problemformuleringen samt syftet med undersökningen varit tvådelad skildrar vi dess resultat i två avsnitt för att ge en tydlig bild av utfallet. Kapitlet avslutas med en reflektion över studiens resultat i vilken vi diskuterar vilka slutsatser vi anser man kan dra utifrån analysen samt våra förslag på framtida forskning.

6.1 Studiens resultat

Syftet med undersökningen har varit att genom ett eget fondskapande belysa och diskutera de svårigheter man möter vid en sådan process. Fonden är skapad utifrån att fylla ett iakttaget behov av ett etiskt placeringsalternativ utan oetiska optionsprogram. Resultatet av utredningen blev en faktiskt skapad fond och en analys av dess historiska prestation samt en modell vilken identifierar och ger förslag på hantering av de svårigheter som exponerades under processen.

6.1.1 Hur ser den optionsprogramfria etiska fonden ut och hur har den presterat?

Vi har valt att kalla den skapade fonden för Framtidsfonden. De företag som ingår i fonden och alltså bedömts vara optionsprogramfria samt etiska presenteras i tabell 6.1 nedan.

Hennes & Mauritz	Alfa Laval
Castellum	JM
Fabege	Assa Abloy
Handelsbanken	Securitas
Nordea	SSAB

*Tabell 6.1
Framtidsfondens innehav*

Den historiska prestationen för Framtidsfonden, SIX Return Index, KPA Etisk Aktiefond och den skapade kontrollgruppen illustreras i tabell 6.2.

	Framtidsfonden	Kontrollgruppen	SIX Return Index	KPA Etisk Fond*
Total avkastning (%)	188	115	32	-50
Genomsnittlig årsavkastning (%)	18,80	11,50	-3,2	-6
Volatilitet (%) på årsbas	13,93	13,85	9,51	17,75
Sharpe-kvot	0,33	0,19	0,01	-0,55

*Uträkningar baserade på perioden 2000-09-30 till 2008-11-30

Tabell 6.2
Jämförelsetal

Resultatet av den första delen av analysen blev således att det gick att skapa en optionsprogramfri etisk fond på den svenska marknaden. Antalet företag som uppfyllde de båda uppställda kriterierna var så pass många att det var möjligt att skapa en fungerande fond trots att den inte kommer att uppfylla kravet för att få kallas aktiefond. Framtidsfondens prestation är som synes mycket bra. Vår skapade fond har slagit samtliga jämförelseobjekt både när det gäller avkastning och risk vilket medför den bästa Sharpe-kvoten.

6.1.2 Vilka svårigheter finns det med att skapa en fond med specifika hänsynstaganden?

De svårigheter vi exponerat under processens gång redovisas i tabell 6.3 nedan. Svårigheterna vi mött är framförallt generaliserbara för fondskapande av liknande karaktär, men kan fungera som vägledare för även andra typer av fonder. Hur vi har hanterat svårigheterna illustreras genomgående i utredningen och exemplifieras genom modellbeskrivandet i analyskapitlet.

<p><i>Process 1 - Ingångskomponenter</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Avgränsning av urvalsgrupp • Definition av kriterier • Relevanta jämförelseobjekt 	<p><i>Process 2 - Screening</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Komplexa och subjektiva bedömningar • Tillräcklig information • Tillförlitlig information
<p><i>Process 3 - Produktutvärdering</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Uppfyller fondskaparens krav • Uppfyller lagliga krav 	<p><i>Process 4 - Avkastning</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Val av tidsperiod. • Informationstillgång • Justering för utdelningar och splitrar

<i>Process 5 - Risk</i> <ul style="list-style-type: none"> • Val av tidsperiod • Informationstillgång • Framtidsuppskattning eller historisk bedömning? 	<i>Process 6 - Jämförelse</i> <ul style="list-style-type: none"> • Missvisande resultat • Tydlig måldefinition • Informationstillgång
<i>Process 7 - Gör om, gör rätt</i> <ul style="list-style-type: none"> • Prioriteringsdilemma 	

Tabell 6.3
Svårighetssammanställning

6. 2 Reflektioner över studiens resultat

Studien har visat att det på den svenska marknaden går att skapa en fond som fyller det iakttagna behovet. Framtidsfonden, den etiska fonden utan optionsprogram, har presterat bättre än samtliga jämförelseobjekt både vad det gäller avkastning och risk. Vår tanke var vid inledandet av den här undersökningen att fonden, förutsatt att den gick att skapa, borde prestera sämre eftersom syftet med optionsprogram är att stärka ledningens incitament att agera i aktieägarnas intresse. Grundföreställningen visade sig alltså vara felaktig och ett placeringsalternativ utan företag med optionsprogram är enligt vår undersökning att föredra även ur en strikt rationell synvinkel. Under arbetet med fondskapandet har vi lyckats med vår ambition att utforma en modell för identifiering och hantering av de svårigheter man som fondförvaltare kan möta vid skapandet av fonder.

6.2.1 Modellreflektion

Svårigheterna vi mötte vid skapandet av Framtidsfonden var av skiftande slag och av olika svårighetsgrad. Grunden för ett framgångsrikt fondskapande ligger enligt oss i framförallt två aspekter. Den första handlar om vikten av att det finns tillräckligt mycket information tillgänglig för att möjliggöra bedömning av huruvida de uppsatta kriterierna uppfylls. En otillräcklig mängd information blir snabbt ett omöjligt hinder att överkomma och trots att våra kriterier var konkreta samt att informationen i ena fallet var lagstadgad och i andra fallet tydligt skildrad, var det ändå påtagligt vilka komplikationer informationsbrist kan komma att medföra. Den andra stora identifierade svårigheten gäller de problem som kan uppstå med missvisande resultat vid jämförelsestudier med hänsyn till prestationsanalys. Problemet hanteras enligt oss lämpligen genom ett noga genomtänkt val av jämförelseobjekt där alla

påverkande aspekter kan analyseras. Vår modell för svårighetsidentifiering och –hantering gör på inga sätt anspråk att vara fulländad, men vi anser att den är väl fungerande för grundstadierna vid fondskapande i allmänhet.

6.2.2 Prestationsreflektion

Viktningseffekten

Att Framtidsfonden presterat så pass mycket bättre än både SIX Return Index och KPA Etisk Aktiefond har vi i studien sett beror mycket på den effekt som valet av viktning av de ingående bolagen har medfört. För att visa vilken påverkan som viktningen har haft valde vi att dels skapa en kontrollgrupp samt dels redovisa innehavsvikterna för Framtidsfonden vid olika tidpunkter. Kontrollgruppen består av tio företag vilka alla använder sig av optionsprogram. Innehavet är parvis framtaget med företagen i Framtidsfonden för att återspegla vår fonds sammansättning gällande ingående branscher och verksamhet. Fondkonstruktionen är uppbyggd på samma sätt för båda sammansättningarna vilket gör att vi genom den här jämförelsen kan isolera optionsvariabeln. I diagram 5.4 kan man se att vår fond och kontrollgruppen presterat betydligt bättre än de övriga två objekten varför vi drar slutsatsen att fondsammansättningen med valet av viktning har en avgörande betydelse för utfallet. SIX Return Index och KPA Etisk Aktiefond är båda viktade efter börsvärde vilket medför en viss likhet med vårt sätt att vikta då andelen de placerar i ett visst bolag ökar om dess aktiekurs apprecierar. Skillnaden är att viktningen baserat på börsvärde orsakar en mycket större variation mellan andelarna i de olika bolagen vilket i sig gör de mycket mer beroende av enskilda storbolags prestationer. Genom att utgå ifrån en likaviktad portfölj vars innehav tillåts att förändras med tiden erhåller man en sammansättning vilken består till större del av de företag som går bra och resultatet blir uppenbart bättre än en viktning baserad på börsvärde.

Optionsprogrammets effekt

Över den undersökta 10 års perioden har Framtidsfonden presterat bättre än kontrollgruppen med en totalavkastning på 185,33 % jämfört med 114,96 %. Genom den gemensamma fondkonstruktionen kan vi åsidosätta viktningseffekten samt branschpåverkan varför den enda konkreta skillnaden mellan de båda sammansättningarna är optionsprogramsvariabeln.

Vår studie ger tydliga indikationer på att optionsprogrammen inte har den påverkan på aktiekursen som åsyftas i teorin. Oxelheim & Wihlborg menar att optionsprogram inte påverkar ledningens förmåga att inverka på aktiekursen då kursen beror till största del på makrofaktorer (Oxelheim & Wihlborg, 2007). Vårt resultat är till viss del motvisande då det ter sig så att företag utan optionsprogram har en bättre kursutveckling. Tesen att makrofaktorerna har den största påverkande effekten motsäger resultatet inte, men enligt vår analys verkar vara så att användande av optionsprogram har en negativ effekt.

Vi har kommit fram till två olika potentiella orsaker till varför optionsprogrammen i de undersökta företagen inte har haft den verkan vilken de tänkte att ha. Den första förklaringen skulle kunna vara att optionsprogrammen har en utarmande effekt på företaget genom utspädning och försämring av den finansiella positionen. Utspädningen sker när man gör en nyemission för att kunna ge ut aktier vid ledningens inlösen av teckningsoptioner utan att erhålla nya medel. Försämringen av den finansiella positionen uppstår då företaget tvingas använda likvida medel för att bland annat göra aktieåterköp vid utställande av köpoptioner samt ersätta ledningen för syntetiska optioner. Den andra förklaringen till att de företag som inte använder sig av optionsprogram presterat bättre tror vi kan vara att företagen i fråga har en väl fungerande ledning och styrelse. Vi menar att de företag som väljer att inte använda sig av optionsprogram sannolikt har en stabilare och mognare företagskultur vilken i sig möjliggör och understödjer ett långsiktigt agerande i aktieägarnas intresse från ledningens sida. Vidare innefattar optioner en specificerad period för inlösen då aktiekursen måste ha nått en viss nivå för att optionerna skall vara värdefulla vilket vi tror är en stark bidragande orsak till att optionsprogrammen inte får den effekt de är menade att få. Att optionerna har en specifik period då de skall lösas in ökar det kortsiktiga incitamentet för ledningen att maximera aktiekursen under perioden med syfte att på så sätt erhålla största möjliga utbetalning. Det här kortsiktiga agerandet anser vi har haft en negativ påverkan för aktieägarna i form av ett försämrat långsiktigt aktievärde vilket i extrema fall så som Enron till och med var en stark bidragande orsak till att företaget gick i konkurs. Vi tror att man i företag där man inte infört optionsprogram indikerar att man inte till lika stora del fokuserar på egen vinning utan istället på att skapa en kultur vilken förespråkar en gemensam långsiktig framgång. Vi kan inte garantera ett orsakssamband mellan optionsprogram och avkastning men vi kan konstatera ett statistiskt samband under den analyserade perioden. Att Framtidsfonden med etiska företag utan optionsprogram är ett bättre placeringsalternativ än

kontrollgruppen påvisar att företag som inte använder sig av incitamentsprogram med optioner är ett bättre investeringsalternativ.

Vår slutsats är att om man väljer mellan att investera i ett av två i övrigt likartade företag där det ena använder optionsbaserade incitamentsprogram kan man utifrån vår analys göra ett rationellt beslut i att välja det placeringsalternativ som inte använder sig av optionsprogram.

6.3 Förslag på framtida forskning

Genom vår analys av den undersökta perioden kan vi som tidigare nämnt konstatera att det finns ett statistiskt samband mellan optionsprogram och avkastning. Utifrån vårt insamlade datamaterial och den genomförda analysen kan vi inte säkerställa att det endast är optionsprogramsvariabeln som är orsaken till den observerade skillnaden i avkastning. Vi föreslår en fortsatt analys av orsakssambandet för att konstatera att resultaten inte är slumpvisa. Genom en regressionsanalys av vilken betydelse optionsprogram har för aktiekursen skulle man kunna ge klarhet i vilket samband och signifikans det finns mellan avkastning och optionsprogram. En möjlig hypotes att utgå ifrån är att optionsprogram har en negativ effekt på avkastningen. Ytterligare ett förslag på framtida forskning är en kvantitativ utredning av den utarmande effekten vid optionsinlösen genom att studera hur stora utbetalningarna är i förhållande till exempelvis företagets balansomslutning eller resultat. Vi efterfrågar även en vidare och mer djupgående kvalitativ studie av hur sambandet ser ut mellan god företagskultur och avsaknad av optionsprogram. Den observerade effekten av valet av viktning för en fond medför ett intresse från författarnas sida för vidare studier av fenomenet. Slutligen tycker vi att det skulle vara intressant med en studie av effekterna av även andra bonusprogram där man utför en helhetsbedömning av programmen istället för att bara se till optionsprogram.

7 Källförteckning

Tryckta källor:

Böcker:

Andersson, Lennart och Bratteberg, Johan. (2000). *Incitamentsprogram – Befattningsformer för anställda – vinstdelning, optioner, försäkringar mm.* Uddevalla: Björn Lundén Information AB.

Berk, Jonathan och DeMarzo, Peter. (2007). *Corporate Finance.* Boston: Pearson Education, Inc.

Bryman, Alan. (2002). *Samhällsvetenskapliga metoder.* Upplaga 1:1, Trelleborg: Liber Ekonomi.

Bonnedahl, Karl Johan; Jensen, Tommy; Sandström, Johan. (2007). *Ekonomi och moral – vägar mot ökat ansvarstagande.* Malmö: Liber AB.

Fox, Loren. (2003). *Enron: The Rise and Fall.* Hoboken, NJ: John Wiley & Sons

Halvorsen, Knut. (2006). *Samhällsvetenskaplig metod.* Tryckning 14. Lund: Studentlitteratur.

Kim, Kenneth A. och Nofsinger, John R. (2007). *Corporate Governance.* Second edition, New Jersey: Pearson Education, Inc.

Lichtenstein Donald R; Drumwright Minette E; Braig Bridgette M. (2004). *The Effect of Corporate Social Responsibility on Customer Donations to Corporate-Supported Nonprofits,* *Journal of Marketing.* Vol: 68. Issue: 4. Sid: 16-32.

Oxelheim, Lars och Wihlborg, Clas. (2008) *Markets and Compensation for Executives in Europe.* Bingley: Emerald Group Publishing Limited.

Skärvad, Per-Hugo och Lundahl, Ulf. (1999). *Utredningsmetodik För Samhällsvetare Och Ekonomer*. Lund: Studentlitteratur AB.

Thomasson, Jan; Arvidson, Per; Lindquist, Hans; Larsson, Olov; Rohlin, Lennart. (2006). *Den nya affärsredovisningen*. Sjuttonde upplagan. Malmö: Liber AB.

Wijk, Gösta. (2007). *PM om Kunskapsproduktion*. Ekonomihögskolan vid Lunds Universitet, Lund.

ÖhrlingsPriceWaterhouseCoopers. (2008). *Aktiebaserade incitamentsprogram i noterade bolag - Studie 2008*.

Artiklar:

Askåker, Jenny. (2006-11-04). *Optioner i Fortum värda en halv miljard*.

www.e24.se/samhallsekonomi/artikel_81957.e24 ; 2008-12-01

Carroll, Archie B. (1998). *The Four Faces of Corporate Citizenship; Business and Society Review*. Vol: 100. Issue: 1. Sid: 1-7.

Hill, Roland Paul; Ainscough, Thomas; Sank, Todd; Manullang, Darul. (2007). *Corporate Social Responsibility and Socially Responsible Investing: A Global Perspective, Journal of Business Ethics*. Vol: 70. Issue: 2. Sid: 165 - 174.

Jacobsson, Göran. (2006-11-30). *Optionsmiljarder till Fortum-chefer* 2006-11-30.

www.lotidningen.se/?id_site=8&id_item=4866 ; 2008-11-29

Jensen, M.C och Meckling, W.H. (1976). *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, Journal of Financial Economics*. Vol: 3. Issue: 4. Sid: 305-360.

Årsredovisningar:

Fortum årsredovisning 1999

JM årsredovisning 2007

Uppsatser:

Bengtsson, Fredrik och Thorén, Johan. (2005-01-18). *Etiska Placeringar*. D-uppsats. Lund: Lunds Universitet/Department of Business Administration.

Cajbrandt, Andreas; Johansson, Niklas; Järvsén, Robin. (2008-03-17). *Hur etiska är etiska fonder? - en studie av fem svenska fondförvaltare*. D-uppsats. Göteborg: Göteborgsuniversitet/Företagsekonomiska institutionen.

Elektroniska källor:

BBC News. (2006-06-26). <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/5115920.stm> ; 2008-11-24

ENF:s *Vägledande uttalande*, 2004, www.swedbank.se/sst/www/inf/out/fil/0,,469104,00.pdf ; 2008-12-06

Lundberg Markow, Carin. (2007). *Folksam Optionsrapport 2007*. www.folksam.se/polopoly_fs/1.36334!/optionsrapportslutlig07.pdf ; 2008-11-26.

Svenska Riksdagsgruppen. (2005-11-22). *Interpellationsdebatt om Fortums optionsprogram*. www.riksdagsgruppen.huset.fi/svenska/gruppanforanden/artikel-1952-1112.html ; 2008-11-22

Statens Offentliga Utredningar. SOU 2004:130. *Svensk kod för bolagstyrning*. www.regeringen.se/content/1/c6/03/55/92/1f9a060d.pdf ; 2008-12-09

Finansdepartementet. (2004) *Lagen om Investeringsfonder 2004:46*. www.regeringen.se/sb/d/2505/a/14328 ; 2008-12-10

www.aktiespararna.se/lar-dig-mer/Grundskolor/Fondkunskap/Vad-ar-en-fond/ - 2008-12-05

www.avanza.se/aza/press/press_article.jsp?article=3780, 2008-12-05

www.bolagsverket.com/arsredovisningar ; 2008-12-02

www.fairtradecenter.se/node/321 ; 2008-12-08

www.fi.se/Templates/StartSectionPage_____10227.aspx ; 2008-12-10

www.fondbolagen.se/Juridik/Lagstiftning.aspx ; 2008-12-10

www.guardian.co.uk/money/2008/may/17/ethicalmoney.moneyinvestments ; 2008-12-08

www.kpa.se/mallar/SidaForstaNiva_____710.aspx ; 2008-11-25

www.kpa.se/mallar/SidaEjHogerListning_____1534.aspx ; 2008-11-25

www.kpa.se/mallar/Sida_____1544.aspx ; 2008-11-25

www.nasdaqomxnordic.com ; 2008-11-30

www.nasdaqomx.com/whoweare/ ; 2008-11-30

www.nasdaqomx.com/whoweare/quickfacts/ ; 2008-11-30

www.nordnet.se/tux/fond/hedge/hedge_start.pl ; 2008-12-03

www.ppm.nu/VadArEnFond.html, 2008-12-05

www.ppm.nu/VadArEnAktiefond.html ; 2008-12-03

www.ppm.nu/OrdlistaRantefond.html ; 2008-12-03

www.ppm.nu/OrdlistaBlandfond.html ; 2008-12-03

www.regeringen.se/sb/d/2505/a/14328 ; 2008-12-10

<http://tyda.se/search/screening> ; 2008-12-08

Bilaga 1. Urvalsföretag

The Nordic List				
Företag 2008-10-30				
	Lista	Har företaget optionsprogram?	Oetisk enligt KPA	Investeringsbart för Framtidsfonden
Autoliv Inc. SDB	LARGE	JA		
Electrolux, AB ser. B	LARGE	JA		
Hennes & Mauritz AB, H & M ser. B	LARGE	Nej	Nej	Ja
Husqvarna AB ser. B	LARGE	JA		
Modern Times Group MTG AB ser. B	LARGE	JA		
Axfood AB	LARGE	JA		
Oriflame Cosmetics S.A, SDB	LARGE	JA		
Swedish Match AB	LARGE	JA		
Lundin Petroleum AB	LARGE	JA		
PA Resources	LARGE	JA		
West Siberian Resources Ltd. SDB	LARGE	JA		
Vostok Gas Ltd. SDB	LARGE	JA		
Castellum AB	LARGE	Nej	Nej	Ja
Fabege AB	LARGE	Nej	Nej	Ja
Hufvudstaden AB ser. A	LARGE	Nej	JA	Nej
Industrivärden, AB ser. C	LARGE	JA		
Investor AB ser. B	LARGE	JA		
JM AB	LARGE	Nej	Nej	Ja
Kinnevik, Investment AB ser. B	LARGE	Nej	JA	Nej
Latour, Investmentab. ser. B	LARGE	Nej	JA	Nej
Lundbergföretagen AB, L E ser. B	LARGE	JA		
Melker Schörling AB	LARGE	JA		
Nordea Bank AB	LARGE	Nej	Nej	Ja
Ratos AB ser. B	LARGE	JA		
Skandinaviska Enskilda Banken ser. C	LARGE	JA		
Swedbank AB ser A	LARGE	JA		
Svenska Handelsbanken ser. B	LARGE	Nej	Nej	Ja
AstraZeneca PLC	LARGE	JA		
Elekta AB ser. B	LARGE	JA		
Getinge AB ser. B	LARGE	JA		
Meda AB ser. A	LARGE	JA		
ABB Ltd	LARGE	JA		
Alfa Laval AB	LARGE	Nej	Nej	Ja
ASSA ABLOY AB ser. B	LARGE	Nej	Nej	Ja
Atlas Copco AB ser. A	LARGE	JA		
Hexagon AB ser. B	LARGE	JA		
Lindab International AB	LARGE	JA		
NCC AB ser. B	LARGE	JA		
SAAB AB ser. B	LARGE	Nej	JA	Nej

Sandvik AB	LARGE	JA		
SCANIA AB ser. B	LARGE	JA		
Seco Tools AB ser. B	LARGE	Nej	JA	Nej
Securitas AB ser. B	LARGE	Nej	Nej	Ja
Skanska AB ser. B	LARGE	JA		
SKF, AB ser. B	LARGE	JA		
Trelleborg AB ser. B	LARGE	JA		
Volvo, AB ser. B	LARGE	JA		
Ericsson, Telefonab. L M ser. B	LARGE	JA		
TietoEnator Oyj	LARGE	JA		
Boliden AB	LARGE	JA		
Holmen AB ser. B	LARGE	JA		
Lundin Mining Corporation SDB	LARGE	JA		
SSAB Svenskt Stål AB ser. A	LARGE	Nej	Nej	Ja
Stora Enso Oyj ser. R	LARGE	JA		
Svenska Cellulosa AB SCA ser. B	LARGE	JA		
Millicom International Cellular S.A. SDB	LARGE	JA		
Tele2 AB ser. B	LARGE	JA		
TeliaSonera AB	LARGE	JA		
Betsson AB ser. B	MID	Nej		
Björn Borg AB	MID	JA		
Clas Ohlson AB ser. B	MID	Nej		
Duni AB	MID	Nej		
Eniro AB	MID	JA		
Hemtex AB	MID	JA		
Home Properties AB	MID	Nej		
KappAhl Holding AB	MID	Nej		
Mekonomen AB	MID	Nej		
Metro International S.A SDB ser. B	MID	JA		
New Wave Group AB ser. B	MID	JA		
Nobia AB	MID	JA		
Rezidor Hotel Group AB	MID	Nej		
RNB RETAIL AND BRANDS AB	MID	JA		
SkiStar AB ser. B	MID	JA		
Unibet Group Plc	MID	JA		
AarhusKarlshamn AB	MID	Nej		
Cloetta Fazer AB ser. B	MID	Nej		
Hakon Invest AB	MID	JA		
Broström AB ser.B	MID	JA		
Tanganyika Oil Company Ltd. SDB	MID	JA		
Atrium Ljungberg AB ser. B	MID	JA		
Avanza Bank Holding AB	MID	JA		
Brinova Fastigheter AB ser.B	MID	Nej		
Bure Equity AB	MID	JA		
East Capital Explorer AB	MID	Nej		
Fast Partner AB	MID	Nej		
Heba Fastighets AB ser. B	MID	Nej		
HQ AB	MID	JA		
Klövern AB	MID	Nej		

Kungsleden AB	MID	JA		
NeoNet AB	MID	Nej		
Nordnet AB ser. B	MID	JA		
Skanditek Industriförvaltning AB.	MID	Nej		
Säkl AB	MID	JA		
Wallenstam Byggnads AB Len... ser B	MID	JA		
Wihlborgs Fastigheter AB	MID	Nej		
Vostok Nafta Investment Ltd, SDB	MID	JA		
Öresund, Investmentab	MID	Nej		
Active Biotech AB	MID	JA		
BioInvent International AB	MID	JA		
Biovitrum AB	MID	JA		
Q-Med AB	MID	JA		
SECTRA AB ser B	MID	JA		
Addtech AB ser. B	MID	JA		
B&B TOOLS AB ser. B	MID	JA		
BE Group AB	MID	JA		
Beijer AB, G & L ser. B	MID	Nej		
Beijer Alma AB ser. B	MID	JA		
Cardo AB	MID	Nej		
Cision AB	MID	JA		
Fagerhult, AB	MID	JA		
Gunnebo AB	MID	JA		
Haldex AB	MID	JA		
Indutrade AB	MID	JA		
Intrum Justitia AB	MID	JA		
ITAB Shop Concept AB ser. B	MID	Nej		
Morphic Technologies AB ser. B	MID	JA		
Munters AB	MID	JA		
NIBE Industrier AB ser. B	MID	Nej		
Niscayah Group AB ser. B	MID	JA		
Peab AB ser. B	MID	Nej		
Peab Industri AB ser. B	MID	Nej		
SAS AB	MID	Nej		
SWECO AB ser. B	MID	JA		
Systemair AB	MID	JA		
Transcom WorldWide S.A SDB ser. B	MID	JA		
VBG GROUP AB ser. B	MID	Nej		
ÅF AB ser. B	MID	Nej		
Axis AB	MID	JA		
HiQ International AB	MID	JA		
Industrial & Financial Systems AB ser. B	MID	JA		
LBI International AB	MID	JA		
Net Insight AB ser. B	MID	JA		
Lawson	MID	JA		
Orc Software AB	MID	JA		
TradeDoubler AB	MID	JA		
Billerud AB	MID	JA		
Höganäs AB ser. B	MID	JA		

Bilaga 2. Uträkningar

Då uträkningarna består av 1 200 sidor har vi valt av praktiska skäl att inte bifoga dem med uppsatsen. Uträkningarna är utförda på de sätt som vi uppger i teori- och analysdelen. Data och uträkningar lämnas på begäran.