

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1 INLEDNING	2
1.1 PROBLEMDISKUSSION	3
1.2 PROBLEMFÖRMULERING	4
1.3 SYFTE	4
1.4 AVGRÄNSNINGAR	5
1.5 MÅLGRUPP	5
1.6 DEFINITIONER	6
1.7 DISPOSITION	7
2 METOD	8
2.1 ARBETSGÅNG	8
2.2 VAL AV METOD	9
2.3 PERSPEKTIV	9
2.3.1 Val av perspektiv	9
2.4 ÖVERGRIPANDE ANGREPPSSÄTT	10
2.4.1 Val av övergripande angreppssätt	10
2.5 VAL AV FORSKNINGSMETOD	10
2.5.1 Positivism kontra Hermeneutik	11
2.5.1.1 Induktion kontra deduktion	11
2.5.1.2 Kvalitativ kontra kvantitativ	12
2.6 DATAINSAMLING	13
2.6.1 Sekundärdata	13
2.6.2 Primärdata	13
2.7 KÄLLKRITIK	13
2.7.1 Samtidskrav	14
2.7.2 Tendenskritik	14
2.7.3 Beroendekritik	15
2.8 ALTERNATIV METOD	15
3 INTRODUKTION TILL FONDER	16
3.1 VAD ÄR EN FOND?	16
3.2 KORT FONDHISTORIK	16
3.3 FONDSPARANDET 1997 – 2001	17
3.3.1 Hushållens fondsparande	17
3.3.2 Avkastning	18
3.4 LAGSTIFTNING OCH RIKTLINJER	19
3.5 AVGIFTER	20
4 TEORI	22
4.1 STILANALYS	22
4.1.1 Avkastningsbaserad stilanalys	22
4.1.1.1 Tillgångsklasser	24
4.1.1.2 Stilindex	25
4.2 TILLVÄXT & VÄRDE	25
4.3 KRITIK MOT AVKASTNINGSBASERAD STILANALYS	26
4.4 INDEX	27
4.4.1 Beräkningsmetoder för index	28
5 EMPIRISK METOD	29
5.1 VAL AV FONDER	29
5.1.1 Fondkurser	30
5.2 VAL AV TILLGÅNGSKLASSER	30
5.2.1 Svenska aktieindex	30
5.2.1.1 Konstruktion av Värde- och Tillväxtindex	31
5.2.2 Utländska aktieindex	33
5.2.3 Ränteindex	34
5.3 FONDERNAS JÄMFÖRELSEINDEX	34

6	UNDERSÖKNING	36
6.1	ANGREPPSSÄTT	36
6.2	BERÄKNINGAR	37
6.3	UNDERSÖKNINGSPERIOD	37
6.4	UNDERSÖKNINGENS TILLFÖRLITLIGHET	37
6.4.1	<i>Tillgångsklassernas index</i>	37
6.4.2	<i>Statistiska data</i>	39
6.4.3	<i>Survivorship bias</i>	39
7	RESULTAT & ANALYS	40
7.1	UNDERSÖKNING 1	40
7.1.1	<i>Resultatredovisning undersökning 1</i>	40
7.1.2	<i>Analys undersökning 1</i>	51
7.1.2.1	<i>Placeringsinriktning</i>	51
7.1.2.2	<i>Jämförelseindex</i>	54
7.2	UNDERSÖKNING 2	55
7.2.1	<i>Resultat & analys undersökning 2</i>	56
7.3	UNDERSÖKNING 3	58
7.3.1	<i>Resultat & Analys undersökning 3</i>	58
7.3.1.1	<i>Förändring av investeringsstil efter marknadsläge</i>	58
7.3.1.2	<i>Förändring av investeringsstil efter tidigare avkastning</i>	60
8	SLUTSATS	61
8.1	FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING	63

KÄLLFÖRTECKNING
BILAGOR

1 INLEDNING

I detta kapitel för vi en inledande diskussion angående utvärdering av fonder samt jämförelser mellan desamma och problemen som föreligger kring detta. Diskussionen leder fram till arbetets problemformulering och syfte vilka betonar betydelsen av att fondspararen kan uppfatta en fonds innehåll och inriktning.

1.1 PROBLEMDISKUSSION

Utvecklingen inom fondindustrin har varit explosionsartad under senare delen av det förra århundradet. Från att ha utgjort 4 promille 1980¹ så utgjorde fondsparandet 2001, exklusive PPM, 30 procent av hushållens sammanlagda sparande². Utbudet av olika sorters fonder har följt med denna utveckling vilket numera innebär ett digert utbud av fonder med alla möjliga och omöjliga inriktningar. Vid fjolårets utgång (2001) erbjöds det 1038 fonder på den svenska marknaden varav 717 aktiefonder.³ Detta trots den dåliga utvecklingen på börsen de senaste åren samt den stora oro och turbulens som infann sig på världens börser efter terrorattacken den 11 September 2001. Denna oro ledde till att säkrare placeringar såsom sparande på bankkonto föredrogs framför mer riskfyllda placeringar som exempelvis fonder.⁴

Med detta stora utbud av fonder ökar också svårigheten för en fondsparare att om möjligt välja "rätt" fond vad gäller framtida avkastning med den placeringsinriktning och risknivå som önskas. Detta förutsätter att informationen om en fonds inriktning, tidigare avkastning och risknivå finns tillgänglig och att densamma är utformad så att en jämförelse mellan olika fonder inom samma kategori möjliggörs. Ett problem kan vara att det även inom varje kategori finns olika placeringsinriktningar vilket gör att till exempel en Sverigefond inte alltid är jämförbar med en annan Sverigefond. För att försvåra det hela ytterligare för en fondsparare finns det även undersökningar som indikerar på att fonderna felkategoriseras för att förbättra fondens avkastning i jämförelse med andra fonder inom samma kategori, det vill säga dess relativavkastning.⁵

Då det som tidigare nämnts kan finnas olika inriktningar även inom en kategori av fonder kan fondens jämförelseindex vara till hjälp för en fondsparare vid en bedömning av en fonds innehåll och inriktning. Detta då tanken med ett jämförelseindex är att fonden skall ha samma sammansättning som valt jämförelseindex. Utifrån detta jämförelseindex bedöms sedan fondens prestation utefter den avkastningen fonden haft gentemot jämförelseindexets utveckling. Om fonden presterat bättre än sitt jämförelseindex kan detta mervärde tillskrivas fondförvaltarens timing och selektionsförmåga.

Problemet är att varje fondbolag och fond själv har möjligheten att välja ett index som deras prestation skall jämföras emot. Betydelsen av att visa att mervärde har tillförts kan ge incitament att antingen frångå ett rättvisande jämförelseindex eller sätta ett felaktigt jämförelseindex vilket är mer lättslaget. Detta försvårar fondspararens möjlighet att bedöma fondens inriktning.⁶

¹ www.fondbolagen.se "Fondmarknadens utveckling i Sverige" 2002-04-25

² www.fondbolagen.se "Fondkategorier" 2002-04-25

³ www.fondbolagen.se "Fondförmögenhet 2001" 2002-04-25

⁴ www.fondbolagen.se "Fondsparandet i ett femårsperspektiv" 2002-04-25

⁵ Brown & Goetzmann,, "Mutual Fund Styles" Journal of Financial Economics vol.43 (1996) s. 373-399

⁶ Affärsvärlden, "Jämför med rätt index", 1998-09-30

Vad som även kan försvåra för en fondsparare är om fondens inriktning förändras över tiden i olika marknadslägen eller efter tidigare prestation. Bland andra Chen, Chan & Lakonish påvisar att fonder med sämre avkastning under en period har lättare för att ändra inriktning med förhoppningen att kompensera för den tidigare svaga avkastningen.⁷

För en fondsparare som vill diversifiera sin portfölj av tillgångar kan dessa problem vid bedömning av en fonds prestation och framförallt innehåll få stora konsekvenser. Om fonderna är felkategoriserade och/eller frångår sina index för att kunna slå dem innebär det att de inte innehåller vad de lovar och vad fondspararen förväntar sig. Detta kan leda till ett omedvetet och oönskat högre risktagande än vad fondspararen eftersträvat då fonderna kan vara exponerade mot samma tillgångar.

1.2 PROBLEMFORMULERING

Det finns idag många frågetecken och problem vid utvärdering av fonder och jämförelser mellan desamma. Att det ligger någon grund i dessa farhågor kan belysas genom tidigare undersökningar som gjorts på den amerikanska marknaden, vilka exemplifierats ovan, där det finns tydliga indikationer på att ett problem existerar. Om detta är fallet leder det till problem för en fondsparare som är den store förloraren då det försvårar dennes möjligheter till att diversifiera sin portfölj samt att rättvist utvärdera fonders prestationer mot varandra.

En fondsparare har idag två möjligheter att bilda sig en uppfattning om vad en fond innehåller och utifrån detta välja en fond som uppfyller dennes önskemål. Det första är att utefter produktinformation och fondbestämmelser gällande fondens placeringsinriktning tillgodose denna information. Det andra sättet är att utefter fondens valda jämförelseindex bilda sig en uppfattning om fondens innehåll och även dess historiska prestation.

Arbetets stora fråga och som genom denna uppsats ämnas utredas är om dessa sätt att bilda sig en uppfattning av en fonds innehåll är tillräckliga. Är informationen som fondbolagen redovisar i fondbestämmelser och produktblad i form av placeringsinriktning tillräcklig och följer de vad de utlovar? Detta har i sin tur betydelse vid en bedömning om ett rättvisande jämförelseindex valts.

Genom att undersöka Sverigefonders innehåll och inriktning ämnar vi klargöra dessa frågeställningar på den svenska marknaden.

1.3 SYFTE

Arbetets syfte är att utröna om informationen som fondbolagen delger i form av placeringsinriktning och jämförelseindex är tillförlitlig samt tillräcklig för en fondsparare att grunda sin investering på.

⁷ Chan, Chen & Lakonish, (1999), "On mutual fund investment style" National Bureau of Economic Research

1.4 AVGRÄNSNINGAR

Enligt Lekvall och Wahlbin består avgränsningar i att så konkret som möjligt definiera vad som skall, respektive inte skall, undersökas. De nämner även att det finns två sorters avgränsningar, nämligen sakliga avgränsningar och avgränsningar av tids- och kostnadsskäl. Sakliga avgränsningar handlar om att välja bort ett antal frågeställningar som skulle kunna tas med men som man väljer att inte ta med. Detta är oftast en avvägning mellan djup och bredd i undersökningen. Allmänt kan sägas att det vanligen är bättre att få en djupare och mer tillförlitlig information om ett begränsat område än ytlig och osäker information om ett bredare fält. Avgränsningar av tids- och kostnadsskäl handlar främst om att allokera fältarbetsinsatserna så att maximal utdelning fås i form av relevant och tillförlitlig information.⁸

Avgränsningar av tids- och kostnadsskäl

- Av tidsskäl har fokus lagts på att undersöka en kategori av fonder, nämligen Sverigefonder med inriktning mot stora bolag. Att undersöka fonder i flera kategorier hade blivit alltför tidskrävande då vi undersöker varje enskild fonds investeringsstil historiskt sett.

Sakliga avgränsningar

- Arbetet inriktar sig på aktiefonder då fondförvaltaren och investeringsstilen har en större påverkan på fondspararens avkastning och risk än vad fallet är vad gäller räntefonder och blandfonder.
- I arbetet undersöks enbart svenskbaserade fonder då dessa följer samma regelverk gällande skattefrågor samt att max 10% får innehas i ett bolag vilket gör dessa fonder mer jämförbara inbördes.
- Hänsyn tas ej till de avgifter som respektive fond tar ut då fokus är att utvärdera fonderna utefter deras innehåll och inriktning.
- Hänsyn tas ej heller till att vissa av fonderna skiftat fondförvaltare under undersökningsperioden då placeringsinriktning och jämförelseindex ej ändrats

1.5 MÅLGRUPP

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

⁸ Lekvall och Wahlbin, (1993), s. 135

1.6 DEFINITIONER

Placeringsinriktning

Fondbolagens redogörelse för vilket område en specifik fond har för avsikt att investera inom. Kan innehålla information om innehavet skall vara räntebärande papper eller aktier. Om det är aktier som är huvudinnehavet kan redogörelsen vara snävare där valet av aktier beror på storlek, region eller bransch som ett företag verkar inom.

Investeringsstil

En fonds investeringsstil syftar till att utröna vilka tillgångsklasser en fond är exponerad emot.

Investeringsuniversum

Det universum av möjliga investeringar som en fondförvaltare har att välja mellan.

Jämförelseindex

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

Net Asset Value (NAV)

Värdet av en andel i en fond, det vill säga fondens andelspris vilket är utgångspunkt när procentuella förändringar beräknas över tiden.

Population

Används i statistiska sammanhang och syftar till de individer/variabler som undersöks.

Stilanalys

Stilanalys är ett sätt att finna den investeringsstil en fond följer. I arbetet fokuseras på avkastningsbaserad stilanalys där fondens investeringsstil kan urskiljas med hjälp av olika index korrelation med en fonds avkastning.

Stilindex

Utefter en fonds investeringsstil kan ett generiskt index konstrueras där fondens procentuella exponering mot de för stilanalysen valda indexen konstrueras till ett stilindex.

Tillgångsklass

Tillgångar vilka delas in i olika klasser där varje klass representeras av ett index som motsvarar dess tillgångsklass. Exempelvis kan en indelning ske efter olika tillgångsslag såsom aktier eller räntebärande papper. Dessa kan sedermera delas upp ytterligare efter värde- och tillväxtbolag, bolagsstorlek, geografisk allokering samt olika typer av räntebärande papper. Denna indelning i tillgångsklasser ligger sedan till grund för avkastningsbaserad stilanalys.

UCIT

UCIT står för "Undertakings for Collective Investments In Transferable Securities" och är ett EG-direktiv "Council Directive" (85/611/EEC) från den 20 December 1985 som den svenska värdepapperslagen (1990:1114) bygger på.⁹

⁹ Council Directive, (85/611/EEC)

1.7 DISPOSITION

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

Kapitel 1 för en inledande diskussion angående utvärdering av fonder samt jämförelser mellan desamma och problemen som föreligger kring detta. Diskussionen leder fram till arbetets problemformulering och syfte vilka betonar betydelsen av att fondspararen kan uppfatta en fonds innehåll och inriktning

Kapitel 2 beskriver vår arbetsgång från hur iden till arbetet uppstod till insamlingen av teori samt bearbetning av de empiriska data som ligger till grund för arbetets undersökning. Vidare redovisar vi valet av metod samt kritik till våra kunskapskällor och diskuterar ett eventuellt alternativt tillvägagångssätt.

Kapitel 3 har lagts till för att öka läsarens förståelse för fonder i allmänhet och aktiefonder i synnerhet. Detta för att ge läsaren en grundläggande förståelse för fonder och de regelverk som omger dessa. Med detta har vi en förhoppning att läsaren lättare skall kunna sätta sig in i vårt problem.

Kapitel 4 beskriver de grundläggande teorierna för att kunna bedöma olika fonders investeringsstil, investeringsstilens stabilitet samt fondförvaltarens förmåga att tillhandahålla överavkastning till fondspararen.

Kapitel 5 förtydligar det underlag som ligger till grund för undersökningarna vilka presenteras i kapitel 6. Underlaget innefattar såväl urval som hur den insamlade datan behandlats.

Kapitel 6 redogör för de frågeställningar som ligger till grund för undersökningarna som utförs i kapitel 7. Dessutom testar vi de tillgångsklasser, modeller och data som vi använder i undersökningen för att på så sätt säkerställa undersökningarnas tillförlitlighet.

Kapitel 7 redogör för resultatet av våra undersökningar samt analyserar utfallen av dessa. Undersökningarna presenteras och analyseras i tre delar.

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

2 METOD

Detta kapitel beskriver vår arbetsgång från hur iden till arbetet uppstod till insamlingen av teori samt bearbetning av de empiriska data som ligger till grund för arbetets undersökning. Vidare redovisar vi valet av metod samt kritik till våra kunskapskällor och diskuterar ett eventuellt alternativt tillvägagångssätt.

2.1 ARBETSGÅNG

Detta arbete föddes ur ett allmänt intresse för fonder och en fondsparares möjligheter att uppfatta en fonds innehåll och inriktning. Efter att ha sökt igenom den forskning som idag finns angående detta ämne fann vi att en utvärdering av svenska fonders innehåll och inriktning var bristfällig varför vi valde att studera detta ämne djupare.

För att få en bild av ämnet har vi inledningsvis försökt att skapa oss en uppfattning om vilka problem som idag föreligger för en fondsparare att uppfatta en fonds innehåll och inriktning. Detta har gjorts genom att information i form av produktblad och fondbestämmelser samlats in utvärderats och sammanställts. Dessutom har kompletterande information sökts angående fonderna på respektive fondbolags hemsida. Förstudien visade att variationen i både mängd och kvalitet är stor samtidigt som vi kunde identifiera några gemensamma och viktiga informationskällor för förståelsen av en fonds innehåll och inriktning. De mest betydelsefulla ansåg vi vara informationen om placeringsinriktning och jämförelseindex vilka kommer utgöra grunden för denna undersökning.

Då fondbolagen står under Finansinspektionens tillsyn blev nästa steg att kontakta dem för att erhålla en bild om fonderna kontrolleras så att de verkligen följer vad de utlovar. Genom en diskussion med Sören Cardell på Finansinspektionen fick vi klart för oss att fonderna endast granskas genom stickprov på kvartalsbasis. Det gav oss ytterligare ett skäl att undersöka vad fonderna egentligen innehåller då Finansinspektionens kontroll i bästa fall omfattar fyra utav årets 365 dagar.

Då fonderna endast redovisar sitt innehav på kvartalsbasis finns ingen möjlighet att hela tiden följa dess exakta innehav. Detta skulle även bli alltför tidskrävande att utföra för en större grupp fonder. Av dessa anledningar valde vi att använda en metod, avkastningsbaserad stilanalys, som utvecklats av William Sharpe vilken är mindre tidskrävande och undviker problemet med att fonders innehåll ej går att erhålla på dagsbasis. Efter att ha läst in oss på hur denna stilanalys var utformad, där fondens avkastning jämförs mot olika index avkastning för att utreda dess investeringsstil, började insamlingen av en stor mängd data.

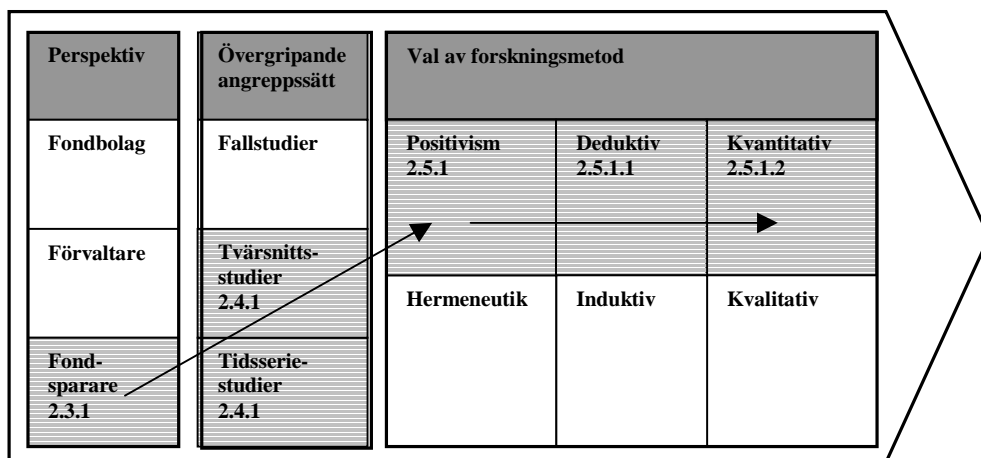
För detta ändamål undersökte vi vilka data som kunde erhållas genom databaserna Bloomberg och Trust. Efter att letat oss fram fann vi slutligen all den data som eftersöktes. För att detta arbete inte skulle bli en livstidsuppgift minskades sedermera fondurvalet ner till Sverigefonder med inriktning mot stora bolag.

När all data slutligen var funnen inledde vi arbetet med att konstruera ett värde- och tillväxtindex för stora bolag. Konstruktionen genomfördes utefter den information som fanns på SIX hemsida samt genom telefonsamtal med sakkunniga på SIX.

Då detta data- och tidskrävande arbete var genomfört återstod den statistiska delen i form av regressioner med införda restriktioner för att utröna de utvalda fondernas innehåll och inriktning genom avkastningsbaserad stilanalys.

2.2 VAL AV METOD

Valet av metod är av avgörande betydelse för att vi på ett tillfredsställande sätt skall kunna uppnå uppsatsens syfte. Genom figur 2.1 är avsikten att underlätta läsarens förståelse för de metodval som gjorts. Vägen till metodvalet kan följas i modellen där varje möjligt val presenteras och utifrån dessa kan vägen vi valt för att uppfylla detta arbetes syfte utläsas. De olika valen presenteras under respektive rubrik (2.3 – 2.5) där vårt val kan följas med hjälp av pilarna.



Figur 2.1 Val av metod
Källa: Författarna

2.3 PERSPEKTIV

Alla har ett sätt att se på tillvaron, ett perspektiv. Detta perspektiv är också viktigt för utredningsarbeten. Exempelvis kan det innebära avgörande skillnader för en undersöknings resultat då problem och frågeställningar kan ses ur olika intressenters synvinklar. Avvikelse gällande formulering av problem och frågeställningar leder även till att olika personer upplever verkligheten på olika sätt. Detta medför att en persons verklighetsuppfattning kommer in som en viktig del i utredningsarbetets flesta skeden vilket i sin tur kommer att påverka resultatet av undersökningen.¹⁰

2.3.1 Val av perspektiv

I denna undersökning innebär ovanstående resonemang att utredningsfrågor, metod och resultat förmodligen hade sett olika ut om vi valt fondbolagens, förvaltarnas eller fondspararnas perspektiv.

¹⁰ Eriksson & Wiederheim, (1997), s.55

Som tidigare nämnts härrör denna uppsats från ett stort intresse för fonder i allmänhet och den brist av kontroll som präglar denna djungel av investeringsalternativ. Därför har denna uppsats syfte varit att undersöka ett urval av fonder med avseende på investeringsstil för att kunna notera förändringar, avvikelser eller andra för fondspararen viktiga förhållanden. Perspektivet som kommer att präglade denna undersökning blir därför i huvudsak fondspararens.

2.4 ÖVERGRIPANDE ANGREPPSSÄTT

Vid bestämmandet av det övergripande angreppssättet i en undersökning bör forskaren fråga sig vilket huvudintresse han har i undersökningen, dess analys och tolkningsarbete. Dessa kan i princip vara av tre slag: att gå på djupet i enskilda fall, att jämföra olika förhållanden på bredden vid en viss tidpunkt eller att studera en utveckling över tiden. Vid de tillfällen då undersökningen går ut på att studera enskilda fall på djupet talar man om fallstudier. I de fall då undersökningen sker på bredden vid en viss tidpunkt eller flera tidpunkter (utan intresse för tidsutvecklingen) talar vi om en tvärsnittsansats. Är intresset istället knutet till händelser över tiden är det tal om en tidsserieansats.¹¹

2.4.1 Val av övergripande angreppssätt

Undersökningen har ett förklarande och utredande syfte där avsikten är att över tiden undersöka fonders innehåll samt att jämföra detta innehåll med valt jämförelseindex och placeringsinriktning. Undersökningen kräver därför en tidsserieansats där undersökningen även sker på bredden med hjälp av tvärsnittsstudier. Tidsserieansatsen innebär i undersökningen att vi ser till fondens innehåll samt investeringsstilens eventuella förändring över en femårsperiod för att på så sätt kunna frilägga den kunskap vi eftersträvar. För att uppsatsen ytterligare relevans har vi dessutom för avsikt att genom en undersökning på bredden i form av tvärsnittsstudier ytterligare fastställa undersökningens slutsatser.

2.5 VAL AV FORSKNINGSMETOD

Inför ett forskningsarbete är det viktigt att ställa sig frågan om vilken forskningsmetod som arbetet skall bygga på. All vetenskaplig forskning sker inom ramen för vissa förutbestämda spelregler vilka forskaren bland annat väljer beroende av vilket vetenskapsteoretiskt synsätt som väljs att utgå ifrån. Bland dessa synsätt finns det två som dominerar, hermeneutiken och positivismen.¹² Valet av vetenskapsteoretiskt synsätt styr med andra ord uppsatsens arbetsmetod, dess resultat samt tolkningen av detta resultat.

¹¹ Lekvall & Wahlbin, (1993), s. 139-140

¹² Lundahl & Skärvad, (1992), s. 40

2.5.1 Positivism kontra Hermeneutik

Positivismen har sitt ursprung i naturvetenskapen, dess utgångspunkt och mål är att forskningen skall uppnå en absolut kunskap samt förklara fenomen genom att söka orsak-verkan-samband.¹³ Upphovsmannen till positivismen Auguste Comte skapade på 1800-talet denna positiva filosofi där positiv stod för något precist, säkert och verkligt.¹⁴ Strävan efter exakthet gör att den i renodlad form grundas på experiment och statistiska metoder samt logiska samband.¹⁵ Den bygger även på antagandet att det måste finnas en objektiv verklighet vilket innebär en verklighet som är värderingsfri med en faktamässig karaktär som existerar oberoende av vem som studerar den. Uppgiften blir då att avbilda verkligheten som den är för att på så sätt finna sanningen. Detta innebär att forskaren som studerar denna verklighet skall vara opartisk och endast fungera som observatör och ej som deltagare.¹⁶

Hermeneutiken däremot har sitt ursprung i tolkning av texters innebörd. Tillämpningsområdet har med åren utvecklats till att innefatta allt som har ett mänskligt ursprung såsom konstverk, symboler, handlingar, normer, värdemönster, socialt beteende med mera.¹⁷ Till skillnad från positivismen vars synsätt är objektivt med målet att uppnå en absolut kunskap så är tolkningen av mer subjektiv karaktär där relativ kunskap eftersträvas och där forskaren i viss utsträckning kan påverka resultatet. Medan positivismen beskriver och förklarar, sökes i hermeneutiska studier en helhetsförståelse där forskaren träder i den statistiska analysens ställe.¹⁸ Helhetsförståelsen erhålls genom att forskaren tolkar och förstår den subjektiva verkligheten hos de studerande aktörerna vilket ligger till grund för djupare uttolkning.¹⁹

För att tillgodose detta arbetes syfte har vi valt att i huvudsak studera ämnet utifrån ett positivistiskt synsätt. Detta då vi har för avsikt att studera och avbilda verkligheten som den är och finna sanningen om densamma genom att samla in, bearbeta och slutligen säkerställa denna verklighet. Detta kvantitativa tillvägagångssätt ger oss ett objektivt resultat samtidigt som det stärker reliabiliteten.

2.5.1.1 Induktion kontra deduktion

Valet av forskningsansats är i hög grad beroende av uppfattningar om relationen mellan teori och empiri. Det finns två huvudsakliga sätt att dra slutsatser inom det positivistiska synsättet, induktion och deduktion, samt ett tredje vilket är en kombination av de två tidigare. Genom angivna premisser görs en slutledning med hjälp av någon av de tre ansatserna för att slutligen komma fram till en slutsats.²⁰

En *deduktiv* ansats kännetecknas av att arbetet utgår från en befintlig teori vars implikationer används för att göra förutsägelser. Utifrån dessa formuleras hypoteser vilka är testbara påståenden om verkligheten. Dessa hypoteser prövas sedan empiriskt genom att med alla medel försöka falsifiera dem. Endast om det är en omöjlighet att falsifiera dem kan

¹³ Andersen, (1998), s. 19

¹⁴ Lundahl & Skärvad, (1992), s. 40

¹⁵ Eriksson & Wiedersheim, (2001), s. 221

¹⁶ Lundahl & Skärvad, (1992), s. 43-44

¹⁷ Wallén, (1993), s. 30

¹⁸ Eriksson & Wiedersheim, (2001), s. 199-221

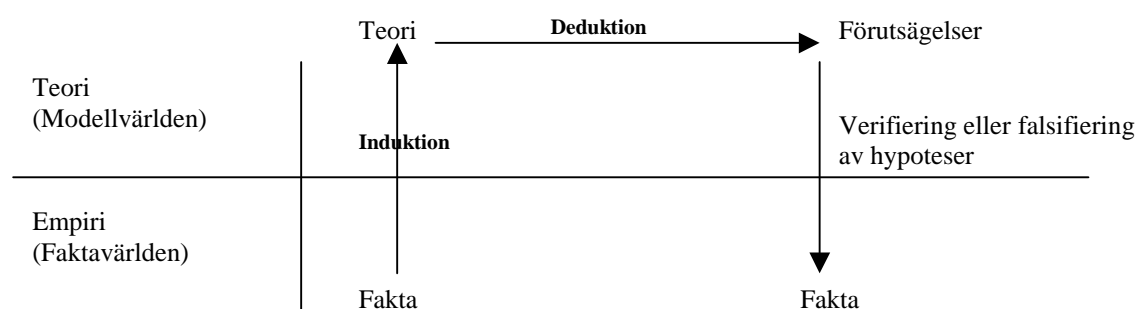
¹⁹ Lundahl & Skärvad, (1992), s. 45

²⁰ Eriksson & Wiedersheim, (2001), s. 40

hypoteserna slutligen verifieras.²¹ Det omvända gäller om en *induktiv* ansats väljs som utgångspunkt. Forskningsobjektet studeras då utan att undersökningen förankrats i tidigare vedertagen teori. Istället formuleras en teori utifrån de observationer och den information som inhämtats från omvärlden.²²

Undersökningarna i detta arbete utgår från befintliga teorier gällande stilanalys vilka utvecklas till förutsägelser och testbara frågeställningar. Detta innebär att arbetet följer ett deduktivt forskningsansatsförfarande.

Hur induktion och deduktion infaller i den positivistiska grundsynen har illustrerats i figur 2.2 för att förenkla och utöka förståelsen för läsaren.



Figur 2.2 Forskningscykeln enligt den positivistiska grundsynen

Källa: Lundahl & Skärvad, 1992 Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer s. 42

2.5.1.2 Kvalitativ kontra kvantitativ

Då arbetet utgår från ett positivistiskt synsätt, där de data som används är av kvantifierbar karaktär, är en kvalitativ undersökning inte att föredra då denna bygger på ej kvantifierbar data såsom attityder och värderingar.²³

Med bakgrund av detta har en kvantitativ ansats valts vilket innebär studier där det insamlade materialet uttrycks i sifferform och analyseras kvantitativt. Detta innebär även att studierna är mer formaliserade och strukturerade vilket leder till att de präglas av kontroll från forskarens sida²⁴. Att vi kan kontrollera de data som ligger till grund för arbetet är en förutsättning för att vi på ett rättvisande sätt ska kunna utföra denna studie och nå fram till vårt syfte. Kontrollen och formaliseringen sker genom att vi selektivt väljer ut de fonder, index och variabler som kan hjälpa oss att frilägga den kunskap vi eftersträvar. Detta med förhoppningen att kunna verifiera eller falsifiera de i arbetet uppställda frågeställningarna.

²¹ Lundahl & Skärvad, (1992), s. 42-43

²² Patel & Davidsson, (1994), s. 21

²³ Lundahl & Skärvad, (1992), s. 82

²⁴ Holme och Solvang, (1996), s. 14

2.6 DATAINSAMLING

2.6.1 Sekundärdata

För att hitta litteratur i det valda ämnet har vi sökt på Ekonomibiblioteket i Lund och Stadsbiblioteket i Malmö. Vi har använt oss av Ebsco, EconLit och Elin för vår litteratursökning och Affärsdata för artikelsökningar. De sökord och begrepp vi har använt oss av är benchmark, fonder, investeringsstil, index, jämförelseindex, mutual funds, mutual fund evaluation, portfolio performance, style analysis samt stilanalys. Dessutom använde vi oss i stor utsträckning av olika sökmotorer på Internet såsom Alta Vista, Yahoo och Spray med samma sökord som ovan. Även Morningstar har konsulterats vid urval av fonder. För mer ingående information om varje fond har fondbestämnelserna från respektive fondbolag efterskickats.

2.6.2 Primärdata

Primärdata innebär att de data som samlas in inte är andrahandsinformation utan data som direkt skall användas i ett visst syfte²⁵. Vårt urval av primärkällor grundar sig på det kvantitativa syftet i arbetet. Fondförvaltarna för undersökningens utvalda fonder har konsulterats genom e-mail och telefonsamtal för att erhålla utförligare material om förändringar gällande jämförelseindex och placeringsinriktning över femårsperioden 1997-2001.

För att kunna genomföra undersökningarna och nå fram till vårt syfte har data angående fondkursutveckling, aktiekursutveckling (för konstruktion av index), indexutveckling samt nyckeltal erhållits från databaserna Bloomberg och Trust samt SIX AB.

Primärdata har även erhållits genom att det under arbetets gång hela tiden funnits en öppen dialog med berörda fondförvaltare, Morningstar samt Finansinspektionen och Fondbolagens förening.

2.7 KÄLLKRITIK

Källkritik handlar om att ta reda på hur trovärdiga olika fynd, dokument och informationer är. Dessutom görs en värdering för att bedöma betydelsen av olika data utifrån hur användbara och relevanta de är i vårt forskningssammanhang. Genom detta kan läsaren själv avgöra en rapportens begränsningar samt värdet av de resultat som framkommer i undersökningen.²⁶

Syftet med källkritik kan delas in i tre delar: Först undersöks om källan är valid, det vill säga om källan mäter det den utger sig för att mäta. Nästa steg är att bedöma om frågeställningen är relevant medan det sista steget bedömer om undersökningen är reliabel, dvs är fri från systematiska felvariationer. För att bedöma källorna har vi använt oss av tre källkritiska kriterier: samtidskrav, tendenskritik och beroendekritik.²⁷

²⁵ Lekvall och Wahlbin, (1993), s. 141

²⁶ Befring, (1994), s. 175

²⁷ Eriksson & Wiederheim, (1997), s. 150-154

2.7.1 Samtidskrav

För att uppfylla samtidskravet ska de data som ligger till grund för en undersökning inte ges möjligheten att förvanskas genom tolkning eller annan påverkan över tiden. De primära data som vi använt oss av i form av fondkurser, aktiekurser, indexkurser samt indexrapporter anser vi med största säkerhet uppfylla samtidskravet. Detta då informationen hämtats från databaser vilka inte är utsatta för yttre påverkan. Även de primärdata angående förändringar i placeringsinriktning och jämförelseindex under undersökningsperioden får förmodas uppfylla samtidskravet då fondförvaltarna själva redogör för sina förehavanden. Det föreligger dock ett problem då historisk information angående placeringsinriktning och jämförelseindex skall återges. Problemet består i att vissa fonder inte har haft samma förvaltare under hela undersökningsperioden vilket skulle kunna innebära att källan bryter mot samtidskravet. För att på bästa sätt kunna säkra denna information har vi för avsikt att kontrollera information mot våra sekundära källor samtidigt som vi kommer att konfrontera berörda fondförvaltare vid eventuella oklarheter.

Gällande de sekundära data vi använt oss av som till exempel teorier och metoder har vi i största möjliga mån sökt ursprungskällan för att på så sätt undvika eventuella feltolkningar av andra författare eller teoretiker. Detta har dock medfört att vi riskerade att förlora eventuell vidareutveckling på gamla teorier och metoder, vilket vi löst genom att noggrant sondera förslag till förbättringar och kritik från andra forskare vilket vi även redogör för i arbetet.

2.7.2 Tendenskritik

Med tendenskritik menas vilka eventuella intressen som en uppgiftslämnare kan ha i den här frågan, samt hur detta kan ta sig uttryck i valet av ord eller urvalet av fakta. De statistiska data som använts i undersökningen och som erhållits från SIX AB samt databaserna Bloombergs och Trust måste anses som objektiva, eftersom de inte har något egenintresse i att förvanska informationen. Den primärdata som insamlats via e-mail eller telefonsamtal skulle kunna vara föremål för en viss tendenskritik, då det finns en möjlighet att det är i respondentens egenintresse att förvränga eller hålla inne med relevant information. För att undvika detta problem har vi i största möjliga mån preciserat våra frågor för att på så sätt undvika ett felaktigt svar, samtidigt som vi aktivt använt våra sekundära källor för att på så sätt säkerställa informationen.

Vid valet av teorier ställdes vi inför problemet att det finns en mängd olika teorier och tillvägagångssätt vid utförandet av stilanalys på fonder. Problemet löstes genom att vi använde oss av teorier från välkända och erkända forskare, samtidigt som vi aktivt sökte efter kritik och alternativ forskning som ifrågasätter dessa. Genom detta har vi en förhoppning om en inte alltför ensidigt vinklad teori.

2.7.3 Beroendekritik

Beroendekritiken innebär att det finns ett beroende mellan olika källor i undersökningen i den formen att de hämtar sin information från samma källa och därför återger samma uppgifter. I fallet med våra datakällor ser vi inga problem på grund av informationens unika art och källornas objektivitet.

Vid valet av teori och utforskningen av möjliga tillvägagångssätt fann vi att det föreligger en visst mått av beroendetendens mellan olika teoretiker då de ofta refererade till varandras arbete. Samtidigt fann vi att det trots likartade åsikter fanns kritik som väl uppvägde en viss del av denna beroendetendens.²⁸

2.8 ALTERNATIV METOD

En alternativ metod hade varit att utföra en kvalitativ undersökning där förvaltare samt andra nyckelpersoner på fondbolagen intervjuats. Genom detta hade vi fått möjligheten att erhålla en djupare och mer detaljerad information om innehåll, investeringsstil samt de eventuella förändringar som skett under den senaste femårsperioden.

Det finns dock problem som kan härledas till undersökningens reliabilitet och validitet då några av de kriterier vi satt upp för våra källor inte uppfylls. Tendenskritiken är den del vi upplever som starkast då intervjupersonen möjligtvis försöker framhäva en positivare bild än vad verkligheten hade utvisat vilket minskar undersökningens tillförlitlighet. Vi kan även rikta viss kritik mot undersökningen i form av beroendekritik då det skulle kunna tänkas att ingen av fonderna vill ha en alltför avvikande ställning i förhållande till sina konkurrenter. Detta skulle kunna leda till att fondernas inriktning framställs som mer lika än vad de i verkligheten är.

Att vi slutligen valt ett uteslutande kvantitativt tillvägagångssätt är ett resultatet av ovanstående resonemang då vi eftersträvar att på ett objektiva sätt kunna utvärdera hur en fondportfölj förändras över tiden utan att påverkas av fondbolagens och fondförvaltarens subjektiva uppfattning. Vi underskattar trots detta inte värdet av en kvalitativ undersökning som ett komplement till vår kvantitativa undersökning.

²⁸ Eriksson & Wiederheim, (1997), s. 150-154

3 INTRODUKTION TILL FONDER

Med detta kapitel vill vi öka läsarens förståelse för fonder i allmänhet och aktiefonder i synnerhet. Detta för att ge läsaren en grundläggande förståelse för fonder och de regelverk som omger dessa. Med detta har vi en förhoppning att läsaren lättare skall kunna sätta sig in i vårt problem.

3.1 VAD ÄR EN FOND?

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

”en fond bestående av fondpapper och andra finansiella instrument, vilken bildas genom kapitaltillskott från allmänheten och ägs av dem som skjutit till kapital”²⁹.

Genom att spara i en fond överlåter fondspararen förvaltningen till en professionell kapitalförvaltare som på heltid följer utvecklingen på de olika finansiella marknaderna. För de pengar som sätts in i fonden erhåller fondspararen andelar och blir således delägare till de värdepapper fonden äger.³⁰

3.2 KORT FONDHISTORIK

Det svenska fondsparandet har sina rötter så långt bak i tiden som på 1950-talet då den första aktiefonden Koncentra startade. Denna fond finns fortfarande kvar på marknaden, men går nu under namnet Handelsbankens utlandsfond³¹. Fondsparandet tog emellertid inte fart förrän 1978 då ett skattemässigt förmånligt sparande infördes kallat skattespar där fondspararen varje år fick en skattelättnad upp till 30% av det belopp som sparats under det gångna året. Dessutom var avkastningen från insättningstillfället och fem år framåt skattefri om inga uttag gjordes under denna period. I samband med stigande börskurser i början av 80-talet valde allt fler att placera sina pengar i dessa skattefonder. Sparandet byggde på månatliga insättningar och pengarna placerades i aktier på den svenska börsen. Detta kan räknas som starten för den stora expansionen som sedan har skett inom fonder och fondsparande.³² 1984 ersattes skattespar med allemanssparandet vilket i stora drag hade samma upplägg som skattespar med undantag för skattelättnaden på insatt belopp.³³ Allemansfonderna miste 1997 skattesubventionerna och året efter upphörde sedermera lagen (1983:890) om allemanssparandet att gälla helt. Allemanssparfonderna finns fortfarande kvar men lagreglerna är idag desamma som för alla övriga värdepappersfonder (1990:1114). Vid starten av 90-talet infördes fondförsäkringar i form av ett avdragsgillt pensionssparande där pengarna ej gick att röra till dess att spararen fyllt 55 år.³⁴

²⁹ Lag (1990:1114) om värdepappersfonder

³⁰ Haskel, (1998), s. 47

³¹ www.handelsbanken.se

³² www.fondbolagen.se, *Fondmarknadens utveckling i Sverige*, 2002-04-25

³³ Wester, (1996), s. 62-63

³⁴ www.fondbolagen.se, *Fondmarknadens utveckling i Sverige*, 2002-04-25

Detta samt införandet av övriga försäkringar där spararen själva har större möjligheter till ett aktivt val såsom tjänsteförsäkringar, kapitalförsäkringar samt individuellt pensionssparande (IPS) har ökat fondsparandet ytterligare. Fördelen med dessa fondförsäkringslösningar är att spararen utan skattekonsekvens kan flytta mellan olika fonder som innefattas i försäkringen samt efter ett visst antal år sälja av fonderna utan reavinstskatt. Nackdelen är att större avgifter tas ut på årsbasis.

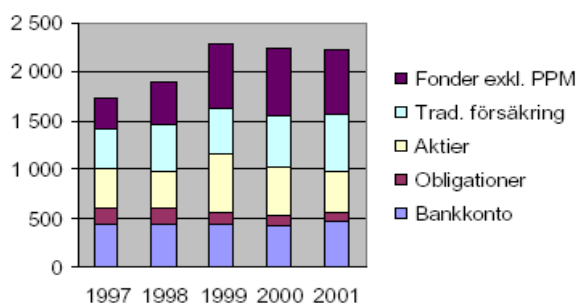
Av stor betydelse för fondsparandet i vårt land har dessutom införandet av premiepensionen haft där svenska folket fick göra sina första placeringar i fonder under hösten 2000. Detta har lett till att Sverige idag är det land med störst andel fondsparare i världen. Hela 85% av svenska folket mellan 18-74 år sparade i fonder vid utgången av 2001.³⁵

3.3 FONDSPARANDET 1997 – 2001

Eftersom undersökningen i detta arbete baseras på en period av fem år (se 6.2) redogör vi i detta stycke för vad som hänt på fondmarknaden under dessa fem år och hur situationen ser ut idag.

3.3.1 Hushållens fondsparande

Under femårsperioden 1997-2001 har svenska folkets sparbeteende varit högst föränderligt. Inledningsvis var trenden tydlig mot att bank- och obligationssparandet minskade till fördel för fondsparande som under 1998 passerade banksparande som största del i hushållens förmögenhet (se fig. 3.1). Dock har denna trend avtagit något under 2001 då banksparandet ökade markant vilket till stor del berodde på den stora oro som existerade på världens börser med vikande konjunkturer och hot om fler terrorattacker. Denna femårsperiod är väldigt intressant ur den synpunkten att den innefattar både en stor uppgång i början av perioden följt av en kraftig nedgång i slutet på densamma. Sammanlagt har hushållen nysparat 362 miljarder kronor under denna femårsperiod.



	Bank- konto	Obliga- tioner	Aktier	Traditionell försäkring	Fonder exkl. PPM	SUMMA
1997	440	161	402	414	316	1 732
1998	430	164	390	475	433	1 891
1999	434	139	587	462	669	2 290
2000	422	107	501	518	693	2 242
2001	472	92	420	585	651	2 220

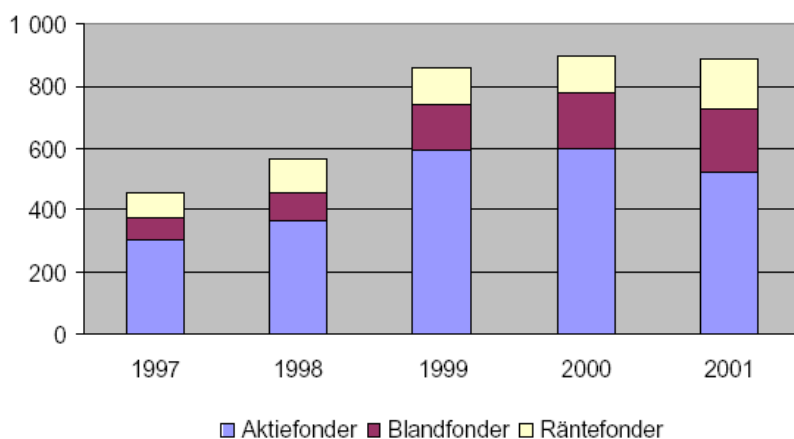
Figur 3.1 Hushållens finansiella förmögenhet, mdkr

Källa: www.fondbolagen.se ”Fondmarknaden i ett femårsperspektiv”

Fondförmögenheten har näst intill fördubblats under perioden då den ökat från 456 miljarder kronor i slutet av 1997 till 886 miljarder kronor vid utgången av 2001. Detta trots en nedgång med 13 miljarder kronor under 2001. Fördelningen mellan de olika fondtyperna skiljer sig väsentligt mellan de olika åren.

³⁵ www.fondbolagen.se, *Fondmarknaden i ett femårsperspektiv*, 2002-04-25

Räntefonder utgjorde endast 1% av nettosparandet i fonder under 1997 medan andelen var hela 61% under 2001. Nettosparandet i aktiefonder har också fluktuerat friskt under femårsperioden med väldigt stora insättningar under 1997 och 2000 medan blandfonderna visat mindre svängningar över denna period. Den höga andelen aktiefonder under 2000 förklaras av att en stor andel av fondsparandet detta år avser placeringar inom olika former av pensionssparande. Trots en periodvis orolig marknad med stora värdeminskningar kan noteras att alla fondtyper har haft ett positivt nettoinflöde under femårsperioden.



Figur 3.2 Fondförmögenhet fördelat på fondtyp

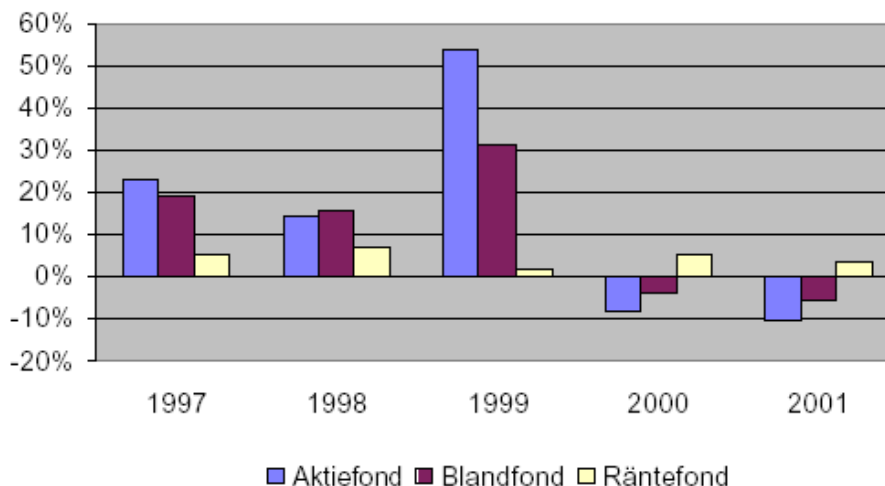
Källa: www.fondbolagen.se ”Fondmarknaden i ett femårsperspektiv”

3.3.2 Avkastning

Den genomsnittliga avkastningen för aktiefonder under femårsperioden har varit 78% medan blandfonder under samma period gav en avkastning på 64%. Räntefonder hade en avkastning på 25% vilket kan sättas i jämförelse med de 8% som en insättning på ett bankkonto genererade under perioden. Det turbulenta fjolåret (2001) med stora nedgångar på världens börser avspeglades även i aktiefonderna där en negativ avkastning på 10% kunde urskiljas. Det fanns dock stora skillnader mellan de olika kategorierna av aktiefonder där till exempel Rysslandfonder under denna period med vikande världskonjunktur lyckades stiga med 75% medan teknikfonderna hade en negativ avkastning på 33%.

Förutom en illustration av avkastningen under femårsperioden kan även riskprofilen för de olika fondtyperna utläsas ur diagrammet i figur 3.3 där aktiefonderna klart framgår som den mest riskfyllda placeringen i form av kraftiga svängningar i avkastningen mellan åren.³⁶

³⁶ Ibid



Figur 3.3 Genomsnittlig avkastning per år

Källa: www.fondbolagen.se "Fondmarknaden i ett femårsperspektiv"

Summerat så har den gångna femårsperioden varit en väldigt unik period i form av den väldiga turbulens som har varit med stora upp- och nedgångar på de finansiella marknaderna. Att det finns belegg för att fondsparande skall ses på lång sikt där bra och dåliga perioder jämnar ut sig kan verkligen belysas genom att betrakta den gångna femårsperioden.

3.4 LAGSTIFTNING OCH RIKTLINJER

Aktiefonder reglerades fram till och med 1990 av Aktiefondslagen³⁷ från 1974 samt Aktiesparfondslagen³⁸ från 1978. Den 1 januari 1991 ersattes Aktiesparfondslagen med Lag (1990:1114) om värdepappersfonder. Denna nya lag innebar en anpassning till EU:s lagstiftning och bygger på EU:s UCIT-direktiv. UCIT står för "Undertakings for Collective Investments In Transferable Securities" och innebär bland annat att en fond som har tillstånd att bedriva verksamhet i ett EU-land, efter anmälan, får bedriva verksamhet i samtliga EU-länder.³⁹ Värdepapperslagen kompletteras även med Finansinspektionens föreskrifter om värdepappersfonder.

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

Aktiefondernas sammansättning regleras även av värdepapperslagen. En aktiefond måste minst bestå av 75% aktier eller aktierelaterade instrument. Fonden får aldrig placera mer än 5% av fondförmögenheten i ett enstaka bolag.

³⁷ Lag (1974:931) om aktiefonder

³⁸ Lag (1978:428) om aktiesparfonder

³⁹ Council directive, (85/611/EEC)

Undantag görs dock för 40% av fonden som får placera i poster som max får uppgå till 10% i ett bolag. Detta innebär att en aktiefond aldrig kan ha mindre än 16 olika bolag i sin fondportfölj.⁴⁰ Spärren på 10% innebär att fondportföljen inte kan ha samma sammansättning som marknaden då till exempel Ericsson under långa perioder upptagit en klart större andel av marknaden än 10%.

Genom paragraf 3 i värdepapperslagen kan dock undantag från de gällande reglerna i lagen tillåtas efter särskilt tillstånd av Finansinspektionen. Detta tillstånd får som det står i lagen ”endast lämnas till fondbolag och annan som står under tillsyn av inspektionen”⁴¹. Förutom undantaget vars villkor utformas i samråd med Finansinspektionen skall bestämmelserna i värdepapperslagen gälla. De fonder som erhållit undantag från värdepapperslagen kallas nationella fonder. Ofta handlar det om fonder som följer index där reglerna om att endast 10% får innehåsa i ett bolag gör det omöjligt för dem att på ett rättvisande sätt följa index varför de får dispens från denna regel. Andra vanliga nationella fonder kan vara fond i fonder samt hedgefonder. Det finns idag 130 Sverigebaserade nationella fonder⁴², dock är inga av fonderna som behandlas i detta arbete inkluderade i denna grupp.

Som tidigare nämnts fungerar Finansinspektionen som en övervakningsmyndighet där en tillsynsenhet ser över att fonderna efterföljer de lagar och riktlinjer som gäller. Till sin hjälp har de ett datasystem som kan upptäcka avvikelser i fonderna utifrån de regler som gäller för en fonds sammansättning. Detta system upptäcker därmed om en aktiefond ej innehåller 75% aktier eller att en aktie utgör mer än 10% av fondens innehav. Dock är det svårare för tillsynsmyndigheten att övervaka att fonderna följer sin placeringsinriktning eller valt jämförelseindex. Då detta är ett alltför tidskrävande arbete görs endast enstaka stickprov på kvartalsbasis då fonderna måste redovisa sitt innehav. Även om fonderna vid dessa stickprov kan uppfattas som avvikande från sin placeringsinriktning utefter dess fondbestämmelser är det svårt att vidta åtgärder. Detta då tillsynsenhetens erfarenheter visar på att placeringsinriktningarna ofta är luddigt utformade och därmed svårtolkade trots att lagen säger att dessa skall vara tydliga. Att fonderna endast rapporterar på kvartalsbasis medför även att de under perioderna mellan rapporterna kan avvika från sin placeringsinriktning utan att detta upptäcks.⁴³

3.5 AVGIFTER

Traditionellt sett belastas fonder med en fast årlig förvaltningsavgift som reserveras dagligen och tas ur fondens värde vid utgången av varje månad. Avgiften redovisas procentuellt och brukar ligga mellan 0,5% till 2,5% för en aktiefond.⁴⁴ Avgiften beräknas genom att fondens dagliga marknadsvärde multipliceras med förvaltningsavgiften i procent och därefter divideras denna summa med 365 dagar. För att få fram den årliga avgiften i kronor skall varje dagsavgift under året adderas.⁴⁵

⁴⁰ Lag (1990:1114) om värdepappersfonder

⁴¹ Ibid

⁴² Telefonsamtal, Cardell S, Finansinspektör, Finansinspektionen, 2002-05-22

⁴³ Ibid

⁴⁴ Haskel, (1998), s. 50

⁴⁵ Telefonsamtal, Pettersson B, Administrativ chef, Banco Fonder, 2002-05-14

De avgifter som en fondsparare betalar för en fond går bland annat till att täcka fondbolagets analys och portföljförvaltning, information till andelsägare, administration av fonden, tillsynskostnad till Finansinspektionen samt ersättning till förvaringsinstitutet för dess verksamhet som förvaringsinstitut och registerhållare. För vissa fonder tillkommer även insättnings- och uttagsavgifter, men det börjar mer och mer försvinna för att ersättas av högre förvaltningsavgifter.⁴⁶

Det är dock inte slut med detta utan det tillkommer kostnader som inte syns i förvaltningsavgifterna. Dessa dolda kostnader uppmärksammade Affärsvärlden 1997 då de införde ett nytt nyckeltal kallat Total Kostnads Andel (TKA). Detta nyckeltal innefattar även transaktionskostnader för courtage, vid köp och försäljning av värdepapper, och valutaväxling samt vissa administrationskostnader vilka ej är inberäknade i den årliga förvaltningsavgiften. Vidare påvisar artikeln att avgifterna i vissa fonder är dubbelt så höga om de redovisas enligt TKA jämfört med att endast redovisa den årliga förvaltningsavgiften. Fonder med hög omsättningshastighet har högre courtageavgifter vilket inte syns i den årliga förvaltningsavgiften, men tack vare TKA kan fondspararen bli medveten om detta. Samma sak gäller utlandsfonder där courtagekostnaderna ofta är högre eftersom det är dyrare att handla på börser som är mer avlägsna.⁴⁷

⁴⁶ Haskel, (1998), s. 52

⁴⁷ Affärsvärlden, *TKA - sanningen om fondkostnaderna*, 1997-06-11

4 TEORI

Vi beskriver i detta kapitel de grundläggande teorierna för att kunna bedöma olika fonders investeringsstil, investeringsstilens stabilitet samt fondförvaltarens förmåga att tillhandahålla överavkastning till fondspararen.

4.1 STILANALYS

Det finns två grundläggande tillvägagångssätt för att utföra en stilanalys av en förvaltares investeringsstil. Den första metoden innebär en handgriplig undersökning av fondportföljen där fondens exakta innehav och investeringsprocess studeras. Detta är dock ett väldigt tidskrävande tillvägagångssätt då en fond kan innehålla över 100 aktier samtidigt som information om fondens innehav får anses som svårtillgänglig. Ett enklare sätt, vilket inte kräver den enorma tid som ovanstående tillvägagångssätt, är att genomföra en avkastningsbaserad stilanalys vilken bygger på en faktorbaserad modell. Denna modell är utvecklad av Nobelpristagaren William F. Sharpe och förklarar variationen i en fondportföljs avkastning genom rörelser i en serie index valda för att spegla den historiska avkastningen på bästa sätt. Fördelen med detta är att istället för att gå på djupet på en fond kan en större mängd undersökas vilket medför att en bredare undersökning kan genomföras. Detta sistnämnda tillvägagångssätt är den vi kommer att basera vår undersökning av olika fonders investeringsstil på.⁴⁸

4.1.1 Avkastningsbaserad stilanalys

Vid beräkningen av avkastningsbaserad stilanalys används fondens historiska avkastning som beroende variabel där de oberoende variablerna representeras av index vilka beskriver olika investeringsstilar. Syftet är att undersöka om det finns något samband mellan fondens avkastning och valda index. En enkel förklaring är att vikten i ett givet index speglar graden av korrelation med nämnda index. Genom analysen ges möjligheten att bättre förstå underliggande faktorer som påverkar fondens avkastning samtidigt som en jämförelse av investeringsstil med andra fonder och förvaltare möjliggörs. Med andra ord kan det uttryckas som att fonden "talar för sig själv" angående vilket innehåll som den historiskt sett har haft.⁴⁹

Sättet på vilken analysen genomförs är en regression där koefficienterna beräknas genom minsta kvadratmetoden med vissa restriktioner. Fondens avkastning är den beroende variabeln i regressionen medan avkastningen på de valda stilindexen representerar de oberoende variablerna. I praktiken används tre restriktioner:

1. Ingen intercept är specificerad.
2. Koefficienterna skall ligga mellan 0 och 1 och summeras till 1 (100%).
3. Ingen av koefficienterna får vara negativ.

⁴⁸ Lee, "Style analysis and property fund performance", Academic papers, The University of Reading December 1998, s. 145-155

⁴⁹ Sharpe, "Asset allocation: Management Style and performance measurement", Journal of Portfolio Management, Winter 1992, no 18, s. 7-19

Genom att använda de tidigare beskrivna restriktionerna tvingas vi, för att kunna lösa ekvationen, att använda oss av kvadratisk programmering där residualen e_{pt} minimeras för att få fram koefficienternas värde. Resultatet av regressionen beskrivs i ekvation (1) nedan vilken visar avkastningen på fonden representerat av R_{pt} , där $b_{pn} F_{nt}$ är den beroende variabelns känslighet mot de olika tillgångsklassernas avkastning. Summan av faktorerna inom parenteserna är den del som kan kopplas till de valda indexen och benämns som fondens investeringsstil.

$$R_{pt} = (b_{p1} F_{1t} + b_{p2} F_{2t} + \dots + b_{pn} F_{nt}) + e_{pt} \quad (1)$$

R_{pt} = Avkastning under period t för förvaltare p

F_{nt} = Avkastning under period t för stiltfaktor n

b_{pn} = Portfölj p's känslighetskoefficient för stiltfaktor n

e_{pt} = Andel avkastning som inte förklaras utav någon faktor i analysen.

Modellens effektivitet kan mätas genom determinationskoefficienten R^2 som beskriver den del av variansen som förklaras av modellen (se ekvation (2)).

$$R^2 = 1 - (\sigma^2(e_p) / \sigma^2(R_p)) \quad (2)$$

Ytterligare en viktig del i stilanalysen förutom att kunna se vilken stil en fondportfölj haft historiskt sett, är att kunna mäta vilken selektionsförmåga en förvaltare haft. Med selektionsförmåga menas förvaltarens förmåga att selektera mellan olika tillgångar och därigenom skapa en överavkastning. Selektionsförmågan kan sedan delas upp i ytterligare två komponenter, nämligen förvaltarens timing samt hans förmåga att välja rätt investering. Denna förmåga att skapa överavkastning kan genom stilanalysen mätas som $1 - R^2$ eller genom att omorganisera ekvation (1) enligt nedanstående ekvation (3). I ekvationen beskrivs residualkomponenten e_{pt} som förvaltarens selektionsförmåga.

$$e_{pt} = R_{pt} - (b_{p1} F_{1t} + b_{p2} F_{2t} + \dots + b_{pn} F_{nt}) \quad (3)$$

De stilindex som väljs för att kunna genomföra en stilanalys skall vara jämförbara med fondförvaltarens förutsagda investeringsstil och placeringsinriktning. Exempelvis betyder detta att en Sverigefond inte kan använda samma index som en internationell räntefond då dessa har olika inriktning. Det är därför viktigt att de valda indexen speglar fondens och förvaltarens universum av möjliga investeringar. Ytterligare en sak som bör beaktas är att indexen inte har en alltför hög korrelation vilket skulle kunna betyda att resultaten från regressionen försämras avsevärt på grund av multikollinearitet.⁵⁰

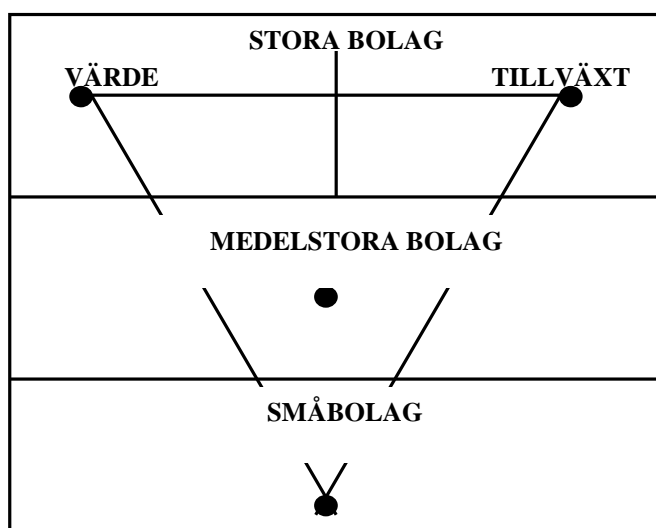
⁵⁰ Sharpe, "Asset allocation: Management Style and performance measurement", Journal of Portfolio Management, Winter 1992, no 18, s. 7-19

4.1.1.1 Tillgångsklasser

Det finns flera olika sätt att utföra stilanalys där skillnaden bland annat ligger i valet av oberoende variabler. Samtidigt är stilanalys endast ett användbart verktyg om förvaltarens placeringsinriktning och investeringsstil är förstådd och att det finns tillgångsklasser (index) som speglar denna stil/inriktning⁵¹. Det är även viktigt att förstå att med hjälp av investeringar i passiva indexportföljer kan fondspararen på ett billigt sätt uppnå samma resultat som den del som representeras av fondens stil⁵². Förvaltaren kan sedan aktivt selektera inom dessa indexen och på så sätt tillföra ett mervärde⁵³.

Sharpe använder i sin analys 12 olika index för att fånga upp olika investeringsstilar där han gör en indelning av storleken på företagen samt en indelning mellan investeringsstil i värdeföretag eller tillväxtföretag enligt figur 4.1 nedan. Dessutom använder han sig av räntebärande tillgångar och aktieindex från stora finansiella marknader i världen som Europa, Asien och Nordamerika.⁵⁴

Det finns ett otal olika åsikter om hur många index som skall väljas för att på bästa sätt fånga en fonds investeringsstil. Många förespråkare hävdar att ett mindre antal index ger ett bättre resultat, bland annat Ibbotsson som anser att fem index är fullt tillräckligt för att förklara en fonds investeringsstil.⁵⁵



Figur 4.1 Aktieindexklasser

Källa: Sharpe "Asset allocation: Management Style and performance measurement", Journal of Portfolio Management, Winter 1992, no 18 s. 7-19

⁵¹ Beutow, Johnson & Runkle, "The inconsistency of return-based style analysis", Journal of Portfolio Management, Spring 2000 s. 61-77

⁵² Sharpe, "Asset allocation: Management Style and performance measurement", Journal of Portfolio Management, Winter 1992, no 18, s. 7-19

⁵³ Beutow, Johnson & Runkle, "The inconsistency of return-based style analysis", Journal of Portfolio Management, Spring 2000 s. 61-77

⁵⁴ Sharpe, "Asset allocation: Management Style and performance measurement", Journal of Portfolio Management, Winter 1992, no 18, s. 7-19

⁵⁵ Cummisford & Lummer, "Controlling the limitations of style analysis", Journal of Financial Planning 9, no. 5, October 1996, s. 70-76

4.1.1.2 Stilindex

Genom att använda avkastningsbaserad stilanalys över fondens historiska investeringsstil kan ett generiskt stilindex skapas. Detta stilindex kan sedan användas för att mäta portföljens avkastning och förvaltarens prestation mer effektivt och rättvist än vad man kan göra med ett jämförelseindex som fondbolaget själva valt. Stilindexet kan sedan beräknas rullande över tiden för att på så sätt fånga upp eventuella förändringar i investeringsstilen.

Valet av antalet perioder samt periodernas längd som används vid beräkning av stilindex skiljer sig åt mellan olika teoretiker. Sharpe använder sig till exempel av 60 perioder där varje period innefattar en månad vid sina beräkningar av stilindex.⁵⁶ Samtidigt framhåller han att det går att använda vecko- eller dagsdata vilket dock kan medföra störningar på grund av tillfälliga avvikelser i avkastningen⁵⁷. Det kan finnas fördelar med att använda dagsdata i form av ökad statistisk säkerhet vilket påpekas av Lobosco (1999) där han visar på att variationen i resultatet blir mindre i de fall då dagsdata används.⁵⁸

4.2 TILLVÄXT & VÄRDE

En viktig utveckling under de senaste åren inom aktiv portföljhantering har varit den om portföljstrategier baserade på olika investeringsstilar. Speciellt på den amerikanska marknaden har utvecklingen av investeringsstil som portföljstrategi haft ett genombrott där fondförvaltare marknadsför sig själva som tillväxt- eller värdeförvaltare.

Vid en jämförelse mellan en värde- och tillväxtförvaltare ser vi att de är fokuserade på olika delar av P/E-talet (4) när de tar beslut om vilka aktier som ska ingå i fonden.

P/E-tal = Aktiepris / Vinst per aktie (4)

En förvaltare som fokuserar på tillväxt lägger stor vikt vid nämnaren av P/E-talet. Det han framförallt intresserar sig för är vinsten per aktie och de faktorer som påverkar vinsten samt företag med en hög förväntad vinsttillväxt i framtiden. En förutsättning för att strategin skall fungera är att P/E-talet förblir konstant till dess att den ökade tillväxten är ett faktum och aktiepriset korrigeras.

En värdefokuserad förvaltare däremot ser mer till täljaren av P/E-talet där han lägger stor vikt vid aktiepriset. Istället för att se till den nuvarande vinsten och faktorer som påverkar dess tillväxt, bygger värdestrategin på en övertygelse om att priset är lågt vilket är en förutsättning för att han skall köpa aktien. Ett annat antagande han gör är att P/E-talet ligger under sitt rätta värde vilket kommer att korrigeras av marknaden genom att värdet för aktien stiger.⁵⁹

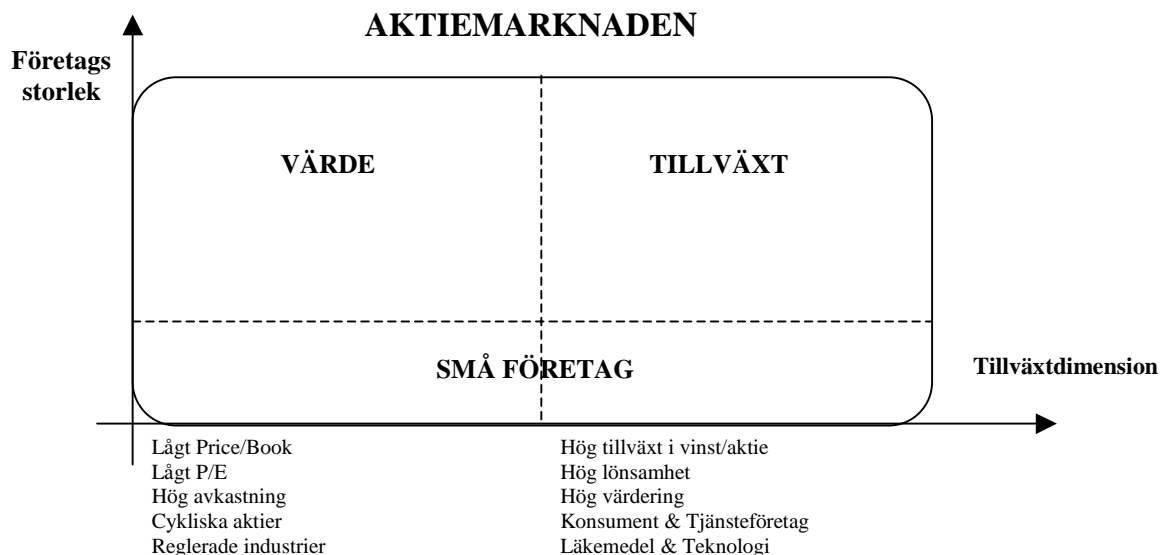
⁵⁶ Sharpe, "Asset allocation: Management Style and performance measurement", Journal of Portfolio Management, Winter 1992, no 18, s. 7-19

⁵⁷ www.stanford.edu, "Setting the record straight on Style Analysis", 2002-05-06

⁵⁸ Lobosco, "Style/Risk-Adjusted Performance", Journal of Portfolio Management, 1999, no. 25 s. 65-69

⁵⁹ Brown & Reilly, (2000), s. 910

Om vi summerar vårt resonemang om tillväxt- och värdeförvaltare kan vi säga att tillväxtförvaltare fokuserar på företagets nuvarande och framtida situation i ekonomin utan större hänsyn tagen till företagets värde. En värdeförvaltare däremot fokuserar mer på aktiepriset och en möjlig korrigerande av detta. Detta innebär att dessa två kategorier reagerar olika beroende av det marknads läge som råder. Tillväxtaktier är mer volatila än värdeaktier vilket innebär en större uppgång i ett positivt marknads läge samt en större nedgång i ett negativt marknads läge.



Figur 4.2 Aktiemarknadsindelning med avseende på värde- och tillväxtaktier
Källa: Brown & Reilly, (2000), s. 910

För att på ett enkelt sätt kunna göra en indelning mellan värde- och tillväxtaktier används oftast olika nyckeltal vilka beskrivs i figur 4.2 ovan. Sharpe föreslår att en indelning sker med hjälp utav Price to Book (Pris/Bokfört värde) där bolagen delas upp i två lika stor delar utefter deras P/B-tal. De bolag med högt P/B-tal betecknas därefter som tillväxtbolag och följaktligen betecknas de med lågt P/B-tal som värdebolag.⁶⁰ I Figur 4.2 kan även utläsas vilka branscher som kan kopplas till värde- respektive tillväxtaktier.

4.3 KRITIK MOT AVKASTNINGSBASERAD STILANALYS

Fram till nu har vi lyft fram fördelar med avkastningsbaserad stilanalys men precis som alla finansiella modeller kan även denna modell kritiseras.

En av förutsättningarna för att kunna genomföra en avkastningsbaserad stilanalys är att de index som speglar respektive tillgångsklass motsvarar hela det universum av möjliga investeringar som förvaltaren har att röra sig inom. Om fondförvaltaren investerar i tillgångar som ej täcks in av stilanalysens index kan utfallet av fondens investeringsstil bli snedvridet då exponeringen mot något av de index som används därmed ökar.

⁶⁰ www.stanford.edu, "International Style indexes" 2002-05-01

Vilket index som väljs att representera en tillgångsklass kan även ha stor betydelse. Även om två index skall representera samma tillgångsklass och dessutom har hög korrelation kan det ha betydelse vilket som väljs för stilanalysens utfall. Detta kan bero på vilket sätt som indexen konstrueras samt att de ombalanseras vid olika tidpunkter.⁶¹

I de fall där indexen bygger på nyckeltal kan det uppstå missförstånd om vilken strategi en förvaltare verkligen använder sig av då definitionen för värde och tillväxtaktier kan skifta. Sharpe använder sig av pris/bokfört värde för att dela upp aktier i tillväxt och värde, men skulle fondförvaltarna använda sig av något annat nyckeltal eller definition för värde och tillväxt kan stilanalysen ge ett något annorlunda utfall.⁶²

I de fall då stilanalysen används för att skapa ett stilindex kan det vara ett problem om det i undersökningen används en undersökningsperiod på 5 år. Problemet uppstår i de fall då investeringsstilen förändras under de senaste sex månaderna vilket inte ger något större utslag på grund av att 4,5 år fortfarande har den gamla investeringsstilen. Samtidigt kan detta trögrörliga index vara positivt då tillfälliga förändringar inte får något större utslag.⁶³ Men i de fall då syftet är att studera förändringar i investeringsstilen bör om möjligt ett tätare intervall, exempelvis veckodata, användas vid genomförandet av analysen.

4.4 INDEX

Ordet index, som kommer från latinets och ursprungligen betyder visare, används i ekonomiska sammanhang för att beräkna en marknads totala avkastning över en vald tidsperiod. Indexet kan sedan tillämpas på olika sätt. Fem specifika områden kan speciellt urskiljas vid användning av index.

För att utvärdera en portföljförvaltares prestation i jämförelse med ett index

För att tillverka och övervaka en indexfond

För att mäta marknadens avkastning i ekonomiska studier

För att förutse framtida marknadsrörelser

För att representera marknadsportföljen av riskfyllda tillgångar när den systematiska risken av en tillgång beräknas

I det sammanhang som vi avser att använda index så handlar det om att visa en grupp av tillgångars historiska avkastningsutveckling. De index som väljs att representera en viss grupp av tillgångar kan sedan användas för att urskilja en fondförvaltares investeringsstil samt dess prestation. För att koppla det till de fem användningsområdena av index så motsvarar denna undersökning område 1 och 3. Vid en beskrivning av statistiska uppgifter som visar utvecklingen under en tidsperiod så talar vi om en indexserie⁶⁴, vilket i vår undersökning sträcker sig från 1996-12-31 till och med 2001-12-31.

⁶¹ Lee, "Style analysis and property fund performance", Academic papers, The University of Reading December 1998, s. 145-155

⁶² Beutow, Johnson & Runkle, "The inconsistency of return-based style analysis", Journal of Portfolio Management, Spring 2000 s. 61-77

⁶³ Jay, Mayes & Thurnston, "A return-based style analysis examination of asset classes", Journal of Financial Planning, Aug 2000 s. 1-11

⁶⁴ Körner & Wahlgren, (1996) s.127

4.4.1 Beräkningsmetoder för index

Index kan konstrueras genom att undersöka hela populationen alternativt delar av populationen som väljs ut slumpmässigt eller med hjälp av någon selektionsteknik. Vidare skall varje indexmedlems vikt bestämmas vilket i ett aktieindex innebär vilken vikt en aktie skall erhålla i detta index. Det finns tre huvudmetoder vilka används vid viktning av en indexmedlem, *prisviktat*-, *värdeviktat*- samt *oviktat* index.

Ett *prisviktat* index konstrueras genom att det rådande priset på de aktier som innefattas i indexet summeras och sedan divideras med antalet aktier. Ett problem med denna metod är att en akties vikt är beroende av dess pris. Detta medför att en 10% förändring av aktiepriset i en aktie med ett ursprungligt högt pris leder till en större förändring i indexet än om en aktie vars ursprungliga pris är lågt förändras med 10%. Ett index som använder sig av denna metod är Dow Jones Industrial Average (DJIA).

Ett mer använt och för vår undersökning mer rättvisande index är ett index som viktas utefter indexmedlemens värde i indexpopulationen. Detta *värdeviktade* index konstrueras genom att varje företag som ingår i indexet viktas utefter dess marknadsvärde, det vill säga antal utestående aktier multiplicerat med det rådande marknadspriset för dessa aktier. Detta medför att en akties individuella betydelse i indexet är beroende av denna akties marknadsvärde. Indexförändring beräknas sedan utefter förändringar i marknadsvärde hos de aktier som ingår i indexet. Exempel på värdeviktade index är S&P 500, Nasdaq och svenska AFGX.

Slutligen används även index som konstrueras efter principen att alla aktier har samma vikt oberoende av dess pris eller marknadsvärde. Indexförändringar beräknas i detta *oviktade* index genom den procentuella förändringen av priset eller marknadsvärdet på aktierna som ingår i indexet. Detta index kan vara av värde för en investerare som investerar lika mycket pengar i varje aktie som ingår i detta index.⁶⁵

Vad som även bör nämnas, vilket är av stor betydelse för undersökningen i detta arbete, är vikten av att ombalansera ett index då olika index har för avsikt att täcka in olika områden. Exempelvis kan ändamålet vara att följa utvecklingen av alla småbolag vilka har ett marknadsvärde som understiger ett visst värde. Då företagets värde förändras uppstår felaktigheter om inte en ombalansering görs av indexet. Ett index som ej ombalanseras kan i slutändan innehålla ett stort antal bolag där värdet stigit långt över gränsvärdet för småbolag vilket innebär att indexet ej längre representerar småbolagsaktier. Dessa ombalanseringar görs med olika tidsintervall i olika index, vanligen görs detta på halvårsbasis.⁶⁶

⁶⁵ Brown & Reilly, (2000), s. 154-162

⁶⁶ www.six.se

5 EMPIRISK METOD

Detta kapitel ämnar förtydliga det underlag som ligger till grund för undersökningarna vilka presenteras i nästföljande kapitel. Underlaget innefattar såväl urval som hur den insamlade datan behandlats.

5.1 VAL AV FONDER

Då detta arbete inriktar sig på att undersöka den svenska marknaden har Sverigefonder där fondbolaget är allokerat i Sverige valts som undersökningsobjekt. Fonderna har valts utefter Morningstars indelning i Sverigefonder stora bolag. Kriterierna för att ingå i denna kategori är att 80% av innehålllet i portföljen skall vara svenska företag samt att mer än 50% av fondens innehav skall vara placerat i stora bolag. Stora bolag innebär enligt Morningstars indelning de 5% av bolagen på Stockholmsbörsen med störst marknadsvärde. Indelningen i kategorier är enligt Jonas Lindmarker på Morningstar svår att göra och därför också mycket debatterad. Att en Sverigefond måste innehålla 80% Sverige kan tolkas på många sätt. Vilka bolag räknas som svenska i denna indelning? Är det de vars huvudkontor respektive juridiska hemvist är i Sverige eller är det de med sin huvudverksamhet i Sverige? Morningstar har valt att göra indelningen efter om företaget är börsnoterat på den svenska marknaden vilket är en indelning som stämmer bra överens med vår undersökning då detta innebär att våra valda svenska index också representerar åtminstone 80% av fondernas innehav.^{67 68}

Förutom kriterierna som Morningstar har utvecklat för att en fond skall tillhöra kategorin Sverigefonder stora bolag har författarna även infört egna kriterier. Då undersökningsperioden baseras på perioden 1996-12-31 till 2001-12-31 krävs det att fonderna har en historik under denna period. Ett annat krav för att ingå i denna undersökning har varit att fonden ej får ha fusionerats med någon annan fond under undersökningsperioden. Detta för att undvika att fondens investeringsstil/placeringsinriktning ändrats på grund utav denna fusion. Etiska fonder har även de utgått av olika anledningar. De etiska fonderna har inte en möjlighet att använda sig av hela det investeringsuniversum av aktier som innefattas på Stockholmsbörsen varför deras investeringsstil kan vara beroende av de restriktioner deras etiska inriktning medför. Dessutom finns det inget jämförelseindex som motsvarar denna inriktning varför chansen att välja ett rättvisande jämförelseindex försvinner. Samma resonemang gäller för en exportfond som även den exkluderats från urvalet. En del allemansfonder har vi även valt att utesluta då vissa fondbolag har mer än en allemansfond med exakt samma placeringsinriktning och avkastning på en femårsperiod. Endast en av dessa har då valts att ingå i urvalet. Detta gäller även ett par ideella fonder vars inriktning var exakt samma som deras Sverigefond med den skillnaden att en viss procentsats delades ut till välgörande ändamål. Slutligen har Luxemburgbaserade fonder också valts att uteslutas från denna undersökning med motiveringen att skattereglerna ej är desamma som de svenska vilket innebär annorlunda utdelningsnormer.

Kvar att undersöka, vilka motsvarar de för undersökningen uppsatta kriterierna, är 22 fonder vilka presenteras närmare i kapitel 7.

⁶⁷ Telefonsamtal med Jonas Lindmarker, Redaktör, Morningstar, 2002-05-13

⁶⁸ www.morningstar.se

5.1.1 Fondkurser

I de fall där vi undersöker fondernas investeringsstil har vi valt att enbart se till fondernas avkastning på veckobasis utan återlagd utdelning. Detta för att erhålla ett mer rättvisande resultat då indexen som motsvarar respektive tillgångsklass ej beaktar den avkastning aktieägarna erhåller i form av utdelning.

Utdelningen har dock betydelse då vi utvärderar fondernas prestation gentemot deras jämförelseindex varför vi då väljer att använda oss utav fondkurser där utdelningen är återlagd.

5.2 VAL AV TILLGÅNGSKLASSER

Vid utförandet av en stilanalys används index för att motsvara en viss tillgångsklass utveckling vilket tidigare beskrivits i teorikapitlet (se 4.1.1.1). De index som valts ut av författarna samt den tillgångsklass var och en av dessa representerar kan ses i tabell 6.1. De index som representerar respektive tillgångsklass beskrivs och motiveras i den efterföljande texten.

TILLGÅNGSKLASS	INDEX
Stora värdebolag (Sverige)	Stora bolag Värde
Stora tillväxtbolag (Sverige)	Stora bolag Tillväxt
Mellanstora bolag (Sverige)	Carnegie Mid capitalization
Små bolag (Sverige)	Carnegie Small capitalization
Nordamerika	MSCI North America
Asien (inkl. Australien & Nya Zeeland)	MSCI Asia Pacific
Europa	MSCI Europe
Kortsiktiga räntebärande papper	OMRX Treasury Bill
Medel/Längsiktiga räntebärande papper	OMRX Bond

Tabell 5.1 Index för tillgångsklasser

Källa: Författarna

5.2.1 Svenska aktieindex

För att täcka hela Sveriges investeringsuniversum av noterade aktier samt att inga aktier finns i mer än en kategori har Carnegies Svenska index valts över hela linjen. Dessa index är uppdelade i stora bolag, mellanstora bolag samt små bolag. Indexen är förmögenhetsviktade och innehåller endast bolag med säte i Sverige.

Bolagens börsvärde beräknas genom att totala antalet stamaktier multipliceras med senaste betalkurs för det aktieslag som svarar mot den största andelen av bolagets aktiekapital. I de bolag där det största aktieslaget har låg likviditet, eller två aktieslag har samma andel av aktiekapitalet skall det mest omsatta aktieslaget användas.

Börsvärdet jämförs sedan med två gränsvärden och de bolag som har ett börsvärde vilket understiger det nedre gränsvärdet ingår i småbolagsindexet medan de bolag som har ett börsvärde mellan det nedre och det övre gränsvärdet ingår i indexet för mellanstora bolag.

De bolag som har ett börsvärde överstigande det övre gränsvärdet ingår således i indexet över stora bolag.⁶⁹

För att kunna uppnå vårt undersökande syfte i uppsatsen krävs det dessutom att vi delar Carnegies index över stora bolag i ett värde- och tillväxtindex. Då denna indelning inte finns över den svenska marknaden idag har vi valt att konstruera dessa index på egen hand.

5.2.1.1 Konstruktion av Värde- och Tillväxtindex

För att lättare kunna förstå de egenskaper och det innehåll som de index vi själva konstruerat besitter redovisar vi nedan de beräkningsmetoder och antaganden som gjorts vid konstruktionen.

Ett problem vid uppdelningen av Carnegies index över stora bolag var att detta index inte innefattar bolag som är noterade på den svenska börsen med säte i annat land såsom Nokia, Astra Zeneca, Stora Enso samt Pharmacia Upjohn. Då dessa räknas som Svenska bolag i Sverigefonderna både enligt fondbolagen och Morningstar måste dessa inkluderas i indexet över stora bolag för att hela Stockholmsbörsens och därmed fondbolagens investeringsuniversum skall täckas in. Detta innebär att ett nytt index för stora bolag måste konstrueras där alla bolag på Stockholmsbörsen ingår utefter de gränsvärden som Carnegies storbolagsindex baseras på. Detta säkerställer att inga av bolagen ingår i Carnegies index för mellanstora- och små bolag. Utifrån detta index som konstruerats för att motsvara stora bolag har sedan ett värde- och tillväxtindex gjorts.

Gränsvärden

Gränsvärdena för indexet över stora bolag har beräknats med två olika basdagar. Första basdagen baseras på AFGX indexvärde 940630 (100) vilket uppräknas med AFGX indexutveckling och sedan multipliceras med gränsvärdet på basdagen vilket är 7 miljarder kronor. Den andra basdagen är 990630 (100) där basdagen baseras på Carnegies Svenska Total Index. Detta uppräknas sedan med Carnegies Svenska Total Index utveckling och multipliceras med gränsvärdet på den nya basdagen vilket stigit till 19,756 miljarder kronor.⁷⁰

Population

Varje kvartal under femårsperioden 961231-011231 har indexrapporter från Affärsvärldens General Index (AFGX) genomförts för att erhålla de bolag som har ett marknadsvärde vilket överstiger gränsvärdena vid respektive kvartal. Anledningen till att detta görs varje kvartal är för att undvika att vissa bolag innefattas i mer än ett index. Att göra detta kvartalsvis överensstämmer även med regelverket för Carnegies index där indexpopulationen ombalanseras kvartalsvis (genom beräkningar den sista börsdagen i mars, juni, september och december) vilka påverkar indexpopulationen från och med kommande börsdag.⁷¹ Indexpopulation i AFGX består av samtliga bolag som är inregistrerade på Stockholmsbörsens A- och O-lista vilket innebär att alla stora bolag går att finna i detta index. Regelverket för AFGX är för övrigt detsamma som för Carnegies index med den skillnaden att det inte delas upp i tre olika index efter storlek.

⁶⁹ www.six.se "Regelverk för Carnegies Nordiska Index"

⁷⁰ Ibid

⁷¹ Ibid

Ett problem har dock varit att AFGX inledningsvis endast omfattade A-listan, men på grund av att vissa företag med H&M i spetsen bytte från A-listan till O-listan av skattetekniska skäl under 1997 innefattades även O-listan från och med den 1 Januari 1998. Detta medför att H&M inte innefattas i AFGX de två sista kvartalen under 1997 samt det första kvartalet 1998. Vid konstruktionen av våra index har H&M lagts till under dessa perioder. Securitas som även de gjorde ett listbyte från A-listan till O-listan för att sedan byta tillbaka har lagts till första kvartalet 1998 då de översteg gränsvärdet för denna period. De bolag som överstiger gränsvärdena vid respektive kvartal kommer därmed att utgöra underlaget till indexet för stora bolag. Det finns dock ett undantag då Trygg Hansa under ett kvartal 1998 översteg gränsvärdet och det tyvärr inte finns några data att tillgå från detta företag. Därför har vi valt att utesluta denna aktie från våra index.

I de fall då företag blivit uppköpta eller köpt upp andra företag har vi i vårt urval uteslutande använt oss av den population som finns att återfinna i AFGX indexrapporter för undersökningsperioden. Genom detta har vi kunnat säkerställa att populationen i indexen består av för perioden korrekta företag och data.

Värde eller tillväxt

Den population över stora bolag som beräknas enligt ovanstående metod delas därefter in i två grupper bestående av värde- och tillväxtbolag. Indelningen sker utefter Sharpes direktiv där de bolag med de 50% högsta P/B-talen placeras i en tillväxtgrupp och de bolag med de 50% lägsta P/B-talen placeras i en grupp med värdebolag (se 4.2). Ett problem som kan uppstå vid indelningen i värde- och tillväxtbolag är i de fall då bolagen som ingår i undersökningen i större utsträckning består av exempelvis värdebolag (kännetecknat av ett lågt P/B-tal). Detta kan innebära att de kan komma att betecknas som tillväxtbolag trots att de är mer jämförbara med ett värdebolag vilket uppstår på grund av att populationen hela tiden delas på mitten utefter P/B-tal. I denna undersökningen finns det en viss tendens att det finns fler värdebolag än tillväxtbolag i urvalsgruppen under undersökningsperiodens inledande år. Detta ändras dock under undersökningsperiodens gång till att bestå av en relativt klar indelning i värde- och tillväxtbolag motsvarande ovan nämnda indelning.

De P/B-tal vi använder oss av vid indelningen i värde- och tillväxtbolag har företrädesvis hämtats i Bloombergs databas. I de fall då informationen varit otillräcklig har vi tvingats att själva räkna fram P/B-talen med hjälp av företagets årsredovisningar och det för dagen aktuella aktiepriset. För att säkerställa att de båda källorna genererar likvärdiga nyckeltal har vi uteslutande använt oss av Bloombergs tillvägagångssätt för att räkna fram P/B-talen.

Justering för 10%-regeln

När indelningen är gjord skapas ett värde- och ett tillväxtindex genom att avkastningen för bolagen viktas in i indexet med hjälp av marknadsvärdet, se ekvation (5) nedan. Här uppstår dock ett problem då de värdepapperslagar som reglerar fonders innehav begränsar fondens möjlighet att investera i ett enskilt bolag till max 10%. Problemet består i att exempelvis Ericsson under hela undersökningsperioden överstiger denna andel varvid en jämförelse med ett index utan justering för 10%-regeln inte blir rättvisande. Justeringen för 10%-regeln har gjorts genom att marknadsvärdet för indexen justeras ned till 10% nivån. Detta medför att aktiens avkastningen representeras av en mindre andel i indexet och därför på ett mer rättvist sätt speglar fondernas investeringsmöjligheter.

Ombalansering

Eftersom aktiepriset och därmed också marknadsvärdet ändras över tiden så krävs det att indexet ombalanseras för att korrigera för dessa förändringar. Vid skapandet av våra värde- och tillväxtindex har vi valt att ombalansera indexen varje kvartal för att korrigera för förändringarna i marknadsvärdet. Detta överensstämmer med när ombalanseringen sker i Carnegies mellan- och småbolagsindex. Den vikt som erhålls efter ombalanseringen används sedan under det kommande kvartalet vilket kan innebära små felaktigheter i indexen vid stora kursförändringar inom indexpopulationen mellan kvartalen. Alternativet för att undvika dessa små felaktigheter hade varit att varje dag ombalansera indexet och därmed justera för eventuella förändringarna i marknadsvärdet. Dessa små felaktigheter har valts att inte justeras då de får betecknas ha liten betydelse för undersökningens utfall. Dessutom hade det inte varit praktiskt genomförbart med den tidsbegränsning och med de resurser som står till vårt förfogande.

Beräkningsformel

För att uppfylla ovanstående krav och beräkna ett värde- och tillväxtindex har nedanstående beräkningsformel använts, vilken utgår från SIX modell för Carnegies Total Index beräkningsprinciper.

$$\text{Indext} = (\text{Summa (At*Kt)}/\text{Summa (At-1*Kt-1)}) * \text{Indext-1} \quad (5)$$

Indext = Indexvärde idag

At = Bolagets totala antal aktier idag

Kt = Betalkursen för bolagets största aktieserie idag

At-1 = Bolagets totala antal aktier igår

Kt-1 = Betalkursen för bolagets största aktieserie igår

Indext-1 = Indexvärde igår

Summorna löper över alla i indexpopulationen ingående aktier

5.2.2 Utländska aktieindex

För att täcka de 25% som Sverigefonderna har möjlighet att investera i räntebärande papper eller utländska aktier enligt värdepapperslagen har två tillgångsklasser för räntebärande papper lagts till (se 5.2.3) samt tre för den utländska aktiemarknaden.

Genom att välja Nordamerika, Europa samt Asia Pacific vid val av tillgångsklasser anser vi att fondernas utländska aktieinnehav rimligtvis bör vara täckta. De indexen som har valts för att representera dessa tillgångsklasser är MSCI North America, MSCI Europe samt MSCI Asia Pacific.

Dessa index konstrueras genom att alla aktier i respektive land som ingår i indexet identifieras och organiseras efter olika industrigrupper. Inom varje grupp görs sedan ett urval av vilka aktier som skall ingå i indexet. Detta urval är bland annat baserat på företagets storlek samt deras kortsiktiga och långsiktiga volym. Utefter dessa kriterier väljs sedan 60% av aktierna inom varje industrigrupp för att representera landets index. Dessa aktier viktas sedan efter marknadsvärde vilket medför att varje lands vikt i indexet är proportionellt till dess vikt i det totala investerbara universumet.

MSCI Europe innefattar de 16 mest utvecklade marknaderna i Europa. I detta indexet ingår även Sverige vilket dock har en så liten del i detta index att det inte skall ha någon avgörande betydelse. MSCI beräknar även ett Europaindex där Sverige är exkluderat vilket vi dock ej kan använda då det inte sträcker sig ända tillbaka till undersökningens början (970101).

MSCI Asia Pacific innefattar 12 asiatiska länder samt Australien och Nya Zeeland och MSCI North America innefattas av USA och Kanada.⁷²

5.2.3 Ränteindex

För att vi på ett rättvist sätt ska kunna visa fondförvaltarnas investeringsmöjligheter så krävs det även att vi kan återspegla ränteutvecklingen för några av de ledande marknadsräntorna. Istället för att välja en specifik ränta har vi valt att spegla ränteutvecklingen med hjälp av två ränteindex med olika duration för att på så sätt täcka in fondförvaltarnas investeringsmöjligheter.

Valet av index föll på två OMRX index som ingår i en familj av åtta ränteindex på Stockholmsbörsen. Indexen visar värdeutvecklingen för en viss typ av passivt förvaltd portfölj av likvida svenska räntebärande värdepapper. Detta gör att indexen kan utgöra ett mätinstrument för utvärdering av den del av portföljen som innehåller räntebärande papper.

De två index som vi ämnar att använda i undersökningen är OMRX T-bill och OMRX Bond. OMRX T-bill är ett index för av Riksgäldskontoret emitterade statsskuldväxlar och har en duration på mellan 0,3 till 0,5 år. Genom detta index hoppas vi kunna täcka in de investeringar som sker på kort sikt i räntebärande papper. Resterande ränteförändringar täcks in genom att vi använder oss av OMRX Bond index som är ett index bestående av statsobligationer och bostadsobligationer emitterade av Riksgäldskontoret och bostadsinstituten och där durationen är mellan 3,5 till 4 år.⁷³

5.3 FONDERNAS JÄMFÖRELSEINDEX

För att senare i arbetet utvärdera fondernas val av jämförelseindex presenterar vi här information om de index som fonderna använt sig av under femårsperioden. Fonderna i urvalet har valt olika index som jämförelseindex. Merparten har dock valt SIXPX eller SIXPRX som jämförelseindex. SBX Cap, AFGX samt SAX index är andra index som förekommer, dock används de endast av en fond per index. Det finns även tre fonder där en kombination av två index används som jämförelseindex. Alla tre använder sig av en kombination av SIXPX och MSCI World. SIX AB beräknar alla dessa index förutom SAX som beräknas av Stockholmsbörsen och MSCI World som beräknas utav Morgan Stanley. Nedan presenteras vad som ingår i dessa index som fonderna valt som jämförelseindex.

⁷² www.msci.com, 2002-05-20

⁷³ www.stockholmsborsen.se, 2002-05-20

AFGX "Affärsvärldens Generalindex": Detta index består av alla aktier vilka är noterade på Stockholmsbörsen. Har gjorts med utgångspunkt för att spegla marknadsutvecklingen av bolag på Stockholmsbörsens A- och O-lista.

SIXPX "SIX Portfolio Index": Detta index är detsamma som AFGX med den skillnaden att detta index även tar hänsyn till att inget bolag får väga mer än 10% i indexpopulationen.

SIXPRX "SIX Portfolio Return Index": Samma som SIXPX med den skillnaden att detta index förutom 10%-regeln även tar hänsyn till den avkastning aktieägarna erhåller i form av utdelning. Dessa utdelningar återläggs i detta index.

SBXCAP "Stockholmsbörsens Benchmark Index": Detta index består utav 80% av börsvärdet för respektive bransch på den svenska marknaden utefter Stockholmsbörsens branschindelning. Tar även hänsyn till 10%-regeln samt att utdelningar återinvesteras i indexet.

SAX "Stockholmsbörsen All-Share Index": Detta index består liksom AFGX av alla aktienoterade bolag på Stockholmsbörsens A- och O-lista. Några smärre skillnader mellan AFGX och SAX finns dock som att SAX beräknar senaste kurs medan AFGX beräknar köpkurs på aktierna som ingår i dessa index.

MSCI World Index: Detta index är utvecklat för att mäta den globala marknadsutvecklingen. I detta index ingår 23 index vilka var och en motsvarar de 23 mest utvecklade länderna i världen.

Vad som även bör nämnas här är att vissa av dessa index inte funnits över den femårsperiod som undersöks i detta arbete. Indexen som är mer fondanpassade med hänsyn tagen till 10%-regeln och även återjusterad utdelning började först beräknas under 1999. Fonderna som idag använder dessa använde alla tidigare AFGX som jämförelseindex. Dessutom har fonderna som idag använder sig av kombinerade index tidigare endast använt AFGX för att sedermera övergå till en kombination av SIXPX och MSCI World. Denna övergång har skett i etapper där MSCI World's procentsats ökat med tiden vilket därmed minskat SIXPX andel.^{74 75 76}

⁷⁴ www.six.se

⁷⁵ www.stockholmsborsen.se

⁷⁶ Telefonsamtal med förvaltare eller övriga ansvariga för respektive fond i undersökningen, 020500-020530

6 UNDERSÖKNING

I detta kapitel kommer vi att redogöra för de frågeställningar som ligger till grund för undersökningarna som utförs i nästföljande kapitel. Dessutom testar vi de tillgångsklasser, modeller och data som vi använder i undersökningen för att på så sätt säkerställa undersökningarnas tillförlitlighet.

6.1 ANGREPPSSÄTT

För att vi på ett effektivt sätt ska kunna uppnå uppsatsens syfte kommer vi att dela in undersökningen i tre delar. Undersökningarna har det för uppsatsen gemensamma syftet att utvärdera om informationen som fondbolagen delger i form av placeringsinriktning och jämförelseindex är tillförlitlig samt tillräcklig. Detta kommer att utföras genom att undersöka de utvalda Sverigefondernas innehåll med hjälp av avkastningsbaserad stilanalys.

Undersökning 1

- *Är den information som fondbolagen förmedlar i form av placeringsinriktning och jämförelseindex tillförlitlig?*
- *Är den information som förmedlas genom placeringsinriktning och jämförelseindex tillräcklig för en fondsparare att grunda sin investering på?*

För att kunna svara på detta utför vi en avkastningsbaserad stilanalys (se 4.1.1) på fondernas och jämförelseindexens historiska innehåll. Därefter analyseras eventuella avvikelser mellan dessa samt om fondernas innehåll överensstämmer med deras placeringsinriktning.

Undersökning 2

- *Är de av fondbolagen valda jämförelseindexen tillräckliga och rättvisande för att bedöma de utvalda fondernas prestation?*

För att bedöma detta har först fondernas avkastning jämförts med respektive jämförelseindex avkastning. Därefter har fondernas avkastning satts i jämförelse med respektive stilindex (se 4.1.1.2) vilket konstruerats utefter investeringsstilen som erhöles i undersökning 1. Genom detta kan vi utläsa om fonderna presterat lika bra/dåligt om de jämförts mot sin historiska investeringsstil, för att på så vis utvärdera om det är tillräckliga och rättvisande index som fonderna jämför sig själva emot.

Undersökning 3

- *Förändras investeringsstilen över tiden som en följd av marknadsläget och/eller tidigare avkastning?*

För att kunna bedöma detta har vi satt hela fondgruppens genomsnittliga investeringsstil över tiden i relation till marknadens utveckling, för att på så vis utvärdera om det finns tendenser till förändring utefter marknadsläget.

Vid bedömning av investeringsstilens förändring över tiden utefter tidigare avkastning har de fem bäst respektive sämst presterande fonderna under undersökningsperiodens första två år undersökts. Genom att följa respektive grupps investeringsstil har vi för avsikt att försöka utläsa om förändringar görs och om det kan bero på den tidigare avkastningen.

6.2 BERÄKNINGAR

De beräkningar som krävs för att utföra arbetets tre undersökningar har uteslutande utförts i Excel. Beräkningarna vi gör är baserade på regressioner vilka kan utföras med eller utan restriktioner. I de fall då regressionerna genomförs utan restriktioner ger resultatet koefficienter som är negativa samtidigt som summan av de samma överstiger 100%. Detta antyder att fondförvaltarna har möjlighet att ha ett negativt innehav i vissa tillgångar samtidigt som det går att belåna tillgångarna i portföljen. Inget av dessa alternativ är idag möjligt för de fonder som ingår i vårt urval. Med anledning av detta och Sharpes rekommendation har vi valt att utföra regressioner med restriktioner (se 4.1.1). Restriktionerna kräver att beräkningarna sker genom kvadratisk programmering vilket utförts med hjälp av problemlösarfunktionen i Excel.

6.3 UNDERSÖKNINGSPERIOD

Vid val av undersökningsperiod är det viktigt att perioden innefattar alla de möjliga utfall som kan ha betydelse för undersökningens resultat och slutsatser. Som Bauman och Miller uttrycker det så bör undersökningen vara minst över en aktiemarknadscykel för att fondprestationen skall kunna utvärderas. Cykelns längd kan dock variera men det krävs att den innefattar både en uppgång och en nedgång. En lång undersökningsperiod motiveras då med att fondinvesteringarna i regel har lång investeringshorisont, och att mätperioden bör harmonisera med investeringshorisonten.⁷⁷ Med anledning av ovanstående resonemang har vi valt att använda tidsperioden mellan den första Januari 1997 och den sista december 2001.

6.4 UNDERSÖKNINGENS TILLFÖRLITLIGHET

För att läsaren skall kunna skaffa sig en uppfattning om tillförlitligheten av de i arbetet utförda undersökningarna och slutsatserna som baseras på dessa presenteras här test på våra modeller och statistiska data. Dessutom testas vi indexen som valts till att representera de nio tillgångsklasserna samt diskuterar eventuell survivorship bias i urvalet.

6.4.1 Tillgångsklassernas index

För att bättre säkerställa att de i undersökningen använda indexen representerar den tillgångsklass de skall ha dessa undergått en test. Dessutom erhålls genom detta en indikation på om stilanalys modellerna som utformats i Excel ger ett tillförlitligt resultat. Detta har gjorts genom att välja ut en fond som motsvarar varje tillgångsklass för att på så vis se om deras exponering mot denna tillgångsklass utgör den dominerande delen av dess investeringsstil.

⁷⁷ Baumann & Miller, "Can managed Portfolio Performance be Predicted", Journal of Portfolio Management, Summer 1994, s. 30

För detta ändamål har vi valt en SEB fond för varje tillgångsklass då deras utbud innehåller en fond från varje klass. Det skall dock nämnas att värde och tillväxtfonder, efter den uppdelning vi gör i detta arbete, inte finns varför dessa tillgångsklasser ej kan testas på detta vis. En visuell illustration av de utförda testerna kan ses i bilaga A.

Asien samt Australien & Nya Zeeland (MSCI Asia Pacific)

SEB Pacificfond skall enligt sin placeringsinriktning placera i aktier i Asien, Australien och Nya Zeeland vilket även bekräftas av resultatet som vår stilanalys utvisar. Enligt stilanalysen har fonden under perioden 1996-12-31 till 2001-12-31 innehållit ca 60% aktier från Asia Pacific området. Detta får anses som bra då vi endast har ett index för Asia Pacific området där ingen mer ingående uppdelning görs då undersökningen inte har fokus på denna marknaden. Därmed anser vi att MSCI Asia Pacific väl motsvarar sin tillgångsklass.

Europa (MSCI Europe)

SEB Europafond placerar i europeiska aktier vilket även här kan bekräftas av stilanalysen. Dock är procentsatsen för Europa något låg över perioden (48%) vilket kan förklaras med att Sverige även ingår i Europa varför visst utslag även ges mot svenska index i denna stilanalys. Exponeringen mot Europa är ändå så pass hög att vi kan hävda att MSCI Europe väl motsvarar sin tillgångsklass med åtanke på att vi endast har ett index för hela den Europeiska marknaden.

Nordamerika (MSCI North America)

SEB Nordamerikafond placerar i nordamerikanska aktier vilket även stilanalysen framhäver. Under femårsperioden har fonden varit exponerad mot Nordamerika med 66%. Med detta vill vi hävda att MSCI North America väl motsvarar sin tillgångsklass med åtanke på att vi endast har ett index för hela den nordamerikanska marknaden.

Svenska små/mellan bolag (Carnegie small & medium cap)

SEB småbolagsfond placerar i svenska aktier med inriktning på små samt medelstora företag på Stockholms fondbörs vilket vår stilanalys även indikerar. Över femårsperioden har den klart största andelen innehållit småbolag, hela 76%, med en mindre andel mellanstora bolag som motsvarade ca 8% under perioden. Det kan tyckas något märkligt att exponeringen mot småbolag är klart högre än mot mellanstora bolag. Detta kan bero på vad fondförvaltaren definierar som små och mellanstora bolag samt att det finns en viss korrelation mellan dessa två index. Vi anser dock att detta resultat kan styrka att Carnegies small- och medium cap index motsvarar sina tillgångsklasser.

Kortsiktiga räntebärande papper (OMRX Treasury bill)

SEB likviditetsfond placerar i obligationer och andra räntebärande värdepapper utgivna i svenska kronor och som är emitterade eller garanterade av svenska staten med en genomsnittlig återstående löptid på upp till nittio dagar. Vår stilanalys kan definitivt bekräfta detta då 100% av fondens avkastning förklaras av indexet för korta räntor. Därmed anser vi att OMRX Treasury Bill mycket väl motsvarar sin tillgångsklass.

Medel/Långsiktiga räntebärande papper(OMRX Bond)

SEB Obligationsfond placerar i obligationer och andra räntebärande värdepapper utgivna i svenska kronor med en genomsnittlig återstående löptid på två till åtta år. Stilanalysen påvisar här att exponeringen mot indexet för medel/långa räntepapper motsvarar den största andelen av innehavet, nämligen 67%. Den resterande exponeringen är mot det korta ränteindexet. Detta medför att även OMRX Bond index får anses motsvara sin tillgångsklass.

Vad som även är av stor betydelse är hur dessa index korrelerar. Som tabell 6.1 visar finns det korrelation mellan indexen, dock är det ingen av dessa som har så pass hög korelation att någon bör uteslutas varför vi anser att alla index därmed kan inkluderas i stilanalysen.

	<i>Asia Pacific</i>	<i>Nordamerika</i>	<i>Mellan</i>	<i>Små</i>	<i>Europa</i>	<i>Obligation</i>	<i>SSVX</i>	<i>Värde</i>	<i>Tillväxt</i>
<i>Asia Pacific</i>	1,0000								
<i>Nordamerika</i>	0,3101	1,0000							
<i>Mellan</i>	0,2278	0,5530	1,0000						
<i>Små</i>	0,3000	0,5434	0,7655	1,0000					
<i>Europa</i>	0,4357	0,6947	0,6060	0,6112	1,0000				
<i>Obligation</i>	-0,0513	0,1050	0,0616	0,1061	0,1283	1,0000			
<i>SSVX</i>	-0,1299	-0,0672	-0,1093	-0,1001	-0,0747	0,6230	1,0000		
<i>Värde</i>	0,2859	0,5428	0,6280	0,5919	0,6533	0,0777	-0,1222	1,0000	
<i>Tillväxt</i>	0,3449	0,6725	0,7098	0,7609	0,7469	0,1197	-0,0588	0,6558	1,0000

Tabell 6.1 Korrelation mellan tillgångsklassernas index

Källa: Författarna

6.4.2 Statistiska data

För att kunna påvisa regressionsmodellernas tillförlitlighet har vi ingående studerat modellernas determinationskoefficienter (R_2) samt residualernas normalitet. De index som valts för att representera de nio tillgångsklasserna i våra regressioner har visat sig förklara över 90% av variansen i fondernas avkastning vilket får anses som bra (se bilaga B). Detta ligger även i linje med de resultat som Sharpe erhållit vid undersökningar på den amerikanska marknaden. Detta höga R_2 - värde indikerar dessutom att värde- och tillväxtindexen som vi konstruerat väl speglar Stockholmsbörsens investeringsuniversum för stora bolag. Vidare har residualernas testats genom att undersöka dess normalitet i histogram (se bilaga C). I några av dessa kan en viss positiv skevhet utläsas vilken dock är så pass liten att den kan godtas samt att vidare undersökningar ej krävs.

6.4.3 Survivorship bias

Vid undersökningar av historisk fonddata finns det en risk att avkastningsberäkningar kan komma att påverkas av "survivorship bias". Med survivorship bias menas att resultaten som framkommer enbart innefattar de fonder som överlevt under den undersökta perioden, i vårt fall från 1997 till 2001. Eftersom det troligtvis är de sämsta fonderna som läggs ner eller fusioneras med andra fonder kan de återstående fondernas prestation ge en bättre bild av gruppen än vad annars hade varit fallet.⁷⁸

I den grupp som vi undersöker har en del fonder fallit bort på grund av att de fusionerats med andra fonder eller att de helt enkelt lagts ner vilket kan påverka vårt resultat i undersökning 2 och 3 och därmed bör hållas i åtanke. I undersökning 2 skulle det kunna innebära att det hade varit fler fonder som inte slagit sina jämförelse- eller stilindex än vad fallet nu var. I undersökning 3 skulle det kunna ha betydelse då de 5 sämsta fonderna vad gäller relativ avkastning kanske hade hamnat högre upp vilket kunde fått effekt på resultatet.

⁷⁸ Dahlquist, Engström & Söderlind, "Performance and Characteristics of Swedish Mutual Funds", SSE/EFI Working Paper Series, 1999 No. 312 s. 7-8

7 RESULTAT & ANALYS

I detta kapitel ämnar vi redogöra för resultatet av våra undersökningar samt analysera utfallen av dessa. Undersökningarna presenteras och analyseras i tre delar.

7.1 UNDERSÖKNING 1

För att svara på frågorna som vi redogjort för i kapitel 7 kommer vi i denna undersökning presentera resultatet av stilanalysen för varje fond samt för hela gruppen. Detta för att sedan analysera om resultatet av stilanalysen överensstämmer med placeringsinriktning och jämförelseindex. En stilanalys har även gjorts på respektive fonds jämförelseindex för att utröna om och i så fall hur mycket fonderna avvikit från sitt jämförelseindex. I de fall då fonderna valt SIXPRX som jämförelseindex kommer vi istället att jämföra fonderna mot SIXPX vilket har samma innehåll men ej justerar för utdelningar. Detta då indexen som representerar våra tillgångsklasser i stilanalysen inte heller de justerar för utdelningar vilket ger ett mer rättvisande resultat. De fonder som före 1999 använde sig av AFGX som jämförelseindex och sedermera ändrade till SIXPX när detta började beräknas har under hela undersökningsperioden jämförts mot SIXPX. Detta då fonderna med största sannolikhet valt SIXPX om det hade funnits tidigare då det bättre speglar de investeringsmöjligheter som fonderna har gällande 10%-regeln.

Vi har i denna undersökning valt att först presentera resultatet för att sedan diskutera det i en analysdel. I resultatet presenteras fondens placeringsinriktning och jämförelseindex samt avkastningen under undersökningsperioden för att sedan redogöra för undersökningarna vilka är beskrivna ovan.

7.1.1 Resultatredovisning undersökning 1

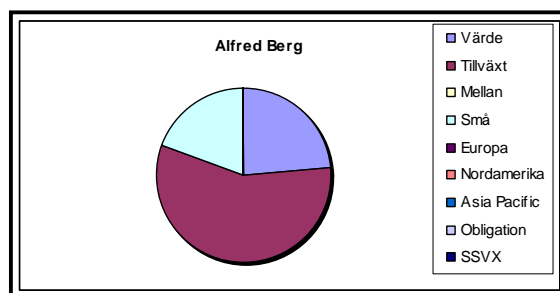
Alfred Berg Sverigefond

Placeringsinriktning: Fonden investerar på den svenska aktiemarknaden.

Jämförelseindex: SIXPRX

Avkastning: 70,6%

TILLGÅNGSKLASS	ALFRED BERG	SIXPX	DIFFERENS
Värde	23,50%	29,56%	-6,07%
Tillväxt	57,13%	48,96%	8,17%
Mellan	0,00%	7,91%	-7,91%
Små	19,37%	13,56%	5,81%
Europa	0,00%	0,00%	0,00%
Nordamerika	0,00%	0,00%	0,00%
Asia Pacific	0,00%	0,00%	0,00%
Obligation	0,00%	0,00%	0,00%
SSVX	0,00%	0,00%	0,00%
Totalt	100,0%	100,0%	0,0%



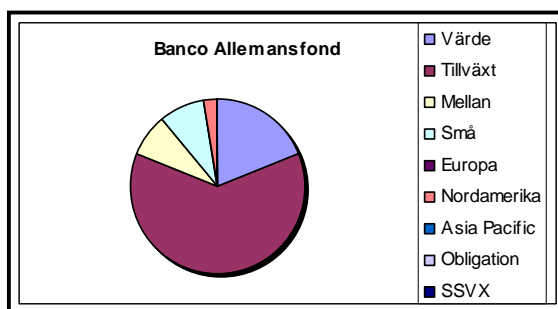
Banco Allemansfond

Placeringsinriktning: Banco Allemansfond är en bred aktiefond som huvudsakligen placerar i Sverige. Fonden har även möjlighet att till en begränsad del placera i andra länder. Andelen utländska placeringar får dock högst uppgå till 30 procent av fondens värde. Fonden skall under normala marknadsförhållanden vara fullinvesterad, det vill säga andelen likvida medel skall vara låg.

Jämförelseindex: SIXPX

Avkastning: 67,9%

TILLGÅNGSKLASS	BANCO ALLEM.	SIXPX	DIFFERENS
Värde	19,16%	29,56%	-10,40%
Tillväxt	62,05%	48,96%	13,08%
Mellan	7,75%	7,91%	-0,16%
Små	8,55%	13,56%	-5,02%
Europa	0,00%	0,00%	0,00%
Nordamerika	2,50%	0,00%	2,50%
Asia Pacific	0,00%	0,00%	0,00%
Obligation	0,00%	0,00%	0,00%
SSVX	0,00%	0,00%	0,00%
Totalt	100,0%	100,0%	0,0%



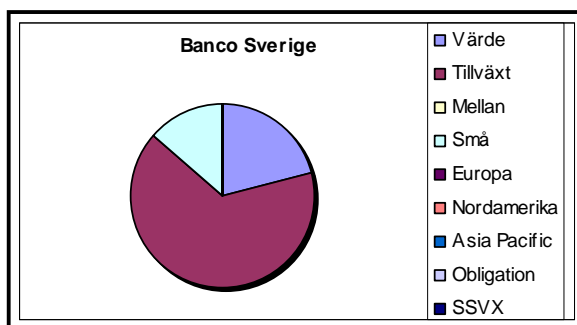
Banco Sverigefond

Placeringsinriktning: Banco Sverige är en bred aktiefond som huvudsakligen placerar i Sverige. Fonden har även möjlighet att till en begränsad del placera i andra länder. Andelen utländska placeringar får dock högst uppgå till 10 procent av fondens värde. Fonden skall under normala marknadsförhållanden vara fullinvesterad, det vill säga andelen likvida medel skall vara låg.

Jämförelseindex: SIXPX

Avkastning: 67,4%

TILLGÅNGSKLASS	BANCO SVE.	SIXPX	DIFFERENS
Värde	20,97%	29,56%	-8,59%
Tillväxt	65,43%	48,96%	16,47%
Mellan	0,00%	7,91%	-7,91%
Små	13,59%	13,56%	0,03%
Europa	0,00%	0,00%	0,00%
Nordamerika	0,00%	0,00%	0,00%
Asia Pacific	0,00%	0,00%	0,00%
Obligation	0,00%	0,00%	0,00%
SSVX	0,00%	0,00%	0,00%
Totalt	100,0%	100,0%	0,0%



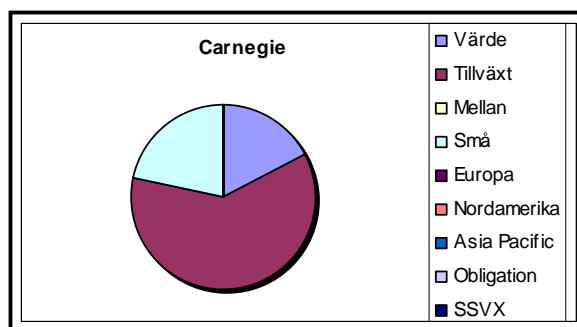
Carnegie Sverige

Placeringsinriktning: Huvudsakligen skall fonden investera i aktier noterade vid svensk börs eller marknadsplats och företrädesvis i de större bolagen på Stockholms Fondbörs. Placeringar sker i de aktier som bedöms ha bäst värdetillväxt. Syftet är att uppnå hög avkastning på lång sikt. Aktieurval och fördelning mellan olika branscher är inte förutbestämda.

Jämförelseindex: AFGX

Avkastning: 94,7%

TILLGÅNGSKLASS	CARNEGIE	AFGX	DIFFERENS
Värde	17,45%	17,67%	-0,22%
Tillväxt	60,88%	66,34%	-5,46%
Mellan	0,00%	0,00%	0,00%
Små	21,67%	15,99%	5,68%
Europa	0,00%	0,00%	0,00%
Nordamerika	0,00%	0,00%	0,00%
Asia Pacific	0,00%	0,00%	0,00%
Obligation	0,00%	0,00%	0,00%
SSVX	0,00%	0,00%	0,00%
Totalt	100,0%	100,0%	0,0%



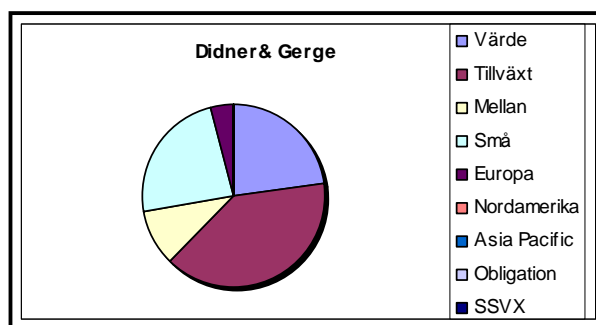
Didner & Gerge Aktiefond Sverige

Placeringsinriktning: Fonden skall investera i olika branscher och marknader, dock skall minst 90% av investeringarna ske på svenska marknader.

Jämförelseindex: Stockholm all share (SAX)

Avkastning: 231,4%

TILLGÅNGSKLASS	D & G	SAX	DIFFERENS
Värde	22.77%	17.30%	5.47%
Tillväxt	39.49%	66.36%	-26.87%
Mellan	9.89%	0.00%	9.89%
Små	23.56%	16.35%	7.22%
Europa	4.29%	0.00%	4.29%
Nordamerika	0.00%	0.00%	0.00%
Asia Pacific	0.00%	0.00%	0.00%
Obligation	0.00%	0.00%	0.00%
SSVX	0.00%	0.00%	0.00%
Totalt	100.0%	100.0%	0.0%



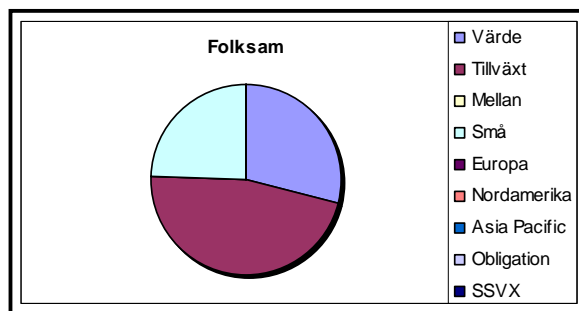
Folksam Aktiefond Sverige

Placeringsinriktning: Fonden placerar i aktier som är registrerade på Stockholms fondbörs. Fonden är aktivt förvaltd och urvalet görs i första hand bland börsnoterade aktier i stora och medelstora företag.

Jämförelseindex: SIXPRX

Avkastning: 82,4%

TILLGÅNGSKLASS	FOLKSAM	SIXPX	DIFFERENS
Värde	28,85%	29,56%	-0,71%
Tillväxt	46,75%	48,96%	-2,21%
Mellan	0,00%	7,91%	-7,91%
Små	24,40%	13,56%	10,83%
Europa	0,00%	0,00%	0,00%
Nordamerika	0,00%	0,00%	0,00%
Asia Pacific	0,00%	0,00%	0,00%
Obligation	0,00%	0,00%	0,00%
SSVX	0,00%	0,00%	0,00%
Totalt	100,0%	100,0%	0,0%



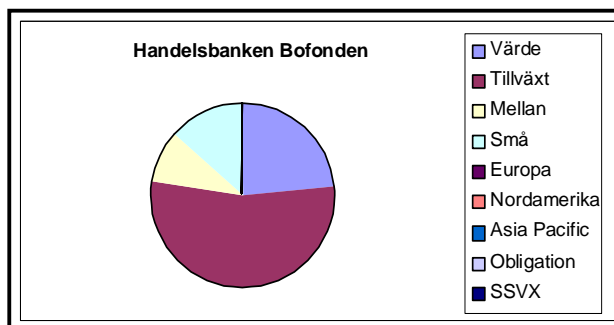
Handelsbanken SBC Bofond

Placeringsinriktning: Bofonden SBC BO/Handelsbanken placerar i svenska börsnoterade bolag.

Jämförelseindex: SIXPX

Avkastning: 59.8%

TILLGÅNGSKLASS	SHB BO	SIXPX	DIFFERENS
Värde	24,02%	29,56%	-5,54%
Tillväxt	53,13%	48,96%	-4,17%
Mellan	9,45%	7,91%	1,54%
Små	13,40%	13,56%	-0,16%
Europa	0,00%	0,00%	0,00%
Nordamerika	0,00%	0,00%	0,00%
Asia Pacific	0,00%	0,00%	0,00%
Obligation	0,00%	0,00%	0,00%
SSVX	0,00%	0,00%	0,00%
Totalt	100,0%	100,0%	0,0%



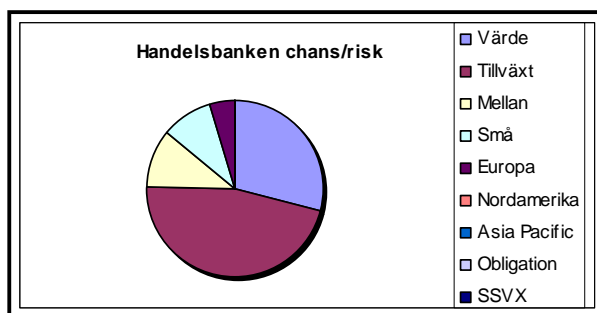
Handelsbanken Chans/Risk

Placeringsinriktning: Handelsbankens Chans/Risikfond placerar aktivt i svenska börsnoterade aktier. Fonden har normalt en något högre andel konjunkturkänsliga aktier än övriga svenska aktiefonder. Sedan årskiftet 1999/2000 kan fonden också placera upp till 25% i utländska aktier.

Jämförelseindex: SIXPX

Avkastning: 62,8%

TILLGÅNGSKLASS	SHB C/R	SIXPX	DIFFERENS
Värde	29.05%	29.56%	-0.51%
Tillväxt	46.14%	48.96%	-2.82%
Mellan	10.96%	7.91%	3.05%
Små	9.00%	13.56%	-4.56%
Europa	4.85%	0.00%	4.85%
Nordamerika	0.00%	0.00%	0.00%
Asia Pacific	0.00%	0.00%	0.00%
Obligation	0.00%	0.00%	0.00%
SSVX	0.00%	0.00%	0.00%
Totalt	100.0%	100.0%	0.0%



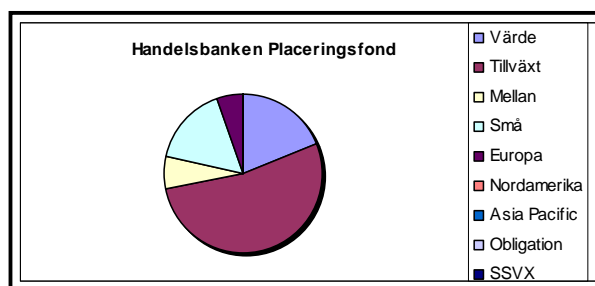
Handelsbanken Placeringsfond

Placeringsinriktning: Handelsbankens Placeringsfond placerar aktivt i svenska börsnoterade aktier. Fonden har normalt en något högre andel aktier i tillväxtföretag än övriga svenska aktiefonder. Sedan årsskiftet 1999/2000 kan fonden också placera upp till 25% i utländska börsnoterade aktier.

Jämförelseindex: SIXPRX

Avkastning: 70,9%

TILLGÅNGSKLASS	SHB PLAC	SIXPX	DIFFERENS
Värde	18,92%	29,56%	-10,64%
Tillväxt	52,98%	48,96%	4,02%
Mellan	6,65%	7,91%	-1,26%
Små	15,94%	13,56%	2,38%
Europa	5,52%	0,00%	5,52%
Nordamerika	0,00%	0,00%	0,00%
Asia Pacific	0,00%	0,00%	0,00%
Obligation	0,00%	0,00%	0,00%
SSVX	0,00%	0,00%	0,00%
Totalt	100,0%	100,0%	0,0%



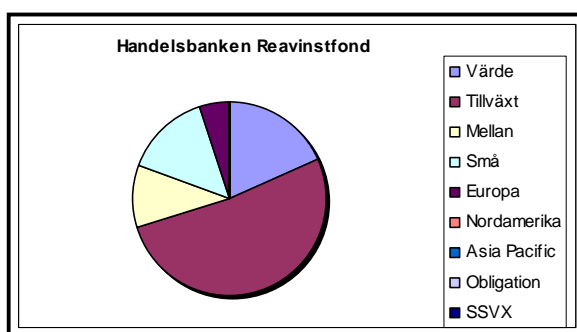
Handelsbankens Reavinstfond

Placeringsinriktning: Handelsbankens Reavinstfond placerar aktivt i svenska börsnoterade aktier. Målet är att åstadkomma en så hög avkastning som möjligt genom en hög rörlighet i handeln inom en del av fonden. Fonden ska därvid utnyttja kortsiktiga svängningar i priset på enskilda aktier, delbranscher och i börserna som helhet.

Jämförelseindex: SIXPX

Avkastning: 58,3%

TILLGÅNGSKLASS	SHB REA.	SIXPX	DIFFERENS
Värde	18,31%	29,56%	-11,25%
Tillväxt	51,94%	48,96%	2,97%
Mellan	10,29%	7,91%	2,37%
Små	14,60%	13,56%	1,04%
Europa	4,87%	0,00%	4,87%
Nordamerika	0,00%	0,00%	0,00%
Asia Pacific	0,00%	0,00%	0,00%
Obligation	0,00%	0,00%	0,00%
SSVX	0,00%	0,00%	0,00%
Totalt	100,0%	100,0%	0,0%



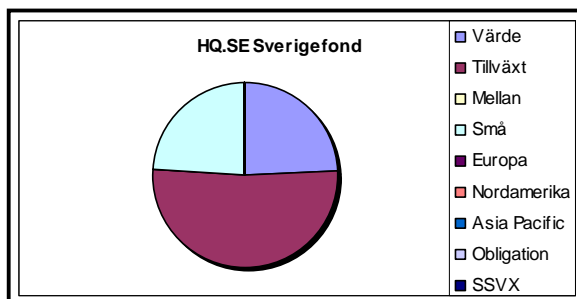
HQ.SE Sverigefond

Placeringsinriktning: Fonden placerar företrädesvis i svenska aktier och övriga aktier noterade på Stockholms Fondbörs, utan begränsningar avseende företag eller bransch. Fonden får även placera i räntebärande värdepapper.

Jämförelseindex: SIXPRX

Avkastning: 102,1%

TILLGÅNGSKLASS	HQ.SE SVE	SIXPX	DIFFERENS
Värde	24,51%	29,56%	-5,05%
Tillväxt	51,42%	48,96%	2,45%
Mellan	0,00%	7,91%	-7,91%
Små	24,07%	13,56%	10,51%
Europa	0,00%	0,00%	0,00%
Nordamerika	0,00%	0,00%	0,00%
Asia Pacific	0,00%	0,00%	0,00%
Obligation	0,00%	0,00%	0,00%
SSVX	0,00%	0,00%	0,00%
Totalt	100,0%	100,0%	0,0%



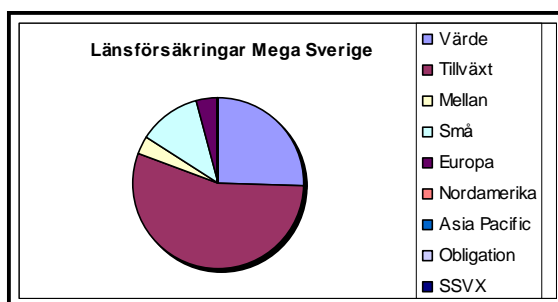
Länsförsäkringar Mega Sverige

Placeringsinriktning: Fonden placerar i bolag noterade på Stockholmsbörsen med inriktning mot större företag. Fonden söker efter företag med relativt hög och stabil vinsttillväxt samt att den investerar i kvalitativa företag som ofta är branschledande.

Jämförelseindex: SBX Cap

Avkastning: 72,3%

TILLGÅNGSKLASS	LÄNSFÖRS	SBX CAP	DIFFERENS
Värde	25,56%	37,75%	-12,19%
Tillväxt	54,97%	53,42%	1,55%
Mellan	3,56%	1,87%	1,69%
Små	12,01%	6,07%	5,94%
Europa	3,89%	0,67%	3,23%
Nordamerika	0,00%	0,22%	-0,22%
Asia Pacific	0,00%	0,00%	0,00%
Obligation	0,00%	0,00%	0,00%
SSVX	0,00%	0,00%	0,00%
Totalt	100,0%	100,00%	0,0%



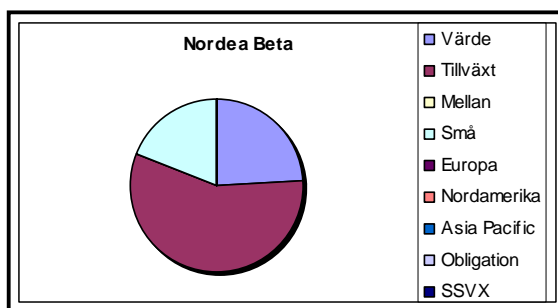
Nordea Allemansfond Beta

Placeringsinriktning: Allemansfond Beta placerar på den svenska börsen med tonvikt på storföretag med internationell inriktning. Fonden får investera upp till 25 procent i utländska aktier. Fonden har en viss inriktning på tillväxtbranscher.

Jämförelseindex: 75% SIXPX, 25% MSCI World

Avkastning: 74,8%

TILLGÅNGSKLASS	BETA	SIXPX/ MSCI WORLD	DIFFERENS
Värde	24,29%	30,33%	-6,04%
Tillväxt	56,69%	43,87%	12,82%
Mellan	0,00%	5,29%	-5,29%
Små	19,02%	12,12%	6,90%
Europa	0,00%	4,65%	-4,65%
Nordamerika	0,00%	2,24%	-2,24%
Asia Pacific	0,00%	0,68%	-0,68%
Obligation	0,00%	0,83%	-0,83%
SSVX	0,00%	0,00%	0,00%
Totalt	100,00%	100,00%	0,00%



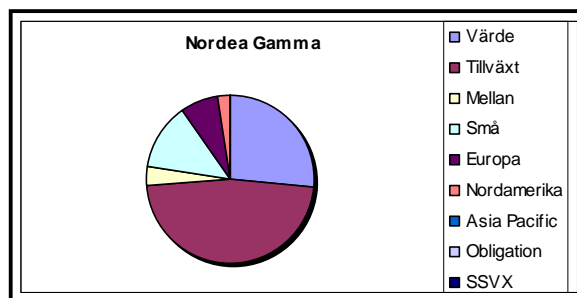
Nordea Allemansfond Gamma

Placeringsinriktning: Allemansfond Gamma placerar på den svenska börsen med tonvikt på storföretag med internationell inriktning. Fonden får investera upp till 25 procent i utländska aktier.

Jämförelseindex: 75% SIXPX, 25% MSCI World

Avkastning: 72,0%

TILLGÅNGSKLASS	GAMMA	SIXPX/ MSCI WORLD	DIFFERENS
Värde	26,61%	30,33%	-3,72%
Tillväxt	47,16%	43,87%	3,29%
Mellan	3,86%	5,29%	-1,43%
Små	12,69%	12,12%	0,57%
Europa	7,28%	4,65%	2,63%
Nordamerika	2,40%	2,24%	0,16%
Asia Pacific	0,00%	0,68%	-0,68%
Obligation	0,00%	0,83%	-0,83%
SSVX	0,00%	0,00%	0,00%
Totalt	100,00%	100,00%	0,00%



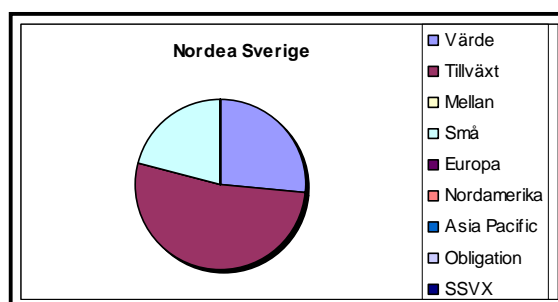
Nordea Sverigefond

Placeringsinriktning: Sverigefonden är en aktiefond som placerar på den svenska börsen och då huvudsakligen i svenska storföretag med internationell inriktning. Tyngdpunkten av placeringarna ligger i verkstadsindustrin.

Jämförelseindex: SIXPX

Avkastning: 49,5%

TILLGÅNGSKLASS	NORDEA SVE	SIXPX	DIFFERENS
Värde	26,61%	29,56%	-2,95%
Tillväxt	52,42%	48,96%	3,46%
Mellan	0,00%	7,91%	-7,91%
Små	20,97%	13,56%	7,41%
Europa	0,00%	0,00%	0,00%
Nordamerika	0,00%	0,00%	0,00%
Asia Pacific	0,00%	0,00%	0,00%
Obligation	0,00%	0,00%	0,00%
SSVX	0,00%	0,00%	0,00%
Totalt	100,0%	100,0%	0,0%



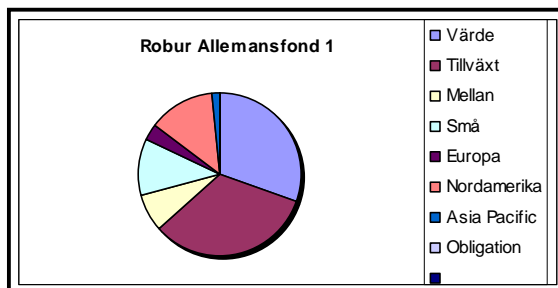
Robur Allemansfond 1

Placeringsinriktning: Placerar i olika branscher, främst i Sverige.

Jämförelseindex: 67% SIXPX, 33% MSCI WORLD

Avkastning: 56,8%

TILLGÅNGSKLASS	ROBUR 1	SIXPX/ MSCI WORLD	DIFFERENS
Värde	30,61%	32,02%	-1,41%
Tillväxt	32,82%	42,53%	-9,71%
Mellan	7,51%	0,00%	7,51%
Små	11,18%	13,78%	-2,60%
Europa	3,06%	5,56%	-2,50%
Nordamerika	13,26%	3,85%	9,41%
Asia Pacific	1,57%	0,62%	0,95%
Obligation	0,00%	1,64%	-1,64%
SSVX	0,00%	0,00%	0,00%
Totalt	100,00%	100,00%	0,00%



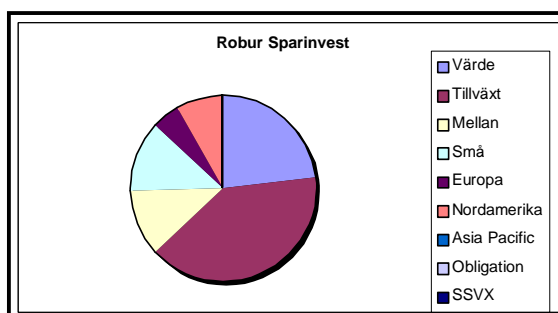
Robur Sparinvest

Placeringsinriktning: Sparinvest placerar brett på den svenska marknaden med en medelhög risk. Fondens huvudfokus ligger på stora och medelstora svenska företag, verksamma inom ett flertal olika branscher.

Jämförelseindex: SIXPX

Avkastning: 59,6%

TILLGÅNGSKLASS	ROBUR SPAR	SIXPX	DIFFERENS
Värde	23,03%	29,56%	-6,53%
Tillväxt	39,78%	48,96%	-9,18%
Mellan	11,51%	7,91%	3,59%
Små	12,71%	13,56%	-0,86%
Europa	4,80%	0,00%	4,80%
Nordamerika	8,18%	0,00%	8,18%
Asia Pacific	0,00%	0,00%	0,00%
Obligation	0,00%	0,00%	0,00%
SSVX	0,00%	0,00%	0,00%
Totalt	100,0%	100,0%	0,0%



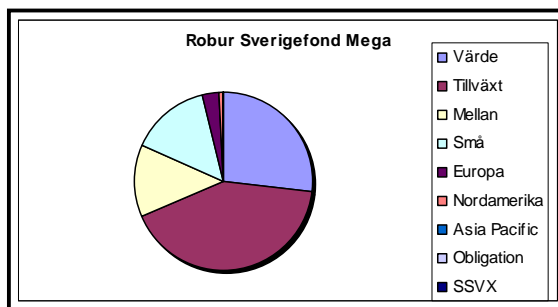
Robur Sverigefond MEGA

Placeringsinriktning: Sverigefonden MEGA är en brett placerande aktiefond med medelhög risk. Fondens huvudfokus är stora och medelstora svenska företag med en relativt hög andel tillväxtbolag.

Jämförelseindex: SIXPX

Avkastning: 51,7%

TILLGÅNGSKLASS	ROBUR MEGA	SIXPX	DIFFERENS
Värde	26.90%	29.56%	-2.7%
Tillväxt	41.63%	48.96%	-7.3%
Mellan	13.21%	7.91%	5.3%
Små	14.38%	13.56%	0.8%
Europa	3.17%	0.00%	3.2%
Nordamerika	0.71%	0.00%	0.7%
Asia Pacific	0.00%	0.00%	0.0%
Obligation	0.00%	0.00%	0.0%
SSVX	0.00%	0.00%	0.0%
Totalt	100.0%	100.0%	0.0%



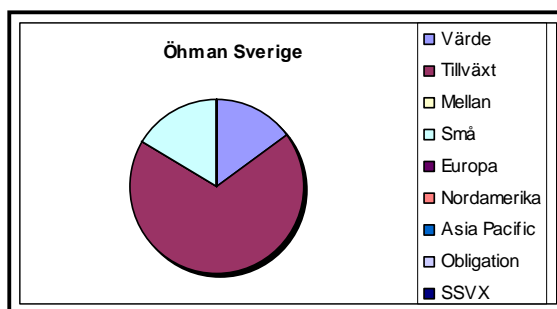
Salus Ansvar Öhman Sverigefond

Placeringsinriktning: Aktiefond Sverige placerar i svenska noterade bolag och i vissa fall aktierelaterade instrument.

Jämförelseindex: SIXPRX

Avkastning: 115,7%

TILLGÅNGSKLASS	ÖHMAN	SIXPX	DIFFERENS
Värde	15,03%	29,56%	-14,53%
Tillväxt	68,49%	48,96%	19,53%
Mellan	0,00%	7,91%	-7,91%
Små	16,48%	13,56%	2,92%
Europa	0,00%	0,00%	0,00%
Nordamerika	0,00%	0,00%	0,00%
Asia Pacific	0,00%	0,00%	0,00%
Obligation	0,00%	0,00%	0,00%
SSVX	0,00%	0,00%	0,00%
Totalt	100,0%	100,0%	0,0%



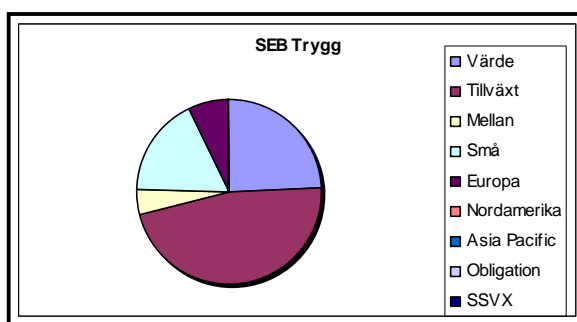
SEB Trygghetsfond

Placeringsinriktning: Fonden placerar huvudsakligen i svenska aktier och aktierelaterade värdepapper i olika branscher. Upp till 35 procent av fondförmögenheten kan vara placerad i utländska aktier. Fonden kan utnyttja optioner och terminskontrakt. Fonden ska normalt vara fullinvesterad och endast ha transaktionslikviditet.

Jämförelseindex: SIXPX

Avkastning: 69,3%

TILLGÅNGSKLASS	SEB TRYGG	SIXPX	DIFFERENS
Värde	24,34%	29,56%	-5,22%
Tillväxt	46,43%	48,96%	-2,53%
Mellan	4,61%	7,91%	-3,31%
Små	17,37%	13,56%	3,80%
Europa	7,26%	0,00%	7,26%
Nordamerika	0,00%	0,00%	0,00%
Asia Pacific	0,00%	0,00%	0,00%
Obligation	0,00%	0,00%	0,00%
SSVX	0,00%	0,00%	0,00%
Totalt	100,0%	100,0%	0,0%



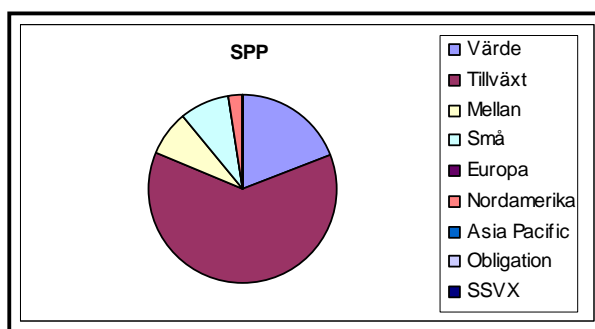
SPP Aktiefond Sverige

Placeringsinriktning: Fonden placerar i svenska aktier och aktierelaterade värdepapper. Portföljen är väl spridd på många företag och branscher där urvalet av aktier bygger på egen fundamental analys.

Jämförelseindex: SIXPX

Avkastning: 121,8%

TILLGÅNGSKLASS	SPP	SIXPX	DIFFERENS
Värde	19,16%	29,56%	-10,40%
Tillväxt	62,05%	48,96%	13,08%
Mellan	7,75%	7,91%	-0,16%
Små	8,55%	13,56%	-5,02%
Europa	0,00%	0,00%	0,00%
Nordamerika	2,50%	0,00%	2,50%
Asia Pacific	0,00%	0,00%	0,00%
Obligation	0,00%	0,00%	0,00%
SSVX	0,00%	0,00%	0,00%
Totalt	100,0%	100,0%	0,0%



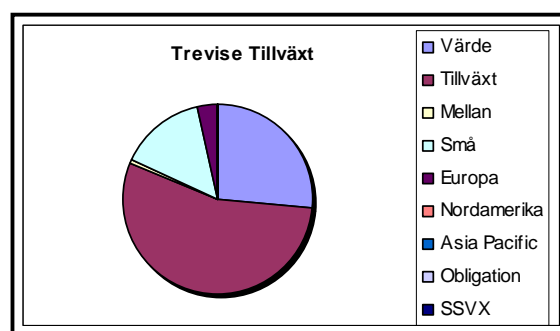
Trevice Tillväxtfond

Placeringsinriktning: Trevice Tillväxtfond placerar uteslutande i svenska aktier samt tillhörande depåbevis och andra aktierelaterade fondpapper. Förvaltningens inriktning är att placera i tillväxtföretag vars aktier bedöms vara lågt värderade och undvika att placera i högt värderade mogna företag.

Jämförelseindex: SIXPRX

Avkastning: 92,7%

TILLGÅNGSKLASS	TREVISE	SIXPX	DIFFERENS
Värde	26.29%	29.56%	-3.27%
Tillväxt	54.91%	48.96%	5.95%
Mellan	0.63%	7.91%	-7.29%
Små	14.51%	13.56%	0.94%
Europa	3.66%	0.00%	3.66%
Nordamerika	0.00%	0.00%	0.00%
Asia Pacific	0.00%	0.00%	0.00%
Obligation	0.00%	0.00%	0.00%
SSVX	0.00%	0.00%	0.00%
Totalt	100.0%	100.0%	0.0%



7.1.2 Analys undersökning 1

Med hjälp av resultatet som presenterats ovan, gällande informationen som en fondsparare kan ta del av samt vad stilanalysen framhäver att fonderna innehåller, har vi för avsikt att i denna del analysera om informationen är tillräcklig och tillförlitlig.

7.1.2.1 Placeringsinriktning

Generellt kan sägas att placeringsinriktningen är relativt lika i den undersökta gruppen, kortfattad och bred innebörd med något varierande ordval. Det finns dock några undantag. Åtta av fonderna nämner exempelvis att de kan innehålla utländska bolag och åtta fonder uttrycker en inriktning mot tillväxt- eller värdebolag. Överlag kan det emellertid sägas att det inte förekommer några större skillnader av de undersökta fondernas placeringsinriktning. Att placeringsinriktningarna är väldigt breda innebär att de flesta fonderna håller sig innanför ramarna, men det medför även en stor frihet för fondförvaltarna inom dessa ramar. Det är visserligen positivt att placeringsinriktningen efterföljs överlag, men det leder även till svårigheter för fondspararen att bilda sig en uppfattning om vad fonderna verkligen innehåller.

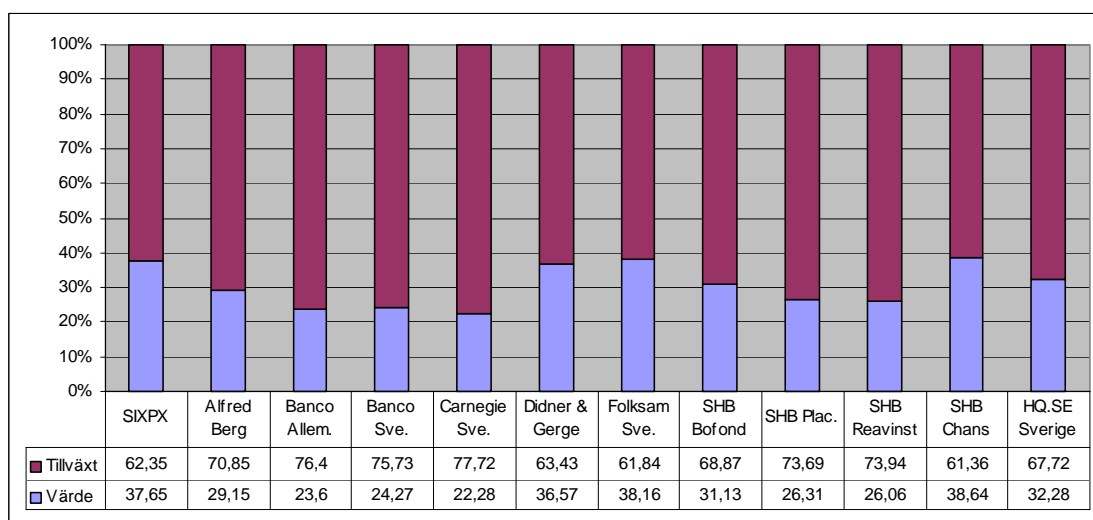
Det fanns likväl fonder som trots en bred frihet inom placeringsinriktningen ändå frångick denna. Ett exempel på detta är Robur Sparinvest som inte nämner något i sin placeringsinriktning om att utländska aktier skall ingå i fondportföljen. Stilanalysen påvisar att under femårsperioden har 8,18% av portföljen placerats i Nordamerikanska aktier och 4,8% i Europeiska aktier.

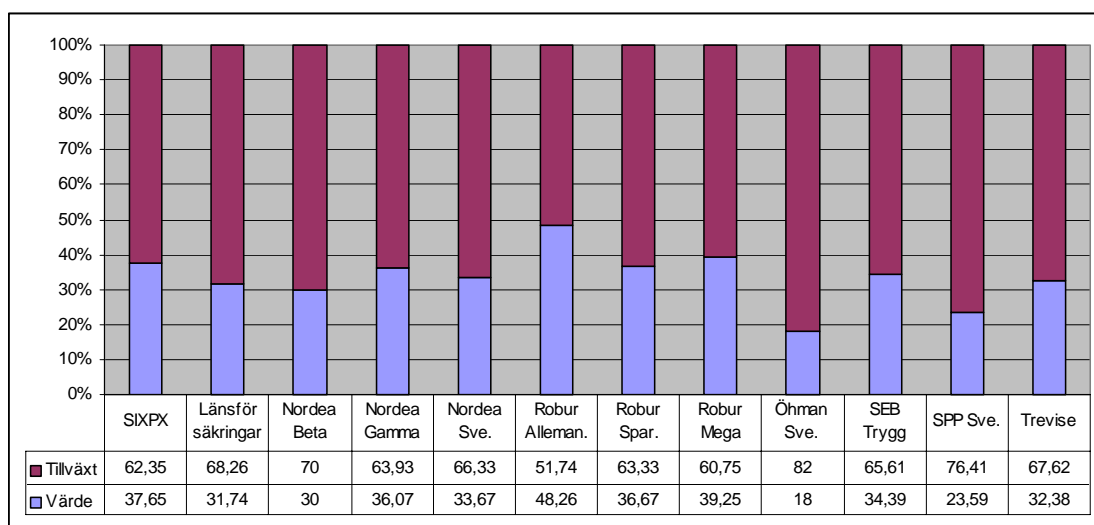
Det finns även andra exempel på fonder som går utanför sina ramar och placerar i utländska aktier utan att detta tas upp i placeringsinriktningen, ingen av dessa överstiger dock 5%. Det finns även några fonder som har en hög exponering mot småbolag, uppemot 25%, vilket med åtanke på att de utger sig för att placera i stora bolag får anses som relativt högt. Denna siffra är ganska hög i hela gruppen med ett genomsnitt på 15,82% där endast fem fonder har mindre exponering mot småbolag än vad deras jämförelseindex har.

För att en fondsparare skall kunna uppfatta hur en fond reagerar i olika marknadslägen är det viktigt att fonden redogör för om den är inriktad mot värde- eller tillväxtbolag. Tillväxtbolag stiger överlag mer i en konjunkturuppgång medan värdebolag klarar en nedgång i konjunkturen bättre. Ett tillväxtbolags avkastning är helt enkelt mer volatil. Av de undersökta fonderna nämner 8 stycken i placeringsinriktningen att de är inriktade mot antingen värde (1st) eller tillväxt (7st). Om vi ser till hela gruppen har alla proportionellt sett ett större innehav i tillväxtbolag än värdebolag vilket förklaras av att tillväxtbolagens marknadsvärde på börsen är större och det därför faller sig naturligt att innehavet i denna tillgångsklass är större.

Genom att använda oss av SIXPX stilanalys till att motsvara den svenska marknaden för fonder (10% restriktion) kan vi utefter detta bedöma om fonderna överviktar i tillväxt eller värdebolag. Jämförelsen sker genom att vi enbart ser till den procentuella fördelningen mellan värde och tillväxt på den svenska marknaden och där summan av värde och tillväxtandelen är 100%. Detta för att även få en rättvis bedömning av de fonder som har utländskt innehav i portföljen. Jämförelsen kan ses i de två diagrammen nedan där fonderna alltså sätts i jämförelse med den svenska marknaden (SIXPX) som har 37,65% i värde och 62,35% i tillväxt för att utifrån detta utröna om de är inriktade mot värde eller tillväxt.

Andel tillväxt/värde





Diagrammen visar tydligt att det finns en överexponering mot tillväxtbolag i jämförelse mot marknaden. Av de 22 undersökta fonderna har 18 fonder ett större innehav i tillväxtbolag än vad marknaden har. Av dessa är det fyra fonder (Öhman, SPP, Banco Sve samt Carnegie) som har en tydlig inriktning mot tillväxtbolag enligt stilanalysen. Det intressanta är att endast en av dessa fyra fonder (Carnegie Sverige) nämner något i placeringsinriktningen om att de är mer inriktade mot tillväxtbolag. Av de övriga 6 fonderna med en uttalad inriktning mot tillväxt är det 4 som lever upp till en tillväxtexponering genom att ha en högre andel än marknaden medan två dock ligger under marknadens tillväxtandel (SHB Chans/Risk, Robur Mega).

Vad gäller värdebolag så har 4 av fonderna ett större innehav i värde än marknaden. Av dessa fyra har tre en marginell övervikt i värdebolag medan Robur Allemansfond 1 har en markant övervikt då denna innehåller 48,26% värdebolag mot marknadens 37,65%. Nordea Sverigefond som antyder en inriktning mot värdebolag i sin placeringsinriktning ligger dock under marknadens genomsnittliga exponering mot värdebolag.

Sammantaget kan sägas att fondernas placeringsinriktning är tillförlitlig överlag då fonderna håller sig inom ramarna för denna med ett par undantag. Emellertid kan informationen kännas något vag då den är väldigt bred med stora möjligheter att fritt röra sig inom den uttalade placeringsinriktningen. Detta var även något som kom till uttryck när fondförvaltarna konsulterades för att ta reda på om ändringar gjorts gällande placeringsinriktning över femårsperioden. Av de fonder som ändrat inriktning i portföljen under perioden var det flera som trots detta inte förändrat i placeringsinriktningen i fondbestämmelserna då denna även ansågs täcka in den nya inriktningen.

Av de fonder som i sin placeringsinriktning nämner något om en inriktning mot värde- eller tillväxtbolag kunde stilanalysen i vissa fall påvisa att fonderna inte riktigt lever upp till förväntad inriktning. Alltså kan vi inte påvisa att informationen är tillräcklig utan istället något bristfällig vilket även innefattar informationen om fokus är mot värde eller tillväxt. Kan då jämförelseindexet komplettera och förbättra informationen så att fondspararen bättre kan uppfatta fondens innehåll?

7.1.2.2 Jämförelseindex

Enligt vår mening finns det två anledningar till att titta på en fonds jämförelseindex. Först är det för att kunna avgöra hur väl fonden har presterat i jämförelse med sitt jämförelseindex vilket vi har för avsikt att titta på i undersökning 2. Den andra anledningen är att kunna bilda sig en uppfattning om vilken inriktning en fond har vilket vi i denna del av undersökning 1 har för avsikt att belysa.

Det finns dock problem med inriktningen då det inte klart framgår i informationen till fondspararen vad jämförelseindexet innehåller och därmed också vilken inriktning det har. Även om fondspararen har en kunskap eller tar reda på vad fondens jämförelseindex skall innehålla är detta inte till någon större hjälp då dessa är väldigt breda.

Merparten av fonderna i vår undersökning (19st) använder sig av index som baseras på Stockholmsbörsens population (SIXPX, SIXPRX, AFGX, SAX, SBX Cap). Tre av fonderna använder en kombination av SIXPX och MSCI World. Alla dessa index är väldigt breda, dock är SBX Cap något snävare då det har en inriktning mot stora bolag och indexkombinationerna uttrycker även att fonderna placerar i utländska bolag.

Vad som även bör nämnas är att alla fonder utom två valt ett index som beaktar 10%-regeln vilket då har samma villkor som fonden. Carnegie Sverige (AFGX) och Didner & Gerge (SAX) använder sig dock av index som inte tar 10%-regeln i beaktning. Detta anser vi vara felaktigt då dessa fonder endast får innehålla 10% i ett enskilt bolag varför det inte blir en rättvis jämförelse med ett index som kan innehålla till exempel 30% i Ericsson. Endast i SIXPRX och SBX Cap återinvesteras utdelningen vilket även fonderna gör, övriga index beaktar inte detta vilket då kan anses något felaktiga att jämföra sig emot. Jämförelseindexen kommer även att utvärderas närmare i undersökning 2 där vi har för avsikt att se vilken betydelse detta kan få vid bedömning av en fonds prestation.

För att bedöma hur väl en fond följer sitt jämförelseindex har en stilanalys gjorts på fonderna samt respektive fonds jämförelseindex. Genom detta kan vi erhålla en bild av hur mycket fonderna avviker från sina jämförelseindex sett till innehållet.

Genom att summera avvikelserna i varje tillgångsklass får vi ett mått på hur mycket fonden avviker från sitt jämförelseindex uttryckt i procentenheter.

Inom de utvalda Sverigefonderna finner vi stora skillnader vad gäller hur väl fondernas innehåll överensstämmer med de jämförelseindex som fonderna valt. Carnegie Sverige har den lägsta avvikelserna inom gruppen. Avvikelsen under femårsperioden är 11,36 procentenheter från valt jämförelseindex (AFGX). Didner & Gerge är extremfallet åt andra hållet med en avvikelse på 53,47 procentenheter från SAX index som de valt som jämförelseindex. Hela gruppen har en genomsnittlig avvikelse från valt jämförelseindex på 27,55 procentenheter.

Betydelsen av dessa avvikelser ligger i fondspararens möjligheter att på ett korrekt sätt diversifiera sina tillgångar, exempelvis kan det vara stor skillnad i risk mellan stora och små bolag. Samtidigt kan det vara så att fonderna placerar i olika branscher alternativt i värde- eller tillväxtbolag där det också finns stora skillnader om vi ser till risken.

Att det även är tillåtet för Sverigefonderna att placera i aktier utanför den svenska marknaden gör det inte lättare för en fondsparare att utläsa innehållet i fonderna genom att se till ett jämförelseindex innehållande enbart svenska aktier.

Positivt är dock att vissa Sverigefonder som även innehåller utländska aktier har börjat använda sig av kombinerade index där en del står för det utländska ägandet (Nordea Gamma & Beta samt Robur Alleman.1). Detta ger därmed en rättvisare bild vid en jämförelse av fondens innehåll gentemot jämförelseindex innehåll. Problemet är förstås om fonden ej innehåller några utländska aktier vilket kan vara fallet då placeringsinriktningen i vissa fall uttrycker att fonden får, det vill säga den behöver inte innehålla utländska aktier. Detta var nämligen fallet i en av de undersökta fonderna (Nordea Beta).

Dessa breda jämförelseindex medför med andra ord att de är lika breda som tidigare nämnda placeringsinriktning och därför endast i begränsad utsträckning tillför information om fondernas innehåll. Detta kan även ses som en indikation på det som inledningsvis i problemdiskussionen befarades att fonder frångår sitt jämförelseindex för att bevisa att överavkastning gentemot valt jämförelseindex genererats kan stämma vilket vi tittar närmare på i undersökning 2.

Sammantaget kan sägas att placeringsinriktning och jämförelseindex i den form de existerar idag inte är tillräckliga och vad gäller jämförelseindex ej heller tillförlitliga för en fondsparare att grunda sin investering på.

7.2 UNDERSÖKNING 2

För att försöka svara på frågan som vi ställde i kapitel 7 om jämförelseindexen är tillräckliga och rättvisande för att bedöma de utvalda fondernas prestation har två jämförelser gjorts. Först har fondernas avkastning jämförts med respektive jämförelseindex avkastning. Därefter har fondernas avkastning satts i jämförelse med respektive stilindex vilket konstruerats utefter investeringsstilen som erhöles i undersökning 1. Genom detta kan vi utläsa om fonderna presterat lika bra/dåligt om de jämförts mot sin historiska investeringsstil, för att på så vis utvärdera om det är tillräckliga och rättvisande index som fonderna jämför sig själva emot.

Eftersom fondbolagen har möjligheten att välja jämförelseindex med återlagd utdelning (SIXPX, SBX Cap) så innebär detta samtidigt att det blir svårare för dem att överträffa sitt index då jämförelseindexets avkastningen blir högre. För att på ett rättvist sätt kunna utvärdera de fonder som valt ett index där utdelningen är återlagd har vi därför valt att använda fondernas avkastning med återlagd utdelning. Detta innebär samtidigt att det är lättare för fonderna som jämför sig mot ett index där utdelningen inte återläggs att slå detta index, vilket därmed påvisar att ett mer lättslaget index valts.

7.2.1 Resultat & analys undersökning 2

Avkastning gentemot jämförelseindex

	VALT JÄMFÖRELSE-INDEX	FOND	JÄMFÖRELSE-INDEX	FOND VS JÄMFÖRELSE-INDEX
Alfred Berg Sverigefond	SIXPRX	78,58%	75,81%	2,77%
Banco Allemansfond	SIXPX	81,71%	56,83%	24,88%
Banco Sverigefond	SIXPX	79,65%	56,83%	22,82%
Carnegie Sverige	AFGX	98,38%	69,46%	28,92%
Didner & Gerge Sverige	SAX	242,96%	73,46%	169,50%
Folksam Aktiefond Sverige	SIXPRX	97,38%	75,81%	21,57%
Handelsbanken SBC Bofond	SIXPX	61,56%	56,83%	4,73%
Handelsbanken Chans/Risk	SIXPX	79,41%	56,83%	22,58%
Handelsbanken Placeringsfond	SIXPRX	83,42%	75,81%	7,61%
Handelsbanken Reavinstfond	SIXPX	82,41%	56,83%	25,58%
HQ.SE Sverigefond	SIXPRX	119,25%	75,81%	43,44%
Länsförsäkringar Mega Sverige	SBX Cap	97,61%	108,40%	-10,79%
Nordea Allemansfond Beta	75% SIXPX 25% MSCI World	90,56%	54,55%	36,01%
Nordea Allemansfond Gamma	75% SIXPX 25% MSCI World	89%	54,55%	34,45%
Nordea Sverigefond	SIXPX	65,10%	56,83%	8,27%
Robur Allemansfond 1	67% SIXPRX 33% MSCI World	74,41%	54,32%	20,09%
Robur Sparinvest	SIXPX	74,97%	56,83%	18,14%
Robur Sverigefond MEGA	SIXPX	72,05%	56,83%	15,22%
Salus Ansvar Öhman	SIXPRX	124,55%	75,81%	48,74%
SPP Aktiefond Sverige	SIXPX	135,51%	56,83%	78,68%
SEB Trygghetsfond	SIXPX	87,63%	56,83%	30,80%
Treviso Tillväxtfond	SIXPRX	110,03%	75,81%	34,22%

I Tabellen ovan kan fondernas avkastning respektive jämförelseindexets utveckling beskådas där en jämförelse mellan dessa också presenteras för att bedöma varje fonds prestation gentemot valt jämförelseindex. Resultatet visar att 21 av 22 fonder lyckats överträffa sitt jämförelseindex. Endast Länsförsäkringar Mega Sverige har en sämre avkastning än vad dess jämförelseindex har över perioden. Intressant är dock att detta index (SBX Cap) har den klart högsta utvecklingen under femårsperioden vilket gör att det är mer svårslaget. Hade något av de övriga indexen valts hade Länsförsäkringar Mega Sverige klart överträffat sitt jämförelseindex. Vad som även kan utläsas och som nämndes tidigare är att det är svårare för fonderna som använder index med återlagd utdelning att överträffa dessa än om ett index utan återlagd utdelning används. Detta kan enkelt ses vid en jämförelse mellan SIXPX och SIXPRX där enda skillnaden är att SIXPRX även återlägger utdelningen. SIXPRX har en högre avkastning under perioden med 18,98 procentenheter vilket har stor betydelse då överavkastning gentemot valt jämförelseindex utvärderas. Fonderna som enligt vår mening använder sig av än mer felaktiga index såsom AFGX och SAX där varken 10%-regeln eller återlagd utdelning tas i beaktning har båda en avkastning som ligger mellan SIXPX och SIXPRX. De kombinerade jämförelseindex där en liten del representeras av MSCI World har haft en klart lägre avkastning under perioden vilket är intressant med den aspekten att dessa enligt placeringsinriktningen endast informerar om att de kan innehålla upp till 25% i utländska aktier. Alltså kan de innehålla en klart lägre andel utländska aktier (vilket deras investeringsstil påvisar) och därmed lättare slå sitt jämförelseindex.

Intervallerna mellan fondernas jämförelseindex är väldigt stora (53,78 procentenheter) vilket än mer tyder på att valet av jämförelseindex har stor betydelse vid en utvärdering av en fonds prestation.

Med ovanstående resonemang vill vi påvisa att det har väldigt stor betydelse vilket jämförelseindex som fonden väljer att jämföra sig mot vid en utvärdering av dess prestation mot detta index. Därför har vi valt att istället utvärdera fonderna utefter deras historiska investeringsstil. Med hjälp av detta kan vi konstruera ett skräddarsytt index för varje fond, ett så kallat stilindex.

Avkastning gentemot stilindex

	AVKASTNING FOND	AVKASTNING STILINDEX	FOND VS STIL
Alfred Berg Sverige	70,60%	85,58%	-14,98%
Banco Allemansfond	67,90%	88,54%	-20,64%
Banco Sverigefond	67,40%	90,22%	-22,82%
Carnegie Sverige	94,70%	85,30%	9,40%
Didner & Gerge Aktiefond Sverige	231,40%	73,60%	157,80%
Folksam Aktiefond Sverige	82,40%	80,72%	1,68%
Handelsbanken SBC Bofond	59,80%	84,12%	-24,32%
Handelsbanken Chans/Risk	62,80%	81,04%	-18,24%
Handelsbanken Placeringsfond	70,90%	80,71%	-9,81%
Handelsbanken Reavinstfond	58,30%	80,18%	-21,88%
HQ.SE Sverigefond	102,10%	82,02%	20,08%
Länsförsäkringar Mega Sverige	72,30%	84,99%	-12,69%
Nordea Allemansfond Beta	74,80%	85,64%	-10,84%
Nordea Allemansfond Gamma	72%	80,21%	-8,21%
Nordea Sverigefond	49,50%	83,71%	-34,21%
Robur Allemansfond 1	56,80%	73,47%	-16,67%
Robur Sparinvest	59,60%	75,99%	-16,39%
Robur Sverigefond MEGA	51,70%	77,55%	-25,85%
Salus Ansvar Öhman Sverigefond	115,70%	89,43%	26,27%
SPP Aktiefond Sverige	121,80%	89,43%	32,37%
SEB Trygghetsfond	69,30%	78,20%	-8,90%
Trevise Tillväxtfond	92,70%	84,97%	7,73%

I tabellen ovan där fondernas avkastning sätts i relation till stilindexets utveckling får vi ett annat resultat än i föregående jämförelse där fondernas avkastning sattes i relation till valt jämförelseindex. Av undersökningens 22 fonder är det nu endast 7 av dessa som lyckas överträffa sina egna skräddarsydda index. Fonderna som här slagit sina stilindex kan på ett mer rättvisande sätt påvisa att de har presterat överavkastning genom timing och selektion. Detta då de index som innefattas i det stilindexet bättre speglar fondernas innehåll och inriktning. Den del som inte speglas av de passiva index som ingår i dess stilindex kan då knytas till fondförvaltarens förmåga att skapa överavkastning inom vald investeringsstil. En annan intressant iakttagelse är att avvikelserna mellan fondernas stilindex är klart mindre än avvikelserna i jämförelseindexen. Banco Sverige är den fond som har det stilindex med högst avkastning (90,22%) medan Robur Allemansfond 1 har det stilindex med lägst avkastning (73,47%). Intervallerna mellan dessa ytterligheter är 16,75 procentenheter vilket kan jämföras med intervallerna för jämförelseindexen vilket var hela 53,78 procentenheter. Detta påvisar att fonderna inte är såpass olika som deras val av jämförelseindex annars kan göra gällande.

Skillnaden är dock så pass stor även när fondernas stilindex jämförs vilket visar på att det finns klara skillnader mellan olika Sverigefonder sett till deras investeringsstil.

Om vi undersöker de fonder som i jämförelse med sitt jämförelseindex presterade den högsta överavkastningen respektive lägsta och ser om fallet även är så när de jämförs mot sitt stilindex kan vi se att det nu ser annorlunda ut. Didner & Gerge Aktiefond Sverige utklassar dock de övriga fonderna oavsett om vi jämför med valt jämförelseindex eller deras stilindex. Länsförsäkringar Mega Sverige däremot som i jämförelse mot valt jämförelseindex var den enda fond som inte lyckades slå detta är i jämförelse med sitt stilindex inte längre sämst ur denna aspekten. Det finns nu 11 fonder som har en sämre prestation i jämförelse med sitt stilindex istället. Detta tyder på att jämförelser inom denna grupp av Sverigefonder blir felaktigt om vi ser till fondernas prestation gentemot respektive fonds jämförelseindex.

7.3 UNDERSÖKNING 3

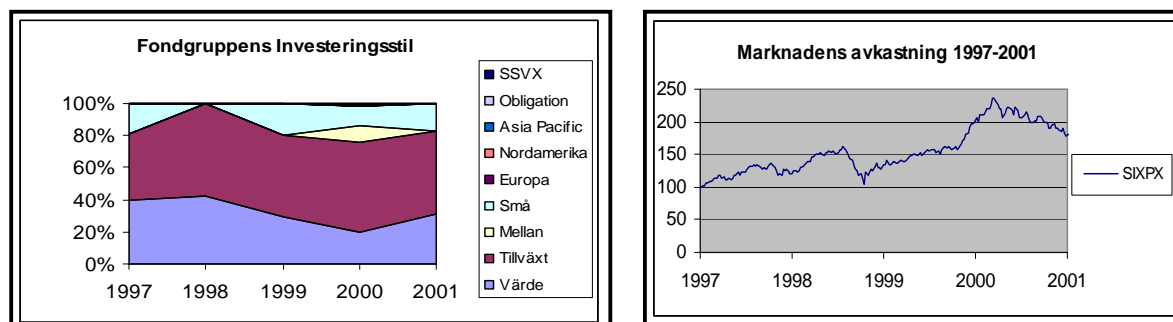
7.3.1 Resultat & Analys undersökning 3

Denna undersökning syftar till att få en bättre uppfattning om hur fonder agerar över tiden. Frågan som vi ställde i kapitel 7 och som här utreds är om fonderna håller investeringsstilen över tiden eller förändras den efter olika marknadslägen och tidigare avkastning. Vid presentationen av detta har vi valt att titta på fonderna i grupp för att på ett mer överskådligt och bättre säkerställt sätt kunna påvisa eventuella förändringar.

7.3.1.1 Förändring av investeringsstil efter marknadsläge

För att utröna om fondernas investeringsstil förändrats under femårsperioden samt om detta kan bero på marknadsläget har vi valt att jämföra fondernas investeringsstil mot marknadens stil och utveckling. Marknaden representeras i detta fall av SIXPX då detta index innefattar hela marknaden samt att inget bolag får överstiga 10% vilket innebär likvärdiga villkor som fonderna har. Att även differensen mellan fondernas investeringsstil och marknadens stil inkluderats i tabellen nedan är för att på ett rättvisande sätt kunna påvisa eventuella förändringar i investeringsstilen. Detta då marknadsvärdet i de olika tillgångsklasserna förändras efter marknadens utveckling, vilket påverkar tillgångsklassernas storlek i förhållande till marknaden som helhet.

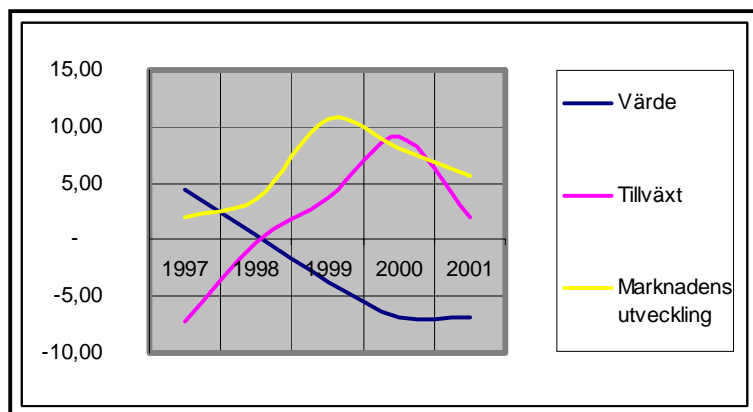
Fondernas investeringsstil i förhållande till marknadsutvecklingen



Fondernas avvikelser gentemot marknaden

	1997		1998		1999		2000		2001	
	Fonder	Diff. marknad	Fonder	Diff. marknad	Fonder	Diff. marknad	Fonder	Diff. marknad	Fonder	Diff. marknad
Värde	39,93%	4,47%	42,49%	0,35%	29,11%	-3,75%	19,65%	-6,90%	31,22%	-6,87%
Tillväxt	41,20%	-7,29%	57,51%	-0,35%	51,19%	3,81%	55,91%	9,10%	51,15%	2,06%
Mellan	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	10,31%	-1,58%	0,00%	0,00%
Små	18,86%	2,81%	0,00%	0,00%	19,70%	-0,06%	12,09%	-2,67%	17,63%	4,81%
Europa	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Nordamerika	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	2,04%	2,04%	0,00%	0,00%
Asia Pacific	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Obligation	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
SSVX	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Totalt	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%	100,00%	0,00%	100,00%	100,00%

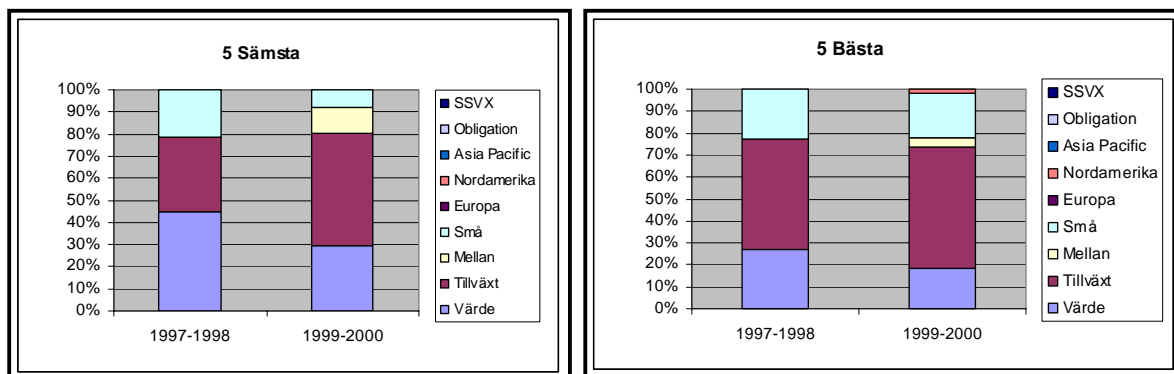
Vad som framförallt kan utläsas av tabellen ovan är att inriktningen mot värdebolag respektive tillväxtbolag har förändrats över perioden. Om vi sätter detta i jämförelse mot hur marknaden utvecklats sig under femårsperioden kan vi tydligt utläsa en trend. Från att fonderna 1997 varit överviktade i värdebolag med 4,47 procentenheter har detta innehav gentemot marknaden minskat markant för att under 2001 stabiliseras på en nivå där undervikten mot marknaden ligger runt 6,9 procentenheter. Marknadens utveckling har under denna period ökat fram till och med Mars 2000 då den vände neråt vilket visar på att fonderna minskat vikten i värdeaktier under denna period med uppåtgående kursutveckling. Efter nedgången på marknaden stabiliserades alltså andelen värde till en undervikt gentemot marknaden med 6,9 procentenheter. Andelen tillväxtbolag har däremot haft en trend åt det motsatta hållet där fonderna under 1997 var underviktade i tillväxtbolag mot marknaden med 7,29 procentenheter för att successivt öka vikten till att år 2000 vara överviktade med hela 9,10 procentenheter. Under 2001 har detta minskat till att endast överstiga marknadens vikt mot tillväxt med 2,06 procentenheter. Detta följer även marknadens utveckling fast åt det motsatta hållet. I ett stigande börsklimat har andelen tillväxtaktier hela tiden ökat gentemot marknaden för att sedan under 2001 då börsen haft en nedåtgående trend under en längre period minska innehavet i tillväxtaktier. Detta tyder enligt vår mening på att fondförvaltarna under en uppgång på marknaden investerar i bolag med högre volatilitet (tillväxtbolag) för att på så sätt öka sin avkastning. Det motsatta gäller då marknaden befinner sig i en nedgång då fokus istället ligger mot mindre volatila bolag (värdebolag). För att illustrera detta tydligare har ett diagram över femårsperioden med marknadens utveckling samt fondernas värde- och tillväxt över/undervikt skapats vilket kan ses nedan. Vad som bör nämnas är att marknaden representeras av en trendlinje vilken ej står i proportion till dess exakta procentuella utveckling.



Utöver trenderna som kan utläsas i tillgångsklasserna värde och tillväxt kan inga tydliga trender utläsas. Trenderna för tillväxt och värde är dock så pass tydliga att vi med säkerhet kan säga att fonderna under femårsperioden förändrat sin investeringsstil i olika marknadslägen.

7.3.1.2 Förändring av investeringsstil efter tidigare avkastning

För att utröna om investeringsstilen även förändras utefter fondens tidigare prestation har vi undersökt de fem bästa respektive sämsta fonderna sett till gruppens relativa avkastning. Detta för att om möjligt utläsa fondförvaltarens benägenhet att ändra investeringsstil efter en period med bra eller dålig avkastning. I diagrammen nedan illustreras investeringsstilen för de fem fonder som presterat sämst under undersökningsperiodens första två år (97-98) samt de fem bäst presterande fonderna under samma period. Detta kan sedan sättas i relation med samma fonders investeringsstil under de två nästkommande åren (99-00) för att genom detta utläsa om det skett någon förändring i investeringsstilen.



Vad som tydligt framgår genom denna jämförelse är att de fonder som presterat sämst under 97-98 har en större benägenhet att förändra sin investeringsstil än de fem bäst presterande fonderna under samma period. Fonderna som inledningsvis presterade dåligt har en klart högre exponering mot värdebolag än de fonder som presterade bra. Detta är troligtvis också förklaringen till deras skrala prestation då värdeaktier inte stiger på samma sätt som tillväxtaktier i en positiv marknadsutveckling. Konsekvenserna av detta har blivit att de övergått till mer tillväxtbolag under 99-00 för att nu mer likna fonderna som presterade bäst under perioden 97-98.

Då vi ser en tendens till förändring i gruppen som presterat sämst under den inledande perioden, men ej i gruppen med en bra utveckling kan vi även här finna skäl till att fonderna ändrar investeringsstil över tiden. Sammantaget påvisar dessa två tester i undersökning 3 att fondförvaltarna har en benägenhet att förändra fondernas investeringsstil över tiden efter marknadsläge och tidigare dålig prestation.

8 SLUTSATS

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

Efter den genomgång av 22 Sverigefonders investeringsstil som genomförts i detta arbete delar vi här med oss av de erfarenheter som vunnits under resans gång vilket vi anser vara till stor nytta för såväl fondsparare som fondförvaltare.

Arbetets syfte var att utröna om informationen som fondbolagen delger i form av placeringsinriktning och jämförelseindex är tillförlitlig samt tillräcklig för en fondsparare att grunda sin investering på. Detta har genomförts genom att på den svenska marknaden undersöka 22 Sverigefonders investeringsstil över en femårsperiod (97-01) med hjälp av en metod utvecklad av William F Sharpe kallad avkastningsbaserad stilanalys.

I arbetets första undersökning kartlägger vi fondernas historiska investeringsstil för att utifrån detta avgöra om fondernas placeringsinriktning och jämförelseindex, med avseende på innehåll, är tillräckliga samt tillförlitliga. Sammantaget kan sägas att fondernas placeringsinriktning är tillförlitlig överlag då fonderna håller sig inom ramarna för denna med ett par undantag. Emellertid kan informationen kännas något vag då den är väldigt bred med stora möjligheter att fritt röra sig inom den uttalade placeringsinriktningen. Av de fonder som i sin placeringsinriktning nämner något om en inriktning mot värde- eller tillväxtbolag kunde stilanalysen i vissa fall påvisa att fonderna inte riktigt lever upp till förväntad inriktning. Alltså kan vi inte påvisa att informationen är tillräcklig utan istället något bristfällig vilket även innefattar informationen om fokus är mot värde eller tillväxt.

För att bedöma jämförelseindexens tillräcklighet och tillförlitlighet har en stilanalys även utförts på dessa för att på så sätt utröna avvikelser i innehåll mellan fonderna och dess jämförelseindex. Avvikelseerna var överlag relativt stora (27,55 procentenheter). De största avvikelserna härrör från en övervikt i tillväxtbolag samt småbolag. Detta får betydelse för en fondsparares möjligheter att på ett korrekt sätt diversifiera sina tillgångar, exempelvis kan det vara stor skillnad i risk mellan stora och små bolag respektive värde- och tillväxtbolag. En annan orsak till avvikelserna var att det i många Sverigefonder även fanns ett innehav i utländska aktier vilket inte gör det lättare för en fondsparare att utläsa innehållet i fonderna då fondernas jämförelseindex endast innehåller svenska aktier.

Positivt är dock att vissa Sverigefonder som även innehåller utländska aktier har börjat använda sig av kombinerade index där en del står för det utländska ägandet. Detta ger därmed en rättvisare bild vid en jämförelse av fondens innehåll gentemot jämförelseindex innehåll. Problemet är förstås om fonden ej innehåller några utländska aktier vilket kan vara fallet då placeringsinriktningen i vissa fall uttrycker att fonden får, det vill säga den behöver inte innehålla utländska aktier.

Sammantaget kan sägas att placeringsinriktning och jämförelseindex i den form de existerar idag inte är tillräckliga och vad gäller jämförelseindex ej heller tillförlitliga för en fondsparare att grunda sin investering på.

Den andra undersökningen utfördes som en följd av resultatet i den första då vi fann att fonderna avvek från sina jämförelseindex. Vad vi ville åstadkomma och utröna med denna undersökning var om de valda jämförelseindexen var tillräckliga och rättvisande för att bedöma en fonds prestation.

När vi jämförde fondernas avkastning med valt jämförelseindex visade det sig att hela 21 av de 22 fonderna hade presterat bättre än valt jämförelseindex. Överavkastningen hade stor betydelse av vilket jämförelseindex som fonden valt då utvecklingen under femårsperioden var mycket varierande. Exempelvis visade ett av jämförelseindexen endast en uppgång på 54,32% medan ett annat hade en uppgång på hela 108,40%. Detta påvisar vikten av vilket index som väljs av fonden för att visa på att överavkastning presterats. Bland de olika jämförelseindexen finns det även stora skillnader i utformning då vissa beaktar att en fond endast får innehå 10% i ett och samma bolag samt att fonderna återlägger utdelningar. De fonder som inte jämför sig mot ett index som tar dessa två justeringar i beaktning anser vi jämföra sig mot ett felaktigt jämförelseindex. För att bedöma jämförelseindexens tillförlitlighet har vi därefter satt fondernas avkastning i relation till ett index som komponerats efter respektive fonds historiska investeringsstil, ett så kallat stilindex.

I denna jämförelse erhålls ett helt annat resultat där nu endast 7 av de 22 fonderna slår sitt stilindex samt att avvikelserna mellan stilindexen är klart mindre än vad fallet var mellan jämförelseindexen. Den del som inte speglas av de passiva index som ingår i dess stilindex kan då knytas till fondförvaltarens förmåga att skapa överavkastning inom vald investeringsstil. Detta påvisar att fonderna inte är så olika som deras val av jämförelseindex annars kan göra gällande. Skillnaden är trots allt såpass stor, även när fondernas stilindex jämförs, vilket visar på att det finns klara skillnader mellan olika Sverigefonder sett till deras investeringsstil. Resultatet visar på att det kan finnas en tendens att fonderna frångår eller väljer ett felaktigt index för att genom detta kunna påvisa att en överavkastning presterats vilket även befarades i arbetets inledning. Med anledning av detta anser vi att om jämförelseindex skall fylla någon funktion överhuvudtaget bör fonderna jämföras mot sin historiska investeringsstil.

Den tredje undersökningen som utförts i arbetet syftar till att utreda om förändringar i fonder innehåll sker över tiden samt vad detta i så fall kan bero på. Vi fokuserade, med anledning av tidigare utförda studier på den amerikanska marknaden, på om eventuella förändringar kunde bero på rådande marknadsläge eller tidigare prestation.

Vad som framkom av denna undersökning var att det finns en tydlig tendens att de undersökta fonderna förändrar innehåll i olika marknadslägen. Under perioder med uppgång i ekonomin tenderar fonderna att övervikta i tillväxtbolag på bekostnad av värdebolag. Dessutom framgick det att de fonder i gruppen med en sämre avkastning under den första delen av femårsperioden hade en benägenhet att förändra investeringsstilen till skillnad från de fonder som presterat en hög avkastning i början av undersökningsperioden.

Slutligen kan sägas att som det ser ut idag är det väldigt svårt för en fondsparare att bilda sig en uppfattning om vad en fond verkligen innehåller med de hjälpmedel som tillställs i form av placeringsinriktning och jämförelseindex. Vi anser att denna information från fondbolagen har en avgörande betydelse för en fondsparares möjligheter att diversifiera sina tillgångar samt utvärdera fondernas tidigare prestation. Med anledning av detta har vi en förhoppning om att fondbolagen i framtiden redovisar sin investeringsstil samt utvärderar sig själva efter densamma.

8.1 FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING

Under arbetets gång har vi funnit vissa områden som skulle kunna utredas djupare. Vad som hade varit intressant att utreda närmare är om det sker förändringar i investeringsstilen, även om placeringsinriktning och val av jämförelseindex fortfarande är desamma, då fonden byter förvaltare.

Vi skulle dessutom välkomna en studie med syfte att hjälpa Finansinspektionen att skapa ett regelverk för hur fondbolagens information till fondspararen skulle kunna utformas. Viktiga saker som vi anser bör tittas över är regler för val av jämförelseindex samt ett större krav på en tydligare och mer specificerad information i fondens placeringsinriktning.

