



EKONOMIHÖGSKOLAN

Lunds universitet

Företagsekonomiska institutionen

Hedgefonder under finansiell oro

-
en studie av svenska hedgefonder

HT – 2008
FEKK01 Examensarbete kandidatnivå

Handledare
Wachtmeister
Tore Eriksson

Författare
Markus Jarnér
Daniel Selling
Axel

Tove Åkerblom

Sammanfattning

Examensarbetets titel:	Hedgefonder under finansiell oro – en studie av svenska hedgefonder
Seminariedatum:	15 januari, 2009
Ämne/kurs:	FEKK01, Examensarbete kandidatnivå, 15 poäng
Författare:	Markus Jarnér Daniel Selling Axel Wachtmeister Tove Åkerblom
Handledare:	Tore Eriksson
Nyckelord:	Hedgefonder, absolut avkastning, risk, korrelation och finanskris.
Syfte:	Syftet är att ur ett investerarperspektiv undersöka och analysera utfallet av svenska hedgefonders avkastning i jämförelse med marknadsindex under den finansiella konjunkturcykeln 2003 till 2008, där vikten läggs på nedgångsfasen.
Metod:	En kvantitativ metod används för att samla in numerisk data i form av hedgefonders historiska avkastning, som sedan tillämpas i relevanta teorier. Den kvantitativa metoden kompletteras med en kvalitativ metod i form av genomförande av intervjuer i syfte att åstadkomma en djupare och mer relevant bild av analysen.
Teoretiska perspektiv:	Teoriernas funktion är i huvudsak att på olika sätt mäta hedgefonders prestation och risk. Dessa används sedan för att jämföra fonderna sinsemellan. Därför är dessa teorier av stor betydelse för att uppnå vårt syfte.
Empiri:	Empirin består till större del av den kvantitativa data vi samlat in på månadsbasis om hedgefonders historiska avkastning, samt marknadens utveckling. Kvalitativ data motsvaras av den information som vi erhållit genom intervjuer.
Resultat:	Vår studie visar att majoriteten svenska hedgefonder har misslyckats med att generera en absolut avkastning under 2003 till 2008. Därtill är det bästa

sättet att använda hedgefonder som ett komplement i en portfölj.

Abstract

Title:	Hedge funds during financial instability – a study of Swedish hedge funds
Seminar date:	January 15 th , 2009
Course:	FEKK01, Degree Project Undergraduate level, Business Administration, Undergraduate level, 15 University Credits Points (UPC) or ECTS-credits
Authors:	Markus Jarnér Daniel Selling Axel Wachtmeister Tove Åkerblom
Advisor:	Tore Eriksson
Key words:	Hedge funds, absolute return, risk, correlation and financial crisis.
Purpose:	The purpose is to, from an investor's perspective, investigate and analyze how Swedish hedge funds' return patterns have been, compared to the market index, during the economic cycle from 2003 to 2008, with focus on the weak period.
Methodology:	A quantitative methodology is used to gather numerical data, represented by the market's and the hedge funds' historical return. This data is later applied on theoretical concepts. The quantitative method is complemented with a qualitative methodology in terms of interviews with the intention to add a deeper and a more relevant view of the analysis.
Theoretical perspectives:	The function of the theoretical concepts utilized is to in different ways measure hedge funds' performance and risk. These theories are later on used to compare the hedge funds to each other and are therefore an essential part to obtain our purpose.
Empirical foundation:	The empirical foundation mainly consists of the quantitative data mainly gathered from the hedge funds' historical return on a monthly basis. Furthermore, the qualitative findings are represented by the information obtained from the interviews.

Conclusions:

Our thesis proves that the majority of Swedish hedge funds have failed to generate an absolute return from 2003 to 2008. Furthermore, hedge funds are best utilized as a complement in a portfolio.

Förord

Vi vill tacka dem som gjort detta examensarbete möjligt att genomföra.

Tore Eriksson

som genom arbetets gång hjälpt oss på rätt väg och givit oss mycket inspiration med sin kunskap inom ämnet.

Vi vill även tacka våra intervjuobjekt, Peder Kruse, Tom Josephson och Cecilia Olsson för att de tog sin tid att hjälpa oss med att sätta oss in i den svenska hedgefondmarknaden och hur denna fungerar.

Slutligen vill vi tacka våra familjer och vänner för allt stöd och för hjälpen med korrekturläsning i slutfasen av arbetet. Utan Er hade arbetet inte blivit så bra som det blev.

Lund, den 12 januari, 2009

Markus Jarnér

Daniel Selling

Axel Wachtmeister

Tove Åkerblom

Innehållsförteckning

1. Inledning	9
1.1 Bakgrund	9
1.2 Problemdiskussion	11
1.3 Problemformulering	12
1.4 Syfte.....	12
1.5 Avgränsningar	12
1.6 Målgrupp.....	13
1.7 Disposition.....	13
2. Metod	15
2.1 Metodansats.....	15
2.1.1 Induktiv, deduktiv och abduktiv ansats	15
2.1.2 Kvalitativ och kvantitativ metod	15
2.1.3 Deskriptiv och normativ ansats.....	16
2.2 Val av datainsamlingsmetod	16
2.2.1 Primärdata.....	16
2.2.2 Sekundärdata	16
2.3 Urval	17
2.4 Intervjuer.....	17
2.5 Upplägg.....	18
2.6 Reliabilitet och validitet.....	19
2.7 Kritik och svagheter	20
3. Praktisk referensram.....	21
3.1 Historik	21
3.2 Jämförelse mellan hedgefonder och traditionella fonder	22
3.2.1 Placeringsregler	22
3.2.2 Avkastningsmål.....	23
3.2.3 Synen på risk.....	24
3.2.4 Investeringsfilosofi	24
3.2.5 Avkastning	25

3.2.6	Prestationsmått	25
3.2.7	Avgiftsstruktur	26
3.2.8	Förvaltarens incitament	26
3.3	Lagar och regler.....	26
3.4	Olika strategier för hedgefonder	27
3.4.1	Marknadsberoende strategier	28
3.4.2	Marknadsoberoende strategier	31
3.4.3	Opportunistiska strategier.....	33
3.5	Fördelar och nackdelar med hedgefonder	34
3.5.1	Fördelar	34
3.5.2	Nackdelar.....	35
3.6	Fond i fond	37
4.	Teoretisk referensram.....	38
4.1	Att mäta hedgefondens prestation	38
4.1.1	Avkastning	38
4.1.2	Standardavvikelse	38
4.1.3	Kovarians och betavärde	39
4.1.4	Korrelationskoefficient	40
4.1.5	Sharpekvot	40
4.1.6	Treynorkvot	41
4.1.7	Jensens alpha	41
4.2	Tidigare forskning	42
5.	Empiri	44
5.1	Marknaden	44
5.2	Den riskfria räntan	44
5.3	Den genomsnittliga hedgefonden.....	45
5.4	Marknadsberoende strategier	45
5.4.1	Brummer Manticore	46
5.4.2	Brummer Zenit	48
5.4.3	Consepio	50
5.4.4	Handelsbanken Europa Hedge Selektiv	51
5.4.5	Nordea European Equity Hedge Fund.....	53
5.4.6	Brummer Futuris.....	54
5.4.7	Ram One	56

5.4.8 Eikos	58
5.5 Marknadsberoende strategier.....	59
5.6 Opportunistiska strategier	59
5.6.1 Brummer Helios	60
5.6.2 Brummer Nektar.....	62
5.6.3 Brummer Lynx.....	64
5.6.4 Penser Hedge	66
5.6.5 Tanglin.....	67
5.6.6 Banco Hedge.....	69
5.7 Marknadens uppgångsfas.....	71
5.7 Marknadens nedgångsfas.....	72
5.8 Hedgefonder i en portfölj	74
5.9 Intervjuer.....	77
5.9.1 Peder Kruse, Catella Kapitalförvaltning	77
5.9.2 Tom Josephson, Brummer & Partners	79
5.9.3 Cecilia Olsson, Finansinspektionen	81
6. Analys	84
6.1 Översikt	84
6.2 Skillnader vid uppgång och nedgång	86
6.3 Hedgefond som enskild investering och komplement till den riskfria räntan.....	86
6.4 Hedgefonder i en portfölj	87
7. Slutsats	87
7.1 Författarnas slutsatser	87
7.2 Förslag på framtida forskning.....	88
8. Referenser	91
Tryckta källor	91
Publicerade källor	91
Elektroniska källor	92
Databaser	93
Muntliga källor	93
Appendix.....	94
I. Ordlista.....	94
II. Fakta index.....	97

1. Inledning

1.1 Bakgrund

Under hösten 2008 har Stockholmsbörsen upplevt ett stort antal så kallade svarta börsdagar, dagar då börsen fullkomligt har rasat i värde. Den 6 oktober föll börsen med 7,1 procent, vilket är det näst största raset på Stockholmsbörsen sedan 1987. Endast den 11 september 2001, dagen då terrorattackerna mot World Trade Center inträffade, upplevde vi ett större ras. Då föll Stockholmsbörsen med hela 7,8 procent under en och samma dag.¹

I efterdyningarna av terrorattacken 2001 var det under en tid kraftig oro på världens börser och rädslan för terrorism spred sig. Utifrån rådande marknadsförhållanden och den marknadsoro som fick ett allt starkare fotfäste tog amerikanska placerare tillfället i akt och handlade i så kallade hedgefonder.

Dessa placerare gick lång position i bland annat säkerhetsbranschen och andra branscher som under de rådande omständigheterna förutspåddes gå bra. Förutom detta gick de kort position, så kallad blankning, i de företag vars aktiekurs man förväntade skulle rasa till följd av attacken, till exempel flygbolag och försäkringsbolag. Med denna strategi lyckades investerarna åstadkomma en hedge, det vill säga ett skydd mot en för övrigt fallande marknad.²

Med exemplet ovan introducerar vi begreppet hedgefonder och dess olikheter med traditionella fonder, samt hur man strategiskt kan använda dem i ett visst konjunkturläge. Viktigt att poängtera är att skillnaden mellan de ekonomiska följderna av terrorattackerna och den finanskris vi nu upplever är att krisen som varit ett faktum under 2008 har beskrivits som en av de absolut värsta genom tiderna. Detta eftersom finanskrisen drabbat de flesta branscher och länder mycket hårt och den har även varit mer intensiv än föregående kriser.³ I dessa tider av bred ekonomisk avmattning, spridd över hela den finansiella marknaden, blir alternativ till

¹ OMX Nordic Exchange, URL: www.omxnordicexchange.com, hämtad 2008-11-24

² Anderlind et al (2003), sid 43-44

³ Hassius, Kerstin, "Sänk reporäntan till 2,25 procent", *SvD*, publ. 2008-10-09

traditionell fond- och aktiehandel allt mer attraktiva för investerare som efterfrågar ett skydd, det vill säga en säker tillgång som kan generera avkastning trots portföljavvikande aktiekurser. I Sverige är hedgefonder ett av dessa relativt nya alternativ som har ökat mycket i antal under de senaste åren, där den första svenska hedgefonden, Brummer & Partners Zenit, lanserades så sent som 1996.⁴

Hedgefonder marknadsförs som ett alternativ som skall generera en positiv avkastning oavsett rådande marknadsklimat, vilket givetvis gör dem extra intressanta i en portfölj under finansiell oro.⁵ Dess risk och avkastning, tillsammans med dess utlovade egenskap att ha en låg korrelation med marknaden, medför att hedgefonden bidrar med andra finansiella egenskaper jämfört med en traditionell fond. Under senare år har de även blivit allt mer tillgängliga för privata investerare, men skillnaden från traditionella fonder är dock att man behöver investera mer kapital och att man i många fall bara kan handla så sällan som månadsvis.⁶

Då marknaden senast var i en kraftig nedgångsfas var då IT-bubblan sprack en kort tid efter millennieskiftet. Vid denna tidpunkt var hedgefonder fortfarande något relativt nytt och okänt i Sverige, men på grund av oron på marknaden fick den breda massan av investerare för första gången på riktigt upp ögonen för dem och sedan dess har intresset ökat. Under 2007 förvaltade de dryga 10 000 hedgefonderna som fanns att tillgå på världsmarknaden totalt 12 biljoner kronor. Av dessa hedgefonder låg 42 stycken under förvaltning i SIX Harcourt Index, vilket är det svenska indexet för hedgefonder. Dess totala kapital uppgick samma år till 58 miljarder kronor.⁷

Hedgefonder har varit utsatta för kritik under den tid då de kraftigt expanderat, bland annat på grund av att de har påståtts ha en negativ effekt på samhällsekonomin. Kritiken baseras framför allt på tre uppfattningar. Dels kritiseras den sämre insynen som myndigheter har i hedgefonders verksamhet, vilket framför allt gäller fonder som är registrerade utomlands. Dessutom menar många att hedgefonder är alltför spekulativa och överlag blir mer lika i sina placeringsstrategier.⁸ Slutligen, hedgefonder förvaltar omkring två procent av alla finansiella tillgångar, men med hjälp av belåning uppnår de en hävstångseffekt och

⁴ Brummer & Partners, URL: www.brummer.se, hämtad 2008-11-17

⁵ Brummer & Partners, URL: www.brummer.se, hämtad 2008-11-27

⁶ Anderlind et al (2003), sid 73

⁷ Lind, Johan, *Nyhetsbyrån SIX*, publ. 2008-11-06

⁸ Nyberg, Lars, vice riksbankschef, anförande 2006-11-24

på många marknader uppskattas därför hedgefonder stå för 30-50 procent av omsättningen, vilket svarar för en stor del aktivt risktagande och kan tänkas bidra till en negativ påverkan på samhällsekonomin.⁹

1.2 Problemdiskussion

I tider av finansiell oro efterfrågas alternativa investeringar mer än någonsin. Tillgångar som är negativt korrelerade med marknaden, eller som inte har någon korrelation alls, är i en portfölj ett bra skydd mot kraftiga börsnedgångar. Hedgefonder marknadsför sig oftast som lågt korrelerade med marknaden och skall därför fungera som en form av försäkring i sämre tider.¹⁰ För många investerare är det värdefullt att ha denna typ av försäkring i sin portfölj, då denna dämpar förlusterna vid en nedgång och samtidigt följer med uppåt vid en uppgång. Den riskfria räntan har sedan länge haft denna roll i en aktieportfölj, nämligen att alltid leverera en positiv avkastning. Även hedgefonder, tillsammans med en aktieportfölj, kan ge en riskreducerande effekt utan att leda till en minskad avkastning. De skall därför utgöra ett konkurrenskraftigt alternativ till den riskfria räntan med ett mål att överträffa den.¹¹

Under en marknadsuppgång bör det inte vara svårt för en förvaltare att uppnå den absoluta avkastningen samt att överträffa den riskfria räntan. Det intressanta är däremot att se om hedgefondförvaltarna klarar av detta under en marknadsnedgång, då förvaltarnas individuella skicklighet sätts på prov. Inom teorin brukar man göra denna uppdelning, där man delar in en del av avkastningen som kan härledas till marknadens förtjänst och en annan del som kan tillskrivas förvaltarens skicklighet.

Majoriteten av förvaltare använder sig av en så kallad high-water mark, vilken innebär att om man har underpresterat under en viss period i förhållande till avkastningströskeln, så måste man återupphämta den innan man kan ta ut en prestationsbaserad avgift.¹²

⁹ Janér, Kent, "Finansmarknadens utveckling och den finansiella stabiliteten – Om hedgefonder", *Penning- och valutapolitik*, sid 33-37, publ. jan 2008

¹⁰ Merrant Fonder, URL: www.merrant.se, hämtad 2008-11-27

¹¹ Anderlind et al (2003), sid 71

¹² Brummer & Partners, URL: www.brummer.se, hämtad 2008-11-25

En hedgefondförvaltare har ett större spekulationsutrymme än en traditionell fondförvaltare genom att en förvaltare av hedgefonder kan använda sig av fler finansiella instrument, där kanske den viktigaste skillnaden är att denne kan ta olika positioner. I teorin skall därför hedgefonder, med hjälp av olika sammansättningar, alltid mycket lättare kunna säkra sig mot nedgångar. Med tanke på att hedgefonder, till skillnad från traditionella fonder, kan använda sig av fler finansiella verktyg har de möjligheten att uppnå en lägre risk än traditionella fonder.¹³

Under marknadsklimat med hög volatilitet blir investerare mer försiktiga i sina placeringar. Med tillgångar som korrelerar med marknaden, såsom aktier och traditionella fonder, har det betydelse när man anskaffar tillgången, men med tanke på hedgefonders marknadsberoende är det intressant att se om tidpunkten vid förvärvet har någon relevans, det vill säga om det är för sent för investerare att köpa hedgefonder när finanskrisen redan är en realitet.

1.3 Problemformulering

Är hedgefonder ett bra investeringsalternativ för riskaverta placerare och hur stor inverkan har tidpunkten då man väljer att investera i hedgefonder? Bör hedgefonder ses som ett komplement i en portfölj, eller kan man nå en god avkastning genom att endast investera i hedgefonder? Är det så att hedgefonder kan avkasta mer än den riskfria räntan genom hela konjunkturcykeln?

1.4 Syfte

Syftet är att ur ett investerarperspektiv undersöka och analysera utfallet av svenska hedgefonders avkastning i jämförelse med marknadsindex under den finansiella konjunkturcykeln 2003 till 2008, där vikten läggs på nedgångsfasen.

1.5 Avgränsningar

I vår undersökning väljer vi att beakta svenska hedgefonder. Hedgefonder har endast funnits i Sverige sedan 1996 och det finns därför inte speciellt många studier

¹³ Anderlind et al (2003), sid 69

inom ämnet.¹⁴ De studier som gjorts om hedgefonder innefattar tidsperioden från deras uppkomst i Sverige under slutet av 90-talet. Vi har därför valt att begränsa oss bakåt i tiden till uppgången på marknaden som skedde efter den föregående ekonomiska krisen som bottnade under 2003. Vår undersökningsperiod blir därför de senaste sex åren, från 2003 till 2008.

För att få tillgång till relevant data har vi valt att begränsa vårt arbete till de 14 hedgefonder som existerat under hela undersökningsperioden. Dessa 14 fonder grupperar vi efter deras investeringsstrategier.

1.6 Målgrupp

Vi vänder oss i första hand till ekonomistudenter som har finansiering som huvudämne. Vår sekundära målgrupp är investerare som har kunskaper inom fondhandel.

1.7 Disposition

2. Metod

I detta avsnitt kommer vi att presentera vårt val av metod och det angreppssätt vi kommer använda oss av. Vi argumenterar också för de urval som ingår i undersökningen.

3. Praktisk referensram

Detta kapitel behandlar all bakgrundsfakta om hedgefonder, samt jämförelser med traditionella fonder. Detta kapital syftar främst till att bredda läsarens förståelse och förmedla en nödvändig grund inom ämnet.

4. Teoretisk referensram

Här presenteras den teori och de teoretiska modeller som är relevanta och som vi knyter an till i vår undersökning. Här tas även upp den tidigare forskning som är genomförd om hedgefonder.

5. Empiri

¹⁴ Brummer & Partners, URL: www.brummer.se, hämtad 2008-11-24

I detta kapitel finner man en presentation av de undersökningar vi genomfört samt en bearbetning av den information vi har jobbat med. Som ett komplement, finns här även de intervjuer vi genomfört vilket leder fram till en presentation av en slutledning.

6. Analys

I detta avsnitt analyserar vi det material vi samlat in och de beräkningar vi gjort.

7. Slutsats

I denna del presenteras de viktigaste slutsatserna vi kommit fram till och som vi baserar på den empiriska forskningen och analysen. Här presenteras även författarnas förslag på fortsatt forskning inom ämnet.

2. Metod

2.1 Metodansats

2.1.1 Induktiv, deduktiv och abduktiv ansats

Uppsatsen har en deduktiv ansats som utgångspunkt, vilket innebär att vi testat befintliga teorier med anknytning till hedgefonder för att undersöka om dessa stämmer överens med verkligheten, även under tider i stark finansiell oro.¹⁵ Deduktiv ansats som begrepp betyder att man testar nuvarande teorier och hypoteser för att sedan bekräfta eller förkasta dessa. Utifrån våra resultat skall vi förhoppningsvis kunna dra slutsatser som kan komma att leda till nya vinklingar inom de befintliga teorierna.¹⁶

En induktiv ansats hade varit aktuell om vi endast genomfört vår undersökning och studerat resultatet, samt med undersökningen i grunden försökt introducera nya teorier. Vi väljer nu att främst testa befintliga teorier, en deduktiv ansats, för att sedan försöka hitta nya vinklingar, vilket får klassas som induktivt.¹⁷ När man blandar teori och empiri på det sätt som vi ämnar göra kallas det att man använder sig av en abduktiv ansats.¹⁸

2.1.2 Kvalitativ och kvantitativ metod

Man kan enkelt beskriva en kvalitativ undersökning som en undersökning med ord och tolkningar. Går man djupare in på vad kvalitativ forskning är upptäcker man att kvalitativ forskning är vad kvantitativ forskning inte är, vilket genast gör begreppet ganska oklart.¹⁹

¹⁵ Bryman, A. & Bell, E. (2005), sid 23

¹⁶ Ibid (2005), sid 23

¹⁷ Ibid (2005), sid 25

¹⁸ Arvidsson, Susanne, universitetslektor, Lund, föreläsning 2008-11-11

¹⁹ Bryman, A. & Bell, E. (2005), sid 297

Kvantitativ forskning innebär i stort att man samlar in data som är numerisk. Mer exakt innebär kvantitativ forskning ett förfarandesätt med en deduktiv ansats, då man samlar in teori som sammanställs till en hypotes. Hypotesen kontrolleras med hjälp av en undersökning som bearbetas och analyseras för att man skall kunna dra slutsatser och formulera ett resultat.²⁰

Vi använder oss av en kvantitativ ansats med vedertagen teoretisk och ekonomisk litteratur, samt mätningar och statistiska test för att genomföra vår undersökning.

2.1.3 Deskriptiv och normativ ansats

Vi avser att använda en deskriptiv ansats då vi vill förklara och skapa förståelse för den stora mängd hedgefonder som finns idag, samt deras syfte. Kortfattat kan deskriptiv ansats beskrivas som att man beskriver och skapar förståelse för ämnet uppsatsen berör. Om vi istället valt en normativ ansats hade det inneburit att vi haft för avsikt att lösa ett problem och förbättra något befintligt.²¹

2.2 Val av datainsamlingsmetod

2.2.1 Primärdata

Primärdata är insamlad genom kvalitativa semistrukturerade intervjuer med personer som besitter stor kunskap om hedgefonder och finansbranschen i helhet. Dessa data består därmed av en sammanställning av de svar vi fått på våra frågor.

2.2.2 Sekundärdata

Hedgefonder är ett tämligen nytt ämne och det finns därför inte alltför många läroböcker som behandlar hedgefonder och dess teori. Vi har i stor utsträckning fått använda oss av artiklar i ekonomiska tidsskrifter där vi funnit relevant information.²² Även affärstidningar har varit till hjälp i vår undersökning, främst Dagens Industri och Affärsvärlden. Vi har även använt oss av tidigare forskning som behandlat ämnet hedgefonder. För våra statistiska undersökningar använder vi oss av kvantitativa

²⁰ Ibid (2005), sid 86

²¹ Arvidsson, Susanne, universitetslektor, Lund, föreläsning 2008-11-11

²² ELIN, URL: www.elin.lub.lu.se, hämtad 2008-11-18

metoder som finns till vårt förfogande, till exempel index och fondkurser som hämtas från SIX Trader Client.

2.3 Urval

Av det initiala antalet svenska hedgefonder har vi minskat detta till 27 slumpvis utvalda hedgefonder, dessa 27 kommer vara med i vår övergripande analys. Då det mest väsentliga i vår undersökning är att mäta hedgefonders prestation under den senaste konjunkturcykeln i både uppgång likväl som nedgång blir vi tvungna att i den djupgående analysen minska antalet till 14 de fonder som funnits under hela konjunkturcykeln.

2.4 Intervjuer

För att utveckla förståelsen och samtidigt ge en mer nyanserad bild av hedgefonder kompletterar vi vår undersökning med att genomföra intervjuer med sakkunniga personer inom finansbranschen. Intervjuerna är tänkta att vara semistrukturerade, vilket innebär en blandning av öppna och prestrukturerade frågor. Prestrukturerade frågor underlättar för respondenten att svara, samtidigt som vi får specifika svar på våra förutbestämda frågor. Vid de öppna frågorna har respondenten en större möjlighet att utveckla sina svar och gå djupare in på ämnen som denne tycker är viktigt att förmedla, vilket ger oss en bättre förståelse för vad respondenten menar samt att det minskar risken för tolkningsfel.²³

Vi spelar dessutom in intervjuerna för att lättare kunna återge det som sägs så precist som möjligt. Vi är medvetna om att detta kan leda till att respondenten eventuellt kan agera annorlunda än om denne inte spelades in, men vi tror dock att fördelarna vid inspelning överväger. Vi kommer att försöka ha intervjuerna i en tyst och oströrd miljö, men vi kan naturligtvis inte kräva av respondenten att denne tar sig till Lund. Därför kommer förmodligen de flesta intervjuerna att ske på respektive respondents arbetsplats.²⁴

²³ Bryman, A. & Bell, E. (2005), sid 370

²⁴ Ibid (2005), sid 370

I urvalet vid våra intervjuer var det av intresse för oss att främst få tala med någon från Finansinspektionen för att få ett utlåtande om hur regleringen kring hedgefonder är. Vi ville också gärna tala med fondförvaltare hos något av de större fondbolagen.

Intervjuerna är utförda genom besök eller e-post och en summering av dessa är sammanställd nedan.

Peder Kruse, Catella Kapitalförvaltning: Den 26 november genomfördes en intervju i Lund med Peder Kruse, som arbetar på Catella Kapitalförvaltning i Stockholm som förmögenhetsförvaltare åt privatpersoner. Tidigare i karriären har han varit specialiserad på hedgefonder.

Tom Josephson, Brummer & Partners: Den 19 december genomfördes en intervju i Stockholm med Tom Josephson, som jobbar på Brummer & Partners i Stockholm inom Institutional Sales. Han har även lång erfarenhet som fondförvaltare för Nordea.

Cecilia Olsson, Finansinspektionen: Den 11 december fick vi svar på de intervjufrågor vi skickat via e-post till Cecilia Olsson, som arbetar som finansinspektör på Finansinspektionen.

2.5 Upplägg

Vi har lagt upp vår undersökning på så sätt att vi börjar med att samla in data avseende avkastning från olika hedgefonder på månadsbasis från januari 2003 fram till oktober 2008. Informationen bearbetas i Microsoft Excel och med hjälp av SPSS utför vi en regressionsanalys med marknadsindex.

Vi har även valt att analysera flera olika faktorer för att se vad som skiljer hedgefonder och traditionella fonder åt vad gäller bland annat förvaltningsavgifter, belåning, regelverk och förvaltningsstrategier. Informationen till dessa avsnitt hämtar vi från litteratur, publicerade artiklar samt ekonomiska tidskrifter, men även från de intervjuer som vi ämnar genomföra.

Efter att all statistik är införskaffad och när intervjuerna är genomförda börjar vår analys av informationen, där vi förväntar oss att komma fram till ett tillförlitligt resultat som besvarar vår problemformulering.

2.6 Reliabilitet och validitet

Reliabiliteten i vår undersökning berör hur resultaten i undersökningen hade blivit om man försökt upprepa samma undersökning en gång till. Om svaret blir detsamma som tidigare har undersökningen en hög reliabilitet, men om svaret påverkas av många tillfälligheter eller av slumpen har undersökningen en låg reliabilitet. Vi har i första hand använt oss av statistik från SIX Trader Client. Vi bedömer inte att risken för fel är stor i de databaserna, men givetvis kan det förekomma inmatningsfel eller bearbetningsfel. Vi har använt data på månadsbasis, vilket sänker reliabiliteten jämfört med om vi haft tillgång till beräkningar på daglig basis.²⁵ Det är även viktigt att poängtera att vår forskning kommer att bestå av historisk insamlad data och att vi utifrån vårt resultat därför inte kan göra mer än att sammanställa hur hedgefonderna har utvecklats under den senaste konjunkturcykeln, samt att spekulera om hur det kommer att se ut framåt i tiden.

Även validiteten bör diskuteras, det vill säga en bedömning huruvida de resultat som genereras från en undersökning verkligen hänger ihop med varandra och hur väl undersökningen är genomförd. Det största problemet är tidsperspektivet då vi har svårt att hitta en större mängd hedgefonder som funnits under de senaste sex åren, vilket givetvis påverkar validiteten negativt.²⁶

En stor del av vår undersökning kommer att bestå av analyser som vi tänker presentera med hjälp modeller. Viktigt att då ha i åtanke är att dessa modeller endast är en förenkling av verkligheten.

När det kommer till våra intervjuer har vi haft möjlighet att bestämma möte med representanter från både Catella Kapitalförvaltning och Brummer & Partners, vilket ger oss en högre validitet eftersom vi då kunnat utveckla intervjufrågorna. Intervjun med Finansinspektionen fick vi inte möjlighet att göra genom ett personligt möte, utan istället fick vi via e-post skicka de frågor vi ville ha svar på. Detta sänker validiteten på svaren, men vi bedömer ändå att intervjun ger mervärde eftersom det viktiga är att få en annan synvinkel på hedgefonder än endast förvaltarnas.

²⁵ Bryman, A. & Bell, E. (2005), sid 48

²⁶ Bryman, A. & Bell, E. (2005), sid 48

2.7 Kritik och svagheter

Vi vill först reservera oss för våra intervjuer och sannolikheten att respondenterna inte svarat helt objektivt. En person som jobbar och är aktiv inom en viss hedgefond kommer med största sannolikhet ge en subjektiv bild. Vi har försökt få en bra blandning av respondenter för att bredda informationen vi samlar in och för att få flera olika perspektiv på hedgefonder, detta har emellertid varit svårt vilket kan härledas till det nuvarande marknadsklimatet.

Vi kan inte utesluta att vi inte har några tolkningsfel över huvud taget i våra intervjuer, trots att vi använt oss av ett semistrukturerat upplägg vid dessa.

Vi måste även reservera oss mot eventualiteten att vi kan ha fått ett snedvridet urval när vi selekterat bland de hedgefonder som ligger som underlag till vår undersökning. Det är dock inte säkert att vårt urval ger en exakt avspegling av hur marknaden ser ut, men vi tror att det är så nära vi kan komma verkligheten och att det ger oss ett tillförlitligt resultat.

En felkälla kan också vara att vi endast använt oss av information om fondkurser på månadsbasis. Önskvärt hade varit att få veckokurser eller till och med dagskurser för hedgefonderna, men detta har inte varit möjligt att erhålla.

Hedgefonder är, som tidigare nämnts, något relativt nytt på den svenska marknaden och därför finns det således väldigt lite litteratur att ta del av. Faktum är att vi i vårt sökande enbart hittade en bok på svenska vilket verifierades av Kungl. biblioteket i Stockholm. Det finns med andra ord knapphändig litteratur att använda sig av inom området som behandlar den svenska hedgefondmarknaden. Detta har fått till följd att vi i högre grad fått förlita oss på övrig internationell fakta, samt vår egen analys.

Slutligen kan vi inte utesluta att det inte finns något fel i vår insamlade eller bearbetade data. Vi är medvetna om att det är fondförvaltarna själva som skriver sina månadsrapporter, som i sin tur SIX tar del av. Detta är den enda information som finns oss tillhanda och vi har inget val än att använda oss av den, därför ställer vi oss något kritiska till att dessa siffror skulle överensstämma exakt med verkligheten.

3. Praktisk referensram

3.1 Historik

Australiensaren Alfred Winslow Jones (1900-1988) har kommit att förknippas med titeln som hedgefondens fader. Det hela började i hans tidiga år då han flyttade till USA och studerade vid Harvard University där han efter att ha tagit sin examen under en tid tjänstgjorde på den amerikanska ambassaden i Berlin. År 1949, återvände han till USA och började arbeta som journalist på affärstidningen Fortune. Här gjorde han sitt namn känt i finansvärlden genom en uppmärksammad artikel om de aktieanalyser som tillämpades på Wall Street samt om hur dessa användes i värderingsprocessen av börsnoterade bolag. Analysen i artikeln följdes av att Jones själv blev inspirerad av att skapa en egen modell för en investeringsform som han kom att kalla hedgefond, av det engelska verbet "*att gardera sig*".²⁷

Modellen handlade om att skydda långsiktiga investeringar, som bedömdes undervärderade, med kortsiktiga affärer av aktier som bedömdes övervärderade. Med denna strategi begränsade han marknadsrisken genom att avkastningen blev positiv vid både upp- och nedgång på aktiemarknaden. Jones använde även en mängd andra instrument, samt lånade pengar för att ha möjlighet att öka avkastningen på sin egen portfölj.²⁸

Det som var revolutionerande med Jones nyutvecklade metod var att han, utöver att placera långsiktigt, även sålde övervärderade aktier utan att egentligen äga själva aktien. Många tilltalades av Jones strategi och bara några år senare fanns det över hundra andra hedgefonder. Sexton år senare publicerade Fortune en artikel om hur Jones hade lyckats överträffa index med 87 procent under det senaste decenniet, vilket ledde till att hedgefonden slog igenom på marknaden.²⁹

²⁷ Anderlind et al (2003), sid 7-8

²⁸ Lavinio, S. (2000), sid 4

²⁹ Anderlind et al (2003), sid 7-8

3.2 Jämförelse mellan hedgefonder och traditionella fonder

Nedanstående tabell syftar till att belysa några av de viktigaste skillnaderna mellan hedgefonder och traditionella fonder:

	Hedgefonder	Traditionella fonder
Placeringsregler	Fria	Begränsade
Avkastningsmål	Absolut, dvs. positiv avkastning oavsett marknadsutveckling	Relativ avkastning, dvs. slå valt marknadsindex
Synen på risk	Förlora pengar	Avvika från index
Investeringsfilosofi	Begränsa marknadsrisk via kombinationer av långa och korta positioner samt likvida medel.	Ta marknadsrisk via långa positioner
Mått på framgång	Hög avkastning i förhållande till risktagande, lågt beroende av marknadens utveckling	Överträffa marknadsindex
Avgiftsstruktur	Främst prestationsbaserad	Fast
Förvaltare har egna pengar i fond	Mycket vanligt	Ovanligt

Tabell 1: Jämförelse mellan traditionella fonder och hedgefonder³⁰

3.2.1 Placeringsregler

Som tidigare nämnts har hedgefonder fria placeringsregler till skillnad från traditionella fonder, som är begränsade i hur dess förvaltare kan placera och agera. Tanken för det reglemente som behandlar traditionella fonder, som vi använder som samlingsnamn för aktiefonder, räntefonder och mixfonder, skall fungera som en

³⁰ Anderlind et al (2003), sid 25

trygghet för investerarna. Detta är tänkt att verka som en försäkring så att det man investerar i faktiskt innehåller det som visas för allmänheten. Regleringen sköts och övervakas av Finansinspektionen, som ger sitt godkännande till de fonder som uppfyller de krav om hur man skall placera och hur rapportering i fonden skall ske. Anderlind et al (2003) ger som exempel i sin bok om att aktiefonder har regler att de måste vara exponerade mot aktier, vilket i praktiken innebär att vid ett brett nedgångsläge på börsen kan man inte sälja av de aktier man har för att motverka fall i fondkursen.³¹

Grundtanken för de lagar och regler som behandlar hedgefonder är att möjliggöra för förvaltaren att placera fritt så att hedgefonder kan vara oberoende av andra tillgångar. Detta har medfört att hedgefondförvaltare kan ta betydligt fler positioner än traditionella fondförvaltare. En hedgefondförvaltare kan bland annat blanka aktier och sälja av sina tillgångar och istället hålla likvida medel när man så önskar. Förvaltare av hedgefonder har även möjlighet till att fritt använda andra instrument, som terminer och optioner, vilka kan användas både som skydd mot börsfall och som instrument för att tjäna pengar under uppgång. En väsentlig skillnad mot traditionella fonder är att hedgefonder även kan belånas.³²

För att kunna använda dessa fria regler så introduceras hedgefonder i länder med lagstiftning som tillåter detta, men det behöver dock inte betyda att de är helt utan bevakning. I exempelvis Sverige fungerar det på så sätt att reglerna är mildare, men Finansinspektionen bedriver ändå övervakande av hedgefonder.³³

3.2.2 Avkastningsmål

Avkastningsmålet, eller den tillväxten i värde man vill att fonderna skall ha varje år, skiljer sig markant åt mellan traditionella fonder och hedgefonder. Hedgefonder arbetar utifrån ett absolut avkastningsmål, ett mål som är detsamma oavsett om marknaden befinner sig i en upp- eller nedgångsfas. Traditionella fonder har vanligtvis ett avkastningsmål som utgår från olika marknadsindex som förvaltarna önskar överträffa.

³¹ Ibid (2003), sid 25

³² Anderlind et al (2003), sid 25f

³³ Ibid (2003), sid 26-28

3.2.3 Synen på risk

Synen på risk skiljer sig hedgefonder och traditionella fonder emellan. För hedgefonder är risk synonymt med att inte lyckas överträffa den riskfria räntan. I traditionella fonder är risk däremot mer synonymt med hur stor risken är att man kommer underträffa marknaden. Traditionella fonder minimerar risken genom att äga flera aktier i olika branscher, så att fondportföljen i princip blir likvärdig med marknadsportföljen.³⁴ Hedgefonder minskar däremot risken genom att äga flera olika tillgångsslag. Traditionella fonder är mer exponerade mot marknadsrisken än hedgefonder.

3.2.4 Investeringsfilosofi

På grund av regelverket har det skapats väldigt många olika investeringsstrategier mellan de olika fondslagen. Förvaltare av traditionella fonder har inte lika stort utrymme för spekulation utan får analysera marknaden och investera i de värdepapper som de förväntar skall gå bäst under den kommande tiden. Hedgefondförvaltare har däremot mer frihet eftersom de kan investera i både långa och korta positioner. Om man befinner sig i en nedgångsfas handlar det istället att som förvaltare av en hedgefond handla kort i de värdepapper som man spekulerar skall förlora mest i värde. Utöver detta är det även möjligt för förvaltare av hedgefonder att hålla på likvida medel, något som traditionella fondförvaltare inte har möjlighet till att göra.³⁵

Många hedgefonder använder sig även av belåning för att uppnå en hävstångseffekt. Belåning i hedgefonder kan ses som ett dubbeleggat svärd, vilket innebär högre risk, men samtidigt möjlighet till en bättre avkastning. Ett exempel på detta är Brummer Helios 2x, som för varje investerad krona belånar samma belopp.³⁶ Det är ofta på grund av en för hög belåning som hedgefonder läggs ned, speciellt då marknaden ställer om för snabbt så att förvaltarna inte hinner positionera om sig.³⁷ Ur en hedgefondförvaltares perspektiv är det däremot användbart att använda sig av belåning för att på så sätt lättare klara av sitt high-water mark och därmed kunna ta ut en högre avgift. En annan aspekt med belåning är att det ökar marknadsrisken markant hos hedgefonder. Vid en marknadsnedgång kan hög belåning och låg likviditet leda till att hedgefonden tvingas sälja av tillgångar till ett

³⁴ Ibid (2003), sid 29

³⁵ Anderlind et al (2003), sid 30

³⁶ Josephson, Tom, Brummer & Partners, Stockholm, intervju 2008-12-19

³⁷ Lavinio, S. (2000), sid 64

ofördelaktigt pris för att kunna betala tillbaks skulden. Det finns även hedgefonder vars strategier är helt beroende av hävstångseffekten för att de skall kunna klara av uppsatt avkastningsmål.³⁸

3.2.5 Avkastning

Inom ämnet hedgefonder brukar man tala om två sätt att mäta avkastning på. Man kan antingen titta på den avkastning som genereras till förtjänst av hur marknaden utvecklats eller på den avkastning som kan härledas direkt till förvaltarens skicklighet. Förvaltare av traditionella fonder satsar på att placera i de aktier som går bäst på marknaden just nu, då de inte direkt ges något utrymme att placera strategiskt. I teorin är däremot inte hedgefondförvaltare speciellt intresserade av i vilken riktning marknaden går eftersom de har möjlighet att generera en absolut avkastning oavsett marknadsklimat. Istället är hedgefonder väldigt beroende av förvaltarens skicklighet och det är det man som investerare tittar på innan man väljer en viss hedgefond. Därför är det viktigt att titta på hur väl förvaltaren tidigare lyckats förvalta kapital på ett bra sätt med hjälp av sin kunskap.³⁹

3.2.6 Prestationsmått

I traditionella fonder utgår man från att en fondförvaltare har presterat bra om han eller hon har överträffat marknadsindex. Om marknaden backar väldigt har alltså förvaltaren gjort ett bra jobb om dennes fond backat mindre än så, i och med att denna har åstadkommit en bättre avkastning än marknaden. Ingen direkt risk läggs in i bedömningen av en traditionell fonds prestation.

Vad gäller hedgefonder handlar det om att alltid nå det absoluta avkastningsmålet med en bra riskjusterad avkastning, oavsett vilket klimat som råder på finansmarknaden. Måttet som används för beräkning av hur väl hedgefonden har presterat i förhållande till risken heter Sharpekvot.⁴⁰

³⁸ Ibid (2000), sid 75

³⁹ Anderlind et al (2003), sid 31

⁴⁰ Ibid (2003), sid 32

3.2.7 Avgiftsstruktur

Avgifter för traditionella fonder består av en fast procentsats som tas ut oavsett om fonden visar ett positivt eller ett negativt resultat. Hedgefonder har däremot i grunden ofta en fast procentsats, men denna är alltid betydligt lägre än vad avgiften för traditionella fonder är. Utöver denna procentsats har man i hedgefonder ofta en rörlig avgift som tas ut när man överträffat en viss nivå, den så kallade avgiftströskeln. Denna rörliga avgift har som syfte att se till placerares och investerares intressen går i samma riktning.⁴¹

3.2.8 Förvaltarens incitament

Förvaltare av traditionella fonder arbetar ofta på banker eller andra finansiella institut, vilket medför att de vanligtvis har en fast lön varje månad och därmed inte har en inkomst som är beroende av hur det går för de fonder de förvaltar. Hedgefondförvaltare har däremot ofta placerat eget kapital i de fonder de förvaltar och har därför ett stort egenintresse i att fonden skall prestera väl.⁴²

3.3 Lagar och regler

De flesta länder i världen har en begränsning i sin lagstiftning som hindrar förvaltare från att registrera hedgefonder i det egna landet. Detta medför att många hedgefonder tvingas att registreras utomlands, så kallat offshore. Man registrerar alltså fonden i ett land med en mindre strikt lagstiftning, vanligen på Bermuda, Cayman Islands eller British Virgin Islands. Dessa länder har även ett betydligt lättare skattetryck, vilket givetvis är en stor fördel för investerare. Detta medför emellertid att insynen blir väldigt dålig, då förvaltarna själva rapporterar sin avkastning till olika index, som exempelvis i Sverige, SIX Harcourt.

I Sverige har man, till skillnad från många andra länder, en kapitallagstiftning som tvingar svenskregistrerade hedgefonder att stå under Finansinspektionens tillsyn.⁴³

⁴¹ Ibid (2003), sid 32

⁴² Ibid (2003), sid 33

⁴³ Anderlind et al (2003), sid 12

3.4 Olika strategier för hedgefonder

Det är ibland missvisande att klassificera alla hedgefonder under en kategori, eftersom hedgefonder kan skilja sig oerhört mycket åt sinsemellan. Det finns hedgefonder som inte säkrar sina positioner alls medan andra gör det desto mer. Faktum är att det totalt finns så många som 32 stycken olika uttalade hedgefondstrategier, alla med olika sätt att nå en absolut avkastning.⁴⁴ För att göra en åtskiljning olika hedgefonder emellan har vi därför valt att göra en uppdelning i de vanligaste strategierna på den svenska marknaden.

Som förvaltare använder man sig oftast av aktier, räntebärande papper eller terminskontrakt. Dessa tre kan sedan användas och delas in efter marknadsberoende, marknadsoberoende samt opportunistiska strategier.⁴⁵

⁴⁴ Lavinio, S. (2000), sid 7

⁴⁵ Anderlind et al (2003), sid 34f

Placeringsalternativ Strategisk ansats	Aktier	Räntebärande papper	Terminskontrakt
Marknadsberoende	Lång/kort aktiehedge Geografisk specialisering Sektoriell specialisering	Lång/kort räntehedge Högavkastande obligationer Krisdrabbade obligationer	Taktiska terminsstrategier Trendföljande
Marknadsberoende	Aktiearbitrage Statistiskt arbitrage Arbitrage i konvertibler Arbitrage i företagsförvärv	Räntearbitrage Arbitrage i stadsobligationer Arbitrage i hypoteks- obligationer	
Opportunistiska	Blandstrategier Makro Multipla strategier	Blandstrategier Makro Multipla strategier	Blandstrategier Makro Multipla strategier

Tabell 2: Hedgestrategier⁴⁶

3.4.1 Marknadsberoende strategier

Marknadsberoende strategier är som namnet antyder i högre grad beroende av marknadens rörelser. För att generera avkastning gör man en värderingsbedömning där man jämför aktiers bolagsvärden och jämför dessa med marknadens bedömning. Positiv avkastning genereras när förvaltaren gjort en korrekt analys och tagit rätt positioner i relation till marknaden. Det finns ett flertal sådana strategier som utnyttjas av svenska hedgefondförvaltare. Nedan beskriver vi de allra vanligaste.⁴⁷

⁴⁶ Anderlind et al(2003), sid 35

⁴⁷ Ibid (2003), sid 36

3.4.1.1 Lång/kort aktiehedge⁴⁸

Den absolut vanligaste investeringsstrategin är aktiehedge, vilken även kallas för lång/kort aktiehedge. Detta är den ursprungsvariant som Alfred Winslow Jones utvecklade redan år 1949. En lång/kort aktiestrategi innebär att man utvärderar olika bolagsvärden i relation till marknaden och utifrån resultatet tar förvaltaren långa eller korta positioner i aktier som man anser vara undervärderade respektive övervärderade. Strategin klassas som en aggressiv strategi med stora kursrörelser och hög avkastning. Förvaltarna investerar i väl utvalda företag och graden av marknadsrisk förklaras av exponeringen. Kraftigt positiv eller negativ grad av nettoexponering betyder att man har en bestämd åsikt om huruvida marknaden skall utvecklas i positiv eller i negativ riktning och man är därmed exponerad för marknadsrisk. Dock minskar marknadsrisken om man samtidigt exponerar sig mot värdeökning och fall på marknaden.

Signifikant för denna strategi är att den ofta har en mycket låg grad av belåning. Dessutom är volatiliteten och risk för värdefall mindre än för vanliga aktiefonder, förutsatt att hedgefonden ej är för koncentrerad.

På grund av att aktier historiskt sett oftare stiger än sjunker i värde använder sig förvaltarna till en stor del av långa positioner. Att gå kort är svårt och väldigt riskfyllt, vilket förklarar att de allra flesta hedgefondförvaltare som använder sig av denna strategi tar fler långa positioner än korta.

3.4.1.2 Lång/kort räntehedge⁴⁹

Med strategin lång/kort räntehedge ligger fokus på att granska kreditrisker i olika underliggande företag. Förvaltarna gör utifrån utvärderingen en analys som sätts i relation till marknadens syn på företagets kreditrisk. Denna strategi består till stor del av investeringar i företagsobligationer och även denna strategi anses vara aggressiv.

Strategin innefattar befattningar med två olika obligationer, varav den första är högavkastande obligationer. Om man investerar med dessa har man ett tillvägagångssätt som i stort liknar lång/kort aktiehedge, men man handlar med högavkastande obligationer istället för med aktier. Dessa obligationer skall ha ett

⁴⁸ Ibid (2003), sid 37

⁴⁹ Anderlind et al (2003), sid 46

kreditbetyg på BBB eller bättre. Analysen förvaltarna gör skall vara fokuserad på en kreditanalys samt på företagets kapacitet att uppfylla sitt åtagande. I de fall då man anser att företaget har goda möjligheter att klara sina kreditåtaganden går man lång position och när de har dåliga förutsättningar att klara kreditåtagande går man kort position.

Det andra instrumentet man handlar med inom lång/kort aktiehedge är krisdrabbade obligationer. Detta innebär istället att man som förvaltare letar upp företag som har stora finansiella problem och kreditrankingen skall vara CCC eller sämre. Företag med en så stor kreditrisk som dessa har ofta en avkastning som överskrider den riskfria räntan med så mycket som tio procent. Dessutom har obligationer ofta en klausul som ger investerarna företräde till kapitalet i ett konkursbo vid en eventuell konkurs. Förutsättningarna för att en hedgefond skall investera i denna form av obligationer är att företaget skall ha goda förutsättningar för att kunna ta sig ur de finansiella problemen. Det krävs djupgående analysarbete av förvaltarna, samt breda kontaktnät för att de skall få tillgång till information om ett visst företags finansiella hälsa och detta är en förutsättning för en lyckad utveckling.

3.4.1.3 Taktiska terminsstrategier⁵⁰

Strategin taktiska terminsstrategier använder sig endast av derivatinstrument, terminer och optioner i sin verksamhet. Terminer är en överenskommelse om att köpa eller sälja något till ett förutbestämt pris på ett förutbestämt datum, vilket man gör för att åstadkomma ett skydd mot prisfluktuationer i underliggande tillgångar. Terminer är standardiserade och man använder dem för att säkerställa prisnivåerna på dessa underliggande tillgångar. Taktiska terminer använder man dock inte för att skydda sig mot fluktuationer i pris på underliggande tillgångar utan man vill istället skapa avkastning genom att vara aktiv med handeln.

Detta gör man genom teknisk analys och olika kvantitativa matematiska modeller för att förutspå olika pristrender inom terminsmarknaden, vilket ger en lägre riskjusterad avkastning än andra hedgefonder och den egna investeringstekniken som strategin har innebär att man har väldigt låg samvariation både med marknaden och med andra hedgefonder. Detta har medfört att hedgefonder som använder sig av taktiska terminsstrategier har presterat bra när andra hedgefonder inte har gjort det.

⁵⁰ Anderlind et al (2003), sid 49

Förvaltaren utgår från att historiska prismönster kan förutspå framtida prisutvecklingar. Olika system undersöker trender i terminspriser och kvantitativa modeller ger sedan per automatik indikeringar på köp- och säljsignaler. Viktigast här är riskhanteringen och att upptäcka trendbrott och man kan säkerställa om prisnivåerna är högre eller lägre än dagens nivåer genom att avkastningen på marknaden går åt endera riktningen. En marknad som inte visar någon tydlig trend är ett ogynnsamt klimat för dessa hedgefonder som använder denna strategi.

3.4.2 Marknadsberoende strategier⁵¹

Marknadsberoende strategier påverkas inte av marknaden, då man här genererar avkastning genom att utnyttja obalanser i prissättningen mellan olika finansiella instrument som står i relation till varandra på något sätt. Man letar ständigt efter ineffektiva marknader och avkastning genereras när prisrelationerna återgår till det normala. Riktningen marknaden går åt spelar ingen roll för marknadsberoende strategier.

3.4.3.1 Arbitrage⁵²

Arbitragestrategin syftar till att generera avkastning helt utan risk, vilket gör man genom att utnyttja obalanser i prissättning mellan olika tillgångar. Inom denna strategi bedriver man en väldigt aktiv handel för att snabbt kunna finna och investera i obalanserna på marknaden. Arbitragestrategier har en väldigt låg samvariation med andra hedgestrategier, vilket är väldigt attraktivt.

Obalanser uppstår genom plötsliga förändringar i den underliggande likviditeten, som till exempel när någon köper eller säljer en stor post i en aktie. Detta påverkar i sin tur kursrörelsen, även om bolagets värde inte förändras, vilket också är fallet när det finns en ineffektivitet avseende informationen på marknaden. Obalanser gör det möjligt att köpa och sälja samma tillgång till olika pris på olika marknader. Obalanser och graden av riskpremie är alltid inräknat i aktiepriset och man spelar på sannolikheten att risken inträffar i relation till riskpremien, vilket i sin tur medför att marknadsriktningen inte blir lika viktig.

⁵¹ Anderlind et al (2003), sid 49

⁵² Ibid (2003), sid 51f

Det finns sex större varianter av arbitrage. Först statistiskt arbitrage, som innebär att man med hjälp av kvantitativa modeller tar tillvara på kortsiktiga och onaturliga prISRörelser mellan olika aktier. Modellerna identifierar aktierna, som har ett starkt samband med varandra och hur de ändras med tiden. Om någon aktie bryter mot mönstret tar man korta respektive långa positioner. Utmaningen med strategin blir därför att ta fram och arbeta med modeller som fungerar och dessutom skiljer mellan naturliga och onaturliga prISRörelser.

Arbitrage i konvertibler är en annan strategi där man handlar med konvertibla obligationer som är utställda av olika företag. Konvertibler är en form av finansieringsverksamhet som säljs till olika investerare för att man som företag skall få in mer kapital till sin verksamhet. Konvertibeln är ett slags mellanting mellan aktier och obligationer och investeraren får samma ersättning som för en investering i en företagsobligation, men har dessutom möjlighet att omvandla konvertibeln till aktier när aktiepriset når en viss förutbestämd nivå. I denna strategi drar man nytta av det faktum att konvertibler är ett mellanting och tar lång position i företagskonvertibler som bedöms undervärderade och försäkras sig mot ett eventuellt kursfall genom att blanka aktier i samma företag. Det skall dock tilläggas att konvertibler ser olika ut vid varje enskild emittering och det är därför svårt att få insyn, vilket gör konvertibler till en ineffektiv investeringsform.

Vid arbitrage i företagsförvärv utnyttjar man de obalanser i prissättning som kan uppstå när ett börsnoterat företag köps upp eller fusioneras med ett annat börsnoterat företag. Priset på aktierna i det bolag som skall köpas upp stiger nästan alltid enda upp till uppköpspriset, men aktiepriset brukar inte nå samma nivå förrän affären är helt genomförd eftersom det hela tiden finns en risk att fusionen inte kommer genomföras. Förvaltare tar då långa positioner i de företag som skall förvärva och korta positioner i de företag som förvärvar när det uppdagas en fusion som de tror kommer gå igenom. Arbitrage i företagsförvärv har historiskt sett gett en god avkastning vid bra marknadsklimat, dock är det viktigt att förvärvsprocessen inte blir alltför utdragen.

Man kan även använda sig av arbitrage i räntor, men detta är en mer komplex strategi som kräver en betydligt större förvaltningsorganisation än många av de andra arbitragestrategierna. Räntearbitrage utnyttjar obalanser i olika prissättningar, främst med inriktning på räntebärande papper som till exempel statsobligationer

och hypoteksobligationer. Strategin kräver en hög grad av belåning eftersom prisbalanserna ofta är väldigt små. Det finns få men stora aktörer på marknaden och aktörerna använder sig av sofistikerade system för att ha risken under kontroll, vilket är den stora kritiska faktorn i strategin. Historiskt sett har räntearbitrage genererat en stabil avkastning med lågt riskutnyttjande och låg samvariation men övriga tillgångsslag.

Obalanser i priser mellan ränterelaterade instrument i statsobligationer används i strategin arbitrage i statsobligationer. Där jämför förvaltaren obligationer från samma utgivare men med olika giltighetstid eller till exempel amerikanska värdepapper med svenska värdepapper. Det behövs kvantitativa system för att räkna ut hur prisrelationerna har sett ut historiskt och man genererar en positiv avkastning när historiska prisrelationer återigen balanseras. Eftersom det rör sig om väldigt små obalanser blir det en väldigt komplex strategi och dessutom kräver arbitrage i statsobligationer en hög grad av belåning.

Slutligen har vi arbitrage i hypoteksobligationer, där man använder samma princip som i statsobligationsarbitrage, fast istället koncentrerar man sig endast på hypoteksobligationer, som är en sammansättning av olika hypotekslån. I USA ger hypotekslångivare ut obligationer på hypotekslån och säljer sina åtaganden till olika investerare där lånen struktureras så att de utgör en väldigt liten risk för investeraren. Man använder här samma strategi som vid arbitrage, men med statsobligationer.

3.4.3 Opportunistiska strategier⁵³

Opportunistiska strategier använder sig både av marknadsberoende och marknadsoberoende strategier. Samtidigt använder man en mängd andra strategier som inte kan placeras i några specifika fack och dessa benämns därför blandstrategier.

Den mest heterogena gruppen inom blandstrategier är makrohedgefonder. Dessa fonder är verksamma på den globala finansmarknaden och de har riktade risker i alla sina tillgångsslag. Förvaltarna investerar ur ett världsomfattande perspektiv och de använder grundläggande makroekonomisk analys när de söker efter olika marknadsrörelser. Förvaltare av makrohedgefonder skiljer sig kraftigt åt, men

⁵³ Anderlind et al (2003), sid 59

gemensamt är att de alla agerar världsomfattande, opportunistiskt och att de fördelar sina investeringar mellan flera olika tillgångslag. Det finns förvaltare som använder sig av multipla strategier, då de simultant använder olika konstellationer av strategier.

3.5 Fördelar och nackdelar med hedgefonder⁵⁴

Fördelar	Nackdelar
God avkastning och låg risk	Större förvaltarrisk
Lågt beroende av marknadsutvecklingen	Höga avgifter
Flexibla vid olika marknadssituationer	Högt belånade
Tillför kvalitet i en traditionell portfölj	Brist på insyn och information
	Dålig likviditet
	Kapacitetsproblem
	Stilbyten, förändringar av beprövade strategier

Tabell 3: Fördelar och nackdelar med hedgefonder⁵⁵

Åsikterna om huruvida det är bra att investera i hedgefonder går isär, men några av de vanligaste argumenten för och emot presenterades i tabellen ovan.

3.5.1 Fördelar⁵⁶

Om man tittar tillbaka på de år då det varit möjligt att investera i hedgefonder har de som grupp åstadkommit en bra avkastning tillsammans med ett lågt risktagande. Under vissa perioder har hedgefonder till och med genererat en bättre avkastning än aktiemarknaden samtidigt som volatiliteten har varit lägre. Låg volatilitet i kombination med jämn avkastning är något som ständigt är attraktivt för investerare.

⁵⁴ Ibid (2003), sid 69-75

⁵⁵ Ibid (2003), sid 69f

⁵⁶ Anderlind et al (2003), sid 69f

Hedgefonders mål är att generera en positiv avkastning oavsett marknadsläge. En förvaltare av traditionella fonder och aktier är i högre grad beroende av marknadens utveckling, vilket hedgefonder inte är. Hedgefonder utgör ett av de få tillgångsslagen som har ingen eller negativ korrelation med marknaden och utgör således en bra tillgång i en väldiversifierad portfölj.

Förvaltare av hedgefonder har ett brett spektra av instrument att använda sig av, vilket skapar en väldigt stor flexibilitet. Traditionella fondförvaltare har inte möjligheten att använda dessa instrument, vilket ofta gör att de följer med marknaden i en nedgång. Hedgefondförvaltare kan däremot dels följa med marknaden vid en uppgång men samtidigt ha en positiv avkastning vid en nedgång.

Något som kännetecknar hedgefonder är de incitamentsprogram som finns för att få förvaltarna att prestera bättre. Som tidigare nämnt har de flesta hedgefonder ett så kallat high-water mark som skall motivera förvaltarna att prestera bättre, för överträffar de inte den riskfria räntan så kan de endast ta ut en väldigt låg förvaltaravgift. Många hedgefondförvaltare har även ett eget insatt kapital i hedgefonden, vilket bidrar till att hedgefondförvaltaren jobbar mer i linje med kundernas intressen.

3.5.2 Nackdelar⁵⁷

Hedgefonder är svårare att förvalta än traditionella fonder, vilket i sin tur leder till att investerare blir än mer beroende av förvaltarnas skicklighet. Hedgefonder tillämpar, som tidigare nämnts, high-water mark i deras avgiftsstruktur. Många kritiserar detta för att vara oerhört kostnadsineffektivt, medan andra menar att det är ett bra system, då detta verkar som incitament för förvaltaren, som får en personlig vinning i att fonden går bra. Detta kan samtidigt få en motsatt effekt om förvaltaren börjar ta alltför höga risker på investerarens bekostnad för att maximera avkastningen.

Det har även lyfts en del kritik mot hedgefonders sätt att belåna sig, då detta i många fall är förknippat med ett alltför stort risktagande. Det mest uppmärksammade fallet var hedgefonden LTCM, som hamnade i stora bekymmer

⁵⁷ Ibid (2003), sid 71

1998 när några enstaka felaktiga placeringar gjorde att fonden fullkomligt rasade i värde.

Hedgefondförvaltare behöver kunna agera ostört på marknaden, vilket medför att insynen i verksamheten blir väldigt svag. Förvaltarna visar ogärna upp för allmänheten vilka positioner man använder sig av på grund av rädslan för att konkurrenter skall ta efter i deras strategi. Som investerare kan man därför aldrig med säkerhet veta vad en hedgefond till hundra procent innehåller.

Dålig likviditet är ett annat kritiserat område, vilket kan härledas till att man som investerare i hedgefonder endast kan göra en transaktion så sällan som en gång per månad eller en gång per kvartal. Detta är ett stort hinder för de investerare som snabbt vill ha tillgång till sitt kapital. Förvaltarna i sin tur hävdar att det är lättare för dem generera en bra avkastning om det inte är en alltför stor rörlighet på kapitalet.

De två kapacitetsproblem man brukar nämna i samband med hedgefonder är först att hedgefonder har svårigheter att generera en god avkastning om det insatta kapitalet ökar alltför snabbt, eller om fonden växt sig alltför stor. Det andra kapacitetsproblemet finns inom vissa förvaltningsstrategier, där det ibland kan uppstå problem då antalet affärspositioner är väldigt begränsat. Möjliga affärsstrategier varierar över tiden, men påståendet att branschen skulle vara överetablerad har i alla fall fram till nu visat sig vara klart överdrivet.

Som investerare vill man kunna veta att en hedgefondförvaltare kontinuerligt tillämpar samma strategi från år till år. Detta har medfört att förvaltares anpassningsförmåga till marknaden har blivit sämre, då det inom branschen anses oseriöst att byta strategi.⁵⁸ Det har även riktats en del kritik mot att hedgefonder i deras placeringsstrategier blivit alltmer likriktade och att detta kan bidra till en negativ samhällsekonomisk trend på marknaden. Denna risk skulle kunna förstärkas genom hedgefonders höga belåningsgrad och därmed påverka bankväsendet.⁵⁹

Hedgefonder tenderar även att bli mer riskfyllda under uppgångsfaser vilket kan leda till, som vi sett prov på under finanskrisen 2008, att hedgefonderna istället inte kan generera en absolut avkastning då de istället följer med marknaden vid

⁵⁸ Kruse, Peder, Catella Kapitalförvaltning, Lund, intervju 2008-11-26

⁵⁹ Aronsson, Cecilia, "ECB: Hedgefonder farligare än fågelinfluensa", *Dagens Industri*, publ. 2006-06-02

nedgång.⁶⁰ Faktum är att många hedgefonder i sin strävan att ha en högre avkastning, får en hög volatilitet och blir oförutsägbara.⁶¹

Hedgefonder som är högt belånade är väldigt exponerade mot marknadsrisken. Vid en fluktuerande marknad kan detta bli som ett lotteri och göra hedgefonden väldigt riskfylld.⁶²

3.6 Fond i fond

En annan strategi för hedgefonder är de så kallade fond i fond-produkterna. Dessa är fonder som investerar i hedgefonder och även denna form av placering har dykt upp i Sverige ganska nyligen. Något som kännetecknar dessa är att de är väldiversifierade och har en väldigt låg risk.⁶³ Anledningen till att vi nämner så pass lite om denna typ av strategi är att det inte finns så många svenska hedgefonder som är utformade på detta sätt.

⁶⁰ Janér, Kent, "Finansmarknadens utveckling och den finansiella stabiliteten – Om hedgefonder", *Penning- och valutapolitik*, sid 33-37, publ. jan 2008

⁶¹ Lavinio, S. (2000), sid 10

⁶² Ibid (2000), sid 12

⁶³ Anderlind et al (2003), sid 76f

4. Teoretisk referensram

4.1 Att mäta hedgefondens prestation

För att kunna mäta hur hedgefonder presterar och för att kunna genomföra jämförelser samt analyser så behöver man beräkna en del nyckeltal. Nedan följer de vi fann allra mest relevanta.

4.1.1 Avkastning

Det huvudsakliga jämförelsemåttet hedgefonder sinsemellan är avkastning. Avkastningen mäter den procentuella förändringen i fonden.

$$R = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right)$$

Formel 1: Procentuell avkastning

P_t = fondkurs vid tiden t

P_{t-1} = fondkurs vid tiden t-1

4.1.2 Standardavvikelse

Standardavvikelse är ett spridningsmått som inom finansiering mäter hur riskfylld en viss tillgång är och benämns även volatilitet. Den baseras på avvikelser från medelvärdet beräknat som kvadratroten ur variansen. En hög standardavvikelse tyder på stora svängningar i tillgången kring medelvärdet.

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum(R_{pt} - \bar{R})^2}{n - 1}}$$

Formel 2: Standardavvikelse för historisk data⁶⁴

⁶⁴ Körner, S. & Wahlgren, L. (2002), sid 100

R_{pt} = fondens avkastning vid tiden t

\bar{R} = fondens genomsnittliga avkastning

n = antal observationer

4.1.3 Kovarians och betavärde

Kovariansen mäter det linjära sambandet mellan två tillgångar och beskriver hur mycket de två tenderar att variera tillsammans.

När man vill mäta hur exponerad en tillgång är mot marknaden använder man nyckeltalet beta, som betecknas med den grekiska bokstaven β . Betavärdet talar om hur mycket en tillgång fluktuerar i förhållande till marknadens avkastningsmönster. Marknaden har alltid ett betavärde på 1, och en tillgång som har ett betavärde som är större anses vara mer riskfylld än en tillgång som har ett värde som är lägre än 1.

$$Cov_{r_p, r_m} = \sum_{t=1}^T \frac{(R_{pt} - \bar{R}_p)(R_{mt} - \bar{R}_m)}{n - 1}$$

Formel 3: Kovarians⁶⁵

$$\beta_p = \frac{Cov_{r_p, r_m}}{\sigma_m^2}$$

Formel 4: Betavärde⁶⁶

R_{pt} = fondens avkastning vid tiden t

\bar{R}_p = fondens genomsnittliga avkastning

R_{mt} = marknadens avkastning vid tiden t

\bar{R}_m = marknadens genomsnittliga avkastning

n = antalet observationer

⁶⁵ Berk, J. & DeMarzo, P. (2007), sid 327

⁶⁶ Ibid (2007), sid 380

4.1.4 Korrelationskoefficient

Korrelationskoefficienten mäter korrelationen, även kallat samvariationen, mellan två tillgångar och kan anta ett värde mellan -1 och +1. Ju närmare värdet är +1, desto större är sambandet mellan tillgångarna och ju mer värdet närmar sig -1, desto mindre samvariation finns det. Vid perfekt korrelation, +1, så rör sig tillgångarna alltid åt samma riktning, men de behöver nödvändigtvis inte röra sig lika mycket. Om värdet däremot är 0 finns det inget som tyder på ett linjärt samband.

$$\rho_{xy} = \frac{Cov_{R_{pt}R_{mt}}}{\sigma_{pt}\sigma_{mt}}$$

Formel 5: Korrelationskoefficienten⁶⁷

R_{pt} = Fondens avkastning vid tiden t

R_{mt} = Marknadens avkastning vid tiden t

σ_{pt} = Fondens standardavvikelse vid tiden t

σ_{mt} = Marknadens standardavvikelse vid tiden t

4.1.5 Sharpekvot

Sharpekvoten är ett av de mest vedertagna måtten för att bestämma den riskjusterade avkastningen av en investering och fungerar på så sätt att den mäter den förväntade avkastningen per enhet risk. Kvoten mäter hur riskpremien för en hedgefond är, det vill säga den avkastning som investeraren åstadkommit genom att vara riskbenägen, i förhållande till dess standardavvikelse, det vill säga den totala risken.⁶⁸

Ju högre Sharpekvot en fond visar under en viss period desto skickligare är förvaltaren på att generera av större avkastning och således är denna kvot ett mått man kan ta till hjälp för att rangordna olika förvaltare.⁶⁹

$$S_r = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$$

Formel 6: Sharpekvoten⁷⁰

⁶⁷ Körner, S. & Wahlgren, L. (2006), sid 104

⁶⁸ Sharpe, W. F. (1994)

⁶⁹ Affärsvärlden, URL: www.affarsvarlden.se, hämtad 2008-12-09

R_p = fondens avkastning

R_f = den riskfria räntan

σ_p = fondens standardavvikelse

4.1.6 Treynorkvot

Treynorkvoten mäter hur portföljens betavärde förhåller sig till marknadens riskpremie. Formeln påminner om Sharpekvoten, men man byter ut fondens standardavvikelse i nämnaren till fondens betavärde.

$$T = \frac{R_p - R_f}{\beta_p}$$

Formel 7: Treynorkvoten⁷¹

R_p = fondens avkastning

R_f = den riskfria räntan

β_p = fondens betavärde

4.1.7 Jensens alpha

Alpha mäter den avkastning som inte beror på marknadens utveckling, det vill säga den avkastning som genereras som en följd av förvaltarens strategi och kunskap.⁷²

$$\alpha_p = R_p - (R_f + \beta_p(R_m - R_f))$$

Formel 7: Jensens alpha⁷³

R_p = fondens avkastning

R_f = den riskfria räntan

⁷⁰ Sharpe, W. F. (1994)

⁷¹ Treynor, J. L. (1965)

⁷² Anderlind et al (2003), sid 95

⁷³ Jensen, M. C. (1968)

β_p = fondens betavärde

R_m = marknadens avkastning

4.2 Tidigare forskning

Ackerman et al (1999) studerade den historiska prestationen av amerikanska och utländska fonder. De undersökte hur hedgefonders avkastning var under perioden 1988-1995 jämfört med olika marknadsindex och de valde även att göra jämförelser med olika finansiella nyckeltal. Deras slutsats visade att hedgefonder hade en signifikant bättre Sharpekvot än vanliga fonder. De kunde även genom sina studier visa att fonderna utgjorde ett mer riskfyllt alternativ än traditionella fonder. Vad gäller hedgefonders förmåga att överträffa marknadsindex kom de fram till att hedgefonder inte konsekvent överträffar marknadsindexen. Med detta sagt visade Ackerman et al att hedgefonder inte nödvändigtvis presterar en bättre avkastning än vanliga fonder som innehåller en stor del av marknadsportföljen. Deras studier visar däremot att hedgefonder presterar bättre än marknadsindexet i en nedgång, men att hedgefonderna vid uppgång inte uppnår samma avkastning. Eftersom studien omfattade nästan en hel makroekonomisk cykel blev den extra intressant inom området.

Fung & Hsieh (1997) gjorde jämförelser mellan hedgefonder och vanliga fonder. Deras resultat visade på det som idag är allmänt känt om hedgefonder, nämligen att hedgefonder har ingen eller en låg korrelation med marknaden, medan traditionella fonder har en stark korrelation.

Liang (1999) undersökte hedgefonders prestation, avkastning och avgiftsstruktur. Han såg ett positivt samband mellan avkastning och high-water mark-avgiften och kom fram till att hedgefonder med en högre prestationsavgift genererade en bättre avkastning. Liangs studier visade utöver detta att en ökning med en procent i incitamentsavgift skulle leda till en ökning av 1,3 procent i månatlig avkastning. Liangs studie, liksom andra studier på området, fastställde att hedgefonder har en låg korrelation med andra traditionella tillgångsslag och att korrelationen bland hedgefonder emellan är låg. Liang hävdar att hedgefonder utgör ett bättre investeringsalternativ än traditionella fonder och pekar på några speciella punkter, däribland att hedgefonder har en lägre korrelation, ett lägre betavärde samt att de

har en bättre Sharpekvot. Han menar att på en riskjusterad basis så presterar en genomsnittlig hedgefond bättre än en traditionell fond under hans mätperiod mellan januari 1994 till december 1996.

5. Empiri

5.1 Marknaden

För att få med en nästintill fullständig konjunkturcykel har vi valt att använda data från januari 2003 till oktober 2008. Under det första kvartalet 2003 började marknaden att successivt återhämta sig efter den lågkonjunktur som rådde under den senare delen av 2002. Från januari 2003 och fram till mitten av 2007 steg börsen med drygt 220 procent och detta följdes sedan av en djup nedgång, som vi i början av 2009 inte än har sett slutet på. Från juni 2007, fram till slutet av perioden för våra mätningar, har börsen fallit med nästan 50 procent.

Denna knappt fem år långa period har vi valt att dela upp i två perioder, en uppgångsfas och en nedgångsfas. Uppgångsfasen sträcker sig till juni 2007, då nedgångsfasen tar vid. Detta har vi valt att göra för att lättare kunna se de olika hedgefondernas samvariation med marknadsutvecklingen.

Diagram 1 nedan visar utvecklingen för avkastningsindex, SIX Harcourt Index för samtliga svenska hedgefonder, samt den procentuella utvecklingen av den riskfria räntan. Detta diagram har vi valt för att man lättare skall kunna se dessa index i förhållande till varandra.

5.2 Den riskfria räntan

Som riskfri ränta använder vi 90 dagars statskuldväxlar, SSVX90. Den riskfria räntan är den högsta ränta man kan erhålla utan att utsätta sig för någon form av risk.⁷⁴ Anledningen till att vi väljer att ta med denna är att den utgör en intressant jämförelse då den anger vilken avkastning investerare hade kunnat få för sitt sparande om man valt att placera sina tillgångar helt utan risk, samt i vilka perioder detta hade varit ett bra alternativ till marknaden. I Diagram 1 nedan ser vi att räntan nästintill är konstant uppåt lutande där inga större rörelser har skett. Den riskfria räntan har gjort en värdeökning på knappt 20 procent under konjunkturcykeln.

⁷⁴ Waldenström, D. (2007)

5.3 Den genomsnittliga hedgefonden

I inledningen av vår undersökning nämndes SIX Harcourt Index där de svenska hedgefonderna är samlade. Detta index, vars utveckling kan utläsas i Diagram 1, visar på så sätt hur hedgefonderna i genomsnitt har presterat under undersökningsperioden. Det finns både ett viktat index, HFXSaw, och ett likaviktat, HFXSew som behandlar de svenska hedgefonderna. Vi har valt att använda oss av det likaviktade indexet, då vi i vår undersökning inte tagit hänsyn till de utvalda hedgefondernas respektive storlek.

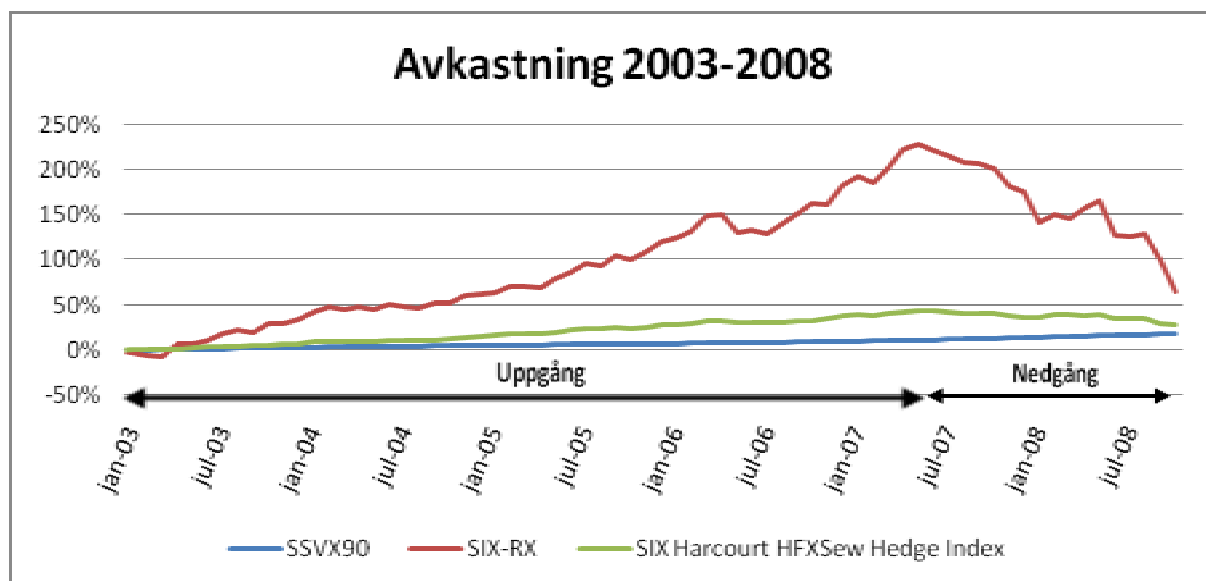


Diagram 1: Avkastningsindex, SSVX90 och SIX Harcourt Index, 2003-2008

Av det ursprungliga antalet svenska hedgefonder som vi har insamlat data från, var 14 stycken aktiva under perioden i fråga, det vill säga sedan januari 2003. Vi har bland annat som mål att ta reda på om någon hedgefondstrategi är bättre lämpad än någon annan under olika perioder av konjunkturcykeln och har därför valt att sortera vårt resultat efter marknadsberoende, marknadsoberoende samt opportunistiska strategier.

5.4 Marknadsberoende strategier

Marknadsberoende strategier är den grupp av strategier som använder sig av långa och korta positioner i aktier eller räntor som bedöms vara över- eller undervärderade

och som i förlängningen således kommer öka eller sjunka i värde. Vår analys omfattar totalt åtta stycken olika marknadsberoende hedgefonder. Dessa är Brummer Manticore, Brummer Zenit, Consepio, Handelsbanken Europa Hedge Selektiv, Nordea European Equity Hedge Fund, Brummer Futuris, Ram One och Eikos.

5.4.1 Brummer Manticore

Brummer Manticore är en hedgefond som är drivs och är uppbyggd med hjälp av analyser mot aktier inom vissa specifika branscher. Dessa är media, telekommunikation och informationsteknologi. Sedan 2003 har fonden arbetat med en neutral exponering mot aktiemarknaden. Manticore kräver 500 000 kronor i startkapital och investeraren kan endast göra en transaktion i månaden. Manticore placerar som ovan nämnts i TMT-branschen, vilket medför att de aktier förvaltaren planerar att investera i inte alltid är effektivt värderade. Detta på grund av svårbegripliga tekniker i branschen och som få behärskar. Detta får till följd att många över- eller underskattar värdet av de olika bolagen inom branschen.⁷⁵

Den förvaltning som Manticore Capital AB tillhandahåller har sin utgångspunkt i grundläggande aktieanalys. Istället för en mer traditionell placeringsteknik använder hedgefonden sig i stor utsträckning av blankning och terminsstrategier för att kunna stärka kontrollen av den risk man exponerar sig mot och samtidigt kunna fånga alla de förväntade kursrörelser som genererar ett mervärde för hedgefonden. Placeringinriktningen med långa och korta positioner i aktier innebär att risken skulle kunna bli väldigt hög i fonden, vilket dock förvaltarna justerar genom att de vill uppnå en bättre kombination mellan avkastning och risk än vad som är fallet i en traditionell aktieportfölj. Hur stor risk placerarna får lov att utsätta fonden för bestäms och begränsas av fondbolagets styrelse.⁷⁶

⁷⁵ Brummer & Partners, URL: www.brummer.se, hämtad 2009-01-03

⁷⁶ Ibid, hämtad 2009-01-03

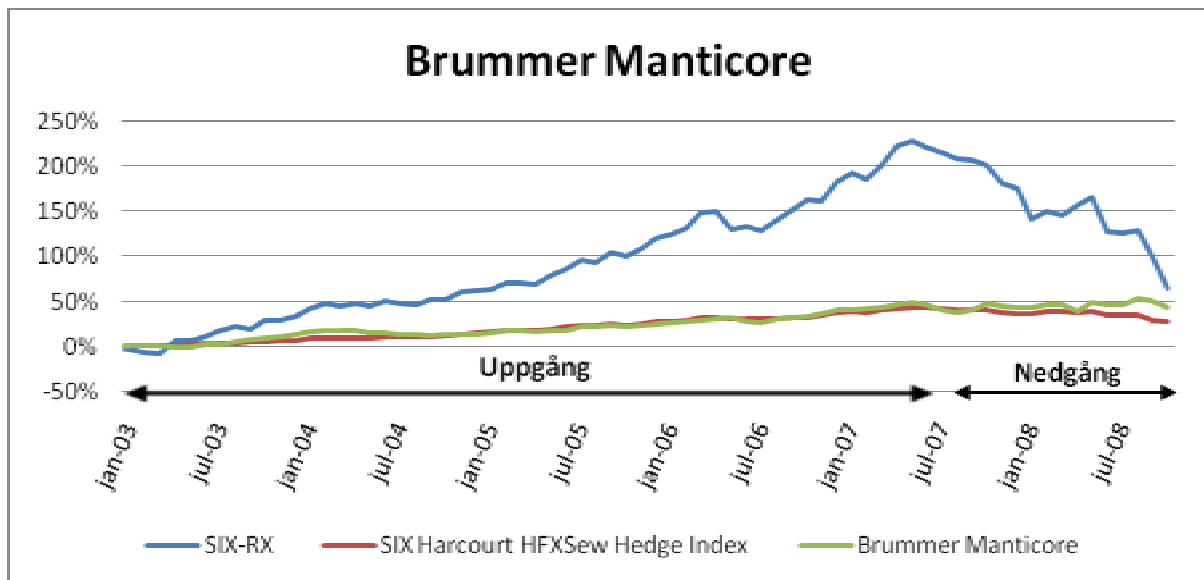


Diagram 2: Brummer Manticore 2003-2008⁷⁷

⁷⁷ SIX Trader Client, hämtad 2008-11-20

Som man kan utläsa i Diagram 2 ligger Brummer Manticores avkastning väldigt nära genomsnittet för hedgefonder under den långa uppgångsperioden på börsen fram till mitten av 2007. Dock har inte fonden lyckats med att skapa en positiv avkastning under nedgången. Detta har gjort att Sharpe- och Treynorkvoten under denna tid är negativa. Dock har Manticore haft ett positivt alphavärde under båda perioderna, samt under hela

	BRUMMER MANTICORE		
	Cykel	Uppgång	Nedgång
St.dev.	1,99%	1,37%	3,34%
St.dev. SIX-RX	5,33%	3,92%	6,77%
St.dev. SIX Har	3,43%	0,76%	1,44%
Mean	0,54%	0,73%	-0,07%
Korr.	0,38	0,30	0,38
Beta	0,14	0,10	0,18
Sharpe	0,16	0,39	-0,12
Treynor	0,02	0,05	-0,02
Alpha	0,22%	0,31%	0,33%
Marknadsavkast.	65,37%	220,82%	-48,45%
Fondavkast.	44,31%	47,14%	-1,92%
SIX Harcourt avk.	27,70%	43,31%	-10,89%

cykeln. Fondens Sharpekvot ligger i mitten bland det totala antalet fonder. Den har en korrelation på 0,38 med SIX-RX under hela cykeln och 0,30 respektive 0,38 under uppgång och nedgång.

Tabell 5: Brummer Manticore

5.4.2 Brummer Zenit

Zenit är en hedgefond som förvaltas av Zenit Asset Management AB, som främst arbetar med aktier och aktierelaterade instrument. Zenit arbetar också med många olika derivatinstrument som är viktiga i fondens arbete. Man har här möjlighet att teckna andelar månadsvis, samt att lösa in sina andelar kvartalsvis. Minsta investeringsbelopp vid första teckningstillfället är, precis som hos Brummer Manticore, 500 000 kronor. Förvaltarna hos Brummer Zenit strävar inte bara efter ett absolut avkastningsmål utan också efter att ha en bättre riskjusterad avkastning än traditionella aktieportföljer. Förvaltningsarbetet görs med hjälp av grundläggande aktieanalys tillsammans med affärsorienterad makroanalys. Till detta tar man även hänsyn till förvaltarnas förväntningar och uppfattning om marknadsutvecklingen och

likviditetsaspekter.⁷⁸ Zenit startades redan 1996, vilket gör fonden till en av de absolut äldsta i hela Europa. Förvaltningsmålet för Zenit är alltså att generera en positiv avkastning som inte är beroende av den allmänna utvecklingen på marknaden. Förvaltarna strävar efter en asymmetrisk avkastning, vilket betyder att när förvaltarna placerar rätt skall man generera en bra avkastning, men samtidigt skall inte förlusten vara särskilt stor om man skulle placera fel. Grundtanken med Zenit är att kunna erbjuda en mycket god förräntning över tiden.⁷⁹

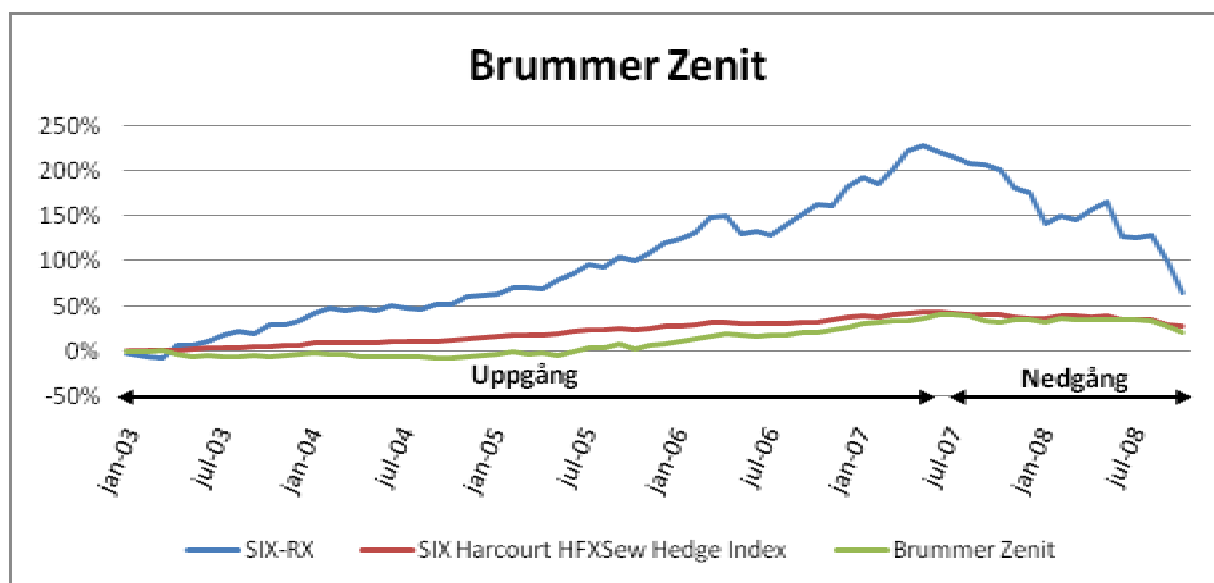


Diagram 3: Brummer Zenit 2003-2008⁸⁰

Brummer Zenit är den fond som gått näst sämst under nedgången. Detta har gjort att Sharpekvoten är den femte lägsta under hela cykeln. Fonden har också haft ett negativt alphavärde, vilket till stor del kan förklaras med fondens nedgång. Den korrelerar förhållandevis starkt med SIX-RX under nedgången.

	BRUMMER ZENIT		
	Cykel	Uppgång	Nedgång
St.dev.	2,10%	1,89%	2,39%
St.dev. SIX-RX	5,33%	3,92%	6,77%
St.dev. SIX Har	3,43%	0,76%	1,44%
Mean	0,29%	0,65%	-0,93%
Korr.	0,38	0,09	0,58
Beta	0,15	0,04	0,19
Sharpe	0,03	0,23	-0,53
Treynor	0,00	0,10	-0,07
Alpha	-0,04%	0,35%	-0,46%
Marknadsavkast.	65,37%	220,82%	-48,45%
Fondavkast.	20,25%	40,20%	-14,23%
SIX Harcourt avk.	27,70%	43,31%	-10,89%

⁷⁸ Brummer & Partners, URL: www.brummer.se, hämtad 2009-01-04

⁷⁹ Brummer & Partners, URL: www.brummer.se, hämtad 2009-01-04

⁸⁰ SIX Trader Client, hämtad 2008-11-20

5.4.3 Consepio

Consepio förvaltas av Wiborg Kapitalförvaltning AB och är en hedgefond med målet att ge absolut avkastning över en längre tidsperiod oavsett hur den finansiella marknaden utvecklar sig i stort och samtidigt ha kontroll över den risk man utsätter placeringarna för. Avkastningen skall genereras genom vad man kallar en värdebaserad investeringsfilosofi, där man investerar i aktier som förvaltaren anser är undervärderade på lång sikt. För att sprida riskerna, som lätt blir väldigt höga, använder Consepio sig också av olika derivat och blankning.⁸¹

Investerare i Consepio tillåts endast göra en transaktion per kvartal och minsta investering vid första tillfället är 1 000 000 kronor, därefter går det bra att investera 250 000 kronor. Hedgefonden har som mål att marknadsexponeringen och risken hela tiden skall vara lägre än i en traditionell aktiefond och för att förvalta i linje med detta mål använder sig man främst av fundamental aktieanalys.⁸²

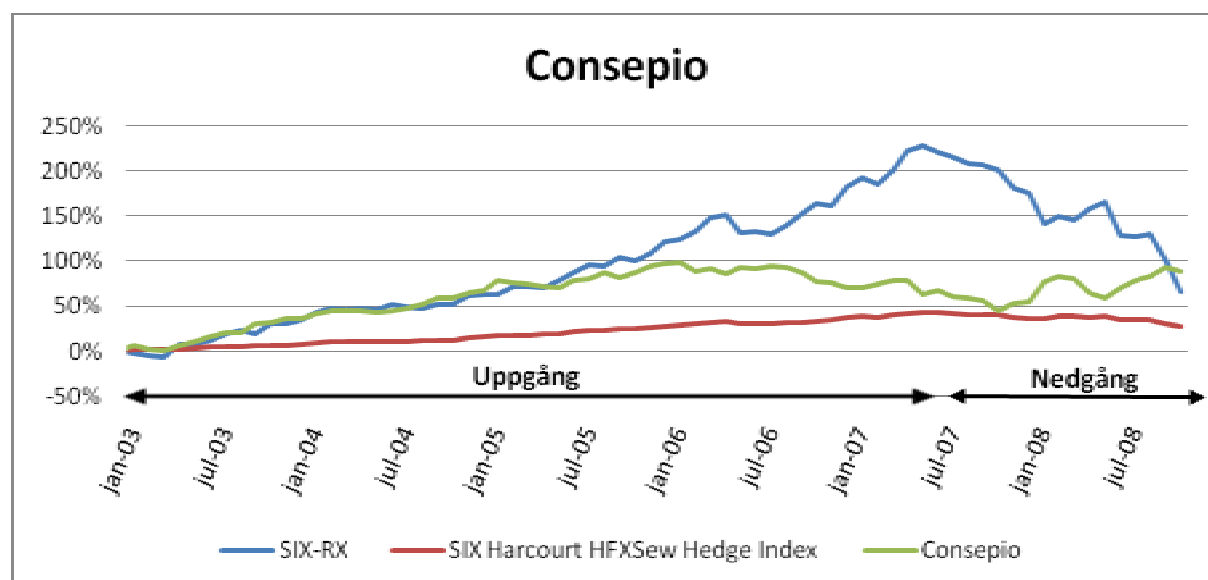


Diagram 4: Consepio 2003-2008⁸³

⁸¹ Consepio, URL: www.consepio.se, hämtad 2009-01-05

⁸² Ibid, hämtad 2009-01-05

⁸³ SIX Trader Client, hämtad 2008-11-20

Consepio är den hedgefond som har haft tredje bäst avkastning under hela cykeln. Hedgefonden har dock samtidigt haft hög standardavvikelse. Consepio korrelerar negativt med SIX-RX under hela cykeln, och under nedgången är korrelationen som minst, -0,52. Den höga standardavvikelsen har gjort att Consepios Sharpekvot inte är bland de högsta. Dock har de presterat ett mycket bra alphavärde, speciellt under uppgångsperioden.

CONSEPIO	Cykel	Uppgång	Nedgång
St.dev.	3,99%	3,22%	6,06%
St.dev. SIX-RX	5,33%	3,92%	6,77%
St.dev. SIX Har	3,43%	0,76%	1,44%
Mean	0,98%	1,01%	0,91%
Korr.	-0,24	-0,06	-0,52
Beta	-0,18	-0,05	-0,44
Sharpe	0,19	0,25	0,09
Treynor	-0,04	-0,16	-0,01
Alpha	0,87%	3,22%	-1,24%
Marknadsavkast.	65,37%	220,82%	-48,45%
Fondavkast.	88,17%	67,16%	12,57%
SIX Harcourt avk.	27,70%	43,31%	-10,89%

Tabell 7: Consepio

5.4.4 Handelsbanken Europa Hedge Selektiv

Handelsbanken Europa Hedge Selektiv är en aktiehedgefond vars mål är att kunna generera god långsiktig värdetillväxt i kombination med en väl avvägd risknivå. Fonden placerar mycket i aktier, onoterade fondpapper, räntebärande fondpapper, penningmarknadsinstrument, valutor och derivatinstrument. Hedgefonden är även belånad och använder sig av blankning. Investeringarna görs genom att förvaltarna väljer ut de värdepapper på de europeiska börserna som man anser är felaktigt prissatta gentemot varandra, vilket enligt Handelsbankens selektivkoncept i princip innebär att man köper aktier i några få bolag, som historiskt visat sig säkra och stabila. Aktier blankas samtidigt i bolag som är högt värderade, men som har väldigt låg lönsamhet. Fonden placerar i många olika länder och branscher och vänder sig främst till de som vill ha en varaktig värdetillväxt vid både stigande och fallande marknadsklimat.⁸⁴

⁸⁴ Handelsbanken fonder, URL: www.handelsbanken.se, hämtad 2009-01-05

Handel med SHB Europa Hedge Selektiv kan endast ske via bankkontor och endast sista bankdagen varje månad. Minsta insättning vid första tillfället är 50 000 kronor och därefter är det fritt att sätta in multiplar om 10 000 kronor.⁸⁵

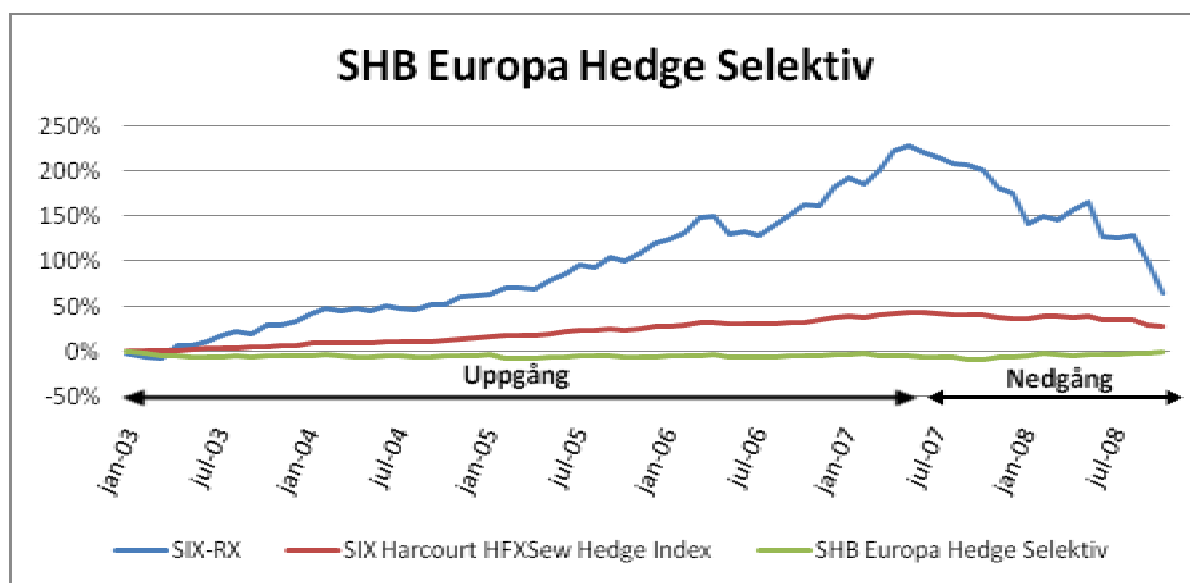


Diagram 5: SHB Europa Hedge Selektiv 2003-2008⁸⁶

Handelsbanken Europa Hedge Selektiv är den fond som har gått sämst under hela cykeln. Detta har gjort att Sharpekvoten är -0,17, vilket är det sämsta värdet bland alla våra fonder. Treynorkvoten är 2,15, vilket kan tyckas vara en felaktig uträkning, men kan förklaras av det extremt låga betavärdet. Även alphavärdet blir negativt på grund av den dåliga avkastningen. Dock har fonden gått positivt under nedgången. Fonden har ingen korrelation med SIX-RX under hela cykeln.

HANDELSBANKEN EUROPA HEDGE	Cykel		
	Uppgång	Nedgång	
St.dev.	1,28%	1,16%	1,58%
St.dev. SIX-RX	5,33%	3,92%	6,77%
St.dev. SIX Har	3,43%	0,76%	1,44%
Mean	0,01%	-0,12%	0,45%
Korr.	0,00	0,30	-0,20
Beta	0,00	0,09	-0,04
Sharpe	-0,17	-0,28	0,07
Treynor	2,15	-0,04	-0,03
Alpha	-0,22%	-0,50%	-0,06%
Marknadsavkast.	65,37%	220,82%	-48,45%
Fondavkast.	0,04%	-6,78%	7,31%
SIX Harcourt avk.	27,70%	43,31%	-10,89%

Tabell 8: Handelsbanken Europa Hedge Selektiv

⁸⁵ Ibid, hämtad 2009-01-05

⁸⁶ SIX Trader Client, hämtad 2008-11-20

5.4.5 Nordea European Equity Hedge Fund

Nordea European Equity Hedge Fund vänder sig främst till investerare som redan har en välbalanserad portfölj, då en portfölj bestående av enbart Nordea European Equity Hedge Fund får en väldigt hög risk. Minsta insättningsbelopp per tillfälle är 100 kronor. Fonden placerar främst i olika aktier och derivat som är noterade i Europa, men även räntebärande värdepapper används för att skapa en god avkastning. Hedgefonden är även belånad och investerar i andra fonder för att uppnå bättre diversifiering.⁸⁷

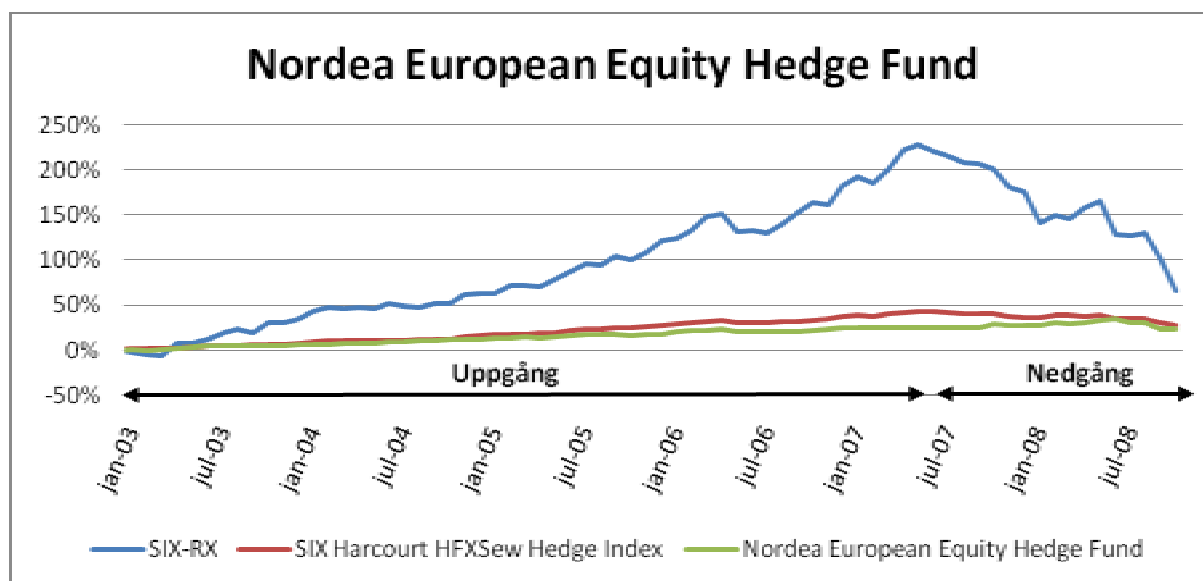


Diagram 6: Nordea European Equity Hedge Fund 2003-2008⁸⁸

Nordea European Equity Hedge Fund är den fond som har lägst standardavvikelse. Detta har gjort att avkastningen har varit 23,59 procent under hela cykeln. Fonden har haft en positiv Sharpekvot, alphavärde och Treynorkvot under hela

NORDEA EUROPEAN EQUITY HEDGE	Cykel		
	Uppgång	Nedgång	
St.dev.	1,08%	0,69%	1,87%
St.dev. SIX-RX	5,33%	3,92%	6,77%
St.dev. SIX Har	3,43%	0,76%	1,44%
Mean	0,31%	0,42%	-0,06%
Korr.	0,37	0,30	0,36
Beta	0,07	0,05	0,09
Sharpe	0,07	0,31	-0,21
Treynor	0,01	0,04	-0,04
Alpha	0,03%	0,11%	0,00%
Marknadsavkast.	65,37%	220,82%	-48,45%
Fondavkast.	23,59%	25,04%	-1,16%
SIX Harcourt avk.	27,70%	43,31%	-10,89%

⁸⁷ Nordea Fonder, URL: www.nordea.se, hämtad 2009-01-05

⁸⁸ SIX Trader Client, hämtad 2008-11-20

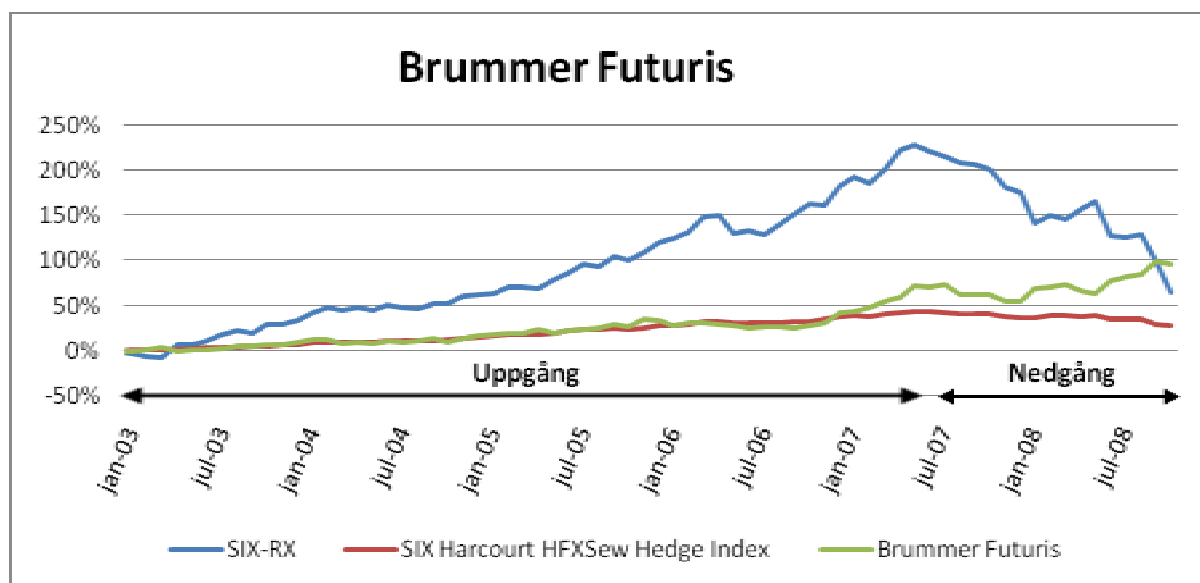
cykeln, men de har dock varit låga. Fonden korrelerar positivt med SIX-RX, även om också det värdet är lågt.

Tabell 9: Nordea European Equity Hedge Fund

5.4.6 Brummer Futuris

Futuris förvaltas av Futuris Asset Management AB och tillåter teckning av andelar månadsvis och inlösen kvartalsvis. Minsta accepterade startkapital är 100 000 euro, alltså i januari 2009 cirka 1 100 000 svenska kronor. Fonden är öppen för allmänheten, men på grund av det höga investeringsbelopp som krävs riktar hedgefonden sig i första hand till olika företag, institutioner eller kapitalstarka privatpersoner. Futuris har funnits sedan år 1999 och skiljer sig från flera andra hedgefonder genom att den är denominerad i euro istället för i svenska kronor.⁸⁹

Brummer Futuris har strategin lång/kort aktiefond, och investerar främst i nordiska aktier. Målet är att under en längre tidsperiod generera en positiv, riskjusterad avkastning kombinerat med en betydligt lägre risk än vad man har vid vanliga aktiefonder. Förvaltningen för att uppnå detta baseras på fundamental aktieanalys. Strategin Futuris använder sig av möjliggör att fonden kan använda många olika investeringsalternativ, däribland derivatinstrument, ta korta och långa positioner, samt att använda sig av belåning för att uppnå en så hög avkastning som möjligt.⁹⁰



⁸⁹ Brummer & Partners, URL: www.brummer.se, hämtad 2009-01-04

⁹⁰ Ibid, hämtad 2009-01-04

⁹¹ SIX Trader Client, hämtad 2008-11-20

Brummer Futuris har haft näst bäst avkastning under hela konjunkturcykeln, 94,98 procent. Detta har medfört att de har den tredje högsta standardavvikelsen under samma tid, 3,03 procent.

Intressant att se här är att korrelationen med SIX-RX har varit positiv vid uppgången, men negativ vid nedgången. Fonden har även lyckats med att ha en positiv Sharpekvot under hela cykeln, samt under både uppgång och nedgång. Eftersom fonden har haft ett negativt betavärde under hela konjunkturcykeln och vid nedgången gör detta att Treynorkvoten under denna tid också är negativ.

BRUMMER FUTURIS			
	Cykel	Uppgång	Nedgång
St.dev.	3,03%	2,49%	4,51%
St.dev. SIX-RX	5,33%	3,92%	6,77%
St.dev. SIX Har	3,43%	0,76%	1,44%
Mean	1,00%	1,02%	0,93%
Korr.	-0,09	0,22	-0,48
Beta	-0,05	0,13	-0,30
Sharpe	0,25	0,33	0,13
Treynor	-0,15	0,06	-0,02
Alpha	0,80%	0,55%	-0,66%
Marknadsavkast.	65,37%	220,82%	-48,45%
Fondavkast.	94,98%	70,60%	14,29%
SIX Harcourt avk.	27,70%	43,31%	-10,89%

Tabell 10: Brummer Futuris

5.4.7 Ram One

Ram One är en hedgefond som förvaltas av Ram One AB och fonden inriktar sig på Norden, med lång/kort aktiehedge som främsta placeringsstrategi, vilket innebär att man tar långa och korta positioner utifrån kvantitativa strategier. Relativa positioner och arbitragepositioner tillämpas ibland, men i mycket mindre utsträckning, likaså blankning och derivatstrategier. Målet med fonden är att ge investerarna en jämn absolut avkastning under ett långt tidsperspektiv, oavsett hur utvecklingen på den finansiella marknaden ser ut.⁹²

Ram One kan tecknas första bankdagen varje månad och minsta belopp för förstagångsinvestering är 1 000 000 kronor, men när man redan har investerat i

⁹² RAM Rational Asset Management, URL: <http://www.ramrational.com>, hämtad 2009-01-05

fonden kan man i fortsättningen placera multiplar om 100 000 kronor per tillfälle. Avyttring av andelar i fonden kan endast göras en gång per kvartal.⁹³

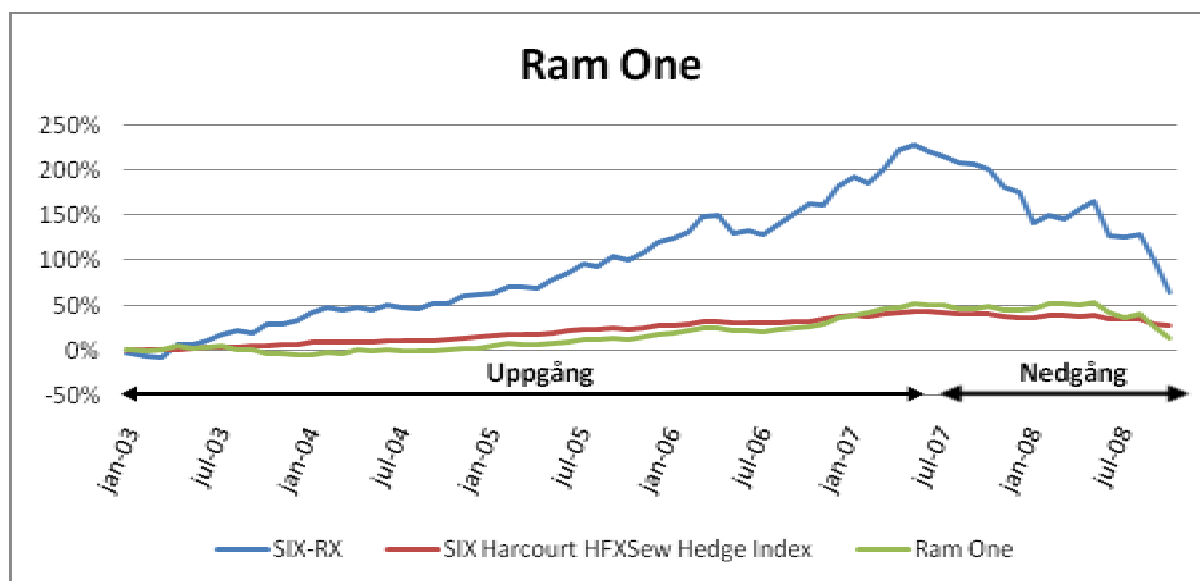


Diagram 8: Ram One 2003-2008⁹⁴

Ram One är den av våra fonder som har gått sämst under nedgångsperioden. Detta har gjort att Sharpe- och Treynorkvoten under hela cykeln är 0, från att ha varit 0,30 respektive 0,03 under uppgången. Dessutom har alphavärdet blivit negativt från att ha varit positivt under uppgången. Detta märks också på standardavvikelsen, som är mycket högre under nedgången. Ram One har dessutom högst korrelation med SIX-RX, vilket kan förklara de negativa siffrorna under nedgången.

RAM ONE	Cykel		
	Uppgång	Nedgång	
St.dev.	2,84%	1,91%	4,41%
St.dev. SIX-RX	5,33%	3,92%	6,77%
St.dev. SIX Har	3,43%	0,76%	1,44%
Mean	0,22%	0,78%	-1,64%
Korr.	0,68	0,46	0,77
Beta	0,36	0,22	0,47
Sharpe	0,00	0,30	-0,45
Treynor	0,00	0,03	-0,04
Alpha	-0,23%	0,12%	-0,02%
Marknadsavkast.	65,37%	220,82%	-48,45%
Fondavkast.	13,71%	50,50%	-24,44%
SIX Harcourt avk.	27,70%	43,31%	-10,89%

Tabell 11: Ram One

⁹³ Ibid, hämtad 2009-01-05

⁹⁴ SIX Trader Client, hämtad 2008-11-20

5.4.8 Eikos

Eikos förvaltas och administreras av H. Lundén Kapitalförvaltning AB. Fonden är en specialfond med större möjligheter än för mer traditionella fonder, bland annat kan man ta större positioner i få specifika värdepapper, blanka aktier och placera i olika derivat och valutor. Från den 1 januari 2007 utökades möjligheterna för fonden än mer, då man sedan dess kan placera i fondpapper, penningmarknadsinstrument samt konto hos olika kreditinstitut. Till skillnad från traditionella fonder inriktar man sig på en absolut avkastning, alltså inte efter hur den finansiella marknaden går, utan istället har man som mål att alltid generera en jämn, positiv avkastning. Förvaltarna vid Eikos använder sig av en så kallad bottom-up, där valet av aktier man satsar på är viktigare än i vilket land de finns i eller vilken sektor de tillhör. Beslut om investering tas när avkastningen förväntas överstiga risken för samma aktie eller instrument. Man använder sig av både en fast och en resultatbaserad avgift för förvaltningen. Insättning eller uttag görs kvartalsvis och minsta insättning är 500 000 kronor första gången och därefter multiplar om 100 000 kronor per tillfälle.⁹⁵

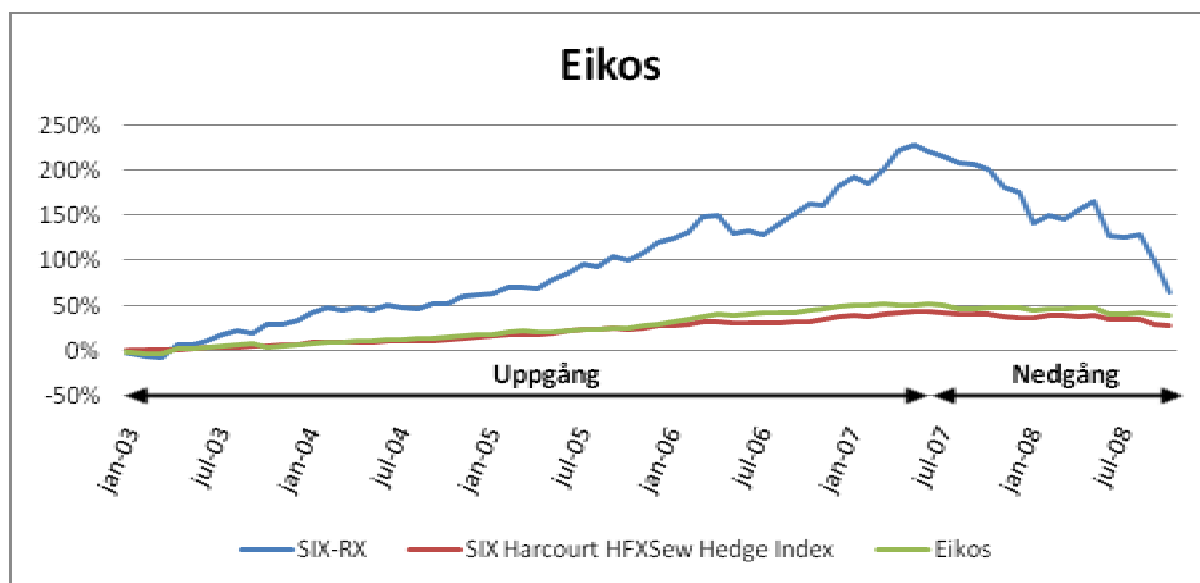


Diagram 9: Eikos 2003-2008⁹⁶

⁹⁵ H. Lundén Kapitalförvaltning AB, URL: www.hlunden.se, hämtad 2009-01-05

⁹⁶ SIX Trader Client, hämtad 2008-11-20

Eikos korrelerar 0,64 med SIX-RX, vilket är det näst högsta bland fonderna. Detta betyder att Eikos gick bra under uppgången och dåligt under nedgången. Eikos har, om man ser till hela cykeln, positiva Treynor- och Sharpekvoter men de är negativa vid nedgången.

EIKOS	Cykel	Uppgång	Nedgång
St.dev.	1,39%	1,18%	1,54%
St.dev. SIX-RX	5,33%	3,92%	6,77%
St.dev. SIX Har	3,43%	0,76%	1,44%
Mean	0,48%	0,79%	-0,56%
Korr.	0,64	0,45	0,72
Beta	0,16	0,13	0,15
Sharpe	0,18	0,50	-0,58
Treynor	0,02	0,04	-0,06
Alpha	0,15%	0,32%	-0,26%
Marknadsavkast.	65,37%	220,82%	-48,45%
Fondavkast.	39,23%	52,66%	-8,80%
SIX Harcourt avk.	27,70%	43,31%	-10,89%

Tabell 12: Eikos

5.5 Marknadsberoende strategier

Under perioden för vår undersökning fanns det inga svenska hedgefonder som använde sig av någon form av arbitragestrategi och som passar in i våra kriterier. Anledningen till detta kan vara att hedgefondmarknaden inte funnits i Sverige under så pass lång period att det därför inte hunnit bli motiverat att investera i arbitrageinstrument. Utrustningen som förvaltarna behöver för att uppnå en god avkastning är väldigt dyr och avancerad och därför finns det en risk att de olika förvaltarna inväntar varandra för att på så sätt kunna avgöra om detta är ett alternativ värt att satsa på.

5.6 Opportunistiska strategier

Opportunistiska strategier innefattar blandade strategier, där man både investerar lång och kort position i aktier, samt letar arbitragesituationer på marknaden. Detta gör man i kombination med en mängd andra ofta komplicerade instrument och derivat. Vår undersökning omfattar totalt sex stycken hedgefonder som använder opportunistiska strategier. Dessa är Brummer Helios, Brummer Nektar, Brummer Lynx, Penser Hedge, Tanglin samt Banco Hedge.

5.6.1 Brummer Helios

Brummer Helios är en hedgefond av typen multistrategifond, vilket innebär att man istället för att investera i olika aktier investerar i fonder som förvaltas av olika fondbolag. I Helios investerar man endast i fonder som förvaltas av Brummer & Partners. På detta sätt erbjuds investerarna en mycket effektiv exponering mot flera av Brummers fonder. Målet med fonden är att erbjuda investerarna ett alternativ som fungerar diversifierande mellan olika hedgefonder, som dessutom ger ett jämnt, positivt resultat på lång sikt. De Brummerfonder som ingår är Arbor Market Neutral, Archipel, Avenir, Futuris, Lynx (Bermuda), Manticore, Nektar (Bermuda) och Zenit. Varje kvartal balanserar man om vikten av de representerade hedgefonderna så att samtliga utgör en lika stor del. Denna balansering kan man avvika från om en av fonderna stänger för nya investeringar eller om man på annat sätt kan motivera varför det inte längre skall vara lika viktat. Brummer Helios förvaltas av Zenit Asset Management AB och teckning kan ske månadsvis och inlösen kvartalsvis. Minsta accepterade startkapital för Brummer Helios är 100 000 kronor. Fondens avkastningsmål är absolut, och skall inte korrelera med de mer traditionella tillgångarna aktier och obligationer.⁹⁷

I Helios finns det inte några teckningsavgifter och inte heller några prestationsbaserade avgifter, men man tar ut förvaltningsarvoden i de ingående fonderna precis som Brummer & Partners gör för andra investerare. Till skillnad från andra fond i fond-produkter drabbas man alltså inte här av dubbla avgifter. Brummer har som affärsidé att förvaltarna alltid skall ha placerat betydande belopp i fonden de förvaltar och så är även fallet i Helios. Förvaltningsmålet uppnår man genom att ha väldigt effektiva förvaltningsprocesser som på lång sikt skall bidra till en asymmetrisk avkastning. Detta betyder i praktiken att man vill visa fler och större vinster än förluster. Detta förvaltningsmål har man lyckats uppnå enda från början, vilket tillsammans med att man inte tar ut några direkta förvaltningsavgifter för fonden bidrar till att fonden står sig så pass väl i jämförelse med andra fonder.⁹⁸

⁹⁷ Brummer & Partners, URL: www.brummer.se, hämtad 2009-01-04

⁹⁸ Brummer & Partners, URL: www.brummer.se, hämtad 2009-01-04

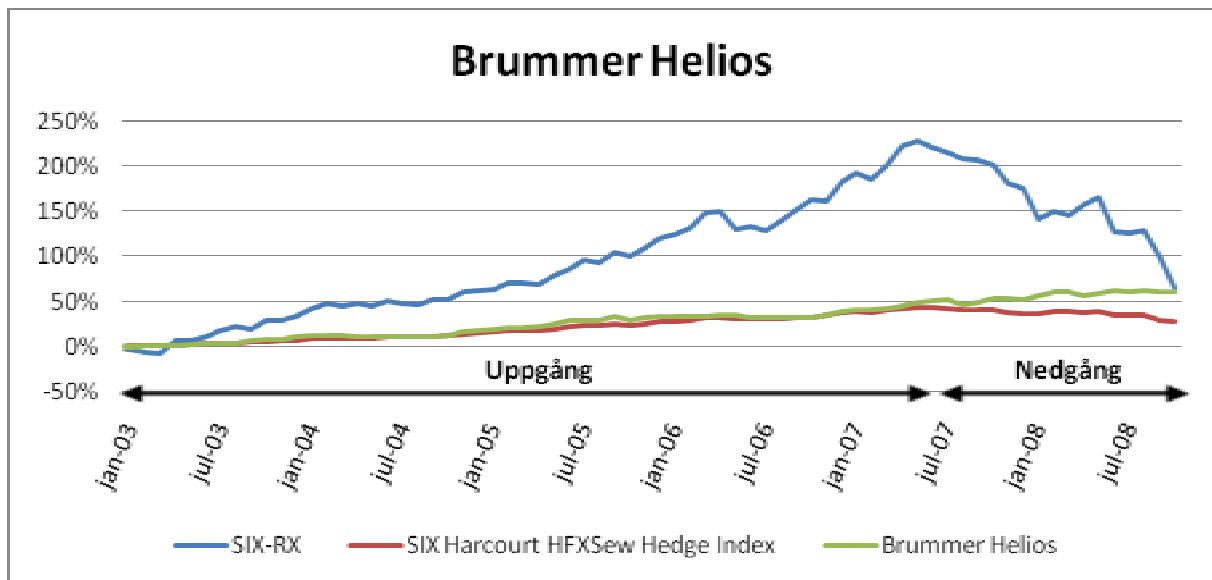


Diagram 10: Brummer Helios 2003-2008⁹⁹

⁹⁹ SIX Trader Client, hämtad 2008-11-20

Brummer Helios ligger bland de sämre av fonderna när man mäter standardavvikelse, men trots det ligger de på fjärde plats när man ser till avkastningen under hela konjunkturcykeln. Detta gör att deras Sharpekvot är högst bland fonderna, 0,33. De har även ett relativt bra alphavärde på 0,43 procent, som är det fjärde bästa bland fonderna. De har på samma sätt som föregående fond en positiv korrelation med SIX-RX vid uppgång, men negativ vid nedgång.

BRUMMER HELIOS			
	Cykel	Uppgång	Nedgång
St.dev.	1,39%	1,23%	1,86%
St.dev. SIX-RX	5,33%	3,92%	6,77%
St.dev. SIX Har	3,43%	0,76%	1,44%
Mean	0,69%	0,78%	0,39%
Korr.	0,16	0,24	-0,05
Beta	0,04	0,07	-0,01
Sharpe	0,33	0,47	0,03
Treynor	0,11	0,08	-0,05
Alpha	0,43%	0,43%	0,01%
Marknadsavkast.	65,37%	220,82%	-48,45%
Fondavkast.	60,83%	51,41%	6,21%
SIX Harcourt avk.	27,70%	43,31%	-10,89%

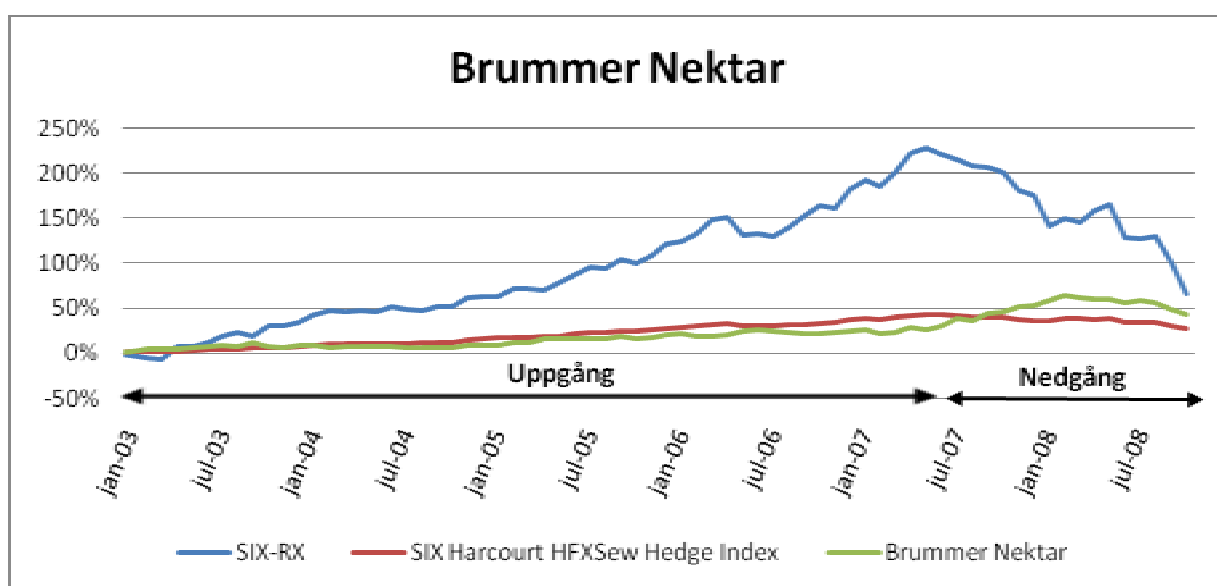
Tabell 13: Brummer Helios

5.6.2 Brummer Nektar

Brummer Nektar är en marknadsneutral fond vars mål är att generera en varaktig och hög riskjusterad avkastning med en låg systematisk korrelation med både aktie- och obligationsmarknader. Man använder strategier som skall vara marknadsneutrala, vilket innebär att man kan generera en positiv avkastning vid både kursuppgångar och kursfall. Det är cirka tio personer som arbetar med att förvalta Nektar och de använder diskretionär och systembaserad förvaltning och kvantitativ analys och finansiering. Nektar förvaltas av Nektar Asset Management AB, som tillåter teckning och inlösen månadsvis och minsta investering vid första teckning är 500 000 kronor. Nektar har precis som andra hedgefonder ett absolut avkastningsmål, vilket är att generera en högre avkastning än en traditionell portfölj bestående av aktier och obligationer. Man vill även ha en låg systematisk korrelation med aktie- och obligationsmarknaden. Man handlar mest i olika ränterelaterade instrument som är placerade i Norden och G8-länderna. Strategierna man använder sig av är valuta- och aktierelaterade för att kombinera olika instrument som är

felvärderade. Detta är baserat på kvantitativa analyser. Om man tittar på historisk risk så har Nektars risk varit betydligt lägre än börsens.¹⁰⁰

Ersättningen uppgår till både en fast samt prestationsbaserad avgift. Förvaltarnas och investerarnas intressen sammanfaller genom att de båda har stora belopp investerade i fonden. Målsättningen och affärsidén hos Nektar är att erbjuda en möjlighet till en effektiv finansiell riskspridning. Detta vill man göra genom att generera en avkastning som inte är beroende av utvecklingen på aktie- och obligationsmarknaderna och dessutom skall placeringen vara mindre riskfylld. Om man kombinerar en traditionell aktieportfölj med Nektar bör avkastningen höjas, samtidigt som risken sänks. Nektar handlar med aktier och andra instrument som



enligt fondens analysinstrument är under- eller övervärderade.¹⁰¹

Diagram 11: Brummer Nektar 2003-2008¹⁰²

¹⁰⁰ Brummer & Partners, URL: www.brummer.se, hämtad 2009-01-04

¹⁰¹ Brummer & Partners, URL: www.brummer.se, hämtad 2009-01-04

¹⁰² SIX Trader Client, hämtad 2008-11-20

Brummer Nektar har både under uppgång som nedgång haft en positiv avkastning. Detta avspeglas på deras Sharpekvot som också är positiv. Det intressanta med Nektar är dock att korrelationen med SIX-RX är negativ under uppgången och positiv under nedgången, vilket kan verka konstigt då den gick med plus under båda dessa perioder.

BRUMMER NEKTAR			
	Cykel	Uppgång	Nedgång
St.dev.	2,23%	1,84%	3,29%
St.dev. SIX-RX	5,33%	3,92%	6,77%
St.dev. SIX Har	3,43%	0,76%	1,44%
Mean	0,54%	0,51%	0,66%
Korr.	0,07	-0,11	0,32
Beta	0,03	-0,05	0,15
Sharpe	0,14	0,17	0,10
Treynor	0,11	-0,06	0,02
Alpha	0,29%	0,41%	0,94%
Marknadsavkast.	65,37%	220,82%	-48,45%
Fondavkast.	43,47%	30,24%	10,16%
SIX Harcourt avk.	27,70%	43,31%	-10,89%

Tabell 14: Brummer Nektar

5.6.3 Brummer Lynx

Brummer Lynx förvaltas av Lynx Asset Management AB, som främst arbetar med en modellbaserad kapitalförvaltning. Investeringar görs på terminsbörser och i derivatinstrument som baseras på obligationer, råvaror, valutor och aktier över hela världen. Fonden vänder sig till alla, men de största investerarna är internationella institutioner. Affärsidén är att med hjälp av olika kvantitativa metoder förutspå de finansiella marknadernas prisrörelser. Genom att man sprider sina investeringar över så många tillgångslag och länder ökar man möjligheten att ett dåligt resultat någonstans vägs upp av ett bra resultat någon annanstans, vilket gör att risken blir lägre. Personalen uppgår till drygt 20 stycken och av dessa arbetar hälften med att ta fram nya strategier och modeller. Minsta förstainvestering är 500 000 kronor och

om man så önskar kan man göra fler investeringar om 100 000 kronor. Fonden är tillgänglig för köp och försäljning vid varje månadskifte.¹⁰³

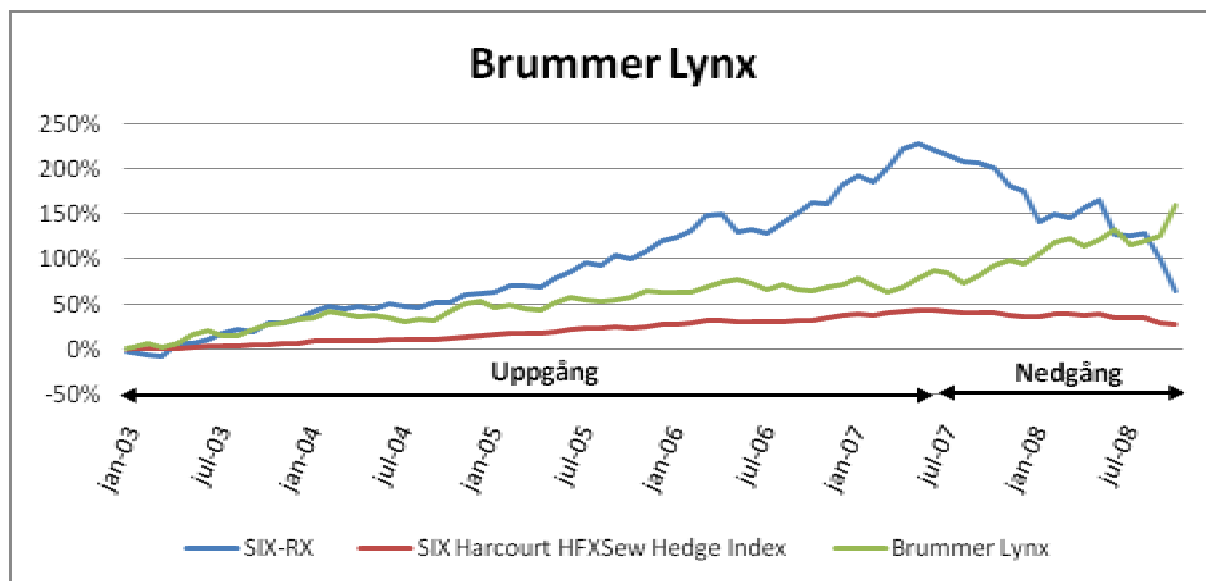


Diagram 12: Brummer Lynx 2003-2008¹⁰⁴

Brummer Lynx är den fond som gått bäst under hela cykeln, men även om man ser separat på uppgång och nedgång. Detta har dock gjort att den har högst standardavvikelse av samtliga fonder under hela cykeln. Det har även gjort att fondens alphavärde är det högsta. Trots den höga standardavvikelsen har fondens Sharpekvot hamnat på en andra plats bland samtliga fonder.

BRUMMER LYNX			
	Cykel	Uppgång	Nedgång
St.dev.	4,06%	3,55%	5,52%
St.dev. SIX-RX	5,33%	3,92%	6,77%
St.dev. SIX Har	3,43%	0,76%	1,44%
Mean	1,46%	1,24%	2,17%
Korr.	-0,20	0,10	-0,55
Beta	-0,15	0,09	-0,42
Sharpe	0,30	0,29	0,33
Treynor	-0,08	0,12	-0,04
Alpha	1,32%	0,87%	0,10%
Marknadsavkast.	65,37%	220,82%	-48,45%
Fondavkast.	160,54%	88,78%	38,01%
SIX Harcourt avk.	27,70%	43,31%	-10,89%

Tabell 15: Brummer Lynx

¹⁰³ Brummer & Partners, URL: www.brummer.se, hämtad 2009-01-04

¹⁰⁴ SIX Trader Client, hämtad 2008-11-20

5.6.4 Penser Hedge

Fonden Penser Hedge, förvaltat av Erik Penser Fonder, är en hedgefond som i huvudsak placerar på den svenska aktie- och räntemarknaden, men även utländska placeringar sker ibland. Man marknadsför sig om en fond som långsiktigt ger en god värdetillväxt, samtidigt till en låg risk. Fondens målsättning är att varje år överträffa OMRX-TBILL Index oavsett vilken riktning aktiemarknaden tar. Detta index innehåller Riksgäldskontorets emitterade statskuldväxlar.¹⁰⁵ Samtidigt vill man att nivån av risk skall vara cirka hälften av Stockholmsbörsens genomsnittliga risknivå. Penser Hedge beskriver dessutom att man hellre försöker undvika nedgångar på marknaderna än att försöka förstärka uppgångar och att man riktar sig till investerare som förr söker trygghet än en hög avkastning eller som ett komplement i en portfölj där man vill reducera den totala aktierelaterade risken. Dock bör man inte placera på kort sikt i fonden, utan det krävs minst fem år för att investeringen skall vara lönsam, både under uppgång såväl som nedgång på aktiemarknaderna. Fonden har både en fast och en prestationsbaserad avgift när fonden genererar positiv avkastning över jämförelseindex. Minsta insättning första gången man placerar i Penser hedge är 5 000 kronor, men efter första insättningen är storleken på beloppen valfria.¹⁰⁶

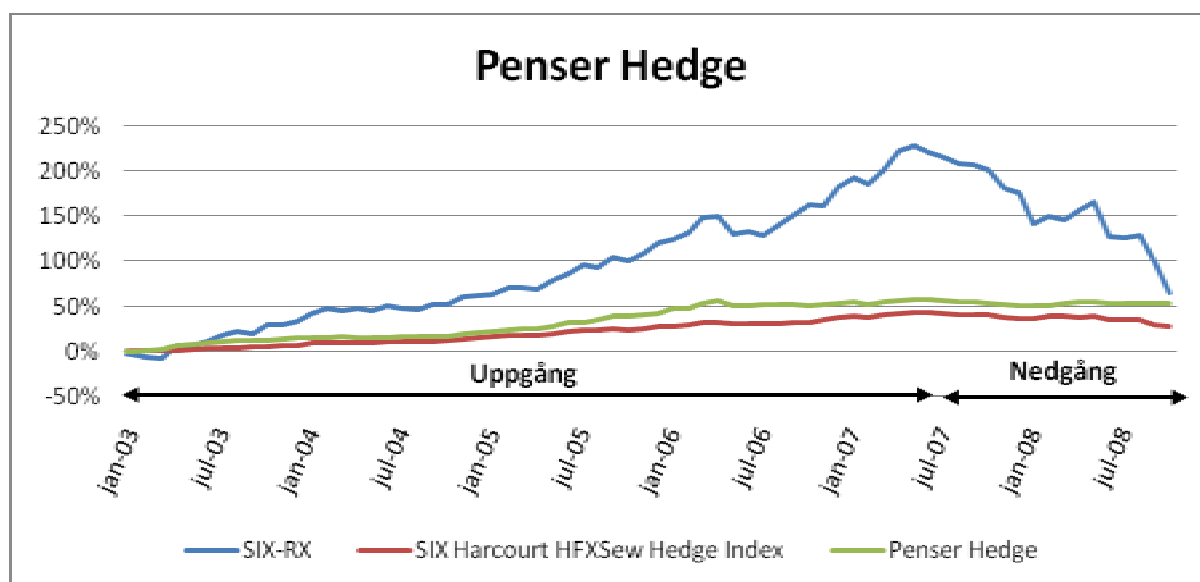


Diagram 13: Penser Hedge 2003-2008¹⁰⁷

¹⁰⁵ OMX Nordic Exchange, URL: www.omxnordicexchange.com, hämtad 2009-01-03

¹⁰⁶ Erik Penser Fonder, URL: www.penserfonder.se, hämtad 2009-01-05

¹⁰⁷ SIX Trader Client, hämtad 2008-11-20

Penser Hedge ligger på en femte plats när man mäter avkastningen bland fonderna. Den har näst lägst standardavvikelse, vilket gör att den även hamnar på en andra plats med sin Sharpekvot och på femte plats med sitt alphavärde. Den har en korrelation med SIX-RX som är 0,54, vilket man också kan se då den gick ned under nedgången.

PENSER HEDGE			
	Cykel	Uppgång	Nedgång
St.dev.	1,32%	1,34%	0,89%
St.dev. SIX-RX	5,33%	3,92%	6,77%
St.dev. SIX Har	3,43%	0,76%	1,44%
Mean	0,62%	0,85%	-0,15%
Korr.	0,54	0,53	0,40
Beta	0,13	0,18	0,05
Sharpe	0,30	0,49	-0,54
Treynor	0,03	0,04	-0,10
Alpha	0,31%	0,29%	-0,28%
Marknadsavkast.	65,37%	220,82%	-48,45%
Fondavkast.	53,75%	57,48%	-2,37%
SIX Harcourt avk.	27,70%	43,31%	-10,89%

Tabell 16: Penser Hedge

5.6.5 Tanglin

Tanglin investerar i instrument med hög likviditet på de europeiska och amerikanska marknaderna. Målet är att fonden skall ha en årlig avkastning på 15-20 procent över en längre tidsperiod. Instrumenten man använder sig av för att uppnå detta är aktiv förvaltning på internationella valuta-, ränte- och aktiemarknader, främst i Europa och USA och i instrument med hög likviditet. Man har dessutom en mycket strikt riskhantering med ett syfte att undvika förlustmånader och det investerade kapitalet kan även följas var dag på Internet eftersom det är viktigt för förvaltarna att fonden har en mycket hög grad av transparens. Risknivån skall vara lägre än aktiemarknadens risknivå, men det finns ingen garanti att man som investerare kommer få tillbaka hela sitt insatta kapital. Fonden riktar sig till placerare med goda kunskaper inom kapitalmarknaden och minsta investering vid första insättningen är 500 000 kronor och efterföljande insättningar kan vara på 100 000 kronor. Handel är möjlig sista bankdagen varje månad.¹⁰⁸

¹⁰⁸ TANGLIN, URL: www.tanglin.se, hämtad 2009-01-05

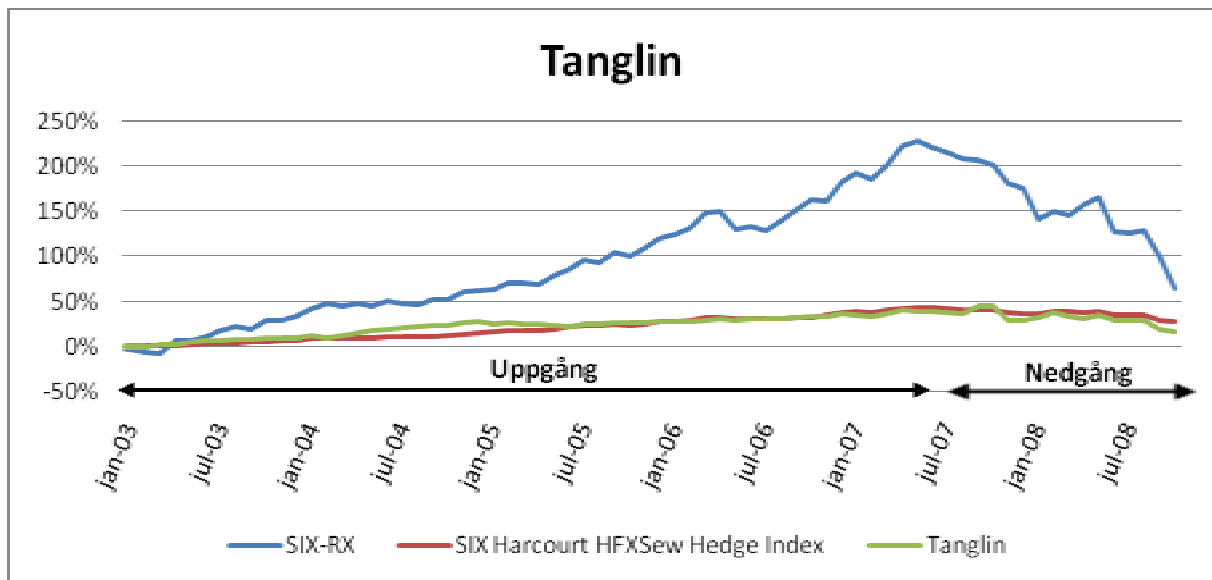


Diagram 14: Tanglin 2003-2008¹⁰⁹

¹⁰⁹ SIX Trader Client, hämtad 2008-11-20

Tanglin korrelerar 0,41 med SIX-RX, vilket man kan se på att fonden har gått upp under uppgången och ned under nedgången. Nedgången har också gjort att Treynor- och Sharpekvoten har gått ned väldigt mycket. De har även mer än tredubblat sin standardavvikelse vid nedgången, vilket är en av orsakerna till att Sharpekvoten gått ned.

TANGLIN	Cykel	Uppgång	Nedgång
St.dev	2,29%	1,21%	4,09%
St.dev. SIX-RX	5,33%	3,92%	6,77%
St.dev. SIX Har	3,43%	0,76%	1,44%
Mean	0,24%	0,63%	-1,05%
Korr.	0,41	0,11	0,46
Beta	0,17	0,03	0,26
Sharpe	0,01	0,35	-0,34
Treynor	0,00	0,13	-0,05
Alpha	-0,10%	0,36%	-0,29%
Marknadsavkast.	65,37%	220,82%	-48,45%
Fondavkast.	16,44%	39,61%	-6,60%
SIX Harcourt avk.	27,70%	43,31%	-10,89%

Tabell 17: Tanglin

5.6.6 Banco Hedge

I Banco Hedge har man valt att placera långt och kort på de svenska och utländska aktiemarknaderna, samt i penninginstrument i både Sverige och i utlandet. De tillgångsslag förvaltarna är tillåtna att placera i inkluderar penningmarknadsinstrument, fondpapper, fondandelar, derivatinstrument samt konto i kreditinstitut, vilket medför att risken kan vara väldigt varierade. Dock är inte fonden beroende av utvecklingen på aktie- och räntemarknaden eftersom den har en så pass stor frihet. Detta innebär i sin tur att fonden skall generera en god avkastning under en nedåtgående marknad, men inte så bra som den avkastning aktiemarknaden genererar under en uppåtgående marknad. Det uttalade målet för förvaltningen i Banco Hedge är att på ett långsiktigt plan kunna uppnå en god tillväxt oberoende av förhållandena på aktie- och räntemarknaden. Kapital som placeras i denna form av fonder har man som investerare aldrig någon garanti för att man i sin helhet skall få tillbaka.¹¹⁰

¹¹⁰ Banco Hedge, URL: www.banco.se, hämtad 2009-01-05

Banco Hedge vänder sig till placerare som vill ha ett annorlunda sparande än traditionella aktie- och räntebärande fonder och placeringshorisonten bör vara mellan två och tre år. Minsta belopp vid köp är 300 kronor om du tecknar dig för autogiroinsättningar och väljer månadssparande, men gör man inte det är minsta beloppet 4 000 kronor.¹¹¹

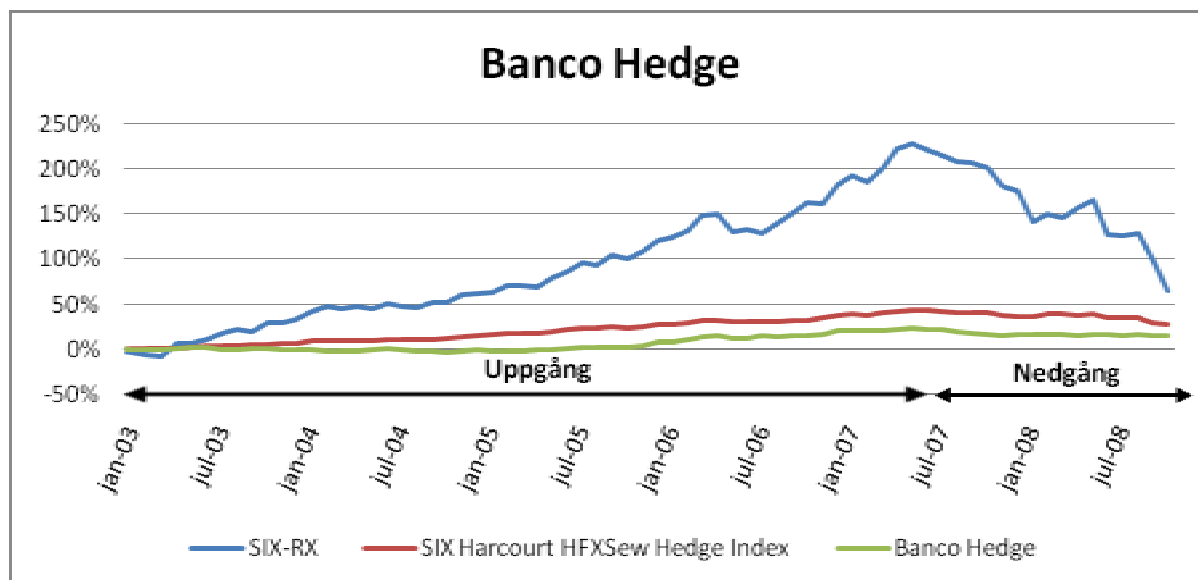


Diagram 15: Banco Hedge 2003-2008¹¹²

Banco Hedge har haft den tredje sämsta avkastningen under hela cykeln och deras Sharpekvot, som är -0,02, är näst sämst. Deras alphavärde är inte heller särskilt övertygande och ligger på -0,08. De har också ett negativt alphavärde under hela cykeln, samt under upp- och nedgång.

BANCO HEDGE	Cykel		
	Uppgång	Nedgång	
St.dev	1,30%	1,31%	1,10%
St.dev. SIX-RX	5,33%	3,92%	6,77%
St.dev. SIX Har	3,43%	0,76%	1,44%
Mean	0,21%	0,39%	-0,43%
Korr.	0,39	0,43	0,02
Beta	0,09	0,14	0,00
Sharpe	-0,02	0,14	-0,70
Treynor	0,00	0,01	-2,69
Alpha	-0,08%	-0,10%	-0,76%
Marknadsavkast.	65,37%	220,82%	-48,45%
Fondavkast.	14,93%	22,77%	-6,39%
SIX Harcourt avk.	27,70%	43,31%	-10,89%

Tabell 18: Banco Hedge

¹¹¹ Ibid, hämtad 2009-01-05

¹¹² SIX Trader Client, hämtad 2008-11-20

5.7 Marknadens uppgångsfas

Nedan har vi en sammanställt en tabell över uppgångsperioden med de 14 hedgefonder som funnits sedan dess. Vi har dessutom inkluderat SIX Harcourt Index och SIX-RX för att kunna jämföra de olika värdena.

HEDGEFOND								
Uppgång	St.dev.	Mean	Korr.	Beta	Sharpe	Treynor	Alpha	Avkast.
Brummer Futuris	2,49%	1,02%	0,22	0,13	0,33	0,06	0,55%	70,60%
Brummer Helios	1,23%	0,78%	0,24	0,07	0,47	0,08	0,43%	51,41%
Brummer Manticore	1,37%	0,73%	0,30	0,10	0,39	0,05	0,31%	47,14%
Brummer Nektar	1,84%	0,51%	-0,11	-0,05	0,17	-0,06	0,41%	30,24%
Brummer Lynx	3,55%	1,24%	0,10	0,09	0,29	0,12	0,87%	88,78%
Brummer Zenit	1,89%	0,65%	0,09	0,04	0,23	0,10	0,35%	40,20%
Consepio	3,22%	1,01%	-0,06	-0,05	0,25	-0,16	0,91%	67,16%
Eikos	1,18%	0,79%	0,45	0,13	0,50	0,04	0,32%	52,66%
HB Euro Hed Sel	1,16%	-0,12%	0,30	0,09	-0,28	-0,04	-0,50%	-6,78%
Nor Euro Eq He Fund	0,69%	0,42%	0,30	0,05	0,31	0,04	0,11%	25,04%
Penser Hedge	1,34%	0,85%	0,53	0,18	0,49	0,04	0,29%	57,48%
Ram One	1,91%	0,78%	0,46	0,22	0,30	0,03	0,12%	50,50%
Tanglin	1,21%	0,63%	0,11	0,03	0,35	0,13	0,36%	39,61%
Banco Hedge	1,31%	0,39%	0,43	0,14	0,14	0,01	-0,10%	22,77%
SIX-RX	3,92%	2,26%	1,00	1,00	0,52	0,02	0,04%	220,82%
SIX Harcourt	0,76%	0,67%	0,49	0,09	0,62	0,05	0,28%	43,31%
SSVX90	0,05%	0,20%	0,00	0,00	-0,05	x*	0,00%	11,31%
Medel hedgefonder	1,74%	0,69%	0,24	0,08	0,28	0,03	0,32%	45,49%

Tabell 19: Hedgefonder under uppgångsfasen, januari 2003-juni 2008

*oändligt stort vid Beta = 0

SIX-RX har under uppgångsperioden högre avkastning än samtliga hedgefonder i vår undersökning. Alla hedgefonder utom en har klarat av att generera en högre avkastning än den riskfria räntan. Medelvärde för avkastningen är 45,49 procent, vilket är ungefär samma som för SIX Harcourt. SIX-RX har den högsta standardavvikelsen. Det är enbart en hedgefond som har lägre standardavvikelse än SIX Harcourt och medelvärde för standardavvikelsen är 1,74. Det är också endast en fond som korrelerar mer med SIX-RX än SIX Harcourt, som har en korrelation med marknadsindex på 0,49. Medelvärde för korrelationen är 0,24. SIX Harcourt har ett

betavärde på 0,09, vilket stämmer ganska väl överens med medelvärdet, som är 0,08. SIX-RX Sharpekvot är 0,52 och detta överträffas endast av SIX Harcourt som har 0,62, medan medelvärdet för de övriga hedgefonderna är 0,28. Medelvärdet på Treynorkvoten för hedgefonderna är 0,03, där SIX Harcourts Treynorkvot är 0,05. SIX-RX Treynorkvot är 0,02 vilket överträffas av tio hedgefonder. SIX-RX har ett alphavärde på 0,04, vilket överträffas av alla utom två hedgefonder. Hedgefondernas medelvärde är 0,32 procent, vilket är högre än SIX Harcourts, som är 0,28 procent.

Skillnaderna mellan medelvärdena på hedgefonder och SIX Harcourt beror på att vi har en sådan liten urvalsgrupp och på survivorship bias, vilket innebär att vi i vår undersökning inte har med hedgefonder som har lagts ned, men att de är inkluderade i SIX Harcourt Index.

5.7 Marknadens nedgångsfas

Eftersom det i vårt fall är nedgången på marknaden som är den intressanta delen av den totala konjunkturcykeln har vi valt att nedan sammanställa en tabell som visar de väsentliga nyckeltalen för respektive hedgefond. Då denna period började i juli 2007 fanns det då betydligt fler aktiva hedgefonder att tillgå än de 14 vi har analyserat. Därför innefattar följande tabell 27 hedgefonder.

HEDGEFOND	St.de	Mean	Korr.	Beta	Sharp	Treynor	Alpha	Avkast.
Brummer Futuris	4,51	0,93%	-0,48	-0,30	0,13	-0,02	-	14,29%
Brummer Helios	1,86	0,39%	-0,05	-0,1	0,03	-0,05	0,01%	6,21%
Brummer	3,34	-0,07%	0,38	0,18	-0,12	-0,02	0,33%	-1,92%
Brummer Nektar	3,29	0,66%	0,32	0,15	0,10	0,02	0,94%	10,16%
Brummer Lynx	5,52	2,17%	-0,55	-0,42	0,33	-0,04	0,10%	38,01%
Brummer Zenit	3,07	0,48%	0,05	0,02	0,05	0,07	0,22%	-14,23%
CB Hedge Europe	3,07	0,48%	0,05	0,02	0,05	0,07	0,22%	7,13%
Consepio	6,06	0,91%	-0,52	-0,44	0,09	-0,01	-	12,57%
Catella Hedge	1,27	-0,35%	0,89	0,16	-0,54	-0,04	-	-5,51%
Gladiator	9,22	-2,74%	0,90	1,14	-0,33	-0,03	1,69%	-40,43%
DLG	5,67	-2,12%	0,60	0,47	-0,43	-0,05	-	-30,84%
Eikos	1,54	-0,56%	0,72	0,15	-0,58	-0,06	-	-8,80%
SHB Eu Hed Sel	1,58	0,45%	-0,20	-0,04	0,07	-0,03	-	7,31%
Lannebo Alpha	1,71	-0,57%	0,76	0,18	-0,53	-0,05	-	-8,93%
Nordea Euro Eq	1,87	-0,06%	0,36	0,09	-0,21	-0,04	0,00%	-1,16%
Nordea Nordic Eq	1,23	-0,44%	0,87	0,15	-0,63	-0,05	-	-6,93%

Penser Hedge	0,89	-0,15%	0,40	0,05	-0,54	-0,10	-	-2,37%
Ram One	4,41	-1,64%	0,77	0,47	-0,45	-0,04	-	-24,44%
SEB Global Hedge	2,70	-1,13%	-0,04	-0,01	-0,54	1,04	-	-17,05%
SEB Räntehedge	1,41	0,28%	0,15	0,03	-0,04	-0,02	0,06%	4,35%
Stella Nova	1,75	0,53%	0,21	0,05	0,11	0,04	0,41%	8,59%
Tanglin	4,09	-1,05%	0,46	0,26	-0,34	-0,05	-	-16,60%
Thenberg Macro	4,44	1,38%	-0,35	-0,21	0,24	-0,05	0,16%	22,77%
Thyra	2,94	-0,74%	0,69	0,28	-0,36	-0,04	0,10%	-11,77%
Tornado	6,00	2,70%	0,21	0,17	0,39	0,14	3,07%	49,25%
Whisper Hedge	4,54	-0,51%	0,71	0,44	-0,19	-0,02	1,00%	-9,34%
Banco Hedge	1,10	-0,43%	0,02	0,00	-0,70	-2,69	-	-6,39%
SIX Harcourt	1,44	-0,71%	0,67	0,13	-0,73	-0,08	-	-10,89%
SIX-RX	6,77	-3,83%	1,00	1,00	-0,61	-0,04	-	-48,45%
SSVX90	0,02	0,33	0,00	0,00	-0,27	x*	-	5,4%
Medel	3,30	-0,04%	0,27	0,11	-0,18	-0,08	0,09%	-0,96%

Tabell 20: Hedgefonder under nedgångsfasen, juli 2007-oktober 2008

*oändligt stort vid Beta = 0

Man kan i tabellen se att 16 av de totalt 27 fonderna har visat negativa siffror under perioden, varav sju av dem har gått ned med mer än tio procent. Det är också endast tio fonder som överträffar SSVX 90s avkastning. Man kan också utläsa att medelvärdet på avkastningen är negativt, men högre än SIX Harcourt. När man tittar på fondernas Sharpekvoter ser man att 16 stycken är negativa och att medelvärdet även är negativt. Marknaden gick ned med 48,45 procent under denna period, vilket är sämre än den sämsta hedgefonden, Gladiator som gick ned med 40,43 procent. Korrelationen skiljer sig väldigt mycket från fond till fond, men det är en övervägande positiv korrelation, då medelvärdet ligger på 0,27 och bara sju av fonderna korrelerar med mer än $\pm 0,2$.

Standardavvikelsen för SIX-RX var under samma period 6,77 procent och det är bara en fond, även här Gladiator, som överstiger det och ligger på 9,22. Medelvärdet på standardavvikelsen är 3,30 procent, vilket kan jämföras med SIX Harcourts standardavvikelse som är 1,44 procent. Tabellen visar också att 14 av fonderna har haft ett positivt alphavärde och även medelvärdet är positivt. Däremot har 21 av fonderna negativa Treynorkvoter, men detta beror till viss del på att många av fonderna har negativa betavärden. Det är bara en fond som har ett högre betavärde än 1 och medelvärdet för alla hedgefonder ligger på 0,11, medan betavärdet för SIX Harcourt är 0,13. Sju fonder har negativa betavärden.

5.8 Hedgefonder i en portfölj

Nedan finns tre tabeller som visar hur hedgefonder kan påverka en portfölj. Den första visar påverkan under hela konjunkturcykeln, den andra visar påverkan under uppgångsfasen och den tredje visar påverkan under nedgångsfasen.

Först har vi en portfölj som består av 60 procent SIX-RX och 40 procent SSVX90, vilken benämns Portfölj 1. De andra portföljerna består båda av 45 procent SIX-RX, 25 procent SSVX90 och 30 procent av den hedgefond som nämns i tabellen, varav portföljen med SIX Harcourt Sew benämns Portfölj 2.

Hela cykeln	St.dev.	Mean	Beta	Sharpe	Alpha	Avkastning
SIX-RX + SSVX 90 (Portfölj 1)	3,94%	0,54%	0,72	0,08	-0,15%	46,15%
SIX Harcourt Sew (Portfölj 2)	3,32%	0,50%	0,61	0,08	-0,11%	42,06%
Brummer Helios*	3,12%	0,60%	0,57	0,12	0,01%	51,99%
Brummer Lynx*	2,79%	0,85%	0,46	0,22	0,33%	81,91%
SHB Eu hedge sel*	3,33%	0,42%	0,61	0,06	-0,20%	33,76%
Brummer Futuris*	2,99%	0,69%	0,53	0,15	0,12%	62,24%
Brummer Manticore*	3,31%	0,55%	0,60	0,10	-0,06%	47,04%
Brummer Nektar*	3,18%	0,55%	0,57	0,10	-0,05%	46,79%
Brummer Zenit*	3,40%	0,48%	0,61	0,07	-0,14%	39,82%
Consepio*	2,84%	0,67%	0,49	0,16	0,13%	60,20%
Eikos*	3,32%	0,54%	0,61	0,09	-0,08%	45,52%
Nordea Eu Eq Hed*	3,26%	0,49%	0,60	0,08	-0,12%	40,83%
Penser Hedge*	3,23%	0,58%	0,59	0,11	-0,03%	49,87%
Ram One*	3,66%	0,46%	0,66	0,06	-0,19%	37,86%
Tanglin*	3,41%	0,47%	0,62	0,07	-0,16%	38,68%
Banco Hedge*	3,33%	0,46%	0,61	0,07	-0,15%	38,23%

Tabell 21: Portfölj avkastning under hela konjunkturcykeln, januari 2003-oktober 2008

Det man kan utläsa av denna tabell är att samtliga portföljer som innehåller hedgefonder har ett lägre betavärde och standardavvikelse än Portfölj 1. Man kan också se att sju av fjorton portföljer har en bättre avkastning än Portfölj 1. Sharpekvoten är 0,08 hos Portfölj 1, vilken endast är högre än tre av de andra portföljerna och dess alphavärde är -0,15, vilket även det är fjärde sämst bland portföljerna. Det som är mycket intressant är dock att portföljen med Brummer Lynx har lägst standardavvikelse, lägst betavärde, högst Sharpekvot, högst alphavärde och högst avkastning. Detta även då Brummer Lynx har högst standardavvikelse för sig själv.

Den viktigaste portföljen här är dock Portfölj 2 som torde vara en medelportfölj för de andra. Den visar en lägre standardavvikelse och betavärde, men även lägre en avkastning. Detta gör att den har samma Sharpekvot som Portfölj 1.

Uppgång	St.dev.	Mean	Beta	Sharpe	Alpha	Avkastning
SIX-RX + SSVX 90 (Portfölj 1)	2,67%	1,60%	0,66	0,52	0,04%	137,02%
SIX Harcourt Sew (Portfölj 2)	2,21%	1,42%	0,54	0,55	0,11%	115,19%
Brummer Helios*	2,20%	1,44%	0,53	0,56	0,14%	117,62%
Brummer Lynx*	2,34%	1,53%	0,52	0,57	0,26%	128,83%
SHB Eu hedge sel*	2,31%	1,29%	0,56	0,47	-0,07%	100,16%
Brummer Futuris*	2,32%	1,49%	0,55	0,56	0,17%	123,38%
Brummer Manticore*	2,24%	1,43%	0,54	0,55	0,11%	116,34%
Brummer Nektar*	2,12%	1,39%	0,51	0,56	0,14%	111,27%
Brummer Zenit*	2,25%	1,41%	0,53	0,54	0,11%	114,25%
Consepio*	2,09%	1,48%	0,47	0,61	0,30%	122,34%
Eikos*	2,24%	1,44%	0,55	0,55	0,11%	117,99%
Nordea Eu Eq Hed*	2,19%	1,37%	0,54	0,54	0,07%	109,71%
Penser Hedge*	2,27%	1,46%	0,56	0,55	0,11%	119,44%
Ram One*	2,39%	1,44%	0,58	0,52	0,05%	117,35%
Tanglin*	2,15%	1,41%	0,52	0,56	0,14%	114,08%
Banco Hedge*	2,31%	1,37%	0,56	0,50	0,01%	109,03%

Tabell 22: Portföljavgkastning under uppgångsfasen, januari 2003-juni 2007

Även vid uppgångsfasen har Portfölj 1 högst standardavvikelse och betavärde. Dock har den även högst avkastning. Sharpekvoten för Portfölj 1 är tredje lägst och det gäller alphavärdet också.

Portfölj 2 har en högre Sharpekvot, men lägre avkastning än Portfölj 1. Detta gör att dess standardavvikelse och betavärde är lägre än i Portfölj 1. Även alphavärdet är högre i Portfölj 2.

Nedgång	St.dev.	Mean	Beta	Sharpe	Alpha	Avkastning
SIX-RX + SSVX 90 (Portfölj 1)	5,34%	-3,02%	0,74	-0,63	-0,28%	-40,21%
SIX Harcourt Sew (Portfölj 2)	4,49%	-2,60%	0,62	-0,65	-0,35%	-35,41%
Brummer Helios*	4,06%	-2,24%	0,56	-0,64	-0,25%	-31,35%
Brummer Lynx*	3,05%	-1,43%	0,35	-0,58	-0,29%	-21,20%
SHB Euro hedge sel*	4,50%	-2,52%	0,62	-0,64	-0,27%	-34,59%
Brummer Futuris*	3,49%	-2,00%	0,47	-0,67	-0,40%	-28,30%
Brummer Manticore*	4,53%	-2,41%	0,62	-0,61	-0,17%	-33,46%
Brummer Nektar*	4,44%	-2,28%	0,61	-0,59	-0,08%	-31,90%
Brummer Zenit*	4,64%	-2,67%	0,64	-0,65	-0,34%	-36,24%
Consepio*	3,37%	-2,05%	0,44	-0,71	-0,56%	-28,84%
Eikos*	4,47%	-2,53%	0,62	-0,64	-0,30%	-34,65%
Nordea Euro Eq Hed*	4,46%	-2,49%	0,62	-0,63	-0,27%	-34,25%
Penser Hedge*	4,21%	-2,38%	0,58	-0,65	-0,30%	-32,98%
Ram One*	5,13%	-2,85%	0,70	-0,62	-0,25%	-38,33%
Tanglin*	4,82%	-2,71%	0,66	-0,63	-0,31%	-36,81%
Banco Hedge*	4,39%	-2,58%	0,61	-0,67	-0,40%	-35,25%

Tabell 23: Portföljavgkastning under nedgångsfasen, juli 2007-oktober 2008

Vid nedgången har Portfölj 1 både högst betavärde och standardavvikelse och lägst avkastning. Trots detta har Portfölj 1 sjätte den bästa Sharpekvoten och det sjunde bästa alphavärdet.

När man tittar på Portfölj 2 ser man att den har en standardavvikelse som är sjätte högst bland portföljerna och ett betavärde som är fjärde högst. Portfölj 2 har alphavärde och betavärde som båda är sämre än vad Portfölj 1 har.

5.9 Intervjuer

Som ett komplement till den ovanstående undersökningen har vi valt att presentera de intervjuer vi gjort med olika personer som är insatta i branschen. Detta för att ge en djupare bild av hur hedgefonder fungerar i praktiken och för att om möjligt skapa ett större intresse för hedgefonder.

5.9.1 Peder Kruse, Catella Kapitalförvaltning

Peder Kruse jobbar på Catella Kapitalförvaltning i Stockholm som förmögenhetsförvaltare åt privatpersoner och han har även varit specialiserad i

hedgefonder tidigare i karriären. "Jag är väldigt besviken", är bland det första han säger, och syftar på hedgefondernas utveckling under 2008.

Det Peder Kruse försöker åstadkomma genom att investera i hedgefonder i sin portfölj är att minska risken genom att ge pengarna till någon som kan handla där målet är att fonderna skall korrelera med marknaden så lite som möjligt. Ett exempel på detta var när marknaden var stabil, då han hade cirka fem hedgefonder och två av dessa var Tanglin och Catella, som inte hade någon korrelation alls med aktiemarknaden, och Eikos vars korrelation var mycket låg. Problemet nu är att nästan allt korrelerar mot ett, det vill säga att de följer med aktiemarknaden. Detta är en av förklaringarna till att hedgefonder har gått så pass dåligt. "Det finns ingenstans att gömma sig när allt går nedåt", menar Peder Kruse. En annan anledning som han nämner till att det gått dåligt är att den förra nedgången 2000-2002 följdes av en lång högkonjunktur där aktier gav väldigt hög avkastning och hedgefonderna hade svårt att följa med lika mycket i uppgången. Detta gjorde att vissa hedgefondförvaltare övergav sina strategier och började ta fler långa positioner för att kunna matcha börsens avkastning. "Om en förvaltare ändrar sitt sätt att jobba, då vet jag inte längre hur han jobbar och då är jag som kund inte intresserad av honom", säger Peder Kruse. En annan anledning som han nämner är att flera hedgefondförvaltare har en bakgrund som långförvaltare, vilket kan medföra att de är mindre benägna att ta korta positioner.

När det gäller val av tidpunkt vid köp av hedgefonder så menar Peder Kruse att det beror på vilken strategi man använder sig av, vissa strategier lämpar sig bäst under vissa förutsättningar, men i grunden skall det inte ha någon betydelse när man köper. Detta påpekar han är en otrolig fördel när man inte vet hur marknaderna kommer att gå, vilket har varit fallet under hösten 2008. Det han gör nu är bland annat att köpa Catella Hedgefond till sina kunder. Den fungerar så att man kontinuerligt utvärderar vad som hänt på marknaden och sedan ser till vilken grad fonden har svängt. Är det för mycket minskar man innehavet i de instrument som orsakat detta mest. Bland annat gör detta att fonden har mycket låg risk och man skall delvis kunna använda den som ett alternativ till riskfria placeringar. Den andra fonden som han nämner är Catella Europa Hedge, vilken är mer riskfylld och den använder sig mest av sector bets, det vill säga att man väljer en viss bransch. I denna fond är det mer skickligheten hos förvaltarna som är viktig. Eftersom risken är högre

använder Peder Kruse denna fond mer som ett alternativ till aktier än till riskfria placeringar.

När vi börjar prata olika hedgefonder i världen, berättar Peder att skillnaden mellan hedgefonder i Sverige och USA är att man i USA har mycket mer specialiserade hedgefonder. Det fanns till exempel en hedgefond som hyr ut pizzaugnar som de får en mycket bra fast avkastning på. Men det är inte bara i Sverige som hedgefonderna inte levererat utan det ser delvis värre ut i resten av världen. Bland annat har somliga hedgefonder haft stora problem med den krisdrabbade subprimemarknaden och man har som en följd av detta tvingats att sälja av sina lån, oftast till ett mycket rabatterat pris.

5.9.2 Tom Josephson, Brummer & Partners

Tom Josephson jobbar inom Institutional Sales på Brummer & Partners i Stockholm och har lång erfarenhet av produkter och tjänster inom kapitalförvaltning, bland annat från Nordea Investment Management. Brummer & Partners är en av de ledande nordiska hedgefondförvaltarna och erbjuder sina hedgefonder till såväl privatpersoner som institutioner.

En av Brummers grundtankar är att uppnå en diversifierande effekt i portföljer med sina hedgefonder. "Om man till exempel investerar i en lång/kort aktiestrategi bör man även komplettera denna med någonting inom räntestrategier, så att man inte bara är beroende av ett tillgångslag", säger Tom Josephson. Brummer multistrategi Helios kan ses som företagets flaggskepp då denna fond i fond enbart investerar i av Brummer förvaltade hedgefonder. Man kan säga att denna fond blir ett mått på hur hela Brummer & Partners avkastning ser ut. Tom Josephson menar att en hedgefond utgör ett bra komplement till en portfölj om den kan bidra till att sänka portföljens totala risk och samtidigt öka avkastningen.

Archipel är en marknadsneutral aktiehedgefond som enbart handlar på köp- och säljsignaler baserade på kvantitativa modeller, fonden har alltså ingen direkt mänsklig påverkan när väl modellerna tas i bruk. Tom Josephson menar att marknadsneutrala hedgefonder som Archipel utgör ett bra komplement till en väldiversifierad portfölj, då den korrelerar väldigt lite med marknaden i stort. Brummers & Partners Lynx, som är en utav de hedgefonder som presterat högst

avkastning år 2008, är baserad på trendföljande modeller inom flera tillgångslag och kan därför ställa om vid en långsiktig marknadsförändring, vilken är en av orsakerna att den gått så bra i år, berättar Tom Josephson. "Förvaltarna på Lynx har egentligen ingen syn på hur marknaden skall gå – viktigast är att den uppvisar starka trender". Däremot är en marknad som kan gå upp ena dagen och gå ned andra dagen inget att föredra för förvaltarna på Lynx, då det inte går att tyda en viss trend i det marknadsbeteendet. Något som lett till bra avkastning för Lynx i år har bland annat varit att gå kort i aktier och lång i råvaror under det första halvåret, samt korta positioner under den andra halvan av året.

En av huvudanledningarna till att Brummer & Partners stått sig starka under finanskrisen 2008 tror Tom Josephson är att den interna riskkontrollen inom fonderna har varit bra, då man löpande har kontroll på vilka typer av risker som funnits i portföljerna. Brummer & Partners har alltid lagt ned mycket resurser på riskkontroll och dessutom har förvaltningen byggts upp av tydliga strategier som man haft god insyn i, både beträffande inriktning och förvaltarteam. Han tror att många utav de hedgefonder som gått dåligt på den svenska marknaden har varit alltför fokuserade på en strategi eller nisch inom marknaden, till exempel lång/kort aktier, som antingen gått åt motsatt riktning än vad förvaltaren hade förväntat sig eller blivit alltför illikvid i samband med kredit- och finanskrisen. Problemet med många svenska hedgefonder är att de inte har mer än två-tre år på nacken och därför inte prövats på riktigt, men Tom Josephson tycker däremot att ett bevis för att en hedgefondförvaltare är duktig kan ses om denne lyckas prestera en bra avkastning över en längre period, till exempel tre till fem år, även under ett varierande marknadsklimat.

När vi frågar om belåningen inom Brummers hedgefonder svarar Tom Josephson att den varierar mycket från hedgefond till hedgefond, men att den senaste trenden generellt har varit att minska belåningen. Detta har främst berott på att man vill minska risken, men även att det kostat mycket att ha varit belånad den senaste tiden, då banken krävt en högre ränta samtidigt som lånens säkerheter i de flesta fall har fallit i värde.

Vad gäller hedgefonders fasta förvaltningsavgift på en procent, menar Tom Josephson att den är befogad så länge fonden levererar en god absolut avkastning till investeraren. Den fasta avgiften skapar även stabila förhållanden för fonden och gör att man kan attrahera de mest talangfulla förvaltarna. Om fonden ger en

avkastning som överstiger den riskfria räntan utgår även en rörlig avgift på 20 procent. Vidare säger Tom Josephson att en optimal portfölj skall innehålla en andel hedgefonder. Undersökningar har visat att deras hedgefonder ökar avkastningen i en marknadsportfölj och samtidigt minskar standardavvikelsen.

5.9.3 Cecilia Olsson, Finansinspektionen

Cecilia Olsson är finansinspektör på Finansinspektionen (FI) och arbetar på avdelningen för marknadstillsyn. Genom e-postkontakt har vi ställt frågor till henne angående hedgefonder. FI har tre övergripande huvuduppgifter. Dels utfärdar de tillstånd till de bolag som vill erbjuda finansiella tjänster till allmänheten och följaktligen kan de i sin tur även dra in tillstånd för företag som missköter sig. De ger även ut regler i form av föreskrifter och allmänna råd, exempelvis krav på kapital och intern kontroll och riskhantering. Slutligen utövar de tillsyn över de företag som erbjuder finansiella tjänster.¹¹³

Vad gäller skillnaden i lagstiftning mellan traditionella fonder och hedgefonder berättar Cecilia Olsson att det egentligen inte finns någon legal definition av vad som är en hedgefond. Med hedgefonder avses oftast fonder med friare placeringsregler som har fått undantag från flera av kraven som gäller för värdepappersfonden, det vill säga undantag från Lagen (2004:46) om investeringsfonder (LIF). Den legala definitionen av fonder som har fått undantag från LIF är specialfonder.

En specialfonds friare placeringsgränser tydliggörs i fondens fondbestämmelser, där fondbolaget måste ange i vilka avseenden specialfonden avviker från vad som gäller för vanliga värdepappersfonder, samt vilka begränsningar som gäller för fonden. Specialfonder är således en heterogen kategori av fonder och grunden för både värdepappers- och specialfonder i Sverige är alltså LIF. För att en fond skall få introduceras på marknaden måste FI ha godkänt fondbestämmelserna, som tillsammans med LIF reglerar fondens verksamhet och är en form av förvaltningsavtal mellan fondbolaget och fondandelsägarna. Utöver Lagen om investeringsfonder regleras även fondverksamheten av Finansinspektionens föreskrifter FFFS 2008:11 samt övrig näringsrättslig lagstiftning. Cecilia tillägger även att EU för närvarande arbetar

¹¹³ Finansinspektionen, URL: www.fi.se, hämtad 2008-12-11

med utarbetandet av marknadseffektivitetspaketet UCITS IV, som kommer att påverka svensk fondlagstiftning.

Hon påpekar att på en övergripande nivå gör FI ingen åtskillnad mellan specialfonder och värdepappersfonder i sin tillsyn, men beroende på hur fonden exempelvis får placera och ta ut avgifter, i enlighet med LIF, är det är givetvis för dem mer ändamålsenligt att titta på olika saker beroende på vilken fond eller fondbolag de undersöker.

Vad gäller insyn och krav på rapportering för fonder berättar Cecilia Olsson att värdepappersfonder kvartalsvis rapporterar sina innehav till FI. Specialfonder däremot rapporterar regelbundet riskmått till dem på månadsbasis. Enligt henne finns det två huvudsakliga anledningar till varför specialfonder rapporterar riskmått istället för innehav. Den första är att specialfonder i sina fondbestämmelser måste ha uppgifter om vilken risknivå fonden eftersträvar. Den andra beror på att specialfonder kan ha strategier som kan avslöjas, och därmed skada fonden om innehavslistan skulle bli tillgänglig. FI skulle dock kunna, med stöd av 10 kap. 2 § andra stycket och 3 § LIF, begära in upplysningar, uppgifter, handlingar eller annat från fondbolagen och har därför ingen sämre insyn i specialfonder.

När det kommer till varför Finansinspektion i större utsträckning har accepterat hedgefonder, till skillnad från deras nordiska motsvarigheter, säger Cecilia Olsson beror på de krav som lagstiftaren i respektive land ställt upp, därav skillnaden. Hon menar dock att ur ett konsumentskyddsperspektiv bör hedgefonder reglerade i Sverige vara att föredra framför att lagen skulle begränsa detta och hedgefonderna istället blir tvungna att etablera sig utomlands, exempelvis på Bermuda.

Även om skillnaderna mellan traditionella fonder och specialfonder som hedgefonder, kan få den senare att framstå som mer fördelaktig för en förvaltare finns det, enligt Cecilia Olsson, två anledningar till varför alla fonder inte är hedgefonder. För det första får traditionella värdepappersfonder, även kallade UCITS-fonder, fritt överskrida Sveriges gränser till andra länder inom Europeiska Ekonomiska Samarbetsrådet, EES, medan specialfonder inte får det. Specialfonder måste ha tillstånd från respektive tillsynsmyndighet för att få gränsöverskrida in i ett annat EES-land. För det andra så ställer specialfonder ofta större krav på fondbolagets riskhantering, varför specialfonder således kan vara mer krävande.

Slutligen berättar Cecilia Olsson att finanskriser på något sätt inte förändrar deras sätt att jobba. Finansinspektionen följer fonder och fondbolag med utgångspunkt i fondlagstiftningen oavsett marknadsläge. De följer utvecklingen i deras löpande tillsyn och fortsätter att ha en löpande dialog med fondbolagen.

6. Analys

6.1 Översikt

Vi har i vår undersökning valt att analysera olika hedgefonder och se hur de har utvecklats under perioden 2003 till 2008, vilket någorlunda motsvarar en hel konjunkturcykel. I empirin fördjupar vi oss i 14 svenska hedgefonder. Jämförelser mellan enskilda hedgefonder har gjorts med SIX Harcourt HFXSew Hedge Index, ett index som är likaviktat. Vi har även valt att jämföra fonderna med SIX-RX avkastningsindex, som får vara representativt för marknaden. Slutligen har vi valt att titta på den riskfria räntan eftersom den ger en indikation på hur placerarnas avkastning hade sett ut om de placerat i statsskuldväxlar. Alla våra index utgår från noll den 1 januari 2003.

Under börsens uppgångsperiod fram till mitten av 2007 steg SIX-RX med 228 procent och under samma period steg SIX Harcourt Index för hedgefonder med drygt 43 procent. Om en investerare istället skulle ha placerat i SSVX90 2003, skulle denne endast ha fått en värdeökning på 12 procent fram till mitten av 2007. Under uppgångsfasen på marknaden är det inte helt oväntat att aktier har åstadkommit den största värdeökningen. Om vi istället tittar på det vi kallar nedgångsfasen så har SIX-RX sjunkit med hela 49 procent, SIX Harcourt Index har i genomsnitt sjunkit med 10,9 procent och den riskfria räntan har ökat med 6 procent under samma period. De flesta hedgefonderna har bevisligen inte lyckats nå en absolut avkastning under nedgångsfasen, även om samtliga har lyckats med att överträffa marknadsindex. Om man ser på hela konjunkturcykeln så har endast tre av våra 14 hedgefonder lyckats generera en högre avkastning än SIX-RX. Vårt hedgefondindex slår knappt den riskfria räntan. Det har varit stor spridning i avkastningen hedgefonder sinsemellan vilket kan ha gett ett snedvridet resultat.

En anledning till att hedgefonder inte lyckades nå en absolut avkastning under nedgången kan vara att investerare ställde högre krav på att hedgefonder i större utsträckning skulle följa med marknaden upp och samtidigt ville många hedgefondförvaltare tjäna mer pengar genom att nå en högre avkastning och därmed ta ut mer pengar i den rörliga avgiften. Detta kan i sin tur ha gjort att

förvaltarna tog för många långa positioner och därmed var mer exponerade mot en nedgångsfas på marknaden. När konjunkturen sedan vände fortsatte hedgefondförvaltarna att jaga de små uppgångarna istället för att inse att marknaden hade vänt och då ta korta positioner. Ett bevis för detta finner man i våra uträkningar då de fonder som gått dåligt under nedgången korrelerat positivt med marknaden, vilket är en indikation på att de har tagit många långa positioner. Detta kan förklaras med att de flesta förvaltare av hedgefonder har en bakgrund som långförvaltare. Dessutom fanns inte många av dagens hedgefonder under förra nedgången på marknaden, vilket har gjort att de aldrig ställts inför en omfattande nedgång och att deras strategier därför är mer anpassade till uppgångar. Att hedgefondförvaltare är relativt oprövade i en nedgångsfas, tillsammans med att förvaltare tar en större risk när man går kort, tror vi också kan ha lett till att man undvikt korta positioner i största möjliga mån.

Om man istället tittar på de hedgefonder som genererat en positiv avkastning under nedgången finner man några gemensamma likheter. En av dem är att de korrelerar negativt med marknaden, vilket kan tyda på att de har tagit många korta positioner. Det man också kan se är att de har en hög standardavvikelse sett till genomsnittet. Med en så hög standardavvikelse kan avkastningen fluktuera väldigt mycket från månad till månad. Man skall dock ha i åtanke att dessa hedgefonder har haft lägre standardavvikelse än SIX-RX. Om man till exempel tar Brummer Lynx, som har haft högst avkastning under nedgången och vars standardavvikelse är 5,52, ser vi i undersökningen att månadsavkastningen, med ett konfidensintervall på 95,8 procent av månaderna, ger en avkastning mellan -8,87 och 13,21 procent per månad. Många av de fonder vars totala avkastning varit hög kan förklaras till stor del av att enskilda månader har gått exceptionellt bra. Vi tror att de vid dessa månader har det gjort bets som utfallit mycket väl. Dessa bets kan vara mycket riskfyllda och kan påverka den årliga avkastningen väsentligt. Vi kan inte tyda om dessa risker är väl avvägda och beror på förvaltarens skicklighet eller om det beror på tillfälligheter. Ett tal som mäter detta är alphavärdet och man ser på våra resultat att några av våra hedgefonder som gått bra har negativa alphavärden. Ett exempel på detta är Consepio, som har haft 12,57 procent avkastning under nedgången. Deras avkastning var under januari 2008 14,77 procent, vilket är en stor anledning till att de genererade en positiv avkastning under nedgången. De har också ett negativt alphavärde på -1,24 under nedgången, vilket kan tyda på att de har haft en viss tur.

6.2 Skillnader vid uppgång och nedgång

Om man jämför upp- och nedgången med varandra, ser man att 12 av 14 hedgefonder har en högre standardavvikelse under nedgången. De två som inte har högre standardavvikelse har båda gått successivt nedåt under nedgången och har förmodligen varit väldigt försiktiga i sina placeringsstrategier. Värt att nämna är också att dessa hedgefonder under uppgången hade en tämligen låg standardavvikelse. De andra fondernas standardavvikelser tyder på att det under nedgången har varit ett hårdare marknadsklimat och att de har tvingats ta risker som de vanligen inte tar. Man kan även se att marknadens utveckling avspeglar sig på hedgefonderna, då många nyckeltal tenderar att gå i samma riktning som marknaden, som till exempel standardavvikelse, Sharpekvot och avkastning. Dock har många hedgefonders korrelation med SIX-RX minskat vid nedgången, där vissa till och med har gått från en positiv till en negativ korrelation, vilket tyder på att hedgefonder har en strategi med en bromsande effekt vid nedgångar.

6.3 Hedgefond som enskild investering och komplement till den riskfria räntan

Det har länge diskuterats om hedgefonder kan ses som ett komplement till den riskfria räntan. SIX Harcourt Index har under vår konjunkturcykel haft knappt 11 procent högre avkastning än den riskfria räntan. Samtidigt har hedgefonder en relativt hög risk där den riskfria räntan näst intill är riskfri.

Hedgefonder kan som enskild tillgång inte alltid stå på egna ben då de har en relativt svag och osäker avkastning, speciellt då man ska se hedgefonder som en långsiktig investering och de på längre sikt historiskt sett inte har överträffat börsens avkastning. Det finns hedgefonder med en nästan lika hög standardavvikelse som marknaden och det finns hedgefonder som har mycket låg standardavvikelse och nästan alltid genererar en absolut avkastning, men som dock fortfarande har mycket högre risk än den riskfria räntan. I och med detta kan man inte säga att man kan använda hedgefonder som ett substitut till den riskfria räntan, då vi inte fått fram något signifikant resultat över vilket alternativ som varit bäst. Det man dock kan göra för att minska risken med hedgefonder är att investera i flera olika hedgefonder som korrelerar lite med varandra.

6.4 Hedgefonder i en portfölj

Vi anser att hedgefonders största fördel är att de kan användas i en portfölj som ett riskminskande instrument. Den största anledningen till att portföljerna i vår undersökning har uppvisat så bra nyckeltal är att hedgefonderna har minskat förlusterna i en portfölj vid nedgången och även visat högre positiv avkastning än SSVX90 vid uppgången. Detta kan härledas mycket till att de flesta hedgefonderna haft en låg korrelation med marknaden under nedgången. I osäkra tider på marknaden kan det vara bra att öka innehavet av hedgefonder med tanke på deras låga samvariation.

I våra uträkningar kan man se att sju av fjorton hedgefonder fick en högre avkastning, elva av fjorton fick en högre Sharpekvot och i samtliga portföljer fick vi en lägre standardavvikelse. Detta är en mycket bra egenskap, då det alltid är attraktivt att minska risken utan större förändringar i avkastningen.

7. Slutsats

7.1 Författarnas slutsatser

Under vår undersökning har vi valt att ur ett investerarperspektiv undersöka hur hedgefonder presterar under en konjunkturcykel, med tonvikten på nedgångsfasen. Något vi kom fram till var att en stor del av avkastningen hos hedgefonder inte kan generaliseras till hedgefonder som grupp, utan man bör som investerare hitta en hedgefondförvaltare man har tillit till. Faktum är att många av hedgefonderna har gått dåligt och inte kunnat generera en absolut avkastning under den rådande finanskrisen, undantagsvis vissa hedgefonder. Att hitta de rätta förvaltarna är som att välja ut de bästa aktierna, med andra ord inte lätt. Vi tror dock att de hedgefonder som har klarat sig bra under krisen har gjort det till stor del på grund av förvaltarskicklighet, men också att deras bets har slagit in.

Till hedgefonders försvar skall tilläggas att det finns vissa faktorer som hedgefondförvaltarna inte har kunnat påverka och som har försvårat deras jobb oerhört under den upplevda nedgångsfasen. Till exempel har det blivit svårare för hedgefonder att få låna pengar och det har även införts ett förbud mot blankning

av aktier i banker. Många hedgefonder är väldigt högt belånade, vilket givetvis gör dem mycket exponerade mot förändringar i ränteläget. Finanskrisen har medfört att många investerare i oron istället valt att dra tillbaka sina pengar från alla tillgångsslag, däribland hedgefonder, för att investera i säkrare tillgångsslag som räntebärande papper. Detta tror vi kan ha bidragit till likviditetsproblem hos vissa hedgefonder. Allt detta har givetvis även bidragit till att hedgefonder fått det ännu svårare att prestera en absolut avkastning i år.

Detta marknadsklimat, när marknaden fluktuerar kraftigt från dag till dag, har inte varit gynnsamt för riskaverta placerare. Vi bevisade tidigare i vår analys att detta marknadsbeteende har påverkat hedgefonders månatliga risk och vi tror även att det har spridit sig till andra tillgångsslag. Det finns ingenstans att gömma sig när marknaden betar sig på detta sätt. När inte ens analytiker kan säga åt vilket håll marknaden kommer att gå åt är det svårt för en riskavert investerare att hitta en tillgång som förväntas generera en bra avkastning till en låg risk. I vår analys visade vi att hedgefonder har en lägre korrelation med marknaden under nedgången och en högre vid uppgången. Detta anser vi vara en bra kompletterande egenskap till en väldiversifierad portfölj.

Tidpunkten för köpet av hedgefonder skall enligt teorin inte ha någon betydelse, men vi fann dock att hedgefonder har en bra riskjusterad avkastning vid uppgångsfasen och är under denna fas ett förhållandevis bättre alternativ än vid nedgång för en riskavert placerare.

Hedgefonder ska i teorin alltid generera en absolut avkastning, men tyvärr är det inte så enkelt då hedgefonder är mycket olika sinsemellan. Hedgefonder är inget undantag från den outtalade ekonomiska regeln som lyder, desto högre förväntad avkastning man vill ha desto mer risk måste man ta.

7.2 Förslag på framtida forskning

Det har under vår undersökningsperiod uppstått en mängd frågor och intressanta aspekter som vi inte kunnat besvara eller fördjupa oss i på grund av brist på tid eller tillgång till data. Därför hade vi tyckt det vore intressant om man i framtiden tog något av följande i beaktning vid en liknande undersökning.

- I. Då vi i slutskedet av perioden för vår uppsats fortfarande inte vet hur marknaden kommer att arta sig under inledningen av 2009, är det inte säkert att vi får med en fullständig konjunkturcykel. Vår period för undersökningen avslutades den sista oktober 2008, men även efter det fortsatte marknaden att vara instabil. Önskvärt hade varit om undersökningsperioden hade avslutats då vi med säkerhet vetat att marknaden haft sin botten och börjat återhämta sig igen. Då hade vi haft fler observationer att arbeta med samtidigt som perioden för nedgång hade blivit längre, det vill säga om marknaden även i fortsättningen kommer befinna sig i oro och fortsätta att dala.

- II. Vi har i vår undersökning fått sortera bort ett stort antal hedgefonder som uppkommit efter vår undersökningsperiods början, vilket har resulterat i att vi endast kunnat använda oss av drygt hälften av det initiala antalet. I framtiden kommer det alltså att finnas ett större antal hedgefonder att arbeta med och detta kommer förmodligen att ge ett mer rättvist resultat över hur hedgefonder presterar under en hel konjunkturcykel. Om hedgefonder visar sig vara ett bra investeringsalternativ i Sverige, som även i fortsättningen kommer att locka investerare, kommer det dock förmodligen startas flera nya hedgefonder över tiden. Detta leder till att man inte kommer kunna analysera det totala antalet svenska hedgefonder under en längre tid under samma förutsättningar.

- III. Förvaltarna av hedgefonder har under 2008 års finanskris misslyckats med att ge en absolut avkastning. Handlar det om att man är ovan att hantera sådana kriser, liksom den 2008, eller har det att göra med tillfälligheter? Ett fåtal av de hedgefonder vi valt ut upplevde även föregående finanskris. Det som vi dock tycker vore intressant är att jämföra vår analys med en liknande analys med samma hedgefonder under en kommande finanskris i framtiden. Detta för att eventuellt kunna se ett samband om förvaltarna lärt sig av sina misstag nu och om de under nästa finanskris kunnat dra nytta av detta.

- IV. Insynen i hedgefonders verksamhet är fortfarande mindre bra. Det kan dock hända att hedgefondförvaltarna i framtiden måste redovisa data på

veckobasis eller mer önskvärt, på daglig basis. Detta skulle resultera i att man fick ett mer tydligt resultat då man kunnat jämföra hedgefonderna med marknadens dagliga utveckling.

8. Referenser

Tryckta källor

Anderlind, P., Dotevall, B., Eidolf, E., Holm, M. & Sommerlou, P. (2003), *Hedgefonder*. 1:3 uppl. Lund: Academica Adacta AB

Berk, Jonathan & DeMarzo, Peter (2007), *Corporate Finance*. 1 uppl. Boston, MA: Pearson Addison Wesley

Bryman, Alan & Bell, Emma (2005), *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. 1 uppl. Malmö: Liber

Körner, Svante & Wahlgren, Lars (2002), *Praktisk statistik*. 3 uppl. Lund: Studentlitteratur

Körner, Svante & Wahlgren, Lars (2006), *Statistisk dataanalys*. 4 uppl. Lund: Studentlitteratur

Lavinio, Stefano (2000), *The hedge fund handbook: A definite guide for analyzing and evaluating alternative investments*. 1 uppl. New York, NY: McGraw-Hill

Publicerade källor

Ackerman, C., McEnally, R. & Davenscraft, D., "The performance of hedge funds: Risk, return, and incentives", *The Journal of Finance* 54:3, sid 833-874, publ. 1999

Aronsson, Cecilia, "ECB: Hedgefonder farligare än fågelinfluensa", *Dagens Industri*, publ. 2006-06-02

Brown, Stephen J., Goetzmann, William N., Ibbotson, Roger G. & Ross, Stephen A., "Survivorship bias in performance studies", *Review of Financial Studies* 5:4, sid 553-580, publ. 1992

Fung, William & Hsieh, David A., "Empirical characteristics of dynamic trading strategies: The case of hedge funds", *Review of Financial Studies* 10:2, sid 275-302, publ. 1997

Hassius, Kerstin, "Sänk reporäntan till 2,25 procent", *SvD*, publ. 2008-10-09

Janér, Kent, "Finansmarknadens utveckling och den finansiella stabiliteten – Om hedgefonder", *Penning- och valutapolitik – Tidskrift utgiven av Sveriges Riksbank* 2008:1, publ. jan 2008

Jensen, Michael C., "The performance of mutual funds in the period 1945-1964", *Journal of Finance* 23:2, sid 389-416, publ. 1968

Liang, Bing, "On the performance of hedge funds", *Financial Analysts Journal* 55:4, sid 72-85, publ. 1999

Lind, Johan, "Hedgefonder: SIX HARCOURT index -1,5 % i oktober", *Nyhetsbyrån SIX*, publ. 2008-11-06

Nyberg, Lars, "Nyberg: Är hedgefonder farliga?", *Sveriges Riksbank*, publ. 2006-11-24

Sharpe, William F., "The Sharpe Ratio", *Journal of Portfolio management* 21:1", sid 49-59, publ. 1994

Treynor, Jack L., "How to rate management of investment funds", *Harvard Business Review* 43, sid 63-75, publ. 1965

Waldenström, Daniel, "Svenska aktiekurser, aktieavkastningar och obligationsräntor 1856–2006", *Riksbanken forskning*, publ. 2007

Elektroniska källor

Affärsvärlden, URL: www.affarsvarlden.se/hem/nyheter/article241178.ece

Brummer & Partners, URL: www.brummer.se

Electronic Library Information Navigator, URL: www.elin.lub.lu.se

Finansinspektionen, URL: www.fi.se/Templates/Page_2296.aspx

Gladiator – Fondbolaget, URL: www.mittkap.se

Merrant Fonder, URL: www.merrant.se/page.php?id=99&sid=41

OMX Nordic Exchange, URL: www.omxnordicexchange.com

SIX AB, URL: www.six.se

Sveriges Riksbank – Press & publicerat, URL:
www.riksbank.se/pagefolders/28337/061124.pdf

Sveriges Riksbank – Press & publicerat, URL:
www.riksbank.se/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/PoV_sve/sv/2008_1_sv_ny.pdf

Sveriges Riksbank – Press & publicerat, URL:
http://www.riksbank.se/upload/Dokument_riksbank/Monetar_hist/FinancialData_DW_sv.pdf

The Sharp Ratio, URL: www.stanford.edu/~wfsarpe/art/sr/SR.htm#Bodie

Databaser

SIX Trader Client

Muntliga källor

Arvidsson, Susanne, universitetslektor, Lunds Universitet, Lund (föreläsning) 2008-11-11

Josephson, Tom, Sales Management, Brummer & Partners, Stockholm (intervju) 2008-12-22

Kruse, Peder, förmögenhetsförvaltare, Catella Kapitalförvaltning, Lund (intervju) 2008-11-26

Olsson, Cecilia, finansinspektör, Finansinspektionen, Stockholm (intervju via e-post) 2008-12-11

Appendix

I. Ordlista¹¹⁴

Alpha Avkastning som inte beror på marknadens utveckling utan som skapas beroende på förvaltarens strategi och kunskap.

Absolut avkastning En avkastning som är oberoende av finansmarknadens utveckling. Målet för hedgefonder är att ha en positiv absolut avkastning. Traditionella fonder har ett relativt avkastningsmål vilket istället innebär att överträffa ett visst marknadsindex.

Aktiearbitrage Strategi där man försöker utnyttja en prisskillnad mellan aktieinstrument. Portföljen består av lika många köpta som blankade positioner och därmed är dessa strategier oberoende, neutrala av marknadens riktning eller utveckling.

Arbitrage Strategier som söker efter obalanser i prissättningar mellan två finansiella instrument där en vinst nås när prisrelationen återgår till det normala.

Avkastningströskel Den avkastning som hedgefonden måste överträffa innan ett prestationsbaserat arvode kan utgå till förvaltaren.

Belåning Förvaltaren tar ett lån med några av sina investeringar som säkerhet. Syftet är att utöka sitt placeringsutrymme genom att antingen kunna öka på antalet positioner eller öka exponeringen ytterligare mot befintliga positioner. Belåning behöver dock inte innebära större risker utan kan vara en del i en strategi där flera olika investeringar tillsammans balanserar risken i den totala portföljen.

Beta Hur riskfylld en finansiell tillgång är i förhållande till marknaden.

Blankning Försäljning av lånade värdepapper mot viss ersättning till långivaren. Syftet är att efter en misslyckad kursutveckling köpa tillbaka det lånade värdepappret till ett lägre värde och därmed göra en vinst.

¹¹⁴ Anderlind et al (2003), sid 95-99

Derivat Finansiella instrument, som optioner och terminer, vars värde beror på utvecklingen på en tillgång som t.ex. en aktie eller ett marknadsindex. Derivatet kan antingen innebära en rättighet eller en skyldighet att sälja den underliggande tillgången.

Fond i fond En fond bestående av ett antal enskilda hedgefonder. Ger riskspridning och access till flera strategier via utvalda hedgefonder.

Förvaltarrisk Att koncentrera sina investeringar i en enskild hedgefond eller hos en enda fondförvaltare.

Hedge Ett vedertaget begrepp inom finansiering som betyder skydd eller gardering mot olika risker.

High-water mark En allmän princip inom hedgefonder som innebär att om förvaltarna klarar att överträffa en bestämd avkastningströskel (oftast är den riskfria räntan) utgår en rörlig förvaltningsavgift utöver den fasta avgiften som alltid tas ut.

Korrelation Mått som beskriver graden av samband mellan hedgefondens avkastning och olika finansiella instruments utveckling där en låg korrelation är att föredra framför en hög.

Kort position Blankning av värdepapper, det vill säga försäljning av lånade värdepapper. Syftet är att efter en negativ kursutveckling köpa tillbaka det lånade värdepappret till ett lägre värde och därmed göra en vinst.

Lång position Köp och innehav av värdepapper. Syfte att efter en positiv kursutveckling sälja värdepappret till ett högre värde och därmed göra en vinst.

Lång/kort Strategi som söker nå en avkastning genom att göra värderingsbedömningar av olika utgivare av finansiella instrument och hur dessa instrument prissätts på marknaden.

Lång/kort aktier Strategi som fokuserar på att värdera bolag och ställa denna värdering i relation till aktiepriset på marknaden. Förvaltaren blankar och köper aktier som bedöms vara övervärderade eller undervärderade.

Lång/kort räntor Strategi som fokuserar på att utvärdera kreditrisk och en obligationsutgivares förmåga att uppfylla framtida åtaganden. Förvaltaren blankar

och köper obligationer som bedöms vara antingen övervärderade eller undervärderade.

Makro Strategi som utifrån analys av övergripande ekonomiska faktorer tar positioner i valfria tillgångslag, marknader eller värdepapper.

Marknadsberoende Med marknadsberoende menas strategier som främst söker efter obalanser i prissättningar mellan två finansiella instrument där en vinst nås när prisrelationen återgår till det normala.

Optioner Är en forma av derivat som kan användas för att omfördela risker. Optioner ger dig rätt att, men inte skyldighet, att köpa eller sälja något till ett förutbestämt pris vid en speciell tidpunkt.

Position Avser ett innehav eller en blankning av ett visst finansiellt instrument eller kombinationer av dessa.

Risk Kan kvantifieras med olika riskmått och är ett sätt att beskriva hedgefondens karaktär. Mäts traditionellt med måttet standardavvikelse som anger hur fondens värdeutveckling har varierat eller väntas variera. Maximalt värdefall är ett annat riskmått som ofta används av hedgefonder.

Räntearbitrage Strategier där man försöker utnyttja obalanser i priser inom eller mellan exempelvis stats- och hypoteksobligationer. En vinst erhålls när priserna återgår mot det normala.

Sharpekvot Ett mått på hedgefondens riskjusterade avkastning och definieras som avkastningen utöver den riskfria räntan i förhållande till risken. En hög Sharpekvot är ett tecken på ett attraktivt förhållande mellan avkastning och risk.

Standardavvikelse Ett statistiskt mått som beskriver hur mycket avkastningen varierar kring det genomsnittliga utfallet. Ger en indikation på risknivån i en hedgefond där hög standardavvikelse innebär stora variationer och därmed hög risk. Låg standardavvikelse innebär små variationer och därmed låg risk.

Survivorship bias Ett begrepp som syftar på avsikten att utesluta nedlagda fonder i jämförelseundersökningar, då dessa fonder ej har funnits under hela undersökningsperioden.¹¹⁵

Taktiska terminsstrategier Förvaltare som använder teknisk analys och kvantitativa modeller för att förutspå pristrender inom olika terminsmarknader som aktier, obligationer, valutor och råvaror.

Terminer Är en form av derivat som kan användas för att omfördela risker. Terminer ger dig rätt att köpa eller sälja något till ett förutbestämt pris vid en förutbestämd tidpunkt.

Volatilitet Ett mått på hur avkastningen varierar över tiden och används som ett mått på risken i en hedgefond. Vanligen beräknas volatilitet som standardavvikelsen i fondens avkastning.

II. Fakta index¹¹⁶

- SIX AB är ägare och indexberäknare av aktieindexet "SIX Return Index" (SIX-RX).
- Konstruktionen av SIX-RX har gjorts med utgångspunkt att spegla marknadsutvecklingen av bolag noterade på Stockholmsbörsen.
- SIX-RX är ett förmögenhetsviktat index, med syfte att återspegla värdeutvecklingen ur ett fondförvaltarperspektiv. SIX-RX beräknas i realtid.
- I indexfamiljen för SIX-RX görs även indexberäkningar för nio stycken huvudbranscher och 31 stycken underbranscher.
- I SIX-RX tar man hänsyn till den avkastning som aktieägarna erhåller i form av utdelning.

HFX INDEX

AB Nyhetsbyrån Direkt och Harcourt Investment Consulting AB är ägare till indexet Hedgefondindex Sweden (HFXS), vilket görs i en likaviktad (HFXSew) och en kapitalviktad (HFXSaw) version. Direkt är ansvarig för indexberäkningen av HFXS. Harcourt är ansvarig för urvalskriterierna för de hedgefonder som skall ingå i index.

¹¹⁵ Brown et al (1992)

¹¹⁶ SIX AB, URL: www.six.se, hämtad 2009-01-08

Konstruktionen av HFXS har gjorts med avsikten att spegla marknadsutvecklingen för svenska hedgefonder. HFXSew är likaviktat, det vill säga att ingen hänsyn tas till fondens storlek vid beräkning av index. Vid beräkningen utgår man från den procentuella avkastningen för respektive fond, därigenom får alla ingående fonder lika stor påverkan på index. Syftet med denna indexversion är att ge en neutral bild av utvecklingen för svenska hedgefonder. HFXSaw är kapitalviktat, det vill säga att hänsyn tas till fondernas respektive storlek vid beräkning av index genom att vikta respektive fonds avkastning med dess storlek. Syftet med detta index är att spegla hur det totala kapitalet investerat i svenska hedgefonder har utvecklats.