



LUND UNIVERSITY
School of Economics and Management

Placeringsalternativ för den försiktige investeraren

– En jämförelse mellan svenska hedgefonder och räntefonder
under perioden 2003-2008

VT 2009
FEKK01 Examensarbete kandidatnivå
Handledare: Tore Eriksson

Författare:
Josefin Jaengkittichai
Anna Larsson
Therese Magnusson
Dina Malicbegovic

Sammanfattning

Examensarbetets Titel:	Placeringsalternativ för den försiktige investeraren – en jämförelse mellan svenska hedgefonder och räntefonder under perioden 2003 till 2008
Seminariedatum:	5 juni 2009
Ämne/Kurs	FEKK01, Examensarbete kandidatnivå, 15 ECTS
Författare:	Josefin Jaengkittichai, Anna Larsson, Therese Magnusson, Dina Malicbegovic
Handledare:	Tore Eriksson
Nyckelord:	Hedgefonder, räntefonder, säkra placeringar, riskjusterad avkastning, Treynorkvot, Sharpekvot, Jensen alpha
Syfte:	Jämföra avkastningen mellan svenska hedgefonder och räntefonder under perioden 2003 till 2008. Uppsatsen ska fungera som ett hjälpmedel för en försiktig och passiv investerare som inte har tid att bevaka marknaden.
Metod:	Metoden består av kvantitativ insamling av data från SIX Trader Client. Därefter har våra data bearbetats och analyserats. Vår mätperiod har delats in i en uppgångsfas och en nedgångsfas för att underlätta analys av resultaten. Tre intervjuer har utförts med experter inom området.
Teoretiska perspektiv:	Relevanta teorier har använts för att beräkna räntefondernas och hedgefondernas avkastning i förhållande till risk för att kunna utföra en komparativ analys.
Empiri:	Empirin består främst av de kvantitativa resultaten såsom fondernas riskjusterade avkastning, betavärde etc. Vidare består empirin av kvalitativ data som insamlats vid intervjuer.
Resultat:	Hedgefonder hade en betydligt bättre avkastning än räntefonder under uppgångsfasen medan räntefonderna presterade bättre under nedgångsfasen.

Abstract

Title:	Investment alternatives for the cautious investor; a comparative study of Swedish hedge funds and interest funds from 2003 through 2008.
Seminar date:	June 5th, 2009
Course:	FEKK01, Degree Project undergraduate level, Business Administration, 15 ECTS-credits.
Authors:	Josefin Jaengkittichai, Anna Larsson, Therese Magnusson, Dina Malicbegovic
Advisor:	Tore Eriksson
Key words:	Hedge funds, interest funds, safe investments, risk adjusted return, Treynor ratio, Sharpe ratio, Jensen alpha
Purpose:	Compare the absolute return from Swedish hedge funds to that of interest funds from 2003 through 2008. The thesis is supposed to serve as guidance to a cautious investor who does not have time to supervise the market development.
Methodology:	A quantitative methodology is used to collect numerical data, represented by the hedge funds' and interest funds' historical returns. This data is then applied on theoretical concepts. Our sample period was divided into an upturn and a decline in order to facilitate the analysis. Furthermore, interviews have been carried out in order to enhance the analysis of the data.
Theoretical perspectives:	Relevant theories are employed to calculate the performance of interest funds and hedge funds in relation to their risk.
Empirical foundation:	The empirical foundation mainly consists of quantitative findings in terms of risk-adjusted measures, but also qualitative data represented by interview answers.
Conclusion:	Hedge funds had a significantly better return than interest funds during the upturn whereas during the decline interest funds performed better.

“An investment in knowledge always
pays the best interest.”

-Benjamin Franklin

Innehållsförteckning

1. Inledning.....	7
1.1 Bakgrund	7
1.2 Problemdiskussion	8
1.3 Problemformulering	9
1.4 Positionering.....	9
1.5 Syfte.....	10
1.6 Avgränsningar	10
1.7 Målgrupp	10
1.8 Disposition	11
2. Metod	12
2.1 Översikt.....	12
2.2 Metodansats.....	12
2.2.1 Induktiv, deduktiv och abduktiv ansats.....	12
2.3 Kvalitativ och kvantitativ metod.....	13
2.4 Deskriptiv och normativ ansats	13
2.5 Insamling och bearbetning av data.....	13
2.5.1 Urval av investeringsformer.....	13
2.5.2 Primärdata	14
2.5.3 Sekundärdata.....	14
2.5.4 Tillvägagångssätt	15
2.6 Intervjuer	15
2.7 Metodkritik.....	17
2.7.1 Reliabilitet	17
2.7.2 Validitet	17
2.8 Svagheter.....	18
3. Praktisk referensram.....	19
3.1 Hedgefonder	19
3.1.1 Bakgrund	19
3.1.2 Hedgefonders utveckling i Sverige	19
3.1.3 Möjligheter och risker med hedgefonder	20
3.1.4 Urval av hedgefonder.....	21
3.2 Räntefonder	22
3.2.1 Olika typer av räntefonder	23
3.2.2 Urval av räntefonder.....	24
4. Teoretisk referensram.....	26
4.1 Portföljteori	26
4.2 Capital Asset Pricing Model	26
4.3 Risk.....	27
4.4 Korrelation	28
4.5 Standardavvikelse.....	28
4.6 Riskjusterad avkastning.....	29
4.6.1 Sharpekvot.....	30
4.6.2 Treynorkvot	30
4.6.3 Jensen-alfa	31
4.7 Tidigare forskning	32
5. Empiri.....	34
5.1 Marknadens utveckling	34

5.1.1 Börsens utveckling 2003-2008	34
5.1.2 Ränteutveckling 2003-2008.....	35
5.2 Hedgefondernas avkastning under mätperioden	37
5.3 Räntefondernas avkastning under mätperioden.....	38
5.4 Hedgefondernas standardavvikelse och beta.....	39
5.5 Räntefondernas standardavvikelse och beta.....	40
5.6 Hedgefondernas korrelation och riskjusterade avkastning.....	41
5.7 Räntefondernas korrelation och riskjusterade avkastning.....	42
5.8 Mätperioden uppdelad i två subperioder	43
5.8.1 Hedgefondernas prestationer i upp- och nedgångsfasen	43
5.8.2 Räntefondernas prestationer i upp- och nedgångsfasen	43
5.9 Intervjuer	44
5.9.1 Jonas Lindmark, Morningstar Sverige.....	44
5.9.2 Erik Eidolf, Harcourt Investment Consulting AB.....	46
5.9.2 Hanna Nyqvist, Finansinspektionen.....	46
6. Analys.....	48
6.1 Analys av hela perioden	48
6.2 Analys av uppgångsfasen	49
6.3 Analys av nedgångsfasen.....	51
7. Slutsats	52
7.1 Författarnas slutsatser.....	52
7.2 Förslag på framtida forskning	54
8. Källförteckning.....	55
8.1 Publicerade källor.....	55
8.1.1 Litteratur	55
8.1.2 Artiklar	56
8.2 Elektroniska källor	58
8.3 Databaser.....	61
8.4 Muntliga källor.....	61
Bilaga 1.....	62
Bilaga 2.....	67
Bilaga 3.....	71

1. Inledning

1.1 Bakgrund

Den 21 april 2009 sänkte Riksbanken styrräntan från 1,0 procent till historiskt låga 0,5 procent. Riksbankens styrelse ansåg sänkningen nödvändig för att sätta fart på den svenska ekonomin och minska den negativa trenden med fallande produktion och sysselsättning.¹ Världsekonomin har sedan 2007 befunnit sig i kris, vilket naturligtvis även har påverkat den svenska ekonomin. Det fjärde kvartalet 2008 gick den amerikanska ekonomin ned med 6,3 procent, vilket är det största fallet sedan 1982.² Retail Price Index (RPI) i Storbritannien sjönk i mars 2009 för första gången på 50 år, vilket är ett tydligt tecken på att ekonomin är på väg mot deflation. Risken finns att världsekonomin går in i en långvarig recession.³ I april 2009 fanns det dock en ljusning enligt CBI, men troligtvis kommer världsekonomin inte att börja återhämta sig förrän våren 2010. Det första kvartalet 2009 var det värsta hittills, men det finns alltså en chans att den djupaste krisen är över. För hela 2009 förväntas världsekonomin gå tillbaka med 3,9 procent.⁴

Aktiemarknaderna har som följd av den svåra krisen varit mycket skakiga. 2008 blev det sämsta året någonsin på Stockholmsbörsen. Årets totala nedgång på 42,0 procent var till och med sämre än det tidigare rekordåret 1931 då börsen gick tillbaka med 40 procent. Både 2007 och 2008 minskade värdet på börsen, efter fyra år av uppgång tack vare låga räntor. Även börserna i Oslo, Köpenhamn, Tokyo och Island upplevde rekordstora värdeminskningar.⁵ Många investerare har sett sina tillgångar minska med stora belopp. För den riskaverte är det nödvändigt söka sig bort från rena aktiefonder då dessa kan förlora mycket i värde. I vårt arbete har vi valt att utgå från en likviditetshanterare som förvaltar ett stort företags finansiella portfölj. Instruktionerna är att portföljen ger en långsiktig värdeökning med låg risk. Då är det inte aktuellt att investera i aktiefonder eller att plocka aktier själv. Förvaltaren har då valt att titta närmare på hedgefonder och räntefonder. Hon vill utreda vilket alternativ som ger bäst riskjusterad avkastning men kan även tänka sig en blandning av olika investeringsformer, så

¹ Johannisson, E. (2009)

² Rappeport, A. (2009)

³ Pimlott, D. (2009) (a)

⁴ Pimlott, D. (2009) (b)

⁵ Thulin, C. (2008)

länge den totala risken förblir låg. Det är viktigt att poängtera att förvaltaren inte har tid att bevaka marknaden.

1.2 Problemdiskussion

Turbulensen på börsen har gjort att många söker efter säkrare alternativ till vanliga aktiefonder. En möjlighet är hedgefonder vars syfte är att tjäna pengar både i upp- och nedgång. Hedgefonder är dock i många fall obskyra och frågan är om de är ett intressant investeringsalternativ för den försiktige investeraren. Många hedgefonder har rört sig bort från det ursprungliga syftet att vara en säker placering och i stället börjat ta väldigt stora risker.⁶ Enligt en rapport från Finansinspektionen som gavs ut i februari 2009 riktar sig hedgefonder till sofistikerade investerare som har kunskap om den produkt de köper, och det är inte säkert att ökad transparens hos hedgefonder skulle vara något ensidigt positivt. De som investerar i hedgefonder är ofta institutionella investerare och förmögna privatpersoner, som får förmodas ha tillräcklig information om produkten. Slutsatsen i Finansinspektionens rapport är att det kanske varken är önskvärt eller möjligt att införa hårdare kontroller av hedgefonder.⁷

Räntefonder ses som en relativt trygg investering och Riksbankens sänkningar av reporäntan sedan oktober 2008 har gett kraftigt ökade historiska avkastningar i räntefonder. Det beror på att räntefonderna blir mer attraktiva relativt andra investeringar när marknadsräntorna sjunker. Det här kommer dock att ändras när räntorna på räntefonderna följer med marknadsräntorna ned. Då kan avkastningen på korta räntefonder komma att utebli helt när hänsyn tas till avgifter och inflation.⁸ Trots detta var räntefonder mycket populära bland svenska investerare i januari 2009. I topp bland köpta räntefonder i januari 2009 återfinns Danske Invest Sverige Likvid och Länsförsäkringar Penningmarknadsfond. Även hedgefonder var populära, på topplistan finns bland andra SEB Asset Selection och Lynx från Brummer & Partners.⁹ Det visar att räntefonder och hedgefonder ses som en trygg investering i dåliga tider. Enligt Jonas Lindmark, analyschef för Morningstar Sverige, passar hedgefonder bäst vid en högt värderade

⁶ Krugman, P. (2008) s 120

⁷ Ode, O. (2009)

⁸ Morningstar (2009) (a)

⁹ Dagens Industri (2009)

aktiemarknader och en placeringshorisont på två till tre år.¹⁰ Räntefonder är enligt Lindmark populära i kristider eftersom de ger högre avkastning än sparkonton samtidigt som de har en mycket låg risk.¹¹

1.3 Problemformulering

Vilket investeringsalternativ, hedgefonder eller räntefonder är mest attraktivt för den försiktige investeraren?

1.4 Positionering

Det finns ett antal akademiska arbeten som mäter hedgefonders och andra placeringsalternativs avkastning. Under höstterminen 2006 skrev Hammarbäck och Kastensson en magisteruppsats om hedgefonder på företagsekonomiska institutionen vid Lunds universitet. Syftet med deras uppsats var att analysera svenska hedgefonders riskjusterade avkastning och korrelation med marknaden ur ett historiskt perspektiv. Deras resultat blev att svenska hedgefonder påvisar ett positivt resultat oavsett börsklimat. Under höstterminen 2008 skrev Jarnér et al en kandidatuppsats vid samma institution som behandlar hur olika hedgefonder presterat i termer av avkastning mellan 2003 och 2008 med tyngdpunkt på den finansiella kris vi nu befinner oss i. Resultatet blev att majoriteten av de svenska hedgefonderna misslyckades med att generera en positiv avkastning under perioden. Höstterminen 2008 skrevs även en uppsats som jämför svenska räntefonder med aktiemarknaden under perioden 2003 till 2008 vid Södertörns högskola av två studenter vid namn Shabo och Goc. Deras resultat blev att aktiemarknaden hade en bättre avkastning än räntefonderna under deras mätperiod. Det finns således inget arbete som har haft samma infallsvinkel som vi. Vår uppsats kommer att behandla hur avkastningen hos utvalda hedgefonder och räntefonder har utvecklats från januari 2003 till december 2008.

¹⁰ Lindmark, J. (2006) (a)

¹¹ Lindmark, J. (2006) (b)

1.5 Syfte

Syftet med denna uppsats är att jämföra avkastningen mellan svenska hedgefonder och räntefonder under perioden 2003-2008. Målet är att uppsatsen ska kunna fungera som ett hjälpmedel till en försiktig, passiv och långsiktig investerare som inte har tid att bevaka marknaden.

1.6 Avgränsningar

I Sverige övervakar Finansinspektionen hedgefonder, vilket är ovanligt i en internationell jämförelse¹². Därför har vi valt att avgränsa vår jämförelse till de ränte- och hedgefonder som är registrerade i Sverige. Vi har valt att studera de två investeringsformerna under de senaste sex åren, från januari 2003 till december 2008 eftersom vi anser det vara en tillräckligt lång period för att nå tillförlitliga slutsatser. Hedgefonder har endast funnits på den svenska marknaden sedan 1996 då den första hedgefonden startades i Sverige¹³. Även utbudet av svenska hedgefonder som existerat i Sverige i mer än sex år är begränsat och vi har valt att utesluta multistrategi hedgefonder, så kallade fond-i-fond hedgefonder eftersom deras strategi går ut på att investera i andra hedgefonder och inte direkt i den underliggande tillgången. Vi har valt att jämföra 20 räntefonder med 17 hedgefonder.

1.7 Målgrupp

Vi vänder oss i första hand till ekonomer med finansinriktning. I andra hand vänder vi oss till den försiktige investeraren på finansavdelningen i ett företag som vill ha vägledning till vilka av de två investeringsformerna som genererar störst riskjusterad avkastning.

¹² Anderlind et al. (2003) s 12

¹³ Anderlind et al. (2003) s 17

1.8 Disposition

Metod

Detta kapitel redogör för vårt val av metodansats, urval av data samt vårt tillvägagångssätt för att kvantifiera vår frågeställning och därmed uppnå uppsatsens syfte.

Praktisk referensram

Den praktiska referensramen presenterar de två investeringsformer vi valt att jämföra; hedgefonder och räntefonder. Detta kapitel ämnar fördjupa läsarens kunskap om de två investeringsformerna.

Teoretisk referensram

I detta kapitel presenteras de teorier som vi anser relevanta och som vi använt oss av för att jämföra de två investeringsformerna. Här tar vi även upp tidigare forskning inom området.

Empiri

I detta kapitel presenteras de data vi samlat in och bearbetat. I komplementerande syfte presenteras även de tre intervjuer vi valt att genomföra med personer som vi anser inneha stor kunskap inom ämnet.

Analys

I analysen presenterar vi de empiriska resultat vi fått fram och analyserar samt diskuterar resultatet.

Slutsats

I det sista kapitlet lägger vi fram de slutsatser vi kommit fram till grundat på empiriska resultat och analys. Här presenterar vi även förslag till vidare forskning.

2. Metod

Det här kapitlet beskriver hur vi har gått tillväga för att kunna besvara uppsatsens syfte. Vi kommer att förklara vårt val av metodansats och beskriva insamling och bearbetning av data samt motivera vårt urval. Kapitlet avslutas med metodkritik där vi kritiskt reflekterar över vårt tillvägagångssätt.

2.1 Översikt

Uppsatsen jämför avkastningen mellan 17 hedgefonder och 20 räntefonder. Jämförelsen har utförts med hjälp av data från SIX Trader Client. Med utgångspunkt i en deduktiv ansats har vi applicerat befintliga teorier för att göra en empirisk studie. För att öka reliabiliteten har vi utfört intervjuer med personer som har en gedigen kunskap inom ämnet och som kan berika vår uppsats.

2.2 Metodansats

2.2.1 Induktiv, deduktiv och abduktiv ansats

Deduktiv ansats testar befintliga teorier och hypoteser för att undersöka om de stämmer överens med verkligheten eller inte. Det finns även forskning där man inte utgår från teorier för att uppnå resultat. Induktivt angreppssätt innebär att forskaren drar generaliserbara slutsatser på grundval av observationer. Således är teorin resultatet av en forskningsinsats.¹⁴ Abduktiv ansats är när man använder sig av både induktiv och deduktiv metod, det vill säga att forskaren blandar teori och empiri.¹⁵

Denna uppsats har en deduktiv ansats som utgångspunkt, vilket innebär att vi applicerar befintliga teorier på de data vi samlat in. Eftersom vi inte försöker skapa nya teorier utifrån de resultat vi får fram, är vår uppsats skriven utifrån en ren deduktiv ansats. Vi har använt oss av relevanta teorier för att göra en jämförelse mellan de två investeringsformerna.

¹⁴ Bryman, A. & Bell, E. (2005) s 23f

¹⁵ Arvidsson, S. föreläsning 2009-04-06

2.3 Kvalitativ och kvantitativ metod

Tyngdpunkten inom kvalitativ forskning ligger i att beskriva sina resultat med ord. I kvalitativ forskning kan man inte mäta eller uppskatta trovärdigheten med siffror. Här får man istället ta hjälp av induktion och tolkande för att analysera resultaten.¹⁶ Kvantitativ forskning innebär i stort en insamling samt bearbetning av numerisk data och synen på verkligheten är objektiv. Den kvantitativa forskningsprocessen består av ett antal steg där teori är det första steget. Kvantitativ metod bygger alltså på ett deduktivt synsätt på relationen mellan teori och forskning.¹⁷ Vi har valt att använda oss av kvantitativ ansats då vi ämnar till att göra en objektiv jämförelse. För att kunna göra en jämförelse måste vi försöka operationalisera de två investeringsformerna samt välja kvantitativa parametrar att jämföra. Utgångspunkten är etablerad i teoretisk och ekonomisk litteratur, vidare görs beräkningar för att komma till resultat och slutsatser.

2.4 Deskriptiv och normativ ansats

Undersökningar som ämnar beskriva förhållanden som har ägt rum eller nutid kallas deskriptiva.¹⁸ En normativ ansats används när man har för avsikt att utföra en studie för att stödja eller förkasta en befintlig teori.¹⁹ Vi har valt att använda oss av en deskriptiv ansats då vi vill göra en jämförelse av de två investeringsformerna samt förklara och skapa förståelse för dessa. Anledningen till att vi valde att göra en beskrivande undersökning och inte utgå från en normativ ansats är på grund av att syftet med uppsatsen är att jämföra och analysera, inte att stödja eller förkasta en befintlig teori.

2.5 Insamling och bearbetning av data

2.5.1 Urval av investeringsformer

Ursprungsidén till denna uppsats var att jämföra tre investeringsformer, hedgefonder, räntefonder och aktieindexobligationer. Det visade sig vara alltför komplicerat att finna jämförbar data för aktieindexobligationer och vi bestämde oss för att utesluta det från vår

¹⁶ Bryman, A. & Bell, E. (2005) s 297f

¹⁷ Bryman, A. & Bell, E. (2005) s 85f

¹⁸ Patel, R. & Davidson, B. (1994) s 11

¹⁹ Arvidsson, S. föreläsning 2009-04-07

jämförelse och istället öka jämförelseurvalet i de två resterande investeringsformerna. Vårt urval av hedgefonder baseras på de kriterier vi har, att de skall ha funnits mellan den sista december 2003 till den sista december 2008. De skall även vara rena hedgefonder som inte investerar i andra hedgefonder, så kallade fond-i-fond hedgefonder. Enligt en rapport som vi tagit del av från Finansinspektionen fanns det 87 stycken specialfonder under finansinspektionens tillsyn från och med den 1 januari 2003 och som har funnits till den 31 december 2008.²⁰ Efter bearbetning av Finansinspektionens rapport har vi kommit fram till att av de 87 specialfonder är 21 stycken rena hedgefonder, det vill säga inte fond-i-fond hedgefonder eller aktiefonder. Av dessa 21 har vi slumpmässigt valt ut 17 stycken hedgefonder till vår studie. I vårt urval av räntefonder har vi gått efter samma kriterier som för hedgefonder. Vi har valt att ta med både korta, flexibla och långa räntefonder i vårt urval. Urvalet har gjorts genom den avancerade sökmotorn på Morningstars hemsida, där vi fann 52 långa, 34 korta och 119 flexibla räntefonder med SEK som valuta och som har säte i Sverige. Av dessa valde vi ut 20 räntefonder som förvaltas av de största svenska bankerna, pensions- och försäkringsbolagen och som har funnits sedan den första januari 2003 eller tidigare. Vi tog även med fonder som exempelvis Erik Penser Obligationsfond och Lannebo likviditet för att bredda vårt urval då dessa förvaltas av mindre institutioner.

2.5.2 Primärdata

Primärdata är insamlad genom intervjuer via telefon med personer som vi anser innehar en gedigen kunskap om de två investeringsformerna. Vi har valt att intervjua tre personer verksamma inom tre olika områden. Vi har utfört samtliga tre intervjuer per högtalartelefon och bandspelare.

2.5.3 Sekundärdata

Siffror och statistik har främst blivit insamlat ifrån SIX Trader Client samt från Morningstars hemsida kvartalsvis för att mäta avkastning och risk. Vi har samlat in information och rapporter från Finansinspektionen och Riksbanken. För tillgång till de värden som inte har funnits tillgängliga i SIX Trader Client har vi kontaktat respektive företag för korrekt data. Vi har även tagit del av akademiska artiklar och ekonomiska tidskrifter såsom *The Economist*, *Affärsvärlden* och *Dagens Industri*. Databaser som ELIN har vi använt för att finna aktuella och relevanta artiklar. Dessa källor har även införskaffats elektroniskt från respektive

²⁰ Finansinspektionen, dokument över hedgefonder som fanns den 1 januari 2003, skickad av Anna Ärlig

tidskrifts hemsida. När det gäller hedgefonder finns det ett begränsat utbud av böcker som behandlar ämnet. Den bok som vi har använt oss av är *Hedgefonder* av Anderlind et al.

2.5.4 Tillvägagångssätt

Vi har börjat med att samla in relevant bakgrundsinformation om de två investeringsformerna från litteraturen. Vidare har data samlats in från SIX Trader Client och i några fall direkt från det emitterande institutet. Informationen har därefter bearbetats i Microsoft Excel. Vi har mätt de båda investeringsformernas prestationer från 2003 till 2008. Denna period har sedan delats upp i två subperioder, en uppgångsfas från januari 2003 fram till juli 2007 samt en nedgångsfas från juli 2007 fram till december 2008. Orsaken till detta är för att tydligt kunna visa de två investeringsformernas utveckling under olika förhållanden på marknaden. De resultat vi fått fram har fungerat som underlag till de tre intervjuer som har utförts. Deras expertutlåtanden har berikat vår analys och tillfört den en ny dimension.

2.6 Intervjuer

Som komplement till vår jämförelse mellan hedgefonder och räntefonder har vi valt att genomföra tre intervjuer. Intervjuerna kommer att genomföras med sakkunniga och ämnar ge en djupare förståelse för vår studie. Vi har valt att genomföra semistrukturerade intervjuer med samtliga intervjupersoner. En semistrukturerad intervju innebär att forskaren har en *intervjuguide*, som är en lista över specifika teman som skall beröras, men intervjupersonen har vidare stor frihet att utforma svaren. Frågorna som finns i intervjuguiden behöver inte komma i samma ordning som de finns angivna i intervjuguiden och även frågor som inte ingår i denna kan ställas om den som intervjuar anknyter till något som intervjupersonen har sagt.²¹

Anledningen till att vi har valt semistrukturerade intervjuer är för att de ger intervjupersonen större frihet att utforma sina svar samtidigt som vi därigenom kan erhålla specifika svara på våra förutbestämda frågor. Vid öppna frågor kan intervjupersonen gå djupare in på ämnen som denne tycker är viktigt att förmedla. Det ger oss en bättre förståelse för respondentens svar vilket minskar risken för tolkningsfel.

²¹ Bryman, A. & Bell, E. (2005) s 363

Vi har valt att genomföra samtliga intervjuer per telefon. För att lättare kunna återge det som sägs under intervjuerna spelas alla intervjuer in med bandspelare. Därmed förlorar vi inte viktig information.²² Vi är dock medvetna om att respondenterna kan agera annorlunda på grund av att samtalen spelas in, men tror att fördelarna med inspelning överväger. Här nedan följer en kortare presentation av de personer vi valt att kontakta samt en motivering till varför vi valt dem.

- **Erik Eidolf** – *Verkställande Direktör Norden, Harcourt Investment Consulting*

Erik Eidolf, en av fyra författare till boken *Hedgefonder*²³ är verkställande direktör för det nordiska kontoret på Harcourt Investment Consulting, ett världsledande hedgefondrådgivningsbolag med säte i Schweiz. Erik Eidolf har omfattande akademisk och professionell erfarenhet av hedgefonder.

- **Hanna Nyqvist** – *finansinspektör, Finansinspektionen*

Hanna Nyqvist arbetar som finansinspektör med tillsyn över fonder och fondbolag för att säkerställa att de följer gällande regelverk. Nyqvist analyserar det som bolagen rapporterar till Finansinspektionen och har stor kunskap inom området.

- **Jonas Lindmark** – *analytisk chef och redaktör på Morningstar i Sverige*

Jonas Lindmark har sedan augusti 2000 varit analytisk chef och redaktör på Morningstar Sverige. Han har en lång erfarenhet som ansvarig för fondbevakningen på ekonomitidskriften Affärsvärlden.

²² Bryman, A. & Bell, E. (2005) s 369f

²³ Anderlind et al. (2003)

2.7 Metodkritik

2.7.1 Reliabilitet

Reliabilitet handlar om huruvida resultatet från en undersökning skulle bli detsamma om man genomförde undersökningen på nytt eller om de påverkas av tillfälliga eller slumpmässiga förutsättningar. Om resultatet från en ny undersökning stämmer överens med tidigare resultat är reliabiliteten hög och om resultatet inte skulle bli detsamma är reliabiliteten låg.²⁴ Vi har valt att använda oss av data hämtad från SIX Trader Client, som är en tillförlitlig källa men det finns naturligtvis en risk för smärre fel vid hämtning och bearbetning av data.

Vi har använt oss av data på kvartalsbasis, vilket ger lägre reliabilitet än om vi hade använt oss av data på månadsbasis eller dagsbasis. Vi har även samlat in data som inte varit tillgänglig från SIX Trader Client genom att ha kontaktat förvaltaren av fonden. De data vi mottagit per e-post utgår vi är korrekt och ger en rättvis bild om respektive fonds utveckling.

Intervjutekniken påverkar intervjuens utfall. Det är viktigt att intervjuaren förbereder sig på bästa sätt och är uppmärksam på att det sätt på vilket intervjun utförs påverkar resultatet.²⁵ Det är svårt under en intervju att undvika att intervjuaren genom de frågor han ställer under intervjuprocessen påverkar svaren. Samtliga tre intervjupersoner fick i förväg se vilka frågor de skulle svara på, vilket innebar att de fick tid att förbereda sina svar.

2.7.2 Validitet

Validitet berör huruvida en indikator som används för att mäta ett visst begrepp verkligen speglar just det begreppet. De mått vi har använt oss av är allmänt vedertagna för att mäta risk. Validiteten kan därför anses vara hög. Det finns dock även andra riskmått som vi har uteslutit vilket skulle kunna minska validiteten. Vi valde att begränsa oss till de vanligaste måtten eftersom ett alltför stort antal skulle kunna göra undersökningen splittrad och svår att överblicka. För att förstärka de kvantitativa data vi samlat in är det relevant att inkludera en kvalitativ aspekt. Den kvalitativa aspekten har vi fått genom våra tre intervjuer. Att komplettera kvantitativ insamling av data med kvalitativ data ger vår analys mer substans.

²⁴ Bryman, A. & Bell, E. (2005) s 48

²⁵ Bryman, A. & Bell, E. (2005) s 141f

2.8 Svagheter

Vi har valt 17 hedgefonder som uppfyller de krav vi har ställt. Storleken på urvalet anser vi vara fullt tillräckligt för att nå tillförlitliga resultat. Hedgefonders begränsade tid på den svenska marknaden är en faktor som påverkat vårt urval då marknaden fortfarande befinner sig i en tillväxtfas. En svaghet med uppsatsen är att undersökningen inte tar hänsyn till survivorship bias, det vill säga det faktum att de hedgefonder som inte överlevt sexårsperioden troligtvis är de som inte presterat bra. Det innebär att de genomsnittliga värdena har blivit bättre än de skulle ha varit om man tar hänsyn till de hedgefonder som har gått i konkurs. Eftersom vi endast väljer att studera den svenska marknaden, kan våra resultat inte nödvändigtvis appliceras på andra marknader.

Vårt urval av räntefonder ämnar fungera som ett representativt urval till alla räntefonder. Det finns en risk att vårt urval av räntefonder är snedvridet eftersom vi har utgått från valda kriterier och inte gjort ett oberoende stickprov. Dock anser vi att ett urval på 20 stycken är tillräckligt många för att kunna göra generaliseringar.

3. Praktisk referensram

I detta kapitel tar vi upp relevant fakta om hedgefonder och räntefonder för att öka läsarens kunskap om de två investeringsformerna. I slutet av kapitlet berättar vi mer om vilka fonder vi valt att använda oss av i undersökningen.

3.1 Hedgefonder

3.1.1 Bakgrund

Ordet *hedge* kommer från engelska språket och betyder skydd eller gardering. Begreppet hedgefond myntades av Alfred Winslow Jones som valde att kalla sin alternativa investeringsform för hedgefond eftersom idén var att skydda sig mot förlust.²⁶ Det finns ingen legal eller allmänt vedertagen definition av hedgefonder eftersom många av fonderna inte hedgar sig utan istället tar stora nettositioner.²⁷ I jämförelse med vanliga fonder är placeringsreglerna fria och det är vanligt förekommande att hedgefondförvaltare investerar eget kapital i den egna hedgefonden.²⁸ Investeringsstrategin går ut på att nå en absolut avkastning, det vill säga en positiv avkastning oavsett marknadens utveckling. Den ursprungliga strategin går ut på att skydda långsiktiga investeringar som bedöms vara undervärderade med kortsiktiga affärer som är övervärderade. På så vis begränsar man den allmänna marknadsrisken genom att uppnå positiv avkastning oavsett aktiemarknadens utveckling, förutsatt att hedgefondförvaltarens investeringsstrategi är i överensstämmelse med marknadens utveckling.²⁹ Hedgefonder betalas i relation till hur avkastningen i fonder har utvecklats, ofta i jämförelse med en riskfri ränta, vilket ger förvaltarna ett påtagligt incitament till att sträva efter en god avkastning.³⁰

3.1.2 Hedgefonders utveckling i Sverige

Hedgefonder är en investeringsform som är relativt ung på den svenska marknaden. Allt startade med det svenska kapitalförvaltningsföretaget Brummer & Partners när de 1996

²⁶ Anderlind et al. (2003) s 7f

²⁷ Nyberg, L. (2006)

²⁸ Nyberg, L. (2006)

²⁹ Anderlind et al. (2003) s 7

³⁰ Saers, E. (2004) s 38

lanserade Sveriges första hedgefond.³¹ Dock växte inte intresset för att starta fler hedgefonder i Sverige förrän år 2000 vilket kan förklaras med att svenska investerare ännu hade dålig kännedom om hur denna placeringsform fungerar.³² De hedgefonder som har varit verksamma i Sverige sedan 1996 har även främst varit riktade till en förmögen investerarkrets som är villiga att investera stora summor pengar för att nå absolut avkastning. Med tiden har hedgefonder öppnat dörrarna för ett bredare spektrum av investerare, däribland pensionsfonder, stiftelser och försäkringsbolag.³³ Ett antal hedgefonder har även på senare tid sänkt sin minimigräns för investerat kapital, vilket har gjort dem mer tillgängliga för småsparare. Efter den kraftiga börsnedgången strax efter millennieskiftet såg sig många om efter alternativa placeringsformer vilket resulterade i att både antalet fonder och det förvaltade kapitalet ökade. Sveriges lagstiftning är väl utvecklad inom kapitalförvaltningsområdet jämfört med många andra länder. Det här kan också vara en bidragande orsak till hedgefondernas tillväxt. Finansinspektionen är den myndighet som kontrollerar fondbolagen och deras verksamhet. Hedgefonderna ska bland annat löpande redovisa något eller några mått på likviditetsrisk och skuldsättning, dock behöver de inte längre redovisa alla sina innehav till Finansinspektionen eftersom det inte ansågs vara särskilt meningsfullt³⁴. De svenska hedgefondernas marknadsvärden skiljer sig mycket åt.³⁵

3.1.3 Möjligheter och risker med hedgefonder

En av möjligheterna med hedgefonder är att de kan fungera som ett tillskott i en redan väldiversifierad portfölj. Hedgefonders låga korrelation med traditionella investeringsformer såsom aktier och räntepapper kan hjälpa investerare att skapa en mer stabil portfölj samtidigt som det kan öka avkastningen.³⁶ Investeringar i hedgefonder innebär en exponering mot ett flertal olika kapitalmarknader och strategier. I och med dess aktiva portföljförvaltningsstrategier bidrar de till att skapa likviditet på marknaden. De hedgefonder som har specialiserat sig på att hitta arbitragemöjligheter, det vill säga felprissättningar, ökar effektiviteten på de finansiella marknaderna. När man investerar i en hedgefond är inträdesbarriärerna i jämförelse med räntefonder mycket höga och de flesta hedgefonder tar ut

³¹ Brummer & Partners

³² Anderlind et al. (2003) s 18

³³ Nyberg, L. (2006)

³⁴ Nyberg, L. (2006)

³⁵ Nyberg, L. (2006)

³⁶ Anderlind et al. (2003) s 71, s 76f

ett fast förvaltningsarvode och en prestationsbaserad avgift.³⁷ Frågan är hur stor avkastning egentligen blir efter att alla avgifter är betalda. Dessutom är många fonder endast öppna för köp och försäljning månads- eller kvartalsvis. Vissa förvaltare kan till och med välja att stänga en fond helt för nyinsättningar, vilket gör det svårt för investeraren att lämna hedgefonden. Det kan bero på att hedgefonder vill undvika kapacitetsproblem.³⁸

Många hedgefonder väljer att ha en hög skuldsättningsgrad för att med hjälp av hävstångseffekten få en hög avkastning. Det innebär dock även att de tar en högre risk.³⁹ Förvaltare av hedgefonder vill inte gärna redovisa sina specifika strategier eftersom de i så fall skulle avslöja information som skulle kunna vara till fördel för konkurrenterna. Det här innebär att hedgefonderna normalt sett har en låg transparens.

En av de hedgefonder som uppmärksammades under 1990-talet var den nordamerikanska hedgefonden LTCM, Long Term Capital Management, en abitrageinriktad fond under förvaltning av bland andra två tidigare Nobelpristagare i ekonomi. LTCM visade till en början väldigt goda resultat, men efter Rysslandskrisen 1998 tvingades LTCM avveckla sin portfölj och snart därefter tog banker över LTCM:s portfölj som de successivt likviderade för att undvika en kollaps på räntemarknaden.⁴⁰

3.1.4 Urval av hedgefonder

Enligt en rapport från Finansinspektionen som vi tagit del av⁴¹ fanns det 87 stycken specialfonder under finansinspektionens tillsyn från och med den 1 januari 2003 och som fortfarande existerar. Efter bearbetning av Finansinspektionens rapport kommer vi fram till att av dessa 87 specialfonder är 21 stycken hedgefonder som uppfyller förutsättningarna att de har varit verksamma sedan den första januari 2003 och inte är en fond-i-fond hedgefond eller aktiefond. I vårt urval av hedgefonder har vi slumpmässigt valt de 17 hedgefonder. Nedan följer en lista på de 17 hedgefonder som vi valt att ta med i vår studie.

Tabell 1 Hedgefonder som är med i studien

³⁷ Anderlind et al. (2003) s 72

³⁸ Anderlind et al. (2003) s 74

³⁹ Anderlind et al. (2003) s 72

⁴⁰ Anderlind et al. (2003) s 19

⁴¹ Finansinspektionen, dokument över hedgefonder som fanns den 1 januari 2003, skickad av Anna Ärlig

Fond	Förvaltningsbolag
Banco Hedge	Banco Fonder AB
Brummer Futuris	Brummer & Partners
Brummer Manticore	Brummer & Partners
Brummer Nektar	Brummer & Partners
Brummer Zenit	Brummer & Partners
Cicero Hedge	Cicero Fonder AB
Consepio	Wiborg Kapitalförvaltning AB
Eikos	H. Lundén Kapitalförvaltning AB
Erik Penser	Erik Penser Fonder AB
Graal	AktieAnsvar AB
Lynx Silver	Lynx Asset Management AB
Nordea Europe Equity Hedge Fund	Nordea
P&N Yield	Prior & Nilsson Fond och Kapital AB
Ram One	Ram One AB
SEB Hedge Fixed Income	Skandinaviska Enskilda Banken
SHB Europa Hedge Selektiv	Svenska Handelsbanken
Tanglin	Tanglin Asset Management AB

Ytterligare information om hedgefonderna finns i bilaga 1.

3.2 Räntefonder

När aktiemarknaden är instabil ser sig många investerare om efter andra placeringsalternativ än aktier. Ett exempel är räntefonder, som innebär att man köper andelar i olika fonder som i sin tur köper räntebärande värdepapper (räntefonder) som underliggande tillgång. Genom att investera i fonder får man en bättre riskspridning än vad man annars skulle få vid ett enskilt värdepappersinnehav eftersom fonderna köper många olika underliggande tillgångar. De flesta fondförvaltare erbjuder ett brett sortiment av olika placeringsinriktningar och risknivåer. En fonds placeringsinriktning och hur fondmedel skall placeras beror på fondbestämmelserna vilka ska vara godkända av Finansinspektionen. Det finns också en del avgifter som är förknippade med räntefonder. De vanligaste är förvaltnings-, insättnings- och uttagsavgifter. Enligt lagen om investeringsfonder har alla som har andelar i fonder, i svenska fondbolag, rätt att få veta hur stor avgiften är i kronor.⁴² Räntefonder är vanligtvis förknippade med stabil avkastning och en låg risk och är ett sätt för den som vill minimera

⁴² <http://www.konsumentbankbyran.se>

riskan med sitt sparande. Men samtidigt som risken minimeras avsäger placeraren sig möjligheten till större värdeökningar som kan uppnås i exempelvis aktiefonder. Dock har dessa en mycket högre risk än räntefonderna.⁴³

3.2.1 Olika typer av räntefonder

Det finns tre olika typer av räntefonder: korta, medellånga eller flexibla och långa räntefonder. Korta räntefonder kallas ibland även för penningmarknadsfonder eller likviditetsfonder. Dessa placerar i korta räntepapper som statsskuldsväxlar och olika obligationer och gemensamt för dessa typer är att de har en löptid på under ett år. Dessa lämpar sig för kortsiktiga placeringar eftersom risken för värdeminskning är liten. Orsaken till detta är att fondens värde påverkas relativt lite av ränteförändringar på marknaden. En kort räntefond påminner om ett vanligt sparkonto och lämpar sig för den som inte är särskilt riskbenägen.⁴⁴

Långa räntefonder, även kallat obligationsfonder, investerar i obligationer med längre löptid än ett år. En ränteförändring får därför en större betydelse för värdet på en obligationsfond. En obligationsfond är mera lämpad för ett mer långsiktigt sparande eftersom den medför att man tar vissa kursrisker. De långa räntefonderna får oftast en mycket mer volatil utveckling än de korta. Volatiliteten beror på att de långa fonderna påverkas mycket mer av det allmänna ekonomiska läget i världen. Sparar man i en lång räntefond och marknadsräntan sjunker så får man en bra avkastning, eftersom de värdepapper som fonden äger därmed stiger i värde. När marknaden under en längre period har varit väldigt volatil går ofta aktiemarknaden ner och investerare placerar sina pengar i räntefonder istället. Detta påverkar obligationers värde positivt.⁴⁵

Medellånga räntefonder är en blandning mellan korta och långa räntefonder och dessa investerar i en kombination av korta och långa värdepapper. Enligt Jonas Lindmark⁴⁶ är de flexibla räntefonderna relativt nya bland svenska fondförvaltare. Skillnaden mellan de traditionella räntefonderna, det vill säga långa och korta, och de flexibla fonderna är att de flexibla använder sig av en helt annan typ av strategi. Strategin är att de ska avvika mer från

⁴³ <http://www.rantefonder.com>

⁴⁴ <http://www.rantefonder.com>

⁴⁵ <http://www.rantefonder.com>

⁴⁶ Lindmark, J. (2006) (b)

sitt jämförelseindex och byta mellan korta och långa räntepapper beroende på förvaltarens framtidstro. Den första svenska räntefonden som bytte strategi var Enter Trend Räntefond. Efter Enter Trend bytte även tre av Swedbank Roburs fonder strategi till att fokusera på absolut avkastning och även andra fondbolag diskuterade vid tidpunkten när artikeln skrevs liknande förändringar. Enligt Lindmark borde flexibla räntefonder kunna ge högre avkastning än en vanlig lång räntefond samtidigt som den totala risken sjunker när ränterisken blir lägre.⁴⁷

Intresset för räntefonder har under vissa perioder varit mycket stort. I Sverige var insättningarna 148 miljarder kronor brutto och 19 miljarder netto under 2005. Ett skäl till detta är att räntefonderna gav hög avkastning de första åren efter millennieskiftet. Eftersom dagens räntor är låga kan det vara svårt att hitta en räntefond som ger bra avkastning, speciellt om räntorna kommer att börja stiga igen. Detta beror på att stigande räntor innebär att räntebärande tillgångar som är bundna till en fast ränta då sjunker i värde och ju längre löptid som återstår, desto större blir värdeminskningen. Om övriga räntor stiger vill alltså marknaden betala mindre för den fasta räntan eftersom andra alternativ då ger högre avkastning. Som exempel kan nämnas obligationer, som utlovar ett bestämt belopp på slutdatum. Att långt in i framtiden få ett fast belopp blir mindre värt i dag om marknadsräntan för denna löptid stiger.⁴⁸

3.2.2 Urval av räntefonder

I vår jämförelsegrupp för räntefonder har vi valt ut 20 stycken med säte i Sverige. Eftersom vi har valt svenska hedgefonder är det logiskt att även välja svenska räntefonder. Några av räntefonderna placerar i andra europeiska länder men deras gemensamma nämnare är att de främst investerar i statspapper. Nedan följer en lista på vårt urval av räntefonder.

⁴⁷ Lindmark, J. (2006) (b)

⁴⁸ Lindmark, J. (2006) (b)

Tabell 2 Räntefonder som är med i studien

Fond	Förvaltningsbolag
AMF Pension Räntfond Sverige	AMF Pension
Danske Invest Sverige Likviditet	Danske Bank
Danske Invest Sverige Obligationer	Danske Bank
Enter Trend Räntefond	Enter Fonder
Erik Penser Obligationsfond Sverige	Erik Penser Fonder AB
Folksam Obligationsfond	Folksam
Handelsbanken Avkastningsfond	Handelsbanken
HQ Likviditetsfond	HQ Bank
Lannebo Likviditet	Lannebo Fonder
Länsförsäkringar Euroobligationsfond	Länsförsäkringar
Länsförsäkringar Obligationsfond	Länsförsäkringar
Nordea Institutionella Räntefond Långa Placeringar	Nordea
Nordea Obligationsfond	Nordea
SEB Obligationsfond SEK	Skandinaviska Enskilda Banken
SEB Stiftelsefond Obligation SEK	Skandinaviska Enskilda Banken
Skandia Kapitalmarknadsfond	Skandia
Swedbank Robur IP Räntefond	Swedbank
Swedbank Robur Realräntefond	Swedbank
Swedbank Robur Räntefond Europa	Swedbank
Swedbank Robur Räntefond Sverige	Swedbank

Ytterligare information om räntefonderna finns i bilaga 2.

4. Teoretisk referensram

Här presenteras de olika teorier som vi använder för att mäta avkastning och risk för fonderna under mätperioden. Först ges en kort introduktion till Markowitz portföljvalsteori och därefter redogör vi för de modeller vi använder oss av. Till sist redogör vi för tidigare forskning inom området.

4.1 Portföljteori

År 1952 lade Harry Markowitz grunden för den moderna portföljteorin i artikeln *Portfolio Selection*. Markowitz modell behandlar val mellan flera finansiella instrument och grund antagandet som teorin bygger på är att investerare är riskaverta. Det innebär att en investerare föredrar lägre risk framför högre risk, givet samma förväntade avkastning. Vidare innebär det att investerare vill ha högre förväntad avkastning för att acceptera en högre risk. En investerare undviker systematisk risk som går att diversifiera bort genom att ha flera tillgångar med olika korrelation med marknaden. Risken för portföljen blir lägre desto lägre korrelationen mellan portföljens tillgångar. Det innebär att en väl diversifierad portfölj ger en bättre riskjusterad avkastning än enskilda tillgångar. En tillgång bör utvärderas efter vilken effekt den har i förhållande till hela portföljen istället för vilken avkastning den genererar i sig själv. Således kan en portfölj innehålla tillgångar med hög volatilitet samtidigt som portföljen i sig själv blir mindre volatil.⁴⁹

4.2 Capital asset pricing-model

Capital asset pricing-model (CAPM) är en enkel modell som relaterar den förväntade avkastningen på en investering till den risk som investeringen är förenad med. Modellen bygger på idén att investerare har ett högre avkastningskrav för investeringar som har ett större element av risk och som inte kan diversifieras. Avkastningskravet på en investering är lika med den riskfria räntan plus en riskpremie.⁵⁰

⁴⁹ Markowitz, H. (1952) s 77ff

⁵⁰ Dimson, E. (2000) s 34ff

CAPM prissätter alla tillgångar i termer av marknadsrisk, beta. En marknadsportfölj har betavärde lika med ett. En portfölj med ett betavärde under ett har följaktligen lägre risk än marknadsportföljen medan en portfölj med ett betavärde som är större än ett har en högre risk än marknadsportföljen. Vidare implicerar CAPM att en portfölj med ett högt betavärde och således en högre risk, också skall ha en högre avkastning.⁵¹

$$\beta_p = \frac{Cov(R_p, R_m)}{\sigma_m^2}$$

Formel 1 Beta⁵²

Där

β_p = Betavärde

R_p = Fondens avkastning

R_m = Marknadens avkastning

σ_m^2 = Marknadens varians

4.3 Risk

Sparande i fonder är alltid förenat med någon form av risk. Markowitz definierade en placerings risk i termer av avkastningens variation, det vill säga antingen i termer av varians eller standardavvikelse.⁵³ Risken att avvika från den förväntade avkastningen kan vidare delas upp i osystematisk risk och systematisk risk. Den osystematiska risken är företagsspecifik, vilket innebär att den kan minskas genom diversifiering. Den systematiska risken, även kallad, marknadsrisk, påverkar samtliga investeringar eftersom finansiella aktörer inte kan påverka de faktorer som ingår i marknadsrisken. Således kan denna inte undvikas genom diversifiering.⁵⁴

⁵¹ Dimson, E. (2000), s 34ff

⁵² Byström, H. (2007) s 152

⁵³ De Ridder, A. (2002) s 46f

⁵⁴ Dimson, E. (2000) s 34

4.4 Korrelation

Den övergripande målsättningen för en investerare är att investera i placeringstillgångar som tillsammans ger en väldiversifierad portfölj. Korrelationskoefficienten är ett mått på graden av linjärt samband mellan variablerna och kan anta ett värde mellan +1 och -1. Huvudregeln är att negativ korrelation reducerar portföljens totala risk. Ju närmare värdet närmar sig -1 desto mer kommer risken i portföljen att minska. Vid perfekt negativ korrelation kan total riskreduktion uppnås om andelarna är optimala. Perfekt positiv korrelation innebär däremot hög risk. Om värdet är noll är avkastningen okorrelerad och risken i portföljen sjunker. Vid beräkningar av korrelation används formeln nedan.⁵⁵

$$\rho_{p,m} = \frac{\text{Cov}(R_p, R_m)}{\sigma_p \sigma_m}$$

*Formel 2 Korrelationskoefficienten*⁵⁶

Där

$\rho_{p,m}$ = Korrelationskoefficienten

R_p = Fondens avkastning

R_m = Marknadens avkastning

σ_p = Fondens standardavvikelse

σ_m = Marknadens standardavvikelse

4.5 Standardavvikelse

Standardavvikelse är det vanligaste riskmättet när man talar om fonder och anger variationen kring medelvärdet. För att få fram standardavvikelsen tas kvadratroten ur variansen.

En hög standardavvikelse innebär en hög spridning kring medelvärdet och en låg standardavvikelse innebär en låg variation kring medelvärdet. Samtidigt innebär hög

⁵⁵ De Ridder, A. (2002) s 61ff

⁵⁶ Körner, S. & Wahlgren, L. (2006) s 104

standardavvikelse också att avkastningen blir bättre vid vinst samt att förlusten blir större vid nedgång.⁵⁷

$$\sigma_p = \sqrt{\left[\frac{\sum (R_{pt} - \bar{R})^2}{n-1} \right]}$$

Formel 3 Standardavvikelsen⁵⁸

Där

σ_p = Standardavvikelsen

R_p = Fondens avkastning

\bar{R} = Fondens genomsnittliga avkastning

n = Antal observationer

4.6 Riskjusterad avkastning

Att enbart mäta och fokusera på genomsnittlig avkastning kan vara missvisande. Det är av stor vikt att även väga in riskfaktorer. När man beräknar den riskjusterade avkastningen tar man hänsyn till avkastningen i förhållande till risken vid bedömning av hur en placering har utvecklats. Det första steget är därmed att avgöra hur hög förväntad avkastning som krävs för att kompensera den risk som placeringen är förenad med. Vidare får man fram den riskjusterade avkastningen genom att minska den faktiska avkastningen med den förväntade avkastningen.⁵⁹

Mätningen av den riskjusterade avkastningen beror på vilken modell som används för att beräkna risken. *Sharpekvoten*, *Treynorkvoten* och *Jensen-alfa* är tre metoder som ofta används för resultatutvärdering.⁶⁰

⁵⁷ De Ridder, A. (2002) s 51f

⁵⁸ Körner, S. & Wahlgren, L. (2006) s 80

⁵⁹ Barber, B. & Leftwich, R. (2000) s 219f

⁶⁰ Barber, B. & Leftwich, R. (2000) s 220

4.6.1 Sharpekvot

Sharpekvoten mäter en placerings överskjutande avkastning per riskenhet. Risken definieras av standardavvikelsen i portföljens överskjutande avkastning. Hög Sharpekvot anger att portföljen ger en hög avkastning per riskenhet. Om en portfölj har en högre Sharpekvot än marknadsportföljen innebär det att den har gett en bättre avkastning än marknaden efter justering av risk.⁶¹ Sharpekvoten tar inte hänsyn till marknadsfluktuationer. Nedan anges formeln för Sharpekvoten.

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

Formel 4 Sharpekvoten⁶²

Där

S_p = Sharpekvot

R_p = Portföljens avkastning

R_f = Den riskfria räntan

σ_p = Portföljens standardavvikelse

4.6.2 Treynorkvot

Treynorkvoten mäter den riskjusterade avkastningen relaterat till marknadsrisken, beta. Formeln påminner om Sharpekvoten, enda skillnaden är att man byter ut fondens standardavvikelse i nämnaren mot fondens betavärde vilket gör att Treynorkvoten tar hänsyn till fluktuationer på marknaden. Ju högre värde på Treynorkvoten, desto högre är avkastningen per enhet av marknadsrisk.⁶³

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

Formel 5 Treynorkvoten⁶⁴

⁶¹ Barber, B. & Leftwich, R. (2000) s 220

⁶² Sharpe, W.F. (1994) s 49ff

⁶³ De Ridder, A. (2002) s 130

⁶⁴ De Ridder, A. (2002) s 130

Där

T = Treynorkvot

R_p = Fondens avkastning

R_f = Den riskfria räntan

B_p = Fondens betavärde

4.6.3 Jensen-alfa

Vid utvärdering om en placering över eller underavkastar i förhållande till den avkastning som har uppskattats av CAPM används Jensen-alfa. Jensen-alfa bygger på antagandet att om en portföljs förväntade avkastning beror på dess beta, kan portföljens riskjusterade utveckling uppskattas genom skärningen hos en linjär regression som ger uttryck åt förhållandet mellan den faktiska överskjutande avkastningen hos portföljen och den faktiska överskjutande avkastningen hos ett marknadsindex med bred bas. Ett högt Jensen-alfa indikerar hög avkastning efter att hänsyn till marknadskänsligheten tagits. Jensen-alfa kan beräknas med formeln nedan.⁶⁵

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

Formel 6 Jensen-alfa⁶⁶

Där

α_p = Jensen-alfa

R_p = portföljens avkastning

R_f = den riskfria räntan

β_p = portföljens betavärde

R_m = marknadens avkastning

⁶⁵ Barber, B. & Leftwich, R. (2000) s 220

⁶⁶ Jensen, M. C. (1968) s 389ff

4.7 Tidigare forskning

Liang⁶⁷ studerade under perioden 1994-1996 skillnaden mellan traditionella fonder och hedgefonder verksamma i USA och utlandet i form av risk, prestation och avgiftsstruktur. Liang kom fram till att det fanns en distinkt skillnad mellan de fonder som använde sig av high-water marks och de som inte använde sig av det. Han såg ett positivt samband mellan användandet av incitament och hedgefonders avkastning. Liangs studie visade att hedgefonder har en låg korrelation med traditionella fonder samt att korrelationen hedgefonder emellan är låg vilket gör hedgefonder till en attraktiv investeringsform vid diversifiering av en redan välbalanserad portfölj. Liangs studie visar att hedgefonder erbjuder en högre riskjusterad avkastning då de hade en högre Sharpekvot än traditionella fonder under tidsperioden.

Ackermann et al. kom efter att ha studerat ett stort urval av hedgefonder under perioden 1988-1995 fram till att hedgefonder presterar bättre än traditionella fonder, men inte över marknadsindex. Ackermann et al.⁶⁸ kom fram till att hedgefonder är mer volatila än både traditionella fonder och marknadsindex. I likhet med Liang såg Ackermann et al. ett positivt samband mellan användandet av incitament och hedgefonders avkastning.

Även Fung et al.⁶⁹ jämförde traditionella fonder med hedgefonder och deras studie visade att hedgefonder har en väldigt låg korrelation med marknadens utveckling, till skillnad från traditionella fonder som har en stark korrelation.

Vi har även funnit en hel del tidigare forskning om räntefonder. Ferruz et al.⁷⁰ studerade spanska korta räntefonders avkastning under perioden 1994 till 2002 och fann att avkastningen följde en jämn nivå under perioden och att fonder som uppvisar jämn avkastning också uppvisar hög avkastning.

Grinblatt och Titman⁷¹ studerade 279 fonder från 1974 till 1984. De delade upp undersökningsperioden i två femåriga subperioder för att jämföra hur avkastningen från de

⁶⁷ Liang (1999) s 21

⁶⁸ Ackermann (1999)

⁶⁹ Fung et al. (1997)

⁷⁰ Ferruz et al. (2003)

⁷¹ Grinblatt, M. & Titman, S. (1992) s 47

olika fonderna skiljde sig åt under de två perioderna. Resultatet blev att de fonder som presterade bäst under den första perioden tenderade att vara vinnare även under den andra perioden. Även Brown et al⁷² studerade detta fenomen och visade att det kunde vara möjligt att förutse framtida avkastning hos olika portföljer utifrån historisk avkastning.

⁷² Brown et al. (1992) s 553-580

5. Empiri

Det här kapitlet redovisar de empiriska resultaten från vår studie. Vi börjar med att berätta om marknadens utveckling under mätperioden. Därefter redovisar vi fondernas avkastning, risk och riskjusterad avkastning och till sist redogör vi för fondernas värden i en uppåtgående respektive neråtgående marknad.

5.1 Marknadens utveckling

Vi har valt att samla in och använda oss av data från januari 2003 till december 2008 för att få en så fullständig konjunkturcykel som möjligt. Vi har därefter valt att dela upp denna sexårsperiod i två subperioder, en uppgångsfas från januari 2003 till juli 2007 samt en nedgångsfas från juli 2007 till december 2008. Börserna började egentligen falla i mitten av juli 2007 med då vi inte har använt oss av data på dagsbasis valde vi att räkna uppgångsfasen till och med andra kvartalet 2007.

5.1.1 Börsens utveckling 2003-2008

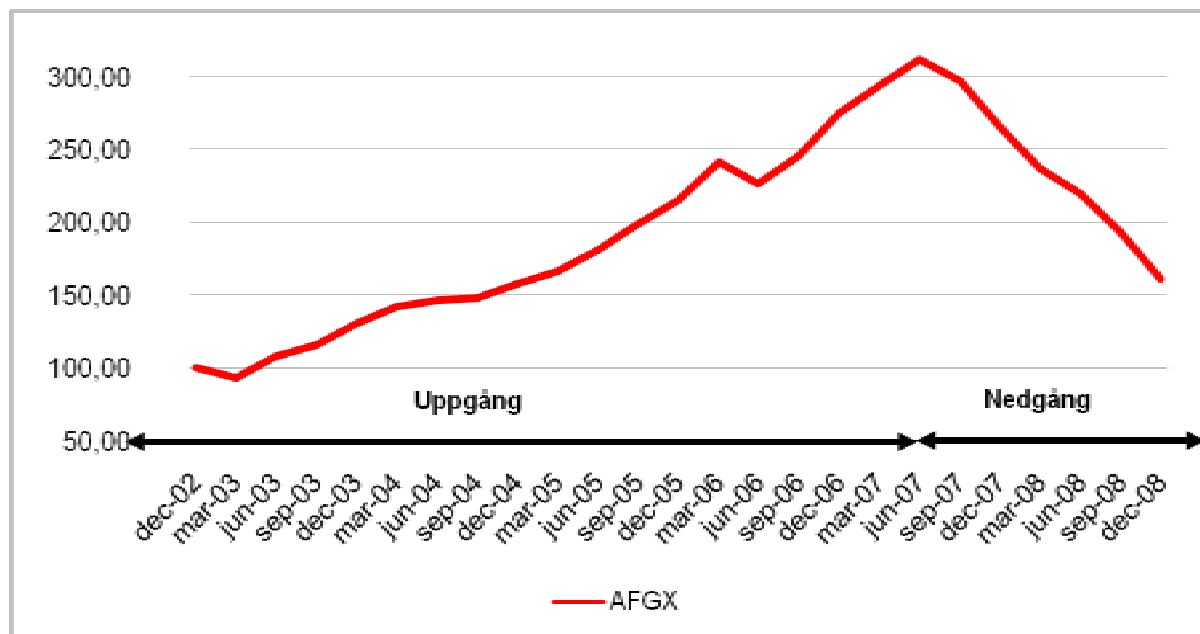
Som referens för börsutveckling har vi använt oss av Affärsvärldens Generalindex, förkortat AFGX. Indexet startades 1901 och mäter den genomsnittliga utvecklingen på Stockholmsbörsen. Indexet är förmögenhetsviktat vilket innebär att aktiernas påverkan på index står i proportion till deras marknadsvärde. Det är vanligt att svenska fondförvaltare jämför sig med AFGX.⁷³

Affärsvärldens Generalindex är indexerat med basvärdet 100 per den 29 december 1995. När vår mätperiod startar, årsskiftet 2002-2003 ligger index på runt 150. Därefter steg börsen relativt stabilt under 2004, 2005 och fram till mitten av 2006 då den upplevde en mindre svacka och index sjönk från cirka 320 ner till 280. Det följande året steg börsen kraftigt, fram till sommaren 2007 då finanskrisen hade sin början. I juli var index som högst nästan uppe i 420 och därefter påbörjades ett kraftigt fall som skulle vara i ett och ett halvt år. Som lägst var index nere i 170 i november 2008. Därefter har börsen stabiliserats något och sedan mars 2009 har den börjat återhämta sig sakta men säkert. I början av maj 2009 låg index på runt

⁷³ www.affarsvarlden.se

230.⁷⁴ Diagrammet nedan är indexerat med basvärdet 100 per den 31 december 2002 för att underlätta jämförelse mellan AFGX, ränteutvecklingen, våra hedge- och räntefonder.

Diagram 1 Börsutveckling 2003-2008



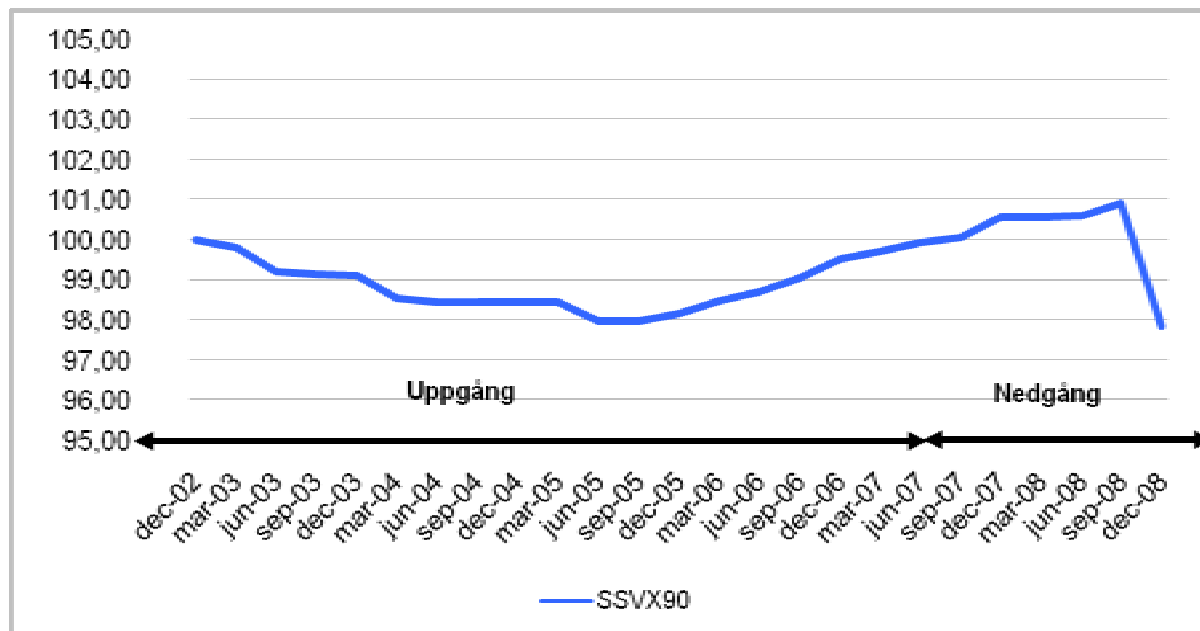
5.1.2 Ränteutvecklingen 2003-2008

Reporäntan är den ränta som bankerna får låna eller placera till hos Riksbanken under sju dagar. Inlåningsräntan är den ränta som bankerna får placera till över natten hos Riksbanken. Den här räntan är normalt 0,75 procentenheter under reporäntan. Utlåningsräntan är den ränta till vilken Riksbanken lånar ut till bankerna. Utlåningsräntan ligger normalt 0,75 procent över reporäntan. Vid vår mätperiods början, årsskiftet 2002-2003, låg Riksbankens reporänta på 3,75 procent. Därefter sänktes räntan långsamt fram till januari 2006 då den som lägst var 1,50 procent. Under de två och ett halvt år som följde höjdes räntan sammanlagt tretton gånger. Den sista höjningen var den 10 september 2008 då reporäntan höjdes till 4,75 procent. Bara en dryg månad senare, den 15 oktober, insåg Riksbankens direktion varthän det barkade och började sänka räntan, först till 4,50 procent den 15 oktober. Därefter följde en rad kraftiga sänkningar av reporäntan, den största på 1,75 procentenheter den 10 december. Sedan den 22 april 2009 ligger reporäntan på 0,50 procent. Räntesänkningen motiverades av en starkt

⁷⁴ www.affarsvarlden.se

försämrad global konjunktur. Enligt Stefan Ingves behövdes en räntesänkning för att motverka det alltför låga inflationstrycket och det låga resursutnyttjandet i ekonomin.⁷⁵

Diagram 2 Ränteutveckling 2003-2008



⁷⁵ <http://www.riksbank.se>

5.2 Hedgefondernas avkastning under mätperioden

I tabellen nedan kan man tydligt se att hedgefondernas avkastning varierade starkt under mätperioden. Brummer Futuris var den fond med högst årlig avkastning på 11,9 procent. Den fond som gick sämst var Cicero Hedge med en årlig avkastning på -6,24 procent. Hedgefondernas årliga medelavkastning var under perioden 4,45 procent.

Tabell 3 Hedgefondernas avkastning⁷⁶

Fond	Genomsnittlig kvartalsvis avkastning	Genomsnittlig årlig avkastning	Genomsnittlig total avkastning
Banco Hedge	0,08 %	0,30 %	1,83 %
Brummer Futuris	2,85 %	11,90 %	96,34 %
Brummer Manticore	1,61 %	6,59 %	46,66 %
Brummer Nektar	1,50 %	6,13 %	42,92 %
Brummer Zenit	0,67 %	2,72 %	17,44 %
Cicero Hedge	-1,60 %	-6,24 %	-32,04 %
Consepio	2,24 %	9,26 %	70,09 %
Eikos	1,31 %	5,33 %	36,56 %
Erik Penser	1,50 %	6,15 %	43,05 %
Graal	0,81 %	3,26 %	21,26 %
Lynx Silver	2,20 %	9,08 %	68,42 %
Nordea Europe Eq. Hedge Fund	0,62 %	2,52 %	16,09 %
P&N Yield	1,08 %	4,41 %	29,52 %
Ram One	0,81 %	3,29 %	21,44 %
SEB Hedge Fixed Income	1,29 %	5,27 %	36,13 %
SHB Europa Hedge Selektiv	0,03 %	0,11 %	0,64 %
Tanglin	1,35 %	5,50 %	37,89 %
<i>Hedgefondernas medelavkastning</i>	<i>1,08 %</i>	<i>4,45 %</i>	<i>32,60 %</i>

⁷⁶ Rådata hämtad i Six Trader Client och bearbetad i Excel

5.3 Räntefondernas avkastning under mätperioden

Diagrammet nedan visar att Enter Trend räntefond, med en årlig avkastning på 3,37 procent, är den fond med högst årlig avkastning under perioden. Fonden med lägst årlig avkastning var Nordea Institutionella Räntefond Långa Placeringar med en årlig avkastning på -0,39 procent. Räntefondernas årliga medelavkastning var under perioden 1,11 procent, vilket motsvarar en genomsnittlig kvartalsvis avkastning på 0,28 procent.

Tabell 4 Räntefondernas avkastning⁷⁷

Fond	Genomsnittlig kvartalsvis avkastning	Genomsnittlig årlig avkastning	Total avkastning under perioden
AMF Pension Räntefond Sverige	0,69 %	2,77 %	17,84 %
Danske Invest Sverige Likviditet	0,20 %	0,78 %	4,80 %
Danske Invest Sverige Obligation	0,34 %	1,35 %	8,40 %
Enter Trend Räntefond	0,83 %	3,37 %	22,02 %
Erik Penser Obligation Sverige	0,06 %	0,26 %	1,56 %
Folksam Obligationsfond	0,22 %	0,89 %	5,44 %
HQ Likviditet	0,06 %	0,26 %	1,56 %
Handelsbanken Avkastningsfond	0,10 %	0,38 %	2,31 %
Lannebo Likviditet	0,18 %	0,71 %	4,32 %
Länsförsäkringar Euroobligation	0,71 %	2,87 %	19,55 %
Länsförsäkringar Obligationsfond	0,28 %	1,13 %	6,97 %
Nordea Inst. Räntefond Långa Plac.	-0,10 %	-0,39 %	-2,30 %
Nordea Obligationsfond	0,22 %	0,90 %	5,49 %
SEB Obligationsfond SEK	0,05 %	0,20 %	1,20 %
SEB Stiftelsefond Obligation SEK	0,04 %	0,17 %	1,03 %
Skandia Kapitalmarknad	0,32 %	1,29 %	8,00 %
Swedbank Robur IP Räntefond	0,17 %	0,68 %	4,16 %
Swedbank Robur Räntefond Europa	0,56 %	2,27 %	14,45 %
Swedbank Robur Realräntefond	0,63 %	2,53 %	16,18 %
Swedbank Robur Räntefond Sverige	-0,04 %	-0,14 %	-0,85 %
<i>Räntefondernas medelavkastning</i>	<i>0,28 %</i>	<i>1,11 %</i>	<i>7,11 %</i>

⁷⁷ Rådata hämtad i Six Trader Client och bearbetad i Excel

5.4 Hedgefondernas standardavvikelse och beta

Standardavvikelsen skiljer sig ganska mycket åt mellan de hedgefonder vi valt. Högst standardavvikelse hade Lynx Silver med 9,25 procent. Denna hedgefond var även den fond med lägst beta på -0,119. De fonder med lägst standardavvikelse var Graal och P&N Yield, båda med 1,90 procent. Hedgefondernas medelvärde för standardavvikelsen var under mätperioden 3,82 procent och dess medelvärde för beta var 0,124. Ram One var den fond med högst beta med 0,364. Observera att för hedgefondernas medelvärde har betavärdet för SEB Hedge Fixed Income utslutits då den uppvisade ett extremt betavärde som skulle ha snedvridit genomsnittet alltför mycket. Det beror på att den här fonden investerar i ränteobligationer.

Tabell 5 Hedgefondernas standardavvikelse och beta⁷⁸

Fond	Standardavvikelse per kvartal (σ)	Beta (β)
Banco Hedge	2,76 %	0,101
Brummer Futuris	5,19 %	0,041
Brummer Manticore	2,75 %	0,159
Brummer Nektar	3,83 %	-0,019
Brummer Zenit	3,51 %	0,192
Cicero Hedge	4,53 %	0,302
Consepio	7,02 %	0,100
Eikos	2,89 %	0,224
Erik Penser Hedge	2,81 %	0,215
Graal	1,90 %	0,176
Lynx Silver	9,25 %	-0,119
Nordea Europe Eq. Hedge Fund	2,44 %	0,116
P&N Yield	1,90 %	0,143
Ram One	5,04 %	0,364
SEB Hedge Fixed Income	2,34 %	-0,0007
SHB Europa Hedge Selektiv	2,11 %	-0,033
Tanglin	4,69 %	0,028
<i>Hedgefondernas medelvärde</i>	<i>3,82 %</i>	<i>0,124</i>

Vid beräkning av standardavvikelse och betavärde har vi använt oss av värden på kvartalsbasis. Det innebär att eventuella svängningar mellan mätdatumen inte reflekteras i värdena. Det innebär troligtvis att standardavvikelsen blir lägre än förväntat.

⁷⁸ Rådata hämtad i Six Trader Client och bearbetad i Excel

5.5 Räntefondernas standardavvikelse och beta

Den genomsnittliga standardavvikelsen för räntefonderna var 2,84 procent. Högst standardavvikelse hade Länsförsäkringar Euroobligationsfond och Skandia Kapitalmarknadsfond med värden på över 5 procent. Samtliga räntefonder hade negativa betavärden, lägst hade Länsförsäkringar Euroobligationsfond och Skandia Kapitalmarknadsfond med betavärden på -0,254 respektive -0,217. Högst betavärde hade HQ Likviditetsfond med ett värde på -0,026 och Danske Invest Sverige Likviditet med ett värde på -0,027.

Tabell 6 Räntefonders standardavvikelse och beta⁷⁹

Fond	Standardavvikelse (σ)	Beta (β)
AMF Pension Ränthfond Sverige	3,31 %	-0,125
Danske Invest Sverige Likviditet	1,07 %	-0,027
Danske Invest Sverige Obligationer	3,33 %	-0,134
Enter Trend Ränthfond	2,29 %	-0,109
Erik Penser Obligationfond Sverige	1,42 %	-0,057
Folksam Obligationfond	4,06 %	-0,160
Handelsbanken Avkastningsfond	1,99 %	-0,062
HQ Likviditetsfond	1,12 %	-0,026
Lannebo Likviditet	1,05 %	-0,050
Länsförsäkringar Euroobligationsfond	5,21 %	-0,254
Länsförsäkringar Obligationfond	3,53 %	-0,134
Nordea Inst. Ränthfond Långa Placeringar	2,75 %	-0,084
Nordea Obligationfond	3,30 %	-0,124
SEB Obligationfond SEK	2,67 %	-0,052
SEB Stiftelsefond Obligation SEK	2,97 %	-0,078
Skandia Kapitalmarknadsfond	5,16 %	-0,217
Swedbank Robur IP Ränthfond	2,39 %	-0,062
Swedbank Robur Realränthfond	2,64 %	-0,029
Swedbank Robur Ränthfond Sverige	2,00 %	-0,029
Swedbank Robur Ränthfond Europa	4,62 %	-0,174
<i>Räntefondernas medelvärde</i>	<i>2,84 %</i>	<i>-0,099</i>

Vid beräkning av standardavvikelse och betavärde har vi använt oss av värden på kvartalsbasis. Det innebär att eventuella svängningar mellan mätdatumerna inte reflekteras i värdena. Det gör att standardavvikelsen blir lägre än vad som kan förväntas.

⁷⁹ Rådata hämtad i Six Trader Client och bearbetad i Excel

5.6 Hedgefondernas korrelation och riskjusterade avkastning

Den genomsnittliga korrelationen med marknaden för hedgefonderna var 0,357. Det var stor spridning mellan de olika fondernas korrelation, högst hade Graal med 0,864 och lägst hade SHB Europa Hedge Selektiv med -0,147. Hedgefonderna hade en genomsnittlig Sharpekvot på 0,088. Den hedgefond som hade bäst riskjusterad avkastning enligt Sharpekvoten är Brummer Futuris med en kvot på 0,417, sämst hade Cicero Hedge med en kvot på -0,504. Den genomsnittliga Treynorkvoten för hedgefonderna är 0,035. Avkastningen i förhållande till marknadsrisken var högst för Brummer Futuris. Sämst var SEB Hedge Fixed Income med ett extremt värde på -7,879. Detta på grund av dess betavärde som var alldeles för extremt. Denna fond har därför uteslutits när medelvärdet har beräknats eftersom det skulle ge ett alldeles för snedvridet värde. Jensen-alfa var i genomsnitt 0,88 procent, bäst överavkastning i förhållande till risken hade Lynx Silver med ett värde på 2,89 procent. Brummer Futuris var inte långt efter med ett värde på 2,87 procent. Även här var Cicero Hedge sämst, med ett Jensen-alfa på -2,22 procent.

Tabell 7 Hedgefondernas korrelation med marknaden och riskjusterade avkastning⁸⁰

Fond	Korrelation	Sharpekvot	Treynorkvot	Jensen-alfa
Banco Hedge	0,340	-0,221	-0,061	-0,13 %
Brummer Futuris	0,074	0,417	0,523	2,87 %
Brummer Manticore	0,538	0,336	0,058	1,25 %
Brummer Nektar	-0,045	0,212	-0,435	1,61 %
Brummer Zenit	0,508	-0,004	-0,0007	0,27 %
Cicero Hedge	0,621	-0,504	-0,076	-2,22 %
Consepio	0,133	0,221	0,154	2,22 %
Eikos	0,721	0,215	0,028	0,80 %
Erik Penser Hedge	0,714	0,291	0,038	1,02 %
Graal	0,864	0,064	0,007	0,40 %
Lynx Silver	-0,119	0,163	-0,127	2,89 %
Nordea Europe. Eq. Hedge	0,443	-0,025	-0,005	0,37 %
P&N Yield	0,701	0,209	0,029	0,75 %
Ram One	0,673	0,025	0,004	0,053 %
SEB Hedge Fixed Income	-0,003	0,259	-7,879	1,32 %
SHB Europa Hedge Selektiv	-0,147	-0,313	0,198	0,13 %
Tanglin	0,056	0,141	0,233	1,38 %
<i>Hedgefondernas medelvärde</i>	<i>0.357</i>	<i>0,088</i>	<i>0,035</i>	<i>0,88 %</i>

⁸⁰ Rådata hämtad i Six Trader Client och bearbetad i Excel

5.7 Räntefondernas korrelation och riskjusterade avkastning

Som framgår av tabellen nedan har räntefonderna under mätperioden i genomsnitt avsevärt lägre korrelation med marknaden än hedgefonderna. Räntefondernas genomsnittliga riskjusterade avkastning enligt Sharpekvoten var -0,204. Allra sämst var HQ Likviditetsfond med en Sharpekvot på -0,556. De enda som lyckades uppnå en positiv riskjusterad avkastning var AMF Pension Räntefond Sverige, Enter Trend Räntefond och Länsförsäkringar Euroobligationsfond. Bäst riskjusterad avkastning av dessa hade Enter Trend Räntefond med en Sharpekvot på 0,064. De fonder som hade bäst Treynorkvot var Swedbank Robur Räntefond Sverige med 0,251 och HQ Likviditetsfond med 0,239. Jensen-alfa var i genomsnitt 0,56 procent för alla hedgefonder. Bäst överavkastning i förhållande till risken hade Länsförsäkringar Euroobligationsfond med 1,49 procent och sämst var Swedbank Robur Räntefond Sverige med ett Jensen-alfa på 0,04 procent.

Tabell 8 Räntefondernas korrelation med marknaden och riskjusterade avkastning⁸¹

Fond	Korrelation	Sharpekvot	Treynorkvot	Jensen-alfa
AMF Pension Räntfond Sverige	-0,352	0,0002	-0,0001	1,04 %
Danske Invest Sverige Likvid.	-0,238	-0,457	0,179	0,27 %
Danske Invest Sverige Oblig.	-0,375	-0,105	0,026	0,71 %
Enter Trend Räntefond	-0,444	0,064	-0,014	1,12 %
Erik Penser Obligationsfond Sve	-0,372	-0,436	0,109	0,20 %
Folksam Obligationsfond	-0,369	-0,114	0,029	0,69 %
Handelsbanken Avkastningsfond	-0,289	-0,297	0,096	0,23 %
HQ Likviditetsfond	-0,217	-0,556	0,239	0,13 %
Lannebo Likviditet	-0,443	-0,485	0,102	0,30 %
Länsförsäkringar Euroobligation	-0,455	0,005	-0,001	1,49 %
Länsförsäkringar Obligationsfond	-0,354	-0,115	0,0301	0,71 %
Nordea Inst. Räntefond Långa	-0,285	-0,285	0,093	0,11 %
Nordea Obligationsfond	-0,351	-0,140	0,037	0,55 %
SEB Obligationsfond SEK	-0,183	-0,238	0,123	0,17 %
SEB Stiftelsefond Oblig. SEK	-0,243	-0,216	0,0828	0,27 %
Skandia Kapitalmarknadsfond	-0,392	-0,071	0,017	1,03 %
Swedbank Robur IP Räntefond	-0,240	-0,216	0,084	0,35 %
Swedbank Robur Realräntefond	-0,101	-0,022	0,021	0,73 %
Swedbank Robur Räntefond Euro	-0,350	-0,026	0,007	1,08 %
Swedbank Robur Räntefond Sve	-0,134	-0,361	0,251	0,04 %
<i>Räntefondernas medelvärde</i>	<i>-0,309</i>	<i>-0,204</i>	<i>0,081</i>	<i>0,56 %</i>

⁸¹ Rådata hämtad i Six Trader Client och bearbetad i Excel

5.8 Mätperioden uppdelad i två subperioder

Eftersom vår mätperiod innehåller både en uppgångs- och nedgångsfas har vi valt att utföra beräkningar för båda subperioderna för att se hur resultaten skiljer sig åt för de båda placeringsalternativen.

5.8.1 Hedgefondernas prestationer i upp- och nedgångsfasen

Avkastningen för hedgefonderna är som framgår av tabellerna mycket bättre under uppgångsfasen än under nedgångsfasen. Under nedgångsfasen har hedgefonderna i genomsnitt en negativ utveckling, -1,71 procent per år mot 9,25 procent per år under uppgången. En del av avkastningen under uppgången raderas alltså under nedgången. Sharpekvoten är 0,37 under uppgången mot -0,28 under nedgången. Även Treynorkvoten försämras avsevärt. Däremot är Jensen-alfa för hedgefonderna bättre under nedgången än under uppgången, 0,89 procent mot 0,77 procent. Standardavvikelsen är högre under nedgången. Betavärdet är högre under nedgången än under uppgången. Korrelationen med marknaden minskar däremot under nedgången.

Tabell 9 Hedgefondernas värden i upp- och nedgångsfasen⁸²

	Uppgångsfasen	Nedgångsfasen
Kvartalsvis avkastning	1,63 %	-0,53 %
Årlig avkastning	9,25 %	-1,71 %
Total avkastning	35,44 %	-2,19 %
Standardavvikelse	2,97 %	4,68 %
Beta	0,145	0,189
Sharpekvot	0,371	-0,279
Treynorkvot	-0,025	-0,150
Jensen-alfa	0,77 %	0,89 %
Korrelation	0,336	0,214

5.8.2 Räntefondernas prestationer i upp- och nedgångsfasen

Räntefondernas avkastning är till skillnad från hedgefonderna bättre under nedgångsfasen än under uppgångsfasen. Den genomsnittliga årsavkastningen är -0,71 procent under uppgången

⁸² Rådata hämtad i Six Trader Client och bearbetad i Excel

och 6,90 procent under nedgången. Den riskjusterade avkastningen enligt Sharpekvoten är -0,42 under uppgången och 0,017 under nedgången.

Treynorkvoten och Jensen-alfa försämras däremot under nedgångsfasen. Standardavvikelsen är något högre under nedgångsfasen än under uppgångsfasen, liksom betavärdet. Korrelationen med aktiemarknaden är också lägre under nedgångsfasen än under uppgångsfasen.

Tabell 10 Räntefondernas värden i upp- och nedgångsfasen⁸³

	Uppgångsfasen	Nedgångsfasen
Kvartalsvis avkastning	-0,18 %	1,67 %
Årlig avkastning	-0,71 %	6,90 %
Total avkastning	-3,06 %	10,59 %
Standardavvikelse	2,51 %	3,30 %
Beta	-0,115	-0,305
Sharpekvot	-0,42	0,237
Treynorkvot	0,0017	-0,038
Jensen-alfa	-0,18 %	-1,15 %
Korrelation	0,0001	-0,58 %

5.9 Intervjuer

För att komplettera vår kvantitativa undersökning har vi valt att utföra tre intervjuer med personer väl insatta i vårt ämne. Intervjumaterialet har sedan använts till att fördjupa vår analys och för att få en bättre förståelse för våra resultat.

5.9.1 Jonas Lindmark, Morningstar Sverige

Den 25 maj 2009 utförde vi en längre intervju med Jonas Lindmark, analyschef och ansvarig utgivare för Morningstar Sverige. Lindmark hade många intressanta synpunkter att tillföra vår undersökning. Lindmark gav sin åsikt om vilken investeringsform som lämpar sig bäst för den passive investeraren vilket var att sprida kapitalet på flera tillgångsslag, det vill säga att diversifiera sin portfölj. Lindmark anser att investeraren borde investera en mindre andel kapital på aktiemarknaden, samt kapital på någon typ av räntebärande tillgång eftersom dessa

⁸³ Rådata hämtad i Six Trader Client och bearbetad i Excel

investeringsformer i jämförelse med hedgefonder har en högre likviditet. Lindmark anser vidare att den passive investeraren inte bör begränsa sig till finansiella investeringsalternativ, det kan även vara intressant att investera i materiella eller immateriella tillgångar. Med en placeringshorisont på två till tre år hade Lindmark rekommenderat hedgefonder, eftersom de har en låg korrelation till marknaden och att det är låg risk totalt sett under en kortare tidsperiod. Lindmark menar att en längre spartid leder till högre risk.

Lindmark påpekar att det finns en stor alternativkostnad för att lägga ner tid på att utvärdera olika fonder, tid som finanschefen skulle kunna använda till andra uppgifter. Han menar att hedgefonder främst är ett alternativ för stora företag med ett stort kapital att förvalta, då de ger stordriftsfördelar vid omfattande investeringar. Lindmark tror dock inte att det är så vanligt att företag har pengar de inte behöver i den operativa verksamheten, eventuella överskott delas oftast ut till ägarna. Vinstmarginalerna för att investera i hedgefonder kanske är lägre än för andra alternativ som inte nödvändigtvis behöver vara finansiella placeringar.

Vi frågade även Lindmark vad han anser om räntefonder som ett alternativ för den riskaverte investeraren. Lindmark svarade att man ska ha i åtanke att ränteplaceringar har flera fördelar än avkastning. Räntefonder har fördelen att de snabbt kan omvandlas till likvida medel, vilket är värdefullt för många företag. Om företagets mål är att ha kvar pengar utifall något oförutsett sker, ska investeringens syfte inte vara att generera hög avkastning, utan att fungera som en buffert. Det viktiga är trygghet och handlingsfrihet.

Lindmark ställer sig något kritisk till vissa former av prestationsbaserade avgifter då fonden tar ut en avgift vid uppgång även om investeraren inte tar ut sin vinst. Han menar att avgiften blir hög i förhållande till avkastning om fonden går ner efter en uppgång, eftersom investeraren då inte får tillbaka de avgifter han har betalat under uppgången. Lindmark anser att investeraren inte borde debiteras en avgift förrän den dag han säljer sitt innehav i fonden.

Lindmark varnar liksom Finansinspektionen för investeringar med komplicerade villkor. Han anser att man ska hålla sig till investeringar där man förstår var avkastningen kommer från och hur avgifterna tas ut. Han anser det vara en alltför hög risk att satsa i en enda hedgefond. Förvaltare brukar rekommendera sina kunder att välja fler än ett investeringsalternativ för att sprida riskerna.

5.9.2 Erik Eidolf, *Harcourt Investment Consulting AB*

Harcourt Investment Consulting AB är ett företag med säte i Schweiz som utför research om hedgefonder för att ge investeringsrådgivning till sina kunder. Den 26 maj 2009 intervjuade vi Erik Eidolf, grundare av Harcourts Stockholmskontor 2001 och verkställande direktör för Harcourts verksamhet i Norden. Han är även en av fyra författare till boken *Hedgefonder*. Eftersom Eidolf är specialist på hedgefonder och inte på räntefonder, har vi intresserat oss för hans kunskap om hedgefonder.

Vi börjar med att fråga Eidolf om vårt urval av hedgefonder är ett representativt urval, eftersom vi valt att inte ta med samtliga hedgefonder. Eidolf anser att de fyra som vi har valt att utesluta är mindre hedgefonder som förvaltar ett mindre kapital än de i vårt urval. Vårt resultat som påvisar att hedgefonder haft väldigt bra avkastning i förhållande till risk under uppgång tror Eidolf beror på att de fonder vi valt agerar i regel på aktiemarknaden. Om hedgefonderna i snitt haft långa positioner så har de gynnats av uppåtgående aktiemarknader och har naturligt följt med aktiemarknadernas negativa utveckling i nedgångsfas.

Liksom Lindmark poängterar Eidolf hur viktigt det är att investeraren förstår vad han investerar i och har kunskap om den enskilda fondens investeringsstrategi. Eidolf anser även att man ska diversifiera sina tillgångar. Enligt Eidolf påvisar vår undersökning att hedgefonder är väldigt annorlunda räntefonder, men att de två investeringsformerna har likheter i volatilitet, vilket enligt Eidolf visar att hedgefonder inte är så riskfyllda som man tror.

5.9.2 Hanna Nyqvist, *Finansinspektionen*

Vi fick förmånen att intervjua Hanna Nyqvist som är finansinspektör på Finansinspektionen. Hon är ansvarig för bevakning av fondbolag och fonder. Det innebär att hon övervakar att fondbolagen följer de regelverk som gäller. Det finns ingen juridisk definition av hedgefonder, utan de räknas som specialfonder eftersom de har speciella undantag vad gäller exempelvis skuldsättning och andel av kapitalet som får investeras i en och samma tillgång. Enligt Nyqvist ska fonderna rapportera avkastning efter alla avgifter. Hon ser ingen anledning att tro att de inte skulle följa dessa regler. Finansinspektionen gör regelbundet kontroller av fondernas verksamhet där de kontrollerar att olika limiter vad gäller skuldsättning med mera

efterföljs. I Sverige lyder hedgefonder under lagen om investeringsfonder, i många andra länder är hedgefonder däremot helt oreglerade. Enligt Nyqvist arbetar FI ständigt för att öka konsumenternas kunskaper om olika produkter, det gäller även hedgefonder. Det faktum att många hedgefonder sänkt sina inträdesbarriärer påverkar således inte nämnvärt FI:s bevakning av dem. Vad gäller tillståndsgivande så måste alla fonder som vill verka i Sverige få tillstånd från Finansinspektionen. För att få tillstånd krävs en omfattande granskning för att säkerställa att Finansinspektionens krav är uppfyllda.

6. Analys

I detta avsnitt analyseras de empiriska resultaten från föregående kapitel med utgångspunkt i uppsatsens teorier.

6.1 Analys av hela perioden

Räntefonder har under mätperioden inte lyckats ge mer avkastning än den riskfria räntan. De flesta av räntefonderna har endast gett ett par procents avkastning under hela mätperioden, vilket ger negativ avkastning när hänsyn tas till inflation. Bland räntefonderna utmärker sig dock Enter Trend Räntefond som har gett en årlig avkastning på 3,37 procent och Länsförsäkringar Euroobligation som gett en årlig avkastning på nästan 2,87 procent. Enter Trend bygger på en modell som matematiskt analyserar prisrörelser och förändringar i avkastning på olika marknader och investerar både i långa och korta värdepapper. Även AMF Pension Räntefond Sverige har presterat bra, med en årlig avkastning på nästan 3 procent.

Swedbank Robur Realräntefond har gett en årlig avkastning på 2,53 procent, vilket är bra i jämförelsen. Fonden ska som namnet antyder ge avkastning när hänsyn tas till inflation. Sämst avkastning under hela perioden har Nordea Institutionella Räntefonden Långa Placeringar, som gått ner 0,39 procent årligen. Det här är föga förvånande då långa räntefonder ger sämre avkastning när marknadsräntorna går upp, vilket var fallet under mätperioden fram till slutet av 2008. I genomsnitt har räntefonderna gått upp cirka 7 procent under mätperioden.

Hedgefonderna har presterat betydligt bättre, genomsnittet för våra fonder är en avkastning på 4,45 procent årligen. Allra bäst presterade Brummer Futuris med en avkastning på 11,9 procent per år. Även Conseprio presterade mycket bra med en årlig avkastning på 9,26 procent. Sämst gick det för Cicero Hedge med en avkastning på -6,24 procent. Fonden är dock den enda av hedgefonderna som uppvisar ett negativt resultat.

Hedgefonderna har en genomsnittlig standardavvikelse på 3,82 procent jämfört med 2,84 procent för räntefonderna. Avkastningen för hedgefonderna är därmed betydligt mer volatil. Om standardavvikelsen tycks låg beror det på att vi mätt den på kvartalsbasis, vilket innebär

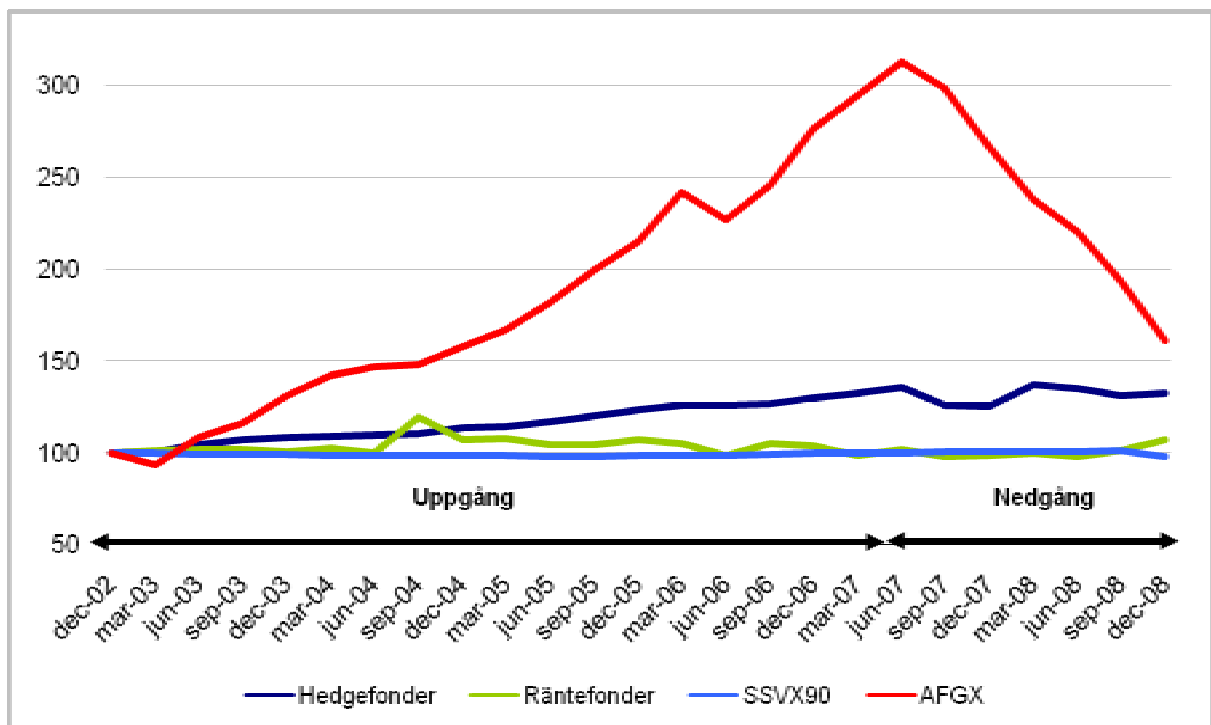
att svängningar mellan våra mätdatum inte reflekteras i värdena. Den genomsnittliga Sharpekvoten för hedgefonderna är 0,088 medan den för räntefonderna är -0,2. Det visar att hedgefonderna trots högre standardavvikelse har en betydligt högre riskjusterad avkastning. Genomsnittligt beta för hedgefonderna är 0,124 vilket innebär att de har en låg korrelation med marknaden och alltså inte är så riskfyllda. Räntefonderna har ett genomsnittligt beta på -0,099 vilket innebär att de i viss utsträckning har motsatt utveckling jämfört med börsen. Det är bra att ha lågt beta eftersom det innebär mindre risk. Hedgefonder har ett Jensen-alfa på 0,88 procent vilket innebär att de presterar något bättre än de borde i förhållande till marknaden. Räntefonderna har ett genomsnittligt Jensen-alfa på 0,56 procent. De har alltså presterat något bättre i förhållande till vad de borde enligt CAPM, men inte lika bra som hedgefonderna. Hedgefonderna har en genomsnittlig korrelation med marknaden på 0,357 jämfört med räntefondernas -0,309. Det betyder att räntefonderna i högre utsträckning än hedgefonderna går upp när aktiemarknaden går ner. Det är logiskt eftersom räntorna tenderar att gå upp för att kyla ner en rusande aktiemarknad, vilket innebär att räntefonderna ökar sin avkastning samtidigt som börsen vänder neråt. Hedgefonderna har som mål att gå upp oavsett börsklimat, så deras korrelation med marknaden borde ligga runt 0. Hedgefondernas genomsnittliga Treynorkvot ligger på 0,035 mot räntefondernas 0,08. Det innebär att räntefonderna har högre riskjusterad avkastning i förhållande till beta. Den högre siffran för räntefonder beror på att de har ett lägre beta än hedgefonderna.

6.2 Analys av uppgångsfasen

Vi har även valt att dela in mätperioden 2003 till 2008 i en uppgångsfas och en nedgångsfas eftersom det kan vara intressant att se hur hedgefonder och räntefonder presterar i goda respektive dåliga tider. I uppgångsfasen har hedgefonderna i genomsnitt en årlig avkastning på 9,25 procent medan räntefonderna minskar med -0,71 procent. Under den här perioden var det alltså helt värdelöst att inneha räntefonder. Standardavvikelsen för hedgefonderna var under uppgången 2,97 procent mot 2,51 procent för räntefonderna. Det rör sig alltså inte om någon betydande skillnad i volatilitet mellan de två investeringsformerna. Den genomsnittliga Sharpekvoten för hedgefonderna är 0,37 mot -0,42 för räntefonderna. Under uppgången hade hedgefonderna alltså en klart bättre avkastning per riskenhet. Det genomsnittliga betat för hedgefonderna är 0,145 mot -0,115 för räntefonderna. Det är alltså ungefär samma förhållande som under hela mätperioden. Det genomsnittliga Jensen-alfa för hedgefonderna är

0,77 procent mot räntefondernas -0,18 procent. Det innebär att hedgefonderna har bättre avkastning än räntefonderna i förhållande till vad som kan förväntas av CAPM. Hedgefonderna har således ett bättre Jensen-alfa i uppgångsfasen än under hela mätperioden. Den genomsnittliga korrelationen med marknaden för hedgefonderna är 0,336 under uppgångsfasen mot 0,0001 för räntefonderna. Det är värt att notera att det är stor spridning mellan de olika räntefondernas korrelationer med marknaden, vilket gör att medelvärdet kan vara missvisande. Räntefonderna har i alla fall betydligt större korrelation med marknaden under uppgången än under hela mätperioden. Treynorkvoten för hedgefonderna är under uppgångsfasen i genomsnitt -0,025 mot räntefondernas 0,17. Båda alternativen har alltså betydligt sämre riskjusterad avkastning i förhållande till beta under uppgångsfasen än under hela mätperioden. Det beror troligtvis på att både hedgefonder och räntefonder presterar något bättre i förhållande till marknaden när aktiemarknaden går ner än när den går upp.

Diagram 3 Hedgefondernas och räntefondernas avkastning jämfört med SSVX90 och AFGX



6.3 Analys av nedgångsfasen

Under nedgångsfasen hade hedgefonderna en årlig avkastning på -1,71 procent. Det fanns dock stora skillnader mellan avkastningarna för de olika fonderna. Räntefonderna gjorde under nedgångsfasen mycket bättre ifrån sig, den genomsnittliga årliga avkastningen var 6,9 procent. Den genomsnittliga standardavvikelsen för hedgefonderna var under nedgångsfasen 4,68 procent, alltså något högre än under uppgångsfasen. Detta är naturligt då marknaderna varit mycket volatila under andra halvan av 2007 och hela 2008. För räntefonderna var motsvarande siffra 3,3 procent alltså även här något högre än under uppgångsfasen. Sharpekvoten var -0,279 för hedgefonderna under nedgångsfasen, alltså en mycket stor försämring jämfört med uppgångsfasen. För räntefonderna var motsvarande siffra 0,237, alltså klart bättre än under uppgångsfasen. Räntefonderna verkar alltså ha större förmåga att generera riskjusterad avkastning jämfört med hedgefonderna under en nedgång. Beta för hedgefonderna var under nedgångsfasen 0,189, alltså högre än under uppgången. Hedgefonderna hade alltså något större samvariation med marknaden under nedgången jämfört med uppgången. Beta för räntefonderna var under nedgångsfasen -0,305, alltså mycket lägre än under uppgångsfasen. Räntefonderna har alltså lägre marknadsrisk under nedgångsfasen än under uppgångsfasen vilket är naturligt eftersom räntefonderna går bättre när räntorna sjunker. Jensen-alfa för hedgefonderna är 0,89 procent under nedgångsfasen, alltså något bättre än under uppgångsfasen. Det innebär att de har något större förmåga att generera mer avkastning än vad som förväntas av CAPM under en nedgångsfas. För räntefonderna är motsvarande siffra -1,15 procent, alltså sämre än under uppgångsfasen. Den genomsnittliga korrelationen med marknaden är för hedgefonderna 0,214 under nedgångsfasen, alltså betydligt lägre än under uppgångsfasen, vilket naturligtvis är något positivt. För räntefonderna är motsvarande siffra 0,58, alltså avsevärt högre än under uppgångsfasen. Trots den högre korrelationen med marknaden har räntefonderna genererat avkastning under nedgången. Treynorkvoten är för hedgefonderna -0,15, det vill säga betydligt sämre än under uppgångsfasen. Det är dock naturligt att den riskjusterade avkastningen i förhållande till marknadsrisken är sämre under en nedgångsfas, eftersom marknadsrisken ökar. För räntefonderna var Treynorkvoten -3,82 procent under nedgångsfasen, också något sämre än under uppgångsfasen.

7. Slutsats

7.1 Författarnas slutsatser

Syftet med vår uppsats är att jämföra avkastningen från svenska räntefonder med avkastningen från svenska hedgefonder under perioden 2003 till 2008. Undersökningen ska fungera som en rådgivning för den passive investeraren som är ansvarig för ett företags likviditetshantering. Mätperioden delades in i en uppgångsfas och en nedgångsfas. Världsekonomin har sedan mitten av 2007 befunnit sig i kris och det är rimligt att anta att det finns en skillnad i hur de olika investeringsformerna presterar i goda respektive dåliga tider.

Hedgefonder räknas som specialfonder eftersom de inte har andra krav på skuldsättningsgrad och diversifiering än traditionella fonder. Hedgefonder har som mål att generera vinst oavsett börs klimat, detta försöker de uppnå genom att ta både långa och korta positioner i aktier och andra tillgångar. Det finns många olika strategier för att förvalta en hedgefond, men de har den gemensamma nämnaren att de ska ge hög avkastning utan att ta alltför stora risker. I praktiken har det dock inte fungerat så, många hedgefonder tar stora risker vilket har resulterat i att många har blivit kortlivade på marknaden. Det mest kända exemplet är den amerikanska hedgefonden LTCM som gick under trots att den förvaltades av två nobelpristagare i ekonomi. Hedgefonder kännetecknas av höga inträdesbarriärer och höga förvaltningsavgifter, vilket gör dem mindre lämpade för dem som endast vill investera ett mindre kapital. I vår studie har vi använt oss av 17 svenska hedgefonder som förvaltas av både av stora och välkända bolag samt några mindre aktörer.

Räntefonder räknas till skillnad från hedgefonder som en traditionell investeringsform. De investerar främst i räntebärande tillgångar som är utgivna av stater och kreditvärdiga bolåneinstitut med flera. Det vanligaste är att de investerar i statsobligationer. Det finns både korta och långa räntefonder, samt blandfonder som investerar i en blandning av korta och långa räntebärande tillgångar. I vår studie har vi använt oss av 20 svenska räntefonder som främst investerar i svenska statspapper, men även några som även investerar i europeiska statsobligationer.

Undersökningen visar att hedgefonderna presterade mycket bättre i uppgångsfasen än i nedgångsfasen. Räntefonderna hade i genomsnitt negativ avkastning under uppgångsfasen. Under nedgångsfasen hade hedgefonderna däremot en något negativ avkastning i genomsnitt, men tack vare lägre korrelation med marknaden under nedgången hade de inte alls lika dålig utveckling som Stockholmsbörsen. Även Fung et al. visade att hedgefonder har en låg korrelation med marknaden. Då deras mål trots allt är att generera avkastning oavsett börs klimat får vi dra slutsatsen att de har misslyckats med det. Som Eidolf sade är det inte så imponerande att i en börsuppgång generera avkastning när man i huvudsak har lång position på marknaden. Desto svårare är det att veta när man ska gå kort och i vilka tillgångar. Räntefonderna presterade mycket bättre under nedgångsfasen än under uppgångsfasen. Den här utvecklingen är föga förvånande då börsnedgång leder till räntefall vilket initialt gynnar räntefonderna, vars avkastning då blir högre relativt andra sparformer. Det finns dock anledning att, som Jonas Lindmark, tro att räntefondernas avkastning kommer att minska framöver när räntorna fortsätter att vara låga och räntefonderna måste investera i nya obligationer med lägre ränta.

Så vad bör då den passive och riskaverte investeraren välja? För att kunna besvara frågan krävs det att hänsyn tas till svagheter med vår undersökning. För det första lider urvalet av hedgefonder av så kallad survivorship bias, det vill säga att de hedgefonder som kommit med i studien är de som överlevt, således blir den genomsnittliga avkastningen högre än vad som skulle ha framkommit om även de som lagts ner hade tagits med. Den andra stora svagheten är att det, som Jonas Lindmark påpekade, kanske inte är helt relevant att jämföra hedgefonder med räntefonder då de har något olika profiler. Hedgefonder och räntefonder är naturligtvis inte heller de enda alternativen för en riskavert investerare, det finns flera andra investeringsformer med låg risk. En av dem är aktieindexobligationer, som vi från början hade tänkt inkludera i studien.

Slutsatsen blir att undersökningen får betraktas som en intressant studie av två investeringsformer, som inte nödvändigtvis går att jämföra rakt av. Räntefonder är mest intressant för den som vill ha en säker placering, speciellt när man tror att räntorna på sikt kommer att gå ner. Räntefonder är likvida och kan lätt omsättas i kontanta medel, de är därmed ett alternativ till vanliga sparkonton men vanligtvis med bättre ränta. Hedgefonder är däremot mer intressant för den som vill investera ett större kapital, först då är det lönsamt när

hänsyn tas till alla avgifter. Det är även viktigt att investeraren väljer ut hedgefonder som verkar pålitliga och med rimliga avgifter. Det innebär även att det kanske inte är den bästa lösningen för den passive investeraren att välja, då hedgefonderna kräver ett visst mått av kunskap och bevakning. Som alltid är det diversifiering och sunt förnuft som gäller, oavsett vilken investeringsform man väljer.

7.2 Förslag på framtida forskning

Under studiens genomförande har vi stött på en del intressanta frågor och aspekter som ligger utanför ramen för vår studie. Det vore intressant att i framtiden utföra någon av följande undersökningar.

- I. Syftet med vår studie var initialt att även ta med aktieindexobligationer i undersökningen. I och med tidsbrist valde vi att utesluta denna investeringsform. Vi tycker dock fortfarande att det skulle ha varit intressant att ha med även aktieindexobligationer i undersökningen då även denna investeringsform skulle kunna passa den passiva försiktiga investeraren.
- II. Vår undersökningsperiod sträcker sig från januari 2003 till december 2008. Den här perioden har vi även delat in i två subperioder med en uppgångsfas som sträcker sig från januari 2003 till och med andra kvartalet 2007, och en nedgångsfas som sträcker sig från juli 2007 till och med december 2008. Då nedgångsfasen har fortsatt in på 2009 hade det varit önskvärt att förlänga studien till det att marknaden hade haft sin botten och börjat återhämta sig. Därmed hade man fått med en hel konjunkturcykel och flera observationer som underlag. Nedgångsfasen hade varit längre och möjligen skulle flera slutsatser kunna dras.
- III. Vidare skulle det vara intressant att dela in hedgefonderna i olika kategorier efter vilka strategier de använder. Därefter skulle man jämföra deras prestationer med varandra för att undersöka om vissa strategier ofta presterar bättre än andra. Man skulle även kunna ta hänsyn till fondförvaltaren för att se hur fondförvaltarens skicklighet påverkar prestationerna.

8. Källförteckning

8.1 Publicerade källor

8.1.1 Litteratur

- Anderlind Paul., Holm Magnus., Eidolf Erik. & Sommerlou, Per (2003)
Hedgefonder 1:3 upplagan, Academia Acta AB, Lund
- Barber, Brad & Leftwich, Richard (2000), "Att mäta riskjusterad portföljvinstkastning", i SNS Förlag & Finans Tidningen, *Modern Finansiell Ekonomi*, SNS Förlag, Borås
- Bryman, Alan & Bell, Emma (2005), *Företagsekonomiska forskningsmetoder*.
1 uppl. Liber. Malmö.
- Byström, Hans (2007), *Finance: Markets, Instruments & Investments*,
Studentlitteratur AB, Polen
- De Ridder, Adri (2002), *Effektiv kapitalförvaltning*, Norstedts Juridik AB, Stockholm
- Dimson, Elroy (2000), "Kapitalbudgetering med betavärde", i SNS Förlag & Finans Tidningen, *Modern Finansiell Ekonomi*, SNS Förlag, Borås
- Krugman, Paul (2008), *The return of depression and the crisis of 2008*, Penguin Books Ltd,
London, England
- Körner, Svante & Wahlgren, Lars (2006), *Statistisk dataanalys*, 4 uppl.,
Studentlitteratur, Lund
- Patel, Runa & Davidson, Bo (1994), *Forskningsmetodikens grunder*
- Att planera, genomföra och rapportera en undersökning. 2 uppl.
Studentlitteratur. Lund.

8.1.2 Artiklar

Ackerman, Carl. McEnally, Richard & Davenscraft David. (1999), The performance of hedge funds: risk, return and incentives, *Journal of Finance*, Volume 54, No 3, s 833-874

Brown, Stephen J. Goetsmann, William. Ibbotson, Roger G, Ross Stephen A. (1992) Survivor bias in Performance studies, *Review of Financial Studies*

Ferruz, Luis. Sarto, José & Vargas, Maria. (2003) "Analysis of Performance Persistence in Spanish Short-Term Fixed Interest Investment Funds (1994–2002)", *European Review of Economics and Finance*, Vol. 2, No. 3, pp. 61–75

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

Grinblatt, Mark & Titman, Sheridan. (1992) The persistence of mutual fund performance, *Journal of Finance*, Volume 47, No 5

Jensen, Michael C. (1968) "The performance of mutual funds in the period 1945-1964", *Journal of Finance*, Volume 23, No2, s 389-416

Johannisson, Emma. (2009) "Riksbanken om nya räntan", *Svenska Dagbladet*, 2009-04-21

"Korta räntefonder är besvikna sparares melodi", *Dagens Industri*, 2009-02-27

Liang, Bing. (1999) "On the performance of Hedge Funds", *Financial Analysts Journal*, Volume 55, No 4, s 72-85

Lindmark, Jonas. (2006) (a) "Var realist när du väljer hedgefond", *Morningstar*, 2006-11-24

Lindmark, Jonas. (2006) (b) "Tre alternativ till vanlig räntefond", *Morningstar*, 2006-02-17

Markowitz, Harry. (1952) "Portfolio selection", *The Journal of Finance*, Vol. 7 No 1.

"Mycket lägre avkastning från räntefonder framöver", *Morningstar*, (2009) (a)

Nyberg, Lars. (2006) "Nyberg: Är hedgefonder farliga?", *Sveriges Riksbank*

Ode, Oskar. (2009) "FI och Riksbankens svar till EU-kommissionen", *Finansinspektionen*, 2009-02-04

Pimlott, Daniel. (2009) (a) "Deflation bites UK as RPI goes negative", *Financial Times*, 2009-04-21

Pimlott, Daniel. (2009) (b) "Worst of recession over, says CBI", *Financial Times*, 2009-04-20

Rappeport, Alan. (2009) "US economy falls 6.3% in fourth quarter", *Financial Times*, 2009-03-26

Saers, Erik. (2004) Marknadstillsyn 2004, *Finansinspektionen*

Sharpe, William F. (1994) "The Sharpe Ratio", *Journal of Portfolio Management*, Volume 21, No 1, s 49-59

Thulin, Carl. (2008) "Sämsta börsåret någonsin", *Dagens Industri*, 2008-12-30

8.2 Elektroniska källor

AMF Pension Räntefond Sverige

http://www.amf.se/upload/Dokument/PDF/Fondfaktablad/Fondfakta_RF_Sverige.pdf (2009-04-23)

Banco Hedge

<http://www.banco.se/Fondtorget/Fonder/fondoversikt/produktblad.aspx?id=35>
<http://funds.mfex.se/pdf/SE0000709131.pdf> (2009-04-21)

Brummer Futuris

<http://www.brummer.se/Single-Strategy/Futuris/> (2009-04-23)

Brummer Manticore

<http://www.brummer.se/Single-Strategy/Manticore/Manticore/> (2009-04-21)

Brummer Nektar

<http://www.brummer.se/Single-Strategy/Nektar/> (2009-04-21)

Brummer & Partners

<http://www.brummer.se/Om-Oss/Organisation/> (2009-04-21)

Brummer Zenit

<http://www.brummer.se/Single-Strategy/Zenit/Zenit/> (2009-04-21)

Cicero Hedge

<http://www.cicerofonder.se/vara-fonder/hedge.html> (2009-04-25)

Consepio

<http://www.consepio.se/web/page.aspx?pageid=43111> (2009-04-22)

Danske Invest Sverige Likviditet

http://www.danskeinvest.se/pdf/brochure_SE_1121.pdf (2009-05-03)

Danske Invest Sverige Obligation

<http://secure.ppm.nu/fundfact/901603.pdf> (2009-05-02)

Eikos

<http://www.hlunden.se/eikos> (2009-04-23)

Enter Trend Räntefond

<http://enterfonder.se/page.jsp?node=111> (2009-05-12)

Erik Penser Hedge

<http://www.penserfonder.se/index.jsp?id=32> (2009-04-21)

Erik Penser Obligationsfond

[http://www.penserfonder.se/index.jsp?id=431 - 25k](http://www.penserfonder.se/index.jsp?id=431-25k) (2009-04-22)

Folksam Obligationsfond

[http://www.avanza.se/aza/press/press_article.jsp?article=17301 - 94k](http://www.avanza.se/aza/press/press_article.jsp?article=17301-94k) (2009-05-01)

Graal

<http://www.aktieansvar.se/artiklar/varafonder/graal/> (2009-04-24)

Handelsbanken Avkastningsfond

<http://www.avanza.se/aza/fonder/fondguiden.jsp?orderbookId=2076> (2009-05-01)

HQ Likviditetsfond

<http://www.hq.se/sv/HQ-Fonder/Varafonder/Rantefonder/HQ-Likviditetsfond-/> (2009-05-27)

Lannebo Likviditet

http://www.lannebofonder.se/LFTemplates/FundPage____176.aspx?epslanguage=SV (2009-05-27)

Lynx Silver

http://www.lynxhedge.se/Default_se.aspx

http://www.lynxhedge.se/bilagor/Lynx_Faktablad_mars_08.pdf (2009-04-22)

Länsförsäkringar Euroobligationsfond

http://www.lansforsakringar.se/privat/bank/spara_o_placera/fonder/oversikt/sidor/default.aspxfaktablad_lf_euroobligationsfonden.pdf (2009-05-10)

Länsförsäkringar Obligationsfond

<http://www.avanza.se/aza/fonder/fondguiden.jsp?orderbookId=2088&savingsCase=AVANZA> (2009-05-01)

Nordea European Equity Hedge

Årsberättelse 2008 (på uppdrag från KPMG 12 februari 2009): Nordea European Equity Hedge Fund (2009-04-23)

Nordea Institutionella Räntefond Långa Placeringar

http://www.nordea.se/sitemod/nordea_all/modules/ReverseProxy/Default.aspx?pid=785762&rw=1&url=/nordic/InfoOverview.aspx?isin=SE0000524415&subcategoryname=Svensk%20%C3%A4nta&buybuttonlink=&solution=4800ff644f14&catid=0&buyBtn=on&mode=on
(2009-05-01)

Nordea Obligationsfond

<http://209.85.129.132/search?q=cache:6gsyULhWZCwJ:https://http://www.nordnet.se/mux/web/fonder/fondfakta.html%3Fclassid%3DCLE00011501%26ppm%3D0%26nobuy%3D1%26nm%3DNordea%2BObligationsfond+nordea+obligationsfond&cd=6&hl=sv&ct=clnk&gl=se>
(2009-05-06)

P&N Yield

http://www.yield.se/Exego.aspx?p_id=300 (2009-05-03)

RAM One

<http://www.ramrational.com/investeringsfilosofi.asp> (2009-04-22)

SEB Hedge Fixed Income

http://www.seb.se/pow/wcp/index.asp?ss=/pow/wcp/templates/sebarticle.cfmc.asp%3Fduid%3DDUID_89C14DFE7D8E31CCC1256F310051734D (2009-05-12)

SEB Obligationsfond SEK

http://www.seb.se/pow/fmk/2500/produktblad/p_SEB-STOB.pdf (2009-05-27)

SEB Stiftelsefond Obligation SEK

http://www.seb.se/pow/fmk/2500/produktblad/p_SEB-STOB.pdf (2009-05-01)

SHB Europa Hedge Selektiv

<http://shb.ecovision.se/Fund/productsheet/Default.aspx?locale=sv-SE&id=svSEFN909967&from=FundSite,fundSite> (2009-04-21)

Skandia Kapitalmarknadsfond

<http://www.nordnet.se/mux/web/fonder/fondfakta.html?classid=CL00012068&nobuy=1&nm=Skandia+Kapitalmarknad> (2009-05-04)

Swedbank Robur IP Räntefond

<http://www.swedbankrobur.se/upload/pdf/fondbest/SV/IPR.pdf> (2009-05-08)

Swedbank Robur Realräntefond

<http://secure.ppm.nu/fundfact/666552.pdf> (2009-05-13)

Swedbank Robur Räntefond Europa

<http://www.avanza.se/aza/press/aktie.jsp?orderbookId=836 - 23k> (2009-05-15)

Swedbank Robur Räntefond Sverige

<http://www.avanza.se/aza/fonder/fondguiden.jsp?orderbookId=2020&savingsCase=AVANZ A - 23k> (2009-04-25)

Tanglin

<http://www.tanglin.se/fonden.html> (2009-04-21)

<http://www.rantefonder.com> (2009-05-19)

<http://www.konsumentbankbyran.se> (2009-05-18)

<http://www.affarsvarlden.se> (2009-04-24)

<http://www.riksbank.se> (2009-04-26)

”Dokument över hedgefonder som fanns den 1 januari 2003”, skickad av Anna Ärlig,

<http://www.fi.se> (2009-05-20)

8.3 Databaser

Six Trader Client

ELIN Lund (<http://www.lub.lu.se>)

8.4 Muntliga källor

Susanne Arvidsson, Ekonomie Doktor vid Lunds universitet,
Föreläsning 2009-04-06, 2009-04-07

Lindmark, Jonas, Analyschef, Morningstar Sverige.
Intervju genomförd 2009-05-25

Nyqvist, Hanna, Finansinspektör, Finansinspektionen.
Intervju genomförd 2009-05-26

Eidolf, Erik Verkställande Direktör Norden, Harcourt Investment Consulting AB.
Intervju genomförd 2009-05-25

Bilaga 1

Information om hedgefonder i vår studie:

Banco Hedge	
Investeringsstrategi	Fonden använder sig av en multistrategi som investerar i värdepapper, derivat, fondandelar samt konto i kreditinstitut på de svenska och utländska aktiemarknaderna.
Förvaltningsavgift	Fast avgift på 1,1 % per år och en prestationsbaserad avgift som beräknas utifrån 20 % av avkastningen OMRX-TBILL. En uttagsavgift på 0,25 % tillkommer också.
Minsta insättningsbelopp	4000 SEK eller autogiroinsättningar varje månad på minst 300 SEK
Förvaltad kapital	362,5 MSEK
För mer information se http://www.banco.se	

Brummer Futuris	
Investeringsstrategi	Fonden är en lång/kort aktiebaserad hedgefond som främst fokuserar på Norden.
Förvaltningsavgift	Den fasta avgiften är 1 % per år och den prestationsbaserade 20 % av avkastning som överstiger 90 dagars EURIBOR.
Minsta insättningsbelopp	Satt i utländsk valuta till 100 000 EURO
Förvaltad kapital	4 100 MSEK per den 28 februari 2009
För mer information se http://www.brummer.se	

Brummer Manticore	
Investeringsstrategi	Är att identifiera felvärderade aktier inom den globala teknologisektorn med inriktning på media och informationsteknologi.
Förvaltningsavgift	Den fasta avgiften uppgår till 1 % per år och den prestationsbaserade är beräknat på 20 % av avkastningen som överstiger 90 dagars SSVX.
Minsta insättningsbelopp	Vid första tillfället 500 000 SEK
Förvaltad kapital	1 350 MSEK per den 28 februari 2009
För mer information se http://www.brummer.se	

Brummer Nektar

Investeringsstrategi	Nektar använder sig av en marknadsneutral strategi som placerar i derivatinstrument, blankning samt terminer baserade utifrån kvantitativa analyser.
Förvaltningsavgift	Fast avgift på 1 % per år och en prestationsbaserad avgift på 20 % av avkastningen som överstiger 90 dagars SSVX.
Minsta insättningsbelopp	500 00 SEK
Förvaltad kapital	7 097 MSEK per den 28 februari 2009
För mer information se http://www.brummer.se	

Brummer Zenit

Investeringsstrategi	Zenit är en lång/kort aktiebaserad hedgefond som gör placeringar globalt.
Förvaltningsavgift	Fst avgift på 1 % per år och en prestationsbaserad avgift på 20 % av avkastningen som överstiger 90 dagars SSVX.
Minsta insättningsbelopp	500 000 SEK
Förvaltad kapital	6 874 MSEK per den 28 februari 2009
För mer information se http://www.brummer.se	

Cicero Hedge

Investeringsstrategi	Cicero är en lång/kort aktiebaserad hedgefond.
Förvaltningsavgift	Fast avgift på 1 % per år och en prestationsbaserad avgift på 20 % av avkastningen som överstiger 90 dagars STIBOR.
Minsta insättningsbelopp	25 000 SEK
Förvaltad kapital	Ingen uppgift ⁸⁴
För mer information se http://www.cicero.se	

Consepio

Investeringsstrategi	Är en lång/kort aktiebaserad hedgefond som främst investerar i nordiska aktier.
Förvaltningsavgift	En fast avgift som uppgår till 0,8 % per år och en prestationsbaserad avgift på 15 % på fondens positiva totalavkastning.
Minsta insättningsbelopp	1 000 000 SEK vid första investeringstillfället
Förvaltad kapital	743 MSEK per den 31 december 2008
För mer information se http://www.consepio.se	

⁸⁴ Enligt morningstar.se

Eikos	
Investeringsstrategi	Placerar främst i fondpapper, penningmarknadsinstrument, derivatinstrument, på konto hos kreditinstitut samt i fondandelar i Norden och i Europa. Fonden är sedan årsskiftet stängd för nytt kapital.
Förvaltningsavgift	Fast avgift om 0,9 % av fondens värde per år och en prestationsbaserat arvode om 20 % av den del av totalavkastningen som överstiger 90 dagars SSVX.
Minsta insättningsbelopp	500 000 SEK
Förvaltad kapital	Ingen uppgift
För mer information se http://www.hlunden.se	

Erik Penser	
Investeringsstrategi	Placerar främst i de svenska aktie- och räntemarknaderna, men kan även göra utländska placeringar.
Förvaltningsavgift	Fast avgift på 1 % per år och en prestationsbaserad avgift på 20 % av avkastningen som överstiger OMRX-TBILL.
Minsta insättningsbelopp	5 000 SEK (minst 5 år)
Förvaltad kapital	425 MSEK per den 30 juni 2008
För mer information se http://www.penserefonder.se	

Graal	
Investeringsstrategi	Fonden placerar i fondpapper, penningmarknadsinstrument, derivatinstrument, fondandelar samt på konto i kreditinstitut.
Förvaltningsavgift	Fast avgift på 0,75 % per år och en prestationsbaserad avgift på 20 % av avkastningen som överstiger OMRX-TBILL.
Minsta insättningsbelopp	100 000 SEK
Förvaltad kapital	4 751 MSEK per den 28 februari 2009
För mer information se http://www.aktieansvar.se	

Lynx Silver	
Investeringsstrategi	Lynx strategi går ut på att till stor del investera i terminkontrakt och med hjälp av olika kvantitativa metoder ska fonden kunna förutspå prisförändringar på marknaden.
Förvaltningsavgift	Fast avgift på 1 % per år och en prestationsbaserad avgift på 20 % av avkastningen som överstiger 90 dagars SSVX.
Minsta insättningsbelopp	500 000 SEK
Förvaltad kapital	13 490 MSEK per den 28 februari 2009
För mer information se http://www.lynxhedge.se	

Nordea European Equity Hedge Fund

Investeringsstrategi	Placerar främst i europeiska aktier och derivat med flexibla placeringsinriktningar på flera marknader. . Fonden har sedan hösten 2008 gått från en cyklisk exponeringsstrategi till en mer defensiv hållning.
Förvaltningsavgift	Fast avgift på 1 % och en prestationsbaserad avgift på 20 % av avkastningen som överstiger 30 dagars STIBOR.
Minsta insättningsbelopp	100 SEK
Förvaltad kapital	1 944 MSEK per den 28 februari 2009
För mer information se http://www.nordea.se	

P&N Yield

Investeringsstrategi	Placeringar sker i alla typer av bolag, men framförallt i de nordiska länderna.
Förvaltningsavgift	Årlig förvaltningsavgift är 1,0 % och den prestationsbaserade avgifter uppgår till 20 % av totalavkastningen överstigande avkastningströskeln SSVX 30 dagar.
Minsta insättningsbelopp	500 000 SEK
Förvaltad kapital	1 927 MSEK per den 1 maj 2009
För mer information se http://www.yield.se	

Ram One

Investeringsstrategi	RAM Ones strategi riktar sig främst in på långa och korta positioner utifrån kvantitativa strategier med huvudsaklig fokus på den nordiska marknaden.
Förvaltningsavgift	En årlig fast avgift på 1 % och en prestationsbaserad avgift på 20 % av bruttoavkastningen.
Minsta insättningsbelopp	1 000 000 SEK
Förvaltad kapital	2 865 MSEK den 1 januari 2009
För mer information se http://www.ramrational.com	

SEB Hedge Fixed Income

Investeringsstrategi	Placeringar sker främst i marknader för obligationer och ränteinstrument verksamma i Europa och USA.
Förvaltningsavgift	Den årliga fasta förvaltningsavgiften uppgår till 1 % och den prestationsbaserade avgiften uppgår till 20 % av totalavkastningen som överstiger fondens jämförelseränta.
Minsta insättningsbelopp	500 000 SEK
Förvaltad kapital	3 609 MSEK per den 18 februari 2009
För mer information se http://www.seb.se	

SHB Europa Hedge Selektiv (EHS)

Investeringsstrategi	SHB EHS använder sig av en blandad strategi i form av att investera i olika värdepapper, valutor, optioner terminer och andra finansiella instrument.
Förvaltningsavgift	Den fasta förvaltningskostnaden uppgår till 0,7 % och den prestationsrelaterade kostnaden uppgår till 20 % av avkastningen utöver STIBOR 30 dagar.
Minsta insättningsbelopp	50 000 SEK
Förvaltad kapital	446 MSEK per den 30 april 2009
För mer information se http://shb.ecovision.se	

Tanglin

Investeringsstrategi	Hedgefondens strategi är att investera i likvida instrument på utländska marknader, framförallt i Europa och USA.
Förvaltningsavgift	Årlig förvaltningsavgift på 1 % och en prestationsbaserad avgift på 20 % av totalavkastningen som överstiger fondens referensränta.
Minsta insättningsbelopp	500 000 SEK
Förvaltad kapital	814 MSEK per den 28 februari 2009
För mer information se http://www.tanglin.se	

Bilaga 2

Information om räntefonder i vår studie:

AMF Pension Räntefond Sverige

Investeringsstrategi	Fonden investerar i räntebärande fondpapper och penningmarknadsinstrument som ges ut av den svenska staten, bolåneinstitut och kreditvärdiga större företag.
Förvaltningsavgift	0,15 %
Största innehav	Kingdom Of Sweden (10,9 %)

Danske Invest Sverige Likviditet

Investeringsstrategi	Danske Invest Sverige Likviditet tillhör Danske Bank och investerar i korta svenska räntebärande tillgångar.
Förvaltningsavgift	0,30 %
Största innehav	Stadshypotek AB (13,84 %)

Danske Invest Sverige Obligationer

Investeringsstrategi	Fonden förvaltas av Danske Bank och placerar i svenska räntebärande tillgångar såsom obligationer.
Förvaltningsavgift	0,75 %
Största innehav	Kingdom Of Sweden (16,10 %)

Enter Trend Räntefond

Investeringsstrategi	Enter Trend placerar i obligationer samt korta räntepapper och är en så kallad flexibel räntefond. Placeringen bygger på en trendindikator som matematiskt analyserar prisrörelser och förändringar i avkastning på olika marknader.
Förvaltningsavgift	0,65 %
Största innehav	Staten Di SSVX (25,69 %)

Erik Penser Obligationsfond Sverige

Investeringsstrategi	Obligationsfonden är en mycket aktivt förvaltd räntefond som placerar i svenska ränteinstrument emitterade av staten och olika hypoteksinstitut.
Förvaltningsavgift	0,35 %
Största innehav	Swedbank Di Bac (18,40 %)

Folksam Obligationsfond

Investeringsstrategi	Fonden är en aktivt förvaltd obligationsfond som placerar i räntebärande värdepapper i svenska kronor utgivna av svenska staten, svenska kreditmarknadsbolag samt de kreditvärdiga svenska företagen.
Förvaltningsavgift	0,30 %
Största innehav	Swedebank Mortgage (10,45 %)

HQ Likviditet

Investeringsstrategi	HQ Likviditet innehåller främst korta räntepapper utgivna i svenska kronor av bland andra svenska staten och bostadsinstitut. De största innehaven är bostadscertifikat, företagscertifikat och bankcertifikat.
Förvaltningsavgift	0,30 %
Största innehav	Scafinans Di

Handelsbanken Avkastningsfond

Investeringsstrategi	Fonden är en aktivt förvaltd värdepappersfond som placerar i räntebärande värdepapper och penningmarknadsinstrument utfärdade i svenska kronor. Målet är att genom aktiva placeringar med en god riskspridning nå en avkastning som överstiger genomsnittet för den svenska räntemarknaden.
Förvaltningsavgift	0,75 %
Största innehav	Kingdom Of Sweden (13,71 %)

Lannebo Likviditet

Investeringsstrategi	Fonden är en kort räntefond som placerar i svenska räntebärande papper och finansiella instrument.
Förvaltningsavgift	0,30 %
Största innehav	Fortum (4,14 %)

Länsförsäkringar Euroobligationsfond

Investeringsstrategi	Fonden placerar i räntebärande instrument som är utgivna i euro av stater och institut med hög kreditvärdighet.
Förvaltningsavgift	
Största innehav	

Länsförsäkringar Obligationsfond

Investeringsstrategi	Obligationsfonden placerar i svenska räntebärande värdepapper med tonvikt på obligationer utgivna av svenska staten eller bostadsinstitut.
Förvaltningsavgift	0,60 %
Största innehav	Republic of France (6,85 %)

Nordea Institutionella Räntefond Långa Placeringar

Investeringsstrategi	Nordea Institutionella Räntefonden långa placeringar, Sverige, placerar i svenska räntebärande värdepapper utgivna av staten, kommuner, landsting, kreditinstitut samt företag med hög kreditvärdighet.
Förvaltningsavgift	0,25 %
Största innehav	Kingdom Of Sweden (28 %)

Nordea Obligationsfond

Investeringsstrategi	Nordea Obligationsfond är en lång räntefond. Fonden placerar i svenska räntebärande värdepapper utgivna av staten, kommuner, landsting, kreditinstitut samt företag med hög kreditvärdighet. Minst 80 procent av placeringarna skall vara utgivna av svenska emittenter och högst 20 procent av europeiska emittenter.
Förvaltningsavgift	0,75 %
Största innehav	Kingdom Of Sweden (11,89 %)

SEB Obligationsfond SEK

Investeringsstrategi	Fonden placerar i obligationer och andra räntebärande värdepapper utgivna i svenska kronor, med en genomsnittlig återstående löptid på två till åtta år.
Förvaltningsavgift	0,70 %
Största innehav	Stadshypotek AB (9,57 %)

SEB Stiftelsefond Obligation SEK

Investeringsstrategi	Fonden investerar främst i räntebärande statspapper med hög kreditvärdighet. Den riktar sig främst till stiftelser och föreningar som har behov av hög direktavkastning i form av en årlig utdelning.
Förvaltningsavgift	0,70 %
Största innehav	Kingdom Of Sweden (11,36 %)

Skandia Kapitalmarknadsfond

Investeringsstrategi	Kapitalmarknadsfonden placerar i svenska räntebärande värdepapper med långa löptider. I huvudsak består fondens investeringar av statspapper samt obligationer utgivna av bolåneinstitut.
Förvaltningsavgift	0,60 %
Största innehav	Kingdom Of Sweden (13,50 %)

Swedbank Robur IP Räntefond

Investeringsstrategi	Fonden placerar i räntebärande värdepapper som statsobligationer och statsskuldväxlar, främst i Sverige.
Förvaltningsavgift	0,70 %
Största innehav	Nordea Hypotek AB (12,53 %)

Swedbank Robur Realräntafond

Investeringsstrategi	Fonden placerar främst i realränteobligationer från stater men även i mindre utsträckning företag. Eftersom den är en realräntefond ska den ge real avkastning efter att hänsyn tagits till inflation.
Förvaltningsavgift	0,70 %
Största innehav	Kingdom Of Sweden (29,38 %)

Swedbank Robur Räntefond Sverige

Investeringsstrategi	Fonden placerar i räntebärande fondpapper och penningmarknadsinstrument utfärdade i svenska kronor av stater, i huvudsak svenska staten, bostadsinstitut och företag.
Förvaltningsavgift	0,70 %
Största innehav	Stadshypotek AB (12,92 %)

Swedbank Robur Räntefond Europa

Investeringsstrategi	Fonden investerar främst i långa räntepapper på den europeiska marknaden. Den genomsnittliga portföljlöptiden ska vara minst ett och högst 10 år.
Förvaltningsavgift	0,70 %
Största innehav	Republic of Italy (5,63 %)

Bilaga 3

Intervjuinformation

Jonas Lindmark

Organisation: Morningstar Sverige AB

Befattning: analyschef och ansvarig utgivare Morningstar Sverige

Datum: 25 maj 2009

Tid: 60 minuter

Intervjuare: Josefin Jaengkittichai

Erik Eidolf

Organisation: Harcourt Investment Consulting AB

Befattning: Verkställande direktör Norden

Datum: 26 maj 2009

Tid: 45 minuter

Intervjuare: Josefin Jaengkittichai

Hanna Nyqvist

Organisation: Finansinspektionen

Befattning: Finansinspektör för fonder och fondbolag, marknadstillsynsavdelningen

Datum: 26 maj 2009

Tid: 40 minuter

Intervjuare: Anna Larsson