



EKONOMIHÖGSKOLAN
Lunds universitet

Företagsekonomiska institutionen
Kandidatuppsats
Vårterminen 2003
Grupp 7

Stockpicking vs. Indexviktade fonder

-En jämförande studie mellan två aktivt förvaltade fondkategorier

Handledare:
Tore Eriksson

Författare:
Patrick Helander
Nils Wickelgren

Sammanfattning

- Uppsatsens titel:** Stockpicking vs. Indexviktade fonder
- En jämförande studie mellan två aktivt förvaltade fondkategorier
- Ämne:** Kandidatuppsats i Finansiering
- Författare:** Patrick Helander
Nils Wickelgren
- Handledare:** Tore Eriksson
- Syfte:** Vårt syfte med denna uppsats är att studera den rådande fondmarknaden i Sverige med fokus på aktivt förvaltade Sverigefonder. Vi vill underkategorisera aktivt förvaltade fonder efter deras placeringsstrategier i stockpicking respektive indexviktade fonder. Vi vill även ta fram bevis som förenklar kategoriseringen. Vidare vill vi jämföra avkastningen i fondkategorierna för att se vilka fonder som genererar högst avkastning och försöka påvisa att det finns ett samband mellan aktivt förvaltade fonder enligt stockpickingstrategin och överavkastning gentemot index.
- Metod:** Vi har metodmässigt delat upp denna studie i två delar. I den första delen kategoriserar vi fonderna utifrån dess karaktärsdrag som vi bland annat utläser genom att studera en rad relationstal samt studera fondens närhet till dess jämförande index. När vi sedan har ett urval av stockpickingfonder och indexviktade fonder genomför vi en kvantitativ undersökning för att bekräfta gjord kategorisering samt för att ta fram bevis för vilka fonder som kan kategoriseras som en stockpickingfond.
- Slutsatser:** Vi fastslår att det ej går att ta fram säkra bevis för vilka fonder som tillämpar en stockpickingstrategi och på så sätt skilja dem från de indexviktade fonderna. Däremot kan vi urskilja vissa särdrag som en stockpickingfond uppvisar. Vidare visar vår studie att de fonder som förvaltas enligt en stockpickingstrategi generellt sett genererar en högre avkastning.
- Nyckelord:** Aktiv fondförvaltning, fondstrategi, indexviktning, stockpicking, sverigefonder

1. Inledning	5
1.1 Bakgrund	6
1.2 Problemdiskussion	6
1.3 Syfte	7
1.4 Avgränsningar	7
1.5 Angreppssätt	8
1.6 Målgrupp	8
1.7 Disposition	8
2. Metod	10
2.1 Referensram	10
2.2 Tillvägagångssätt	10
2.3 Val av metod	11
2.3.1 Hermeneutik och positivism	11
2.3.2 Kvalitativa och kvantitativa metoder	11
2.4 Metodkritik	12
2.4.1 Validitet	12
2.4.2 Reliabilitet	13
2.5 Datainsamling	13
2.5.1 Primärdata och sekundärdata	13
2.6 Urvalsmetod	14
2.7 Felkällor	14
2.7.1 Täckningsfel	14
2.7.2 Urvalsfel och mätfel	15
2.7.3 Bearbetnings- och bortfallsfel	15
2.7.4 Andra felkällor	15
2.8 Källkritik	16
2.9 Källhänvisning	16
3. Ramverk	17
3.1 Svenska fondmarknaden	17
3.2 Fondlagar, regler och bestämmelser	17
3.2.1 Finansinspektionen	18
3.3 Beskrivning av aktiefond, räntefond och blandfond	18
3.3.1 Avkastning kontra risk	19
3.3.2 Förvaltningskostnader	19
3.3.3 Fondens andelsvärde	19
3.4 Index betydelse vid fondförvaltning	20
3.5 Indexförklaring	20
3.6 SIX	21
3.6.1 AFGX	21
3.6.2 SBXCAP	21
3.6.3 SIXPX	21
3.6.4 SIXPRX	21
3.6.5 SIXRX	22
3.7 Fondratinginstitut	22
3.7.1 Morningstar	22
4. Teoretisk bakgrund	23
4.1 Effektiva marknadshypotesen	23
4.1.1 Svag form	24
4.1.2 Mellanstark form	24
4.1.3 Stark form	24
4.1.4 Konsekvenser av effektiva marknadshypotesen	25
4.2 Portföljvalsteori	25
4.2.1 Standardavvikelse	25
4.2.2 Beta	26
4.2.3 Tracking Error	27
4.3 Den effektiva fronten och den optimala portföljen	28
4.3.1 Den effektiva fronten	28
4.3.2 Capital Market Line	28

4.3.3 Separationsteoremet	29
4.4 CAPM	29
4.5 Utvärderingsmått	30
4.5.1 Jensens Alfa.....	30
4.5.2 Sharpe-kvot	31
4.5.3 Treynor-kvoten.....	32
4.5.4 Förklaringsvärdet, R2.....	32
4.6 Sammanfattning och kritik av relevanta mått inom portföljvalsteorin	33
5. Försök till kategorisering av stockpicking- respektive indexviktande fonder	34
5.1 Tillvägagångssätt vid utplockning av fondtyperna.....	34
5.1.1 Specialnischade och indexviktande fonder.....	34
5.1.2 Stockpicking respektive indexviktade fonder.....	35
5.2 Slumpmässigt urval av de fonder som skall jämföras	37
5.3 Genomförande av den statistiska undersökning	37
6. Utfall och resultat av den statistiska undersökningen.....	39
6.1 Sammanställning av den kvantitativa undersökningen. för period 1	39
6.2 Sammanställning av den kvantitativa undersökningen för period 2.....	40
6.3 Sammanställning av den kvantitativa undersökningen för den totala tidsperioden (Period 3).....	41
7. Analys	42
8. Slutsats, kritik och förslag till vidare studier	46

Källförteckning

Bilaga 1 Fondfakta

Bilaga 2 Exempel på beräkning i den kvantitativa studien

1. Inledning

Intresset för aktier, fonder och fondsparande har ökat markant i Sverige under de senaste decennierna. I början av 1970-talet sparades 300 miljoner kronor i fonder, år 2000 hade denna siffra stigit till 900 miljarder, således en ökning med 300 000 procent på 30 år.¹ Enligt en undersökning under år 2000 ägde sex av tio svenskar andelar av någon form av värdepappersfond.² Det gör Sverige till ett av de länder som har relativt flest aktiva aktie och fondsparare. Även det faktum att vårt nya pensionssystem till viss del bygger på aktiefonder och dess utveckling gör det inte mindre intressant. Det ökade individuella ansvaret och ett större utbud av placeringsalternativ har gjort att informationsbehovet har ökat och att objektiva och jämförande studier mellan olika fonder och fondtyper typer välkomnas för att underlätta för fondspararen.

Det finns i dag ca 2000³ fonder med en rad olika placeringsinriktningar på den svenska fondmarknaden. Exempel på olika fondslag är aktiefonder, räntefonder, penningmarknadsfonder och försäkringsfonder. Bland aktiefonderna finns det en rad fondtyper som branschfonder, typ läkemedelsfonder, regionbaserade fonder typ Sverigefonder, mixfonder samt hedgefonder.

Fonder kan även delas in i aktiva och passiva baserat på hur de är förvaltade. Passivt förvaltade fonder kallas indexfonder då fondens innehav väldigt nära speglar sitt jämförande index. I indexfonder görs ofta bolagsurvalet av datorer medan i aktivt förvaltade fonder sker fondurvalet genom fundamental bolagsanalys av förvaltarna. När det gäller aktivt förvaltade fonder finns det inga uttalade tydliga underkategorier. Det betyder att oavsett fondens grad av aktiv förvaltning görs inga vidare officiella kategoriseringar. Många fondförvaltare marknadsför sina fonder som aktivt förvaltade men när man studerar deras fonds historiska kursutveckling är det mycket möjligt att fondens utveckling följer sitt jämförande index mycket nära. I andra fall ser man dock tydligt att fondens utveckling och kursrörelser skiljer sig markant från sitt jämförande index. Bland de fondförvaltarna som utger sig för att tillämpar aktiv förvaltning och där det även märks är fondkommissionären Didner & Gerge som av medierna fått uppmärksamhet för dess förmåga att under många sammanhängande år slå Stockholmsbörsens index. De säger själva att de placerar i bolag och branscher oavsett hur bolags och branschfördelningen ser ut i jämförande index. Det är därför tydligt att det finns skillnader mellan olika typer av aktiv förvaltning vilket borde möjliggöra en kategorisering.

De aktivt förvaltade fonderna är oftast förknippade med en högre förvaltningskostnad då förvaltarna tar betalt för den extra aktivitet de lägger ner i förvaltningen. Rimligen borde avkastningen i en sådan fond avvika positivt från utvecklingen i ett marknadsindex, i annat fall hade kapitalet kunnat placeras i en indexförvaltd fond till en lägre avgift. Dock visar tidigare gjorda undersökningar att det inte finns något samband mellan förvaltningskostnad och dess avkastning.⁴ En stor del av de fonder

¹ <http://www.fondbolagen.se>, Hämtat den 2003-05-07

² <http://www.ppm.se>, Hämtat den 2003-05-07

³ <http://www.fondbolagen.se>, Hämtat den 2003-05-07

⁴ Persson, M. Gammal fondsuccé ger ingen framtidsgaranti, Aktiespararen, nr 11,2000

som marknadsför sig som aktiva går lika bra eller sämre än sina jämförelseindex, 70 procent av alla fonder går sämre än sina jämförelseindex.⁵

1.1 Bakgrund

Vi anser att det är rimligt att skilja på olika typer av aktiv fondförvaltning och att en kategorisering av aktivt förvaltade fonder är av största vikt för fondspararen. För att underlätta för läsaren har vi inledningsvis valt att egenhändigt definiera de två underkategorier till aktivt förvaltade fonder som vi tror oss kunna urskilja. Definitionerna finns inte tidigare angivna i litteratur utan vi har valt att definiera fondtyperna efter deras placeringsfilosofier. De placeringsrelaterade begrepp vi här definierar och som vi löpande i texten använder är indexviktade fonder och stockpickingfonder.

Indexviktad fond: *En aktiv förvaltd fond där fondförvaltaren utgår ifrån ett i förväg bestämt index.* Beroende på vilka bolag eller branscher förvaltaren för tillfället har en speciell uppfattning om så "viktar" han sin portfölj med utgångspunkt från denna uppfattning. Om förvaltaren tror på en positiv utveckling för en speciell bransch eller ett särskilt bolag så lägger han en större "vikt" hos just denna i sin portfölj i jämförelse med index. Denna bransch eller företag blir då överviktad i jämförelse med det jämförande indexet. Misstror förvaltaren istället ett visst bolag eller bransch underviktas dessa jämfört med index. Målet med denna strategi är skapa överavkastning gentemot index genom att göra avvikelser från index som tillför mervärde för fonden.

Stockpickingfond: *En aktiv förvaltd fond där fondens innehav utgörs av de bolag som placeraren genom fundamental bolagsanalys tror mest på, detta oavsett hur jämförande index är viktat.* Förvaltningsstrategin är aktiv och målet är att nå en så hög avkastning som möjligt till en begränsad risk genom att placera oberoende av index. För denna fondtyp har vi inte funnit någon bra svensk översättning och vi har därför valt att använda oss av detta engelska begrepp.

I det vi kallar stockpickingfonder skiljer sig placeringsstrategin sig från indexfonder genom att placeringar sker oberoende av hur olika branscher och företag är viktat i ett jämförande index. Genom fundamental bolagsanalys eller teknisk aktieanalys görs placeringar i de företag som för tillfället känns undervärderade och som förväntas öka i värde, på kort eller lång sikt. Om man gör en jämförelse mellan stockpickingfonder och indexviktade fonder så skulle en stockpickingfond rent teoretiskt kunna få en 100 procentig vikt av ett enda bolag i sin portfölj om förvaltaren har en väldigt stark tilltro till just detta bolag.

1.2 Problemdiskussion

Idag finns en rad kategoriseringar på den svenska fondmarknaden. I de flesta fall så är kategoriseringen klar och det framgår tydligt vad som ingår i de olika kategorierna. När det gäller aktivt förvaltade fonder tycker vi dock att underkategoriseringar bör göras. Detta för att kategorin spänner över ett mycket stort antal fonder och vi anser

⁵ Österlund, Å. Genombrott för börshandlade fonder, *Option*, nr 1 2001.

att fondförvaltarna tillämpar åtminstone två olika strategier på dessa aktivt förvaltade fonder. Vi vill studera dessa aktivt förvaltade fonder för att se om det är möjligt att vidare indela dessa i indexviktare och stockpickingfonder.

Vi vill dessutom försöka påvisa om det finns ett samband mellan aktivt förvaltade fonder enligt stockpickingstrategin och överavkastning, d.v.s. om dessa fonder ger högre avkastning än andra aktivt förvaltade fonder. Detta gör att en rad frågor måste ställas vilket leder fram till den huvudsakliga frågeställningen:

Hur skiljer sig kursutvecklingen mellan stockpickingfonder och indexviktade fonder?

För att utreda detta krävs ytterligare en frågeställning:

Har stockpickingfonderna några tydlig karaktärsdrag som gör att det är möjligt att särskilja dem från indexviktade fonder?

1.3 Syfte

Vårt syfte med denna uppsats är att studera den rådande fondmarknaden i Sverige med fokus på aktivt förvaltade Sverigefonder. Vi vill underkategorisera aktivt förvaltade fonder efter deras placeringsstrategier i stockpicking respektive indexviktade fonder. Vi vill även ta fram bevis som förenklar kategoriseringen. Vidare vill vi jämföra avkastningen i fondkategorierna för att se vilka fonder som genererar högst avkastning och försöka påvisa att det finns ett samband mellan aktivt förvaltade fonder enligt stockpickingstrategin och överavkastning genemot index.

1.4 Avgränsningar

Vi begränsar oss till att enbart studera Sverigefonder som förvaltas av fondbolag vars huvudsäte är i Sverige. Vidare skall fondernas innehav mestadels utgöras av bolag som är noterade på Stockholmsbörsen. Med huvudsak menar vi att minst 75 % av fondbolagets innehav skall utgöras av Sverigenoterade bolag. Ett ytterligare krav vi ställt är att fondbolaget som är ansvarig för fondens placeringar skall stå under tillsyn av finansinspektionen. Vidare skall fonderna vara aktiefonder vilket innebär att de endast skall investera i aktier och inte till exempel i valuta eller räntepapper. Undantag görs för de fonder som tillfälligtvis placerar sina likvida tillgångar i räntebärande papper.

Optimalt hade varit att jämföra alla fonder som placerar enligt de strategier vi vill undersöka. Vi har dock av tidsbrist valt att begränsa antalet fonder i vårt arbete till max tjugo fonder fördelat på 10 stockpickingfonder samt tio indexviktade fonder. Vår kvantitativa undersökning begränsar vi till att gå ca fem år tillbaka i tiden, det vill säga till början av 1998. Att vi valt att studera fonderna under fem år beror på att det under denna tid varit mycket turbulent på aktiemarknaden. Vi studerar fonderna både i en uppgångsfas och en nedgångsfas vilket är mycket intressant ur fondspararsynpunkt. Framåt i tiden är begränsningen april 2003. Ytterligare begränsningar är att endast de fonder som i dagsläget (den 10 maj 2003) är verksamma finns med i vår studie samt att vi i vår studie bortser från fondavgiftens påverkan på fondutveckling.

1.5 Angreppssätt

Angreppssättet i denna fondstudie består främst av två delar. I den första delen av studien, i kapitel fem, kommer vi att lägga tyngdpunkten på att plocka ut ett antal fonder enligt våra gjorda begränsningar. Bland dessa gör vi sedan ett urval så att vi får fram de indexviktande samt de stockpickingfonder som vi i del två skall basera den kvantitativa studien på.

I arbetets andra del, i kapitel sex, jämför vi de två framtagna fondkategorierna med varandra för att se om det finns några skillnader respektive likheter mellan dem. Det gör vi genom att på fondernas kurshistorik genomföra en statistisk undersökning. Vi skall räkna fram en rad relationstal och jämföra fondernas kursutveckling över tiden. Vi ämnar även studera fondernas närhet till index under den stora uppgångsfasen på Stockholmsbörsen, 1998 till mars 2000 samt den därefter kraftiga nedgångsfasen som i princip varat till dags datum (april 2003).

1.6 Målgrupp

Denna uppsats riktar sig främst till universitets- och högskolestudenter inom ämnena företags- eller nationalekonomi. Arbetet vänder sig även till personer som är intresserade av aktier och fonder som har en viss förkunskap inom ämnet finansiell ekonomi såsom aktiva fondsparare, kapitalförvaltare eller lärare som undervisar inom relaterade ämnesområden.

1.7 Disposition.

I kapitel två som är ett metodkapitel tar vi upp de metoder som vi i vårt arbete använt oss av samt diskuterar vår referensram, vårt tillvägagångssätt samt hur vi har gjort vårt fondurval. Under kapitel två tar vi även upp en del relevanta vetenskapsteorier samt metod- och källkritik.

Kapitel tre utgör ett ramverk där vi beskriver den svenska fondmarknaden. Vi tydliggör vilka spelregler som fondförvaltarna måste följa i form av lagar och förordningar samt beskriver kort fondmarknadens kontrollorgan, finansinspektionen. Vidare tar vi upp och förklarar de vanligaste förekommande indexen samt en rad andra för vårt arbete relevanta termer och begrepp.

Kapitel fyra utgörs av den obligatoriska teoridelen. Vi tar här upp en rad portföljvalsteorier som till exempel EMH (effektiva marknadshypotesen) samt relationen mellan risk och avkastning. Vidare tar vi upp och beskriver relationstal såsom alfa, beta, R^2 , TE samt sharpe-kvoten.

I kapitel fem beskriver vi processen hur vi har gått tillväga när vi har plockat fram de två fondkategorierna som vi sedan jämfört. Vi beskriver hur fondurvalet och kategoriseringen är gjord. Vidare beskriver vi i kapitel fem hur vi samlat in fonddata för att möjliggöra den statistiska undersökningen.

I kapitel sex beskriver vi genomförandet av den statistiska undersökningen samt presenterar empirin därutav. I kapitel sju analyserar och sammanfattar vi

undersökningsresultaten samt presenterar de slutsatser och mönster som framkommit i studien. Avslutningsvis sammanfattas hela arbetet och förslag på vidare forskning ges i kapitel åtta.

2. Metod

Vi inleder kapitel två med en diskussion kring vår referensram samt hur vi har gått tillväga vid datainsamlingen. Vidare i kapitlet behandlar vi val av metod samt tar upp den urvalsmetod vi använt oss av. Efter det diskuterar vi eventuella felkällor som kan föreligga i undersökningsmaterialet samt tar upp metod- och källkritik. Kapitlet avslutas med att vi redogör för hur vi löpande refererar till källor i vårt arbete.

2.1 Referensram

Uppsatsen är skriven utifrån en fondsparares perspektiv då syftet med denna uppsats är som tidigare nämnt att kategorisera aktivt förvaltade fonder i stockpickingfonder och indexviktade fonder. När de fonder som skall jämföras är utplockade är nästa steg att välja vilket angreppssätt som skall användas vid jämförelsen av fondtyperna. När detta görs påverkas vi av vår gemensamma referensram som utgörs av våra samlade erfarenheter och kunskaper, av normer, fördomar och av handlingsregler⁶. Eftersom vår referensram även kommer att påverka uppsatsens frågeställningar, innehåll och angreppssätt är det av vikt att nämna något om vår bakgrund.

Våra referensramar är svåra att kortfattat definiera men ett antal centrala punkter kan nämnas. Vi som författar denna uppsats är två ekonomistuderande som läser finansiering som fördjupning på kandidatnivån i företagsekonomi. Tidigare har vi bland annat läst statistik, handelsrätt och nationalekonomi vilket har gett oss en bred akademisk utgångspunkt att utgå ifrån. Att vi valt fondmarknaden som tema för vår uppsats beror på att vi värnar om den lilla fondspararen gentemot aktiemarknadens stora aktörer samt att vi är intresserad av finansiell ekonomi. En av oss har dessutom relevant arbetslivserfarenhet från en svensk fondkommissionär. Vidare har vi tillsammans arbetslivserfarenhet från en rad olika branscher vilket ger oss ett brett spektra av möjliga uppslag och idéer hur vi kan angripa och bearbeta problem. Utlandsstudier har gett oss ytterligare erfarenheter som påverkar hur vi ser på vår omgivning och ger oss olika aspekter och synvinklar när det gäller problemlösning och angreppssätt.

2.2 Tillvägagångssätt

Vid en undersökning används oftast ett deduktivt respektive induktivt arbetssätt eller en mix av dessa, ett så kallat hypotetiskt- deduktivt tillvägagångssätt. Vid ett deduktivt arbetssätt utgår man ifrån allmänna principer och befintliga teorier och drar där utav slutsatser om enskilda företeelser. Det deduktiva arbetssättet kan liknas vid bevisandet väg⁷. Vid ett induktivt arbetssätt studeras först undersökningsobjektet utan att först ha förankrat undersökningen i vedertagen teori. Först när studien är gjord används empirin till att formulera en teori. Det induktiva arbetssättet kan liknas vid upptäckten väg. När det gäller den hypotetisk-deduktiva metoden härleds hypoteser ur den redan befintliga teorin som sedan empiriskt prövas i det aktuella fallet.⁸

⁶ Wiedersheim, Paul F. & Eriksson, Lars T, Att utreda och rapportera . s.51

⁷ Patel, Runa. & Davidson, Bo. *Forskningsmetodikens grunder* .s 21

⁸ Ibid

Vi har i vår uppsats valt det deduktiva tillvägagångssättet då vi utgår ifrån allmänt vedertagna portföljvalsteorier för att sedan studera utfallet av de gjorda undersökningarna.

2.3 Val av metod

Vid genomförandet av en seriös undersökning eller vid annan typ av forskningsarbete är förståelse och kunskaper i metod en nödvändighet. Metod är ett redskap som används för att strukturera och systematisera det informationsinhämtande som ligger bakom syftet att få förståelse för det man undersöker eller för att lösa ett i förväg bestämt problem. För att en metod skall kunna användas i ett forskningsarbete krävs det att vissa grundkrav uppfylls. Det är av yttersta vikt att urval av information görs på ett systematiskt sätt, att det finns en nära koppling till den verklighet som undersöks och att resultaten skall presenteras på ett sådant sätt att hållbarheten skall kunna kontrolleras och granskas av andra. Ytterligare krav är att resultaten av forskningen skall möjliggöra ny kunskap eller ge ökad förståelse för det fenomen som studerats.⁹

2.3.1 Hermeneutik och positivism

Inom forskningen idag finns det främst två förgreningar som uppvisar två skilda synsätt på vetenskapen; hermeneutik och positivism. Dessa synsätt beskrivs ofta som motsatser men en och samma forskare kan mycket väl vara påverkad av såväl hermeneutik som positivism. Ett positivistiskt synsätt präglas av att slutsatser endast skall dras av uppgifter som är positiva och objektiva, det vill säga säkra, exakta och tydliga. Begreppen precision och fakta är viktiga begrepp inom detta synsätt. Hermeneutiken stävar efter att förstå det undersökta fenomenet och se till helheten och inte endast till detaljer och kan därför betraktas som en reaktion och motsats till positivismen.¹⁰

I vår uppsats är vi influerade av bägge dessa vetenskapliga synsätt fast med tyngdpunkt på positivism. Vi avser att efter genomförd kvantitativ undersökning dra slutsatser på de uppgifter vi får fram i den statistiska undersökningen. När vi plockar ut de olika fonderna så tar vi dock hänsyn till helhetsbilden vilket gör att vi även påverkas av det hermeneutiska synsättet.

2.3.2 Kvalitativa och kvantitativa metoder

Beroende på vad som skall undersökas används främst kvantitativa respektive kvalitativa metoder. Är syftet att få en djupare förståelse och en helhetsbild av problemet används en kvalitativ metod. En intervju är ett exempel på kvalitativt informationsinhämtande och som på ett effektivt sätt visar den närhet till informationskällan som kännetecknar en kvalitativ metod.¹¹ Den kvalitativa metoden är nära sammanknuten med det hermeneutiska synsättet medan den kvantitativa

⁹ Holme, Idar, M. & Solvang, Berndt K. *Forskningsmetodik* s.12f

¹⁰ Bengtsson, Bengt-Aarne. & Bengtsson, Hans. *Forskningsboken* s.22f

¹¹ Holme, Idar, M. & Solvang, Berndt K. *Forskningsmetodik* s.13f

metoden snarare kan kopplas samman med positivism. Vid ett kvantitativt tillvägagångssätt är syftet mer att få en helhetsbild av det problem som undersöks. Tillvägagångssättet kännetecknas av en högre grad av formalisering då statistiska mätmetoder är standard i denna undersökningsmetod. Den största skillnaden mellan dessa undersökningsmetoder är således hur man samlar information och användandet av siffror och statistik.¹²

Vi har i vårt arbete använt oss av både kvalitativa och kvantitativa metoder. I första delen av vårt arbete där vi plockar ut fonder har vi tagit del av redan sammanställt material från fristående fondanalys bolag samt varit i kontakt med fondförvaltare och fondanalytiker. Dessa kontakter har varit av kvalitativ karaktär då vi varit i direkt kontakt med dessa personer antingen genom telefonkontakt, personliga möten eller genom email korrespondens. Vidare har vi gjort en statistisk undersökning av kvantitativ karaktär då vi jämfört stockpickingfonderna med de indexviktade fonderna.

2.4 Metodkritik

Det är av yttersta vikt att vara medveten om de svagheter som kan förekomma hos valda metoder. Metoderna är dessutom valda utifrån undersökningens syfte och därmed sällan helt objektiva då studiens syfte styr informationsinhämtandet. Vidare är det av yttersta vikt att vara medveten om att författarnas referensram genomgående påverkar arbetsprocessen inklusive informationsinhämtandet. Det är därför viktigt att genomgående eftersträva objektivitet i en studies alla faser. Det är extra viktigt att inte personliga åsikter och värderingar styr det informationsurval som studien bygger på¹³.

Två begrepp som är av yttersta vikt när det gäller en uppsats trovärdighet är reliabilitet och validitet. För att resultatet av en undersökning skall anses tillförlitlig krävs det att datainsamlingen genomförts på ett korrekt sätt, det vill säga ha hög reliabilitet. Vid en statistisk undersökning krävs det till exempel att urvalet är representativt så att resultatet ger en rättvisande bild av hela populationen. Med validitet menas relevans, det vill säga att forskaren verkligen samlat in data om det han eller hon avsett att undersöka. Validitet kan även förklaras som frånvaron av systematiska mätfel, det vill säga ett mätinstruments förmåga att mäta det som det avser att mäta.¹⁴

2.4.1 Validitet

Det finns två typer av validitet, dels inre validitet samt yttre validitet. Wiederstheim-Paul & Eriksson definierar inre validitet som "...överensstämmelsen mellan modellens begrepp och de operationella (mätbara) definitionerna av dem."¹⁵ Det krävs således en klar definition av det som skall undersökas. Då det inte finns några tydliga officiellt accepterade definitioner av begreppet stockpicking respektive indexviktade fonder har vi gjort våra egna utifrån det som vi anser känneteckna respektive fondkategori. Vi har varit i kontakt med ett antal fondförvaltare och andra

¹² Holme, Idar, M. & Solvang, Berndt K. *Forskningsmetodik* s.13f

¹³ Bengtsson, Bengt-Arne. & Bengtsson, Hans. *Forskningsboken* s.41

¹⁴ Ibid.

¹⁵ Wiederstheim-Paul, F.& Eriksson, Lars T, *.Att utreda och rapportera*, s28f.

branschkännare för att diskutera våra definitioner samt gjord kategorisering, dock utan resultat. Det uppfattas bland branschfolk som ett känslig ämnesområde som få vill kommentera och än mindre bli citerade. Slutsatsen vi kan dra efter gjord rundringning är att långt ifrån alla fondförvaltare vill kännas vid begreppen och de som gör det använder alla mer eller mindre flyttande definitioner.

Yttre validitet har att göra med om mätningarna utifrån de gjorda definitionerna överensstämmer med verkligheten.¹⁶ Utifrån gjorda definition har vi plockat ut tio fonder som vi anser tillämpa stockpicking och tio fonder som tillämpar indexviktning. Sannolikheten att vi har missat någon stockpickingfond är liten men risken finns tyvärr alltid. För att minimera denna sannolikhet har vi varit noggranna vid urvalsprocessen och använt oss av oberoende söktjänster, fondbolagens egna informationsmaterial samt av egenhändigt gjorda beräkningar. Liknande tillvägagångssätt har vi haft när det gäller definition och urval av indexviktade Sverigefonder.

2.4.2 Reliabilitet

Hög reliabilitet innebär att flera oberoende forskare skall nå samma resultat vid ett identiskt datamaterial. Det kriteriet anser vi oss uppfylla. Vi har studerat och bearbetat data från de fonder som vi valt ut genom att hämta fondinformation från det oberoende ratingföretaget Morningstar Sweden samt från de berörda fondbolagen. Kurshistorik har vi hämtat från databasen SIX-TRUST. SIX-TRUST är en databas med mycket omfattande ekonomisk information som finns tillgänglig för medlemmar i studentföreningen LINC¹⁷. Det material och de siffror vi tagit fram har vi bearbetat utan att några justeringar gjorts. Genom regelbundna stickprov och kontroller av de statistiska databehandlingarna har vi gjort allt för att undvika slarv och slumpmässiga fel.

2.5 Datainsamling

För att en undersökning skall kunna genomföras krävs det att det finns tillgänglig data. Det finns två typer av data, primärdata och sekundärdata. Det är närheten till informationslämnaren som är avgörande för vad som räknas till primär- respektive sekundärdata.

2.5.1 Primärdata och sekundärdata

Ögonvittnesskildringar och förstahandsrapporteringar och annan information som är insamlad för första gången är primärdata. Sekundärdata är uppgifter som är hämtade från tidigare insamlade data.¹⁸ I vår uppsats använder vi oss av primärdata, främst i form av fondernas kurshistorik men även av index- och räntehistorik. Den information som vi läser oss till genom böcker, statistiska undersökningar, artiklar och rapporter är sekundärdata.

¹⁶ Wiedersheim-Paul, F. & Eriksson, Lars T, *Att utreda och rapportera*. s.28

¹⁷ LINC = Lunda Ekonomernas Informations Center

¹⁸ Patel, Runa & Davidson Bo, *Forskningsmetodikens grunder*. s.65

Vi kan dela upp det material som ligger till grund för denna uppsats i tre delar. Först har vi inhämtat information från tidigare gjorda undersökningar på aktie- och fondmarknaden i form av artiklar och rapporter. Vidare har vi använt oss av litteratur som behandlar portföljvalsteorier samt metod. Vid sökandet av relevant litteratur, artiklar och rapporter har vi främst använt av källförteckningar på tidigare gjorda uppsatser samt i Lund universitets databas ELIN. Den tredje kategorin utgörs av fonddata som vi hämtat från Morningstar, SIX-Trust samt från berörda fondförvaltare.

2.6 Urvalsmetod

Efter en grundlig genomgång av den svenska fondmarknaden fann vi rätt snart att vi var tvungna att begränsa omfattningen av vår undersökning till ett mindre antal fonder enligt tidigare nämnda begränsningar. Som tidigare nämnt skall fonderna skall vara Sverigebaserade och stå under kontroll av finansinspektionen. Detta gjorde till exempel att den Norgebaserade fonden Odin som framgångsrikt placerar på den svenska marknaden utgätt ur vår studie. Vidare begränsar vi oss till att fonderna enbart skall vara placerade i aktier eller i aktierelaterade derivatainstrument men ej i ränte- eller valutainstrument. Fondernas placeringsinriktning skall vara Sverige, det vill säga företag som noterade på svenska aktiemarknaden. Läkemedelsföretaget Astra Zenica är ett exempel på ett företag som de flesta fonder placerar i som ej klassas som svenskt (GB) men som är noterat på Stockholmsbörsen. Fonderna får alltså placera i detta bolag. Detsamma gäller Nokia som är finskt men till viss del noterat på Stockholmsbörsen.

Vi använder oss av Morningstars avancerade sökverktyg för att fram de aktuella fonderna. Denna söktjänst finns på Internet på webbadressen morningstar.se. När önskade begränsningar var ifyllda i sökverktyget passade 96 Sverigefonder in på beskrivningen. Alla våra kriterier var dock inte uppfyllda utan vi fick gå igenom fonderna en efter en för att plocka ut de som passade in på våra i förväg uppsatta krav. Vi beskriver denna urvalsprocess mer ingående i kapitel fem.

2.7 Felkällor¹⁹

En rad olika fel kan förekomma i en statistisk undersökning som negativt kan påverkar trovärdigheten i den gjorda undersökningen. De olika feltyperna som tillsammans kallas för det totala felet utgörs av täcknings-, urval- samt av mätfel, bearbetningsfel och bortfallsfel.

2.7.1 Täckningsfel

För att kunna genomföra en undersökning måste man ha en målpopulation. För att studera målpopulationen krävs en rampopulation det vill säga en förteckning över målpopulationens enheter. Avviker dessa två populationer från varandra innebär det att resultatet av undersökningen kan bli felvisande. Övertäckning uppstår om undersökningen utgörs av de enheter som ingår i rampopulationen men ej i

¹⁹ Dahmström, Karin, *Från datainsamling till rapport*, s.198ff.

målpopulationen. Undertäckning sker när undersökningen görs på enheter som ingår i målpopulationen men i rampopulationen. Det är alltså viktigt att klart avgränsa och definiera de enheter som skall undersökas och vara medveten om att avvikelser mellan målpopulation och rampopulation kan förekomma.

I vår uppsats utgörs målpopulationen av tidigare definierade stockpickingfonder och av indexviktade Sverigefonder. Då målpopulationen inte i vårt fall inte är så stor är vår avsikt att rampopulationen utgörs av samtliga fonder som ingår i målpopulationen. Risken finns att vi missat någon i rampopulationen men vi har genom stor försiktighet och tydliga begränsningar minimerat risken för täckningsfel i vår uppsats.

2.7.2 Urvalsfel och mätfel

Urvalsfel kan uppstå när man gör en urvalsundersökning. Det är skillnaden mellan värdet på skattningen i urvalet och det värde som skulle erhållits om man gjort en totalundersökning som utgör urvalsfel. Vi tror inte att detta fel förekommer i vår uppsats då antalet Sverigefonder som förvaltas enligt stockpickingstrategin är relativt begränsat. Vår ambition är att göra en totalundersökning av dessa samt på ett urval av de indexviktade Sverigefonderna. Mätfel kan definieras som skillnaden mellan erhållet och sant värde och kan till exempel utgöras av fel orsakat av mätinstrumentet, intervjuaren eller av mätmetoden.

2.7.3 Bearbetnings- och bortfallsfel

Bearbetningsfel kan uppstå vid bearbetning, analys eller rapportering av insamlat material. Det finns alltid en risk att enstaka siffror blir felinmatade vid statistiska undersökningar. För att minimera eventuella bearbetningsfel har vi vid inmatning av siffermaterial varit noggranna och utfört regelbundna stickkontroller av materialet. Vi har troligen kunnat undvika bortfallsfel då vi har haft tillgång till det material vi ämnar undersöka via Internet eller från databasen SIX-TRUST. De data vi använder har vi direkt genom kopiering fört över från källan till Excel-dokument. Bortfallsfel är vanligare vid till exempel enkätundersökningar om svar från målpopulationen trots ansträngningar ej fås.

2.7.4 Andra felkällor

Andra felkällor som kan förekomma i vår uppsats gäller fel eller förändringar i det material vi samlat in. Det kan till exempel gälla om fondernas strategier förändrats under årens lopp utan att det framgår i det material vi har tillgång till eller om fondförvaltarna byts ut. Förvaltarens roll spelar ofta stor roll för fonders värdeutveckling och är av central roll för undersökningen. Trots att det är möjligt att ta reda på om fonderna ändrat strategi eller bytt fondförvaltare tar vi inte hänsyn till detta i vår statistiska undersökning. Vi försöker däremot att ta upp det under presentationen av respektive fond.

2.8 Källkritik

Vi tar återigen upp vikten av att vara källkritisk. Vi är medvetna om vilka fel som kan uppstå vid en undersökning och vi har genomgående i arbetet strävat efter att våra källor skall vara så långt det går objektiva, relevanta samt tillförlitliga.

2.9 Källhänvisning

För att underlätta för läsaren att finna och identifiera de källor vi har använt oss av har vi löpande källhänvisningar i form av fotnoter. Fotnoterna är placerade längst ner på varje sida så att läsaren enkelt utan att bläddra till slutet av uppsatsen kan se vilken källa vi hänvisar till. Vidare i slutet av uppsatsen finns en mer detaljerad källförteckning över samtliga källor vi har använt oss av. Vi följer det så kallade Oxfordsystemet²⁰ som är ett av flera accepterade sätt att skriva ut källhänvisningar.

²⁰ G Petterson, *Att skriva rapporter*, s.17

3. Ramverk

3.1 Svenska fondmarknaden

I Sverige marknadsförs mer än 1300 olika fonder som förvaltas av ett 60-tal olika fondförvaltare.²¹ Fondmarknaden kan delas in i två huvudgrupper, aktiefonder som placerar i aktier och aktierelaterade instrument samt räntefonder, d.v.s. fonder som placerar i räntebärande värdepapper såsom stadsskuldväxlar och obligationer. Dessa huvudgrupper kan i sin tur delas in i olika undergrupper beroende på placeringsinriktning och strategi. Fonder kan även som tidigare nämnt förvaltas aktivt eller passivt.

3.2 Fondlagar, regler och bestämmelser

Fondverksamhet regleras i Sverige av *Lag (1990:1114) om värdepappersfonder*, som i sin tur bygger på EU:s UCITS-direktiv²² I Lagen om värdepappersfonder ges följande definitioner som är av intresse att återge:

Värdepappersfond: *en fond bestående av fondpapper och andra finansiella instrument, vilken bildats genom kapitaltillskott från allmänheten och ägs av dem som skjutit till kapital,*

Fondverksamhet: *den förvaltning av en värdepappersfond och den försäljning och inlösen av andel i fonden, som utövas av ett fondbolag.*

Fondbolag: *ett svenskt aktiebolag som fått tillstånd att utöva fondverksamhet*

En fond kan innehålla både optioner, aktier och räntebärande papper. När man köper en andel i en fond blir man indirekt ägare av de underliggande värdepapperen. Med indirekt ägande menas här att fondens andelsägare inte räknas som aktieägare och har således inte någon rätt till utdelning eller rösträtt i företaget. Att äga fondandelar innebär till fondägarens fördel att risken sprids jämfört med om en investering gjorts direkt i ett enskilt värdepapper eller företag. I en fond som innehåller aktier i tjugo bolag sprids risken följaktligen över dessa tjugo bolag och en diversifieringseffekt uppnås. Detta innebär att man på enkelt och billigt sätt kan minska risken genom att köpa fondandelar i en fond istället för i enbart ett aktiebolag.²³

För att en fondförvaltare ska upprätthålla en god riskspridning finns det som tidigare nämnt lagar som reglerar fonder och fondförvaltning. Exempelvis måste en aktiefond placera fyrtio procent av fondförmögenheten i minst fyra olika värdepapper och de resterande sextio procenten i minst tolv innehav. Detta innebär att en aktiefond måste ha innehav i minst sexton olika bolag och som högst tio procent i ett enskilt bolag. På det här sättet skall en god riskspridning till fondinnehavarens fördel uppnås enligt lagstiftningen.²⁴

²¹ <http://www.fondbolagen.se> Hämtat den 2003-05-02

²² UCITS = Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities

²³ Haskel, Anders, *Fondhandboken*, s. 10.

²⁴ Haskel, Anders, *Fondhandboken*, s. 18.

3.2.1 Finansinspektionen²⁵

Finansinspektionen som även benämns som FI, är en statlig myndighet som övervakar företag som är verksamma på finansmarknaden. För att få driva en verksamhet som erbjuder finansiella tjänster såsom fondförvaltning krävs tillstånd av Finansinspektionen. Finansinspektionens verksamhet finansieras över statsbudgeten, dock indirekt av de övervakade företagen som betalar in en tillsynsavgift till staten. Denna tillsynsmyndighet övervakar att företag följer de grundläggande regler och lagar som gäller för finansiell verksamhet. De utfärdar dessutom kompletterande regler som ingår i dess författningssamling, FFFS, i form av föreskrifter och allmänna råd. Exempel på viktiga områden för regelgivning är:

- Krav på hur stort kapital olika finansiella företag måste ha
- Spridning av risker i en portfölj
- Intern kontroll och riskhantering
- Information om företagens ekonomiska ställning och regler för god extern redovisning

Finansinspektionen har bland annat som mål att verka för ett gott konsumentskydd där till exempel den enskilde fondspararens rätt gentemot fondkommissionären framhävs. I tillsynsverksamheten ingår det bland annat att kontroller och analyser görs på enskilda personer eller på enskilda bolag. Finansinspektionen utreder också misstänkta insiderbrott och fall av otillbörlig kurspåverkan.

3.3 Beskrivning av aktiefond, räntefond och blandfond.

För att en fond ska få benämnas aktiefond krävs det att 75 % av fondens värde har investerats i olika aktier. På den svenska marknaden finns det en mängd aktiefonder med olika inriktningar som har en samlad fondförmögenhet på 328 miljarder kronor.²⁶ Inriktningarna kan t.ex. gälla en viss bransch, region eller nation. Uppdelningen ger möjlighet för en investerare att ta del av en viss gynnsam marknad utan att investeraren själv behöver ha speciella kunskaper om aktierna inom den valda marknaden. Det finns även fonder med vissa specialinriktningar, som t.ex. ideella och etiska fonder. Utmärkande för dessa fonder är att de stödjer olika forskningsstiftelser och ideella föreningar genom att skänka en del av avkastningen samt undviker att placera i oetiska företag.²⁷

Räntefonder är fonder som placerar sin förmögenhet i räntebärande papper med olika löptid och risk som exempelvis statsskuldsväxlar, stats- och bostadsobligationer. Man brukar skilja mellan olika räntefonder beroende på löptiden på de underliggande papperen. Generellt sätt skiljer man på korta, medelfristiga och långa räntefonder, men det finns även kombinationer av dessa kategorier. Kostnaden för att äga andelar i räntefonder är normalt lägre än i aktiefonder.²⁸ Vid årskiftet 2002/2003 fanns 88

²⁵ <http://www.fi.se>. Hämtat den 2003-05-08

²⁶ <http://www.fondbolagen.se> Hämtat den 2003-05-26

²⁷ <http://www.fondex.se> Hämtat den 2003-05-08

²⁸ www.fondbolagen.se Hämtat den 2003-05-08

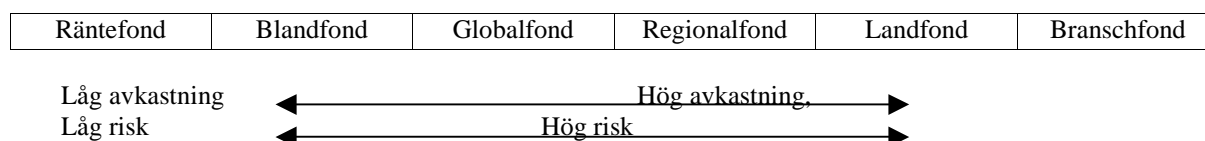
räntefonder registrerade i Sverige men en sammanlagd förvalttad förmögenhet om drygt 70 miljarder.²⁹

Blandfonder placerar sin fondförmögenhet i både aktier och räntebärande papper. En fördel med denna typ av fonder är att fondspararen överlåter besluten om fördelningen mellan olika tillgångsslag till fondförvaltaren. Kostnaden för att äga andelar i blandfonder är normalt lägre än för aktiefonder men högre än för räntefonder. Vid årsskiftet 2002/2003 fanns 95 blandfonder registrerade i Sverige med sammanlagd förvalttad förmögenhet om knappt 120 miljarder kronor.³⁰

3.3.1 Avkastning kontra risk

Fondinnehavaren väljer själv vilken risknivå som är acceptabel och väljer därefter i vilken fondtyp som investeringen skall göras. Det är fondens inriktning och placeringsstrategi, som avgör vilken avkastning investeraren kan förvänta sig och vilka risker den medför.³¹ Genom att en fond placerar sina tillgångar i flera olika bolag eller i räntebärande värdepapper erhålls en lägre risk än vid en investering i en enskild aktie. Figuren nedan illustrerar den generella risken och avkastningsnivån i olika slags fonder.³² Vi tar upp mer om risk och avkastning i nästa kapitel där vi närmre beskriver relevanta portföljvalsteorier.

Figur: Avkastning kontra risk³³



3.3.2 Förvaltningskostnader

Fondförvaltaren tar ut någon form av avgift vid all form av fondförvaltning. Det kan vara i form av en årlig förvaltningsavgift och/eller köp- och säljavgifter. Generellt gäller att avgifterna är lägre i räntefonder och högre i aktivt förvalttade aktiefonder. Det är viktigt att andelsägaren känner till förvaltningsavgiften då den kan variera kraftigt mellan olika fonder och ha stor inverkan på fondtillväxten på långsikt. Vi har på grund av tidsbrist valt att inte ta hänsyn till fondförvaltarnas avgifter då vi genomför fondstudien.

3.3.3 Fondens andelsvärde

Fonders andelsvärde, eller fondkurs, som dagligen presenteras i tidningarnas fondtabeller är fondernas s.k. NAV-kurser³⁴. Denna kurs beräknas som fondens totala förmögenhet dividerat med antal utestående fondandelar. Det är inte bara

²⁹ www.fondbolagen.se Hämtat den 2003-05-08

³⁰ Ibid

³¹ Wester, Mats, *Tjäna på fonder*, s. 17.

³² Haskel, Anders, *Fondhandboken*, s. 17.

³³ Ibid

³⁴ NAV = Net Asset Value

värdeförändringar som påverkar NAV-kursen för en fond utan även faktorer som utdelningar och ränteintäkter som fonden erhåller samt förvaltningsavgiften. NAV-kursen beräknas varje dag efter börsens stängning.

3.4 Index betydelse vi fondförvaltning

Vid all fondförvaltning eftersträvar placeraren att uppnå eller överträffa ett eller flera mål. Dessa mål kan till exempel utgöras av att fonden skall nå en årlig avkastning som direkt följer index, en avkastning som överstiger index eller att fondens risk skall minimeras för att trygga en lägre men säker avkastning. I de flesta fonder utgår fondförvaltarna från ett index till exempel AFGX³⁵ för att genom att spegla detta index uppnå samma avkastning och därigenom undvika underavkastning. Eventuell överavkastning fås genom att avvikelser görs i form av att kurssvängning i enskilda bolag utnyttjas eller att olika bolags eller branschers viktning varierar. Undantag finns dock i det vi benämner stockpickingfonder där fondförvaltarna placerar i bolag oavsett deras vikt i index. Dessa fonders prestation jämförs dock alltså med ett index.³⁶

3.5 Indexförklaring³⁷

Eftersom fonders sammansättning ofta utgår från hur jämförande index är det viktigt att ta upp vilka de vanligaste indexen i Sverige är. Då fondspararen sällan upplyses om vilka index det är som förekommer och vilket index det är som fondförvaltaren utgår ifrån anser vi att det är motiverat att ta upp de vanligast förekommande i denna uppsats. Vi har kontaktat respektive fondförvaltare för att på så sätt säkerställa att vi gjort våra jämförande med rätt index. Indexen är indelade i portföljindex och marknadsindex och används som redskap vid förvaltning, trading, information till aktieägarna och i marknadsföringssyfte. De flesta index beräknas en gång per dag men det finns även index som beräknas i realtid.

- AFGX – Affärsvärldens Generalindex
- SBXCAP – Stockholmsbörsens Benchmarkindex
- SIXPX – SIX Portfolio Index
- SIXPRX SIX Portfolio Return Index
- SIXRX - SIX Return Index

Ett index kan utformas på olika sätt och till exempel visa effektivavkastning eller vara viktbegränsat. Ett index som visar effektivavkastning tar hänsyn till den avkastning som aktieägare erhåller i form av utdelning genom antingen återlägga eller återinvestera utdelningsbeloppet i index. Exempel på totalavkastningsindex är SIXRX medan AFGX ej återinvesterar utdelningar i index. Ett viktbegränsat index reglerar så att varken ett bolag eller någon aktieserie överstiger en viss procentsats i index. Exempel på index med viktbegränsning är SIXPX. Ytterligare en variant på index är där det fasta ägandet tas bort och det endast tas hänsyn till de aktier som för tillfället

³⁵ Affärsvärldens generalindex

³⁶ http://www.ap3.se/arbetarvi_placpolicy_refport.asp Hämtat den 2003-05-10

³⁷ <http://www.six.se> Hämtat den 2003-05-10

finns på marknaden. Detta benämns som "free-float" och ett exempel på ett sådant index är SBXCAP.

3.6 SIX³⁸

SIX³⁹ är nordens största producent av aktieindex, de utför beräkningen av ca 500 index med både svensk och nordisk population. De flesta större svenska banker och fondkommissionär är kunder hos SIX som förser dem med de index de efterfrågar. SIX har databaser som innehåller mycket omfattande ekonomisk information som möjliggör exakta indexberäkningar en lång tid tillbaks i tiden. SIX databaser har till exempel aktiekurser från 1966 och förteckningar för alla utdelningar som skett i bolagen sedan 1979. Nedan följer en förklaring av de index vi tidigare nämnt som SIX producerar.

3.6.1 AFGX⁴⁰

Affärsvärldens generalindex är Sveriges mest spridda index.⁴¹ Det är ett brett börsindex som beräknas dagligen och mäter den genomsnittliga kursutvecklingen för alla aktier som är registrerade eller noterade på Stockholmsbörsen. AFGX är ett kapitalvägt index där börsvärdet för varje börsbolag beräknas genom att multiplicera det totala antalet aktier med slutköpkursen för det största aktieslaget. AFGX och dess branschindex sattes till 100 den 29 december 1995. Utdelningar är inte återinvesterade i index.

3.6.2 SBXCAP⁴²

Stockholmsbörsens Benchmarkindex är ett free-float justerat viktbegränsat portföljindex så att inget enskilt bolag får överstiga 10 %. Indexet beräknas i realtid och består av ca 80-90 stycken aktieserier.

3.6.3 SIXPX⁴³

SIXPX är ett förmögenhetsviktat index som skall spegla marknadsutvecklingen på Stockholmsbörsens A- och O-lista med begränsningen att inget bolag får utgöra mer än tio procent. Ingen justering görs för utdelning. SIXPX noterades till 100 den 30 december 1992 Beräknas dagligen efter Stockholmsbörsens stängning

3.6.4 SIXPRX⁴⁴

SIXPRX tillämpar effektivavkastning genom att inkludera utdelningar och är dessutom justerat för det faktum att fonder högst får placera 10 procent av

³⁸ <http://www.six.se> Hämtat den 2003-05-19

³⁹ SIX = Scandinavian Information Exchange

⁴⁰ <http://www.six.se/publicweb/products/rule.jsp?id=163> Hämtat den 2003-05-19

⁴¹ <http://www.six.se> Hämtat den 2003-05-26

⁴² <http://www.six.se/publicweb/products/allindex.jsp> Hämtat den 2003-05-26

⁴³ <http://www.six.se/publicweb/products/rule.jsp?id=156> Hämtat den 2003-05-26

⁴⁴ <http://www.six.se/publicweb/products/rule.jsp?id=156> Hämtat den 2003-05-19

fondförmögenheten i ett och samma företags aktier. Om ett företag har högre andel av börsförmögenhet fördelas den överstigande delen proportionellt på övriga börsföretag som därmed får en något högre andel i det justerade indexet än i verkligheten.

3.6.5 SIXRX⁴⁵

SIXRX är ett förmögenhetsviktat index som skall spegla marknadsutvecklingen på Stockholmsbörsens A- och O-lista och som tillämpar effektivavkastning genom att inkludera utdelningar. SIXRX noterades till 100 den 29 december 1995. Beräknas dagligen efter Stockholmsbörsens stängning.

3.7 Fondratinginstitut

För att fondspararen enkelt skall kunna jämföra olika fonder är det av vikt att det finns pålitliga och objektiva fondanalytiker och oberoende ratinginstitut. Det är viktigt att fondspararen upplyses om att det bland de fonder som benämns som Sverigefonder och som på ytan ger ett likartat intryck finns stora variationer. Vid en närmre granskning skiljer de sig ofta åt i form av strategi, historisk utveckling, avgifter etc. Vi har i vårt arbete att urskilja olika fonder och fondtyper använt oss av Morningstars söktjänst. Då vi använt oss av företagets tjänster är en presentation av Morningstar motiverat

3.7.1 Morningstar⁴⁶

Morningstar är ett oberoende ratinginstitut som objektivt betygsätter och kategoriserar fonder. Företaget startades ursprungligen i Chicago 1984 med affärsdelen och målet att ge alla investerare en möjlighet att jämföra fonder på ett nyanserat och lättbegripligt sätt. Tjänsten lanserades i Sverige 1999 av utvecklingsbolaget Citygate AB under licens från Morningstar Inc. 2001 ändrades ägarförhållandet och Morningstar Sweden som det ser ut i dag bildades. Företaget beskriver sig självt världsledande inom sitt område. På deras hemsida kan man läsa följande:

...Morningstar Sweden är tillsammans med Morningstar Inc världens största oberoende utgivare av information, analys och rating av fonder. Morningstar Sweden publicerar objektiv, tillförlitlig och jämförbar information om mer än 1 400 fonder och de närmare 500 PPM-fonderna.

Morningstars rating tar hänsyn till kategori, historisk avkastning, risk och kostnader. Dessa faktorer kan säga mycket om hur förvaltaren av en fond arbetar men de kan omöjligt säga vilka kategorier som kan lyckas i framtiden. Beräkningar görs på 36 månaders historiska data.

Det som ger extra trovärdighet åt Morningstar är att inga subjektiva åsikter om fonderna, fondbolagen eller förvaltarna ingår då de förhåller sig objektiva i sin bedömning. Detta kan dock även ses som något negativt då det kräver att fondspararna är insatta i de termer och teorier som Morningstar utgår ifrån i sin ratingbedömning.

⁴⁵ <http://www.six.se/publicweb/products/rule.jsp?id=162> Hämtat den 2003-05-26

⁴⁶ <http://www.morningstar.se>. Hämtat den 2003-05-10

4. Teoretisk bakgrund

Fondförvaltarnas uppgift är att skapa fonder eller portföljer av underliggande värdepapper och på så vis generera en så hög avkastning som möjligt till en i förväg bestämd risknivå. Som fondinvestor antar man att en fondförvaltare kan uppnå högre resultat än investeraren själv på grund av exempelvis större erfarenhet, kunskap och kompetens. Det finns följaktligen en rad teorier som är grundläggande för att lyckas i sin förvaltning. I detta kapitel tar vi upp den effektiva marknadshypotesen samt en rad nyckeltal såsom alfa, beta och R^2 och en rad andra relevanta begrepp och teorier som vi anser vara av största intresse.

4.1 Effektiva marknadshypotesen⁴⁷

Den effektiva marknadshypotesen går ut på att en investerare på lång sikt ej kan få överavkastning på sina placeringar gentemot marknadsavkastningen. Det innebär att även om man aktivt placerar i aktier kan man inte på sikt göra några vinster som ligger över den genomsnittliga avkastningen på marknaden. Detta är mycket intressant och grundläggande för många former av kapital- och värdepappersförvaltning och innebär följaktligen att högre avkastning än genomsnittet kan endast fås genom att risknivån ökas. De fondförvaltare som tillämpar indexförvaltning följer den effektiva marknadshypotesen medan aktiva förvaltare tror på att överavkastning visst kan nås till en begränsad risk. För att en effektiv kapitalmarknad ska kunna fungera antas vissa förutsättningar gälla:

- Det måste finnas en stor mängd, oberoende av varandra, vinstmaximerande aktörer som analyserar marknaden.
- Ny information når marknaden slumpmässigt och tidpunkten för annonseringen av en nyhet är oberoende av en annan.
- Aktörerna på den finansiella marknaden strävar efter att justera priserna momentant för att de ska spegla effekten av den nya informationen.

På en effektiv kapitalmarknad speglas marknadspriserna på tillgångar av all för tillfälligt tillgänglig information. Det betyder att det rådande marknadspriset reflekterar det underliggande värdet på tillgången utan att det finns möjlighet att få överavkastning baserat på den tillgängliga prisinformationen.⁴⁸ Den effektiva marknadshypotesen kan förekomma i tre olika former; den svaga, mellanstarka, och den starka formen.⁴⁹

⁴⁷ Brealey, R, Myers, S, *Principles of Corporate Finance*, s.358

⁴⁸ Ross, S, Westerfield, R, Jaffe, J, *Corporate Finance*, .s.339

⁴⁹ Ibid s.320

4.1.1 Svag form⁵⁰

Om en aktiemarknad är effektiv i sin svaga form så innebär det att ett företags aktie är prissatt, baserat enbart på det historiska aktiepriset. Det betyder vidare att en analys av aktiekursens historiska utveckling är meningslös, då det inte går att förutsäga aktiens värde imorgon genom att titta på hur aktien har utvecklats tidigare. Detta med att man inte kan förutsäga aktiens utveckling har att göra med att den i den svaga formen saknar mönster, man säger att aktien följer en *random walk*, det vill säga gör en slumpmässig vandring upp och ner. Man kan vidare säga att marknaden saknar minne då historiska kursrörelser ej påverkar framtida kursrörelser..

Den svaga formen av marknadseffektivitet har testats på många olika sätt. Bevisen för att denna form av effektivitet håller är mycket flitigt diskuterad. Det finns dock de som tror på att det finns metoder där man kan se ett mönster i aktiemarknadens utveckling och på så sätt spå framtidens kursutveckling. De som använder sig av denna metod tillämpar teknisk analys. En teknisk analytiker tittar efter historiska nivåer och trender i kursutveckling för att förutspå den framtida kursutvecklingen. Denna metod är ett av många verktyg som fondförvaltare tillämpar men den har inget stöd i den akademiska forskningen.

4.1.2 Mellanstark form

Förutom historisk information så antas även aktiepriset i sin mellanstarka form reflektera all tillgänglig offentlig information. Med detta menas att den information som finns publicerad i t ex delårsrapporter, årsredovisningar redan är inbakad i prisbilden och ger således inte investerare någon möjlighet för att beräkna hur kursutvecklingen skall bli i framtiden.

För att påvisa om den mellanstarka formen håller har ett stort antal eventstudier och residualanalyser använts. Tekniskt sätt innebär detta att man beräknar skillnaden mellan den faktiska och den förväntade avkastningen. I en mycket förenklad form kan man beskriva eventstudier på följande sätt; Forskare har studerat ett stort antal händelser i olika företag, till exempel VD-byte, företagsförvärv och börstopp. Dessa händelser har sedan "lagts" ovanpå varandra för att studera hur aktiekursen har förändrats. De flesta av de eventstudier som genomförts har påvisat att marknaden är effektiv i den mellanstarka formen (och därför också effektiv i den svaga formen). Man har även sett tecken på att marknaden har ett visst mått av förutseende. Med detta menas att information tenderar att läcka ut före informationen släpps till allmänheten.⁵¹

4.1.3 Stark form

I sin starka form förutsätts all prispåverkande information finnas tillgänglig för alla aktörer samtidigt och omedelbart. Detta innebär att det aldrig kan finnas någon grupp

⁵⁰ Ross, S, Westerfield, R, Jaffe, J, *Corporate Finance*, s.343f

⁵¹ Ibid s.330

av investerare som har monopolisk tillgång till information, d v s även insiderinformation når marknaden simultant. Denna form är följaktligen en påbyggnad av både den svaga och den mellanstarka hypotesen.

Denna form av marknadseffektivitet är svår att testa.⁵² Men vissa studier har gjorts och det har visat sig att personer som har insider information kan göra överavkastningar. Liknande studier har även gjorts på aktiemarknaden och dess analytiker. Dessa följer t ex en bransch och träffar representanter för dessa företag och får på så vis tillgång till information före marknadens övriga aktörer. Resultatet på dessa studier visar dock att analytikerna har svårt att göra överavkastningar kontinuerligt.

4.1.4 Konsekvenser av effektiva marknadshypotesen

Om teorin om effektiva marknadshypotesen stämmer blir det svårt att motivera existensen av aktivt förvaltade fonder eftersom fondförvaltarnas strävan är att hitta felprissatta aktier och på så sätt positivt påverka fondportföljens värde.⁵³ Flertalet studier som undersökt huruvida aktivt förvaltade lyckas slå passivt förvaltade indexfonder uppvisar ett resultat som stödjer den effektiva marknadshypotesen. Det har alltså i undersökningarna visat sig att aktivt förvaltade fonder har svårt att slå indexfonder som har samma risknivå. För att få högre avkastning måste således även risknivån i investeringarna öka.⁵⁴ Vårt att poängtera är att om investerare helt slutade leta felprissatta aktier så skulle felprissättningen öka och följaktligen skulle marknaden bli mindre effektiv.

4.2 Portföljvalsteori

Risk och avkastning är viktiga begrepp som alltid är närvarande i investeringssammanhang. Risktagande betalar sig i form av möjlighet till större avkastning på satsat kapital men det medför även en ökad risk att förlora det insatta kapitalet. För att veta vilken investering som är lämplig bör investeraren se till vilken risk vederbörande är beredd att ta. Det finns därför ett antal vedertagna sätt att mäta risk. Risk i finansiella sammanhang handlar om sannolikheten att utfallet avviker från den planerade avkastningen oavsett om det är i positiv eller negativ riktning. Standardavvikelse och betavärde är exempel på mått som mäter risk och som vi nedan närmre beskriver. Ytterligare ett riskmått som vi anser motiverat att presentera är tracking error.

4.2.1 Standardavvikelse

Standardavvikelse mäter hur mycket en fonds avkastning över en viss tidsperiod i snitt avviker från medelavkastningen på marknaden, det vill säga index. Standardavvikelse räknas fram genom att man räknar fram ett medelvärde på de kvadrerade avvikelserna från medelvärdet på ett antal observationer. Detta mått kallas varians och inkluderar både positiva och negativa avvikelser. Genom att ta

⁵² De Ridder, A, *Finansiell ekonomi om företaget och finansmarknaden*, s.180

⁵³ Bodie, Zvi, Kane, A, Markus A J, *Essentials of Investments*, s.9f

⁵⁴ Blake, Christopher R & Elton, Edwin J. & Gruber, Martin J. The Persistence of Risk-Adjusted Mutual Fund Performance, *The Journal of Business*, volume 69, no 2 1996

kvadratroten ur variansen får man fram standardavvikelsen. Standardavvikelse mäts precis som avkastningen i procentenheter.⁵⁵

Ett högt värde på standardavvikelsen betyder att fondens värdesvängningar under perioden varit stora. Detta mått är användbart på två sätt och ger en fingervisning på fondens framtida risk. Ju mer en fonds avkastning har varierat, desto högre risk är det att i framtiden förlora pengar samt att fonder som tidigare kraftigt svängt i värde brukar fortsätta att svänga kraftigt i värde. Vad som anses med hög respektive låg standardavvikelse varierar men enligt morningstar.se anses en standardavvikelse över tjugo räknas som hög. Om standardavvikelsen är 20 och förväntad avkastning är 10% per år, så kommer den faktiska avkastningen nästa år att hamna mellan +30 och -10 med 68% sannolikhet. 5 procent av åren kommer avkastningen att vara över +50 eller under -30.⁵⁶

Vid innehav av endast en tillgång oavsett om det är en fondandel eller aktie är standardavvikelse ett lämpligt mått på risk. Om portföljen innehåller flera tillgångar är dock standardavvikelse som riskmått inte lika tillförlitligt. Orsaken är att standardavvikelsen i en portfölj beror mer på kovariansen mellan portföljens olika tillgångar än på de enskilda innehavens standardavvikelser. Standardavvikelse visar alltså inte på de enskilda innehavens bidrag till den gemensamma portföljen.⁵⁷

Formel för standardavvikelse⁵⁸

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (TR_i - \overline{TR})^2}{n}}$$

Där,

σ = Standardavvikelse.

TR_i = Total avkastning under perioden ;

\overline{TR} = Snittavkastning under n perioder

n = Antal tidsperioder

4.2.2 Beta

Betavärdet visar en tillgångs volatilitet i förhållande till marknadsportföljen eller index och beskriver hur mycket en tillgångs avkastning reagerar på en förändring i avkastningen hos marknadsportföljen.⁵⁹ Ett betavärde på 1.00 visar på att fonden har samma svängningar som sitt jämförande index. Är en fonds betavärde högre än 1.00 indikerar det att fonden i snitt stiger mer än index, när index stiger, och tvärt om. Ett

⁵⁵ Lind, Douglas A. & Mason, Robert D. & Marchal, William G. *Basic Statistics for Business and Economics*, s.165f

⁵⁶ <http://www.morningstar.se>

⁵⁷ Ross, S, Westerfield, R, Jaffe, J, *Corporate Finance*, s.259

⁵⁸ <http://www.morningstar.se>

⁵⁹ Ross, S, Westerfield, R, Jaffe, J, *Corporate Finance*, s.270f

värde under 1.00 indikerar att fonden påverkas mindre än index av händelser som påverkar index. Ett betavärde på 1.10 betyder följaktligen att fondens utveckling under mätperioden varit tio procent bättre än index när marknaden har gått upp och i snitt tio procent sämre än index när marknaden gått ner. På motsvarande sätt betyder ett betavärde på 0.90 att fondens utveckling har varit tio procent sämre än index när marknaden gått upp och tio procent bättre när marknaden har gått ner.⁶⁰

Ett lågt beta betyder inte att fonden har en låg total volatilitet utan att fondens känslighet för marknaden är låg. Följaktligen borde stockpickingfonder generellt sätt ha ett lägre betavärde än indexviktade fonder då större vikt läggs vid att hitta guldkorn och mindre vikt vid att följa index. När det gäller att mäta en tillgångs bidrag till den totala risken i en portfölj är betavärdet att föredra framför standardavvikelsen. För att räkna ut en portföljs beta så summerar man bara tillgångarnas vikt multiplicerat respektive tillgångs betavärde

Formel för beta⁶¹

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}_{ij}}{\sigma_j^2}$$

Där,

β = beta hos fonden i

Cov_{ij} = kovarians mellan i (fonden) och j (index), se ovan

σ^2 = varians hos index

4.2.3 Tracking Error

Tracking error benämns på svenska som aktiv risk och beräknas på standardavvikelsen mellan avkastningen på portföljen och jämförande index. Tracking error är ett nyckeltal som visar hur mycket fördelningen i fondens innehav har avvikit från fördelningen i fondens jämförelseindex. Tracking error är ett intressant mått för fondsparare då det visar hur nära fonden följer bolagsindelningen i jämförande index.⁶² Ett högt värde visar att fonden är aktivt förvaltd och ett lågt värde under två visar att fonden väldigt nära följer sitt jämförande index.⁶³ Stockpickingfonderna bör således uppvisa en högre aktiv risk än de indexviktade fonderna. Om fonden utges att vara aktivt förvaltd men har en låg aktiv risk visar det på att fonden trots allt ej är aktiv förvaltd. Indexfonder bör däremot ha en så låg aktiv risk som möjligt. TE-värdet beräknas räknas genom att fondens avkastning subtraheras med jämförande index avkastning. Summan divideras sedan med standardavvikelsen.

⁶⁰ <http://www.morningstar.se>

⁶¹ <http://www.morningstar.se>

⁶² <http://www.morningstar.se> Hämtad den 2003-05-09

⁶³ Julie Bonde

4.3 Den effektiva fronten och den optimala portföljen

Upphovsmännen bakom teorierna hur man skapar en optimal portfölj har belönats med en rad nobelpris i ekonomi. Harry Markowitz lade 1951 fram sin teori om den effektiva fronten som utgör effektiva kombinationer av riskfyllda tillgångar. Denna teori fick han senare nobelpriset för.⁶⁴ Vidare fick James Tobin nobelpriset 1983 för sin teori om separationsteoremet som han 1958 lade fram.⁶⁵

4.3.1 Den effektiva fronten⁶⁶

Den effektiva fronten utgörs av de aktier som har lägst förväntad risknivå och högst förväntad avkastning. Dessa värdepapper knyts samman genom en linje som representerar högsta möjliga avkastning för varje risknivå. På den effektiva fronten råder ett jämnviktssamband, en trade-off mellan risk och avkastning. Att alla placeringar ej ligger på den effektiva fronten kan till exempel bero på okunskap eller på omständigheter som ligger utanför investerarens kontroll såsom lagar eller för en fondförvaltare en särskild investeringspolicy hos arbetsgivaren.

4.3.2 Capital Market Line

När den effektiva fronten är fastställd och den riskfria tillgången såsom en statsskuldsväxel eller en statsobligation är känd kan man enkelt få fram Capital Market Line.

Formeln för CML⁶⁷

$$\text{CML} = R_f + \frac{(R_m - R_f)}{\sigma_m} * \sigma_p \quad \text{Där:}$$

R_f = genomsnittlig riskfri ränta

R_m = marknadens genomsnittliga avkastning

σ_m = marknadens standardavvikelse

σ_p = fondens standardavvikelse

C M L utgår från den riskfria tillgången på Y-axeln och tangerar vidare den effektiva fronten. Den tangerade punkten utgörs av marknadsportföljen som fungerar som utgångspunkt då andra positioner med varierande risk och avkastning skall bestämmas.

⁶⁴ Bodie, Z, Kane, A, Markus A J, Essentials of Investments (1998) 3.th s.180

⁶⁵ Ibid s.182

⁶⁶ Ibid s.177f

⁶⁷ Johansson, A, *Portföljtvärdering – Hur bra utvecklas egentligen ditt sparande?* Stock Magazine Nr 7 2001

4.3.3 Separationsteoremet⁶⁸

Separationsteoremet syftar till att dela in portföljoptimeringsproblematiken, det vill säga avvägningen mellan risk och avkastning i en objektiv och en subjektiv del. Den objektiva delen är rent teknisk och fastställer den för investerare gemensamma effektiva fronten och den subjektiva delen utgår från vilka preferenser som den enskilde investeraren har.

Den effektiva fronten kan i vårt fall utgöras av AFGX, SIXPX eller av ett annat index som fonderna utgår ifrån eller jämför sig med i sin placeringsstrategi. Den subjektiva delen beror på vilken risknivå som förvaltaren vill inta och hur de därefter med utgångspunkt från den effektiva portföljen placerar för att uppnå önskad risknivå.

4.4 CAPM

Capital Asset Pricing Model som är en av de mest kända och spridda finansiella teorierna tog världen med storm när den 1964 publicerades i Journal of Finance.⁶⁹ Upphovsmannen William F Sharp belönades 1990 för denna tongivande finansiella teori med nobelpriset i ekonomi.⁷⁰ CAPM uppskattar relationen mellan risk och en akties förväntade avkastning. Modellen utgår från en förenklad bild av verkligheten och bygger följaktligen på ett antal antaganden som vi nedan räknar upp⁷¹.

- Investerarna kan ej själva påverka prisbildningen, de är pristagare
- Alla investerare har en identisk placeringshorisont
- Tillgångarna i portföljen är tillgängliga för alla
- Alla investerare har tillgång till obegränsade in och utlåningsmöjligheter till riskfria ränta
- Varken skatter eller transaktionsavgifter förekommer
- Alla investerare strävar efter att konstruera optimal portfölj
- Alla marknadsaktörer har en identisk bild av marknaden och har därför homogena förväntningar

Bidragande orsaker till CAPM:s genomslagskraft är troligtvis att det är enkelt att ta fram de komponenter som krävs för dess användande. Formeln för CAPM ser ut enligt följande⁷²:

Formeln för CAPM

$$R = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

⁶⁸ Bodie, Z, Kane, A, Markus A J, Essentials of Investments (1998) 3.th s.181f

⁶⁹ Ibid s.215

⁷⁰ Ibid s.198

⁷¹ Ibid s.199

Där,

R = förväntad avkastning

R_f = riskfri ränta

R_m = marknadsräntan

Antagandet att alla investerare stävar efter att konstruera en optimal portfölj är av stor vikt. Det innebär att investerare lägger ner stora resurser på att analysera enskilda aktier som de sedan köper och säljer tills de ligger på exakt rätt nivå det vill säga på den effektiva fronten. Enligt teorin ligger endast rätt prissatta bolag på den effektiva fronten vilket är intressant för vår del då det i praktiken oftast används ett index som ersättning för den teoretiska marknadsportföljen. Det gör att det enligt teorin vore omöjligt att överträffa marknadsportföljen, det vill säga index. Det tar indexfonder fasta vid då de agerar "free riders" och placerar enligt index utan att lägga resurser på fundamental bolags och marknadsanalys.⁷³

CAPM-sambandet illustreras av Security Market Line som visar relationen mellan förväntad avkastning på en aktie, marknads riskpremie och den enskilda tillgångens betavärde. SML utgår från den riskfria räntan på Y-axeln och har en lutning som visar att marknads riskpremie ökar då tillgångens betavärde stiger. Är beta noll utgörs den förväntade avkastningen på en aktie av den riskfria räntan. Marknadens riskpremie når marknads förväntade avkastning när betavärdet är ett.⁷⁴ Om en tillgång ligger till höger om SML har den en för hög risk i förhållande till sin avkastning.

4.5 Utvärderingsmått

För att kunna utvärdera fondförvaltarnas prestationer och göra jämförelser mellan olika fonder finns en rad mått och nyckeltal som kan vara till stor hjälp för utvärderaren. Exempel på olika relationsmått och begrepp som är till värdefull hjälp och som vi närmre förklarar är Sharp-kvoten, R^2 , Treynor-kvoten och Jensens Alpha. Vi har främst använt oss av R^2 och av alfa bland ovan nämnda nyckeltal när vi plockat ut vilka fonder vi skall jämföra och när vi sedan utvärderat jämförelsen av fondkategorierna. De vi inte använt oss av är ändå intressanta att ta upp då de är grundläggande teorier inom ämnet och därför intressanta att beskriva i detta teoriavsnitt.

4.5.1 Jensens Alfa

Detta mått utvecklades 1969 av Michael Jensen och mäter fondens faktiska utveckling jämfört med den förväntade baserat på risken mätt som beta. Ett positivt alfavärde innebär att avkastningen varit högre än kalkylerat och ett negativt värde att avkastningen avvikit negativt.⁷⁷ Alfa kan således mäta det värde som fondförvaltaren tillfört fonden. Har fonden ett alfavärde på t.ex -2.3 indikerar det att fonden gav 2,3 % sämre utveckling än vad betavärdet förutsagt.

⁷³ Bodie, Z, Kane, A, Markus A J, Essentials of Investments (1998) 3.th s.199

⁷⁴ Ross, S, Westerfield, R, Jaffe, J, *Corporate Finance*, (Singapore, McGraw-Hill) 6th edition 2002. s.272f

⁷⁷ Ross, S, Westerfield, R, Jaffe, J, *Corporate Finance*, (Singapore, McGraw-Hill) 6th edition 2002.

Formeln för alfa lyder:⁷⁵

$$\alpha = \bar{F} - \beta * \bar{I}$$

Där,

\bar{F} = Aritmetiska medelvärdet av fondens avkastning

\bar{I} = Aritmetiska medelvärdet av index avkastning

4.5.2 Sharpe-kvot⁷⁶

Sharpe-kvoten är ett mått som ser till riskjusterad avkastning och det är framtaget av nobelprisvinnaren William F. Sharpe. Enligt modern portföljteori vill en rationell placerare alltid uppnå så hög avkastning per risk som möjligt, och ju högre Sharpe-kvot för fonden, desto bättre är därför fondens riskjusterade utveckling. Sharpe-kvoten talar följaktligen om hur mycket avkastning per total risk som förvaltaren har åstadkommit. Måttet beräknas genom att dividera avkastningen utöver den riskfria räntan med avkastningens standardavvikelse. Då standardavvikelsen används som riskmått tas hänsyn till den totala risken, systematisk såväl som den osystematiska.

Formeln för Sharpe-kvoten lyder :

$$\text{Sharpe-kvot} = \frac{(R_p - R_f)}{\sigma_p}$$

Där:

R_p = fondens genomsnittliga avkastning

R_f = den genomsnittliga riskfria räntan

σ_p = fondens standardavvikelse

Sharpe-kvoten bör enbart användas för att jämföra två fonder som placerar på samma marknad. Hur hög Sharpe-kvot en bra fond har varierar mellan olika marknader, det intressanta är att se vilken fond inom en kategori som har den högsta kvoten. En förutsättning för att måttet skall vara användbart är att avkastningen överstiger den riskfria räntan. I övrigt gäller att ju högre kvot desto bättre eftersom en högre kvot innebär antingen högre avkastning eller en lägre standardavvikelse. Sharpe-kvoten är

⁷⁵ <http://www.morningstar.se> Hämtat 2003-05-20

⁷⁶ <http://www.morningstar.se> Hämtat 2003-05-20

också ett mått på hur mycket mer avkastning vi förväntar oss få om vi tar en given andel högre risk utöver det riskfria placeringsalternativet.

4.5.3 Treynor-kvoten

Ett annat mått som skulle kunnat varat lämpligt i den typen av fondstudie som vi gjort är Treynor-kvoten. Treynorskvoten beräknas med samma formel som Sharpe-kvoten men med skillnaden att betavärdet används istället för standardavvikelse som riskmått. Detta gör att användandet av Treynor-kvoten bara tar hänsyn till marknadsrisken. Måttet skulle vara användbart i en studie där en fond bara utgör en del av investerarens totala riskexponering.

4.5.4 Förklaringsvärdet, R^2

Förklaringsvärdet (R^2 eller R-kvadrat) används i portföljteorin för att mäta hur mycket av en investerings svängningar i avkastning som förklaras av marknadens svängningar. R^2 är den andel av variationen i avkastning hos den beroende variabeln (fonden) som förklaras av den oberoende variabeln (jämförelseindex).⁷⁷ R^2 värdet varierar från 0 till 100 procent och nyckeltalet beskriver hur mycket av fondens kursrörelser som kan förklaras av svängningar i jämförande index. Ett R^2 värde på 100 betyder att samtliga kurssvängningar hos fonden förklaras av svängningar i jämförande index medan ett lägre R^2 värde på till exempel 0,65 indikerar att endast 65 procent av fondens rörelser förklaras av svängningar i index. En indexfond bör ha ett förklaringsvärde väldigt nära 1.00. På motsvarande sätt indikerar ett lågt R^2 värde att fondens svängningar påtagligt ej är influerat av index, detta bör gälla för en stockpickingfond. En indexviktad fond bör följaktligen ha ett förklaringsvärde mellan indexfonderna och stockpickingfonderna. Ett högt R^2 värde indikerar dessutom ett säkrare beta- och alfavärde.

Förklaringsvärdet är ett av de nyckeltal som vi funnit mest intressanta då vi har kategoriserat stockpicking och indexviktade fonder. Det beräknas genom att dividera kovariansen mellan fonden och index med variansen hos index gånger variansen hos fonden.

Formel för R^2 ⁷⁸

$$R^2 = \left(\frac{Cov_{ij}}{\sigma_i \sigma_j} \right)^2$$

Där,

Cov_{ij} = Kovarians mellan i (fonden) och j (index),

σ_i = Standardavvikelsen hos i (fonden)

σ_j = Standardavvikelsen hos j (index)

⁷⁷ Aczel, Amir., *Complete Business Statistics*, s.469

⁷⁸ <http://www.morningstar.se> Hämtad den 2003-05-26

4.6 Sammanfattning och kritik av relevanta mått inom portföljvalsteorin

Alfa, Sharpe-kvoten och Treynor-kvoten behöver nödvändigtvis inte peka i samma riktning. De skiljer sig åt vad det gäller galler riskmått då alfa och Treynor använder sig av betavärdet medan Sharpe-kvoten använder sig av standardavvikelsen. Sättet de relaterar riskmättet till avkastningen skiljer sig också då alfa mäter över- respektive underavkastning gentemot portföljens egen förväntade avkastning medan Treynor och Sharpe-kvoten möjliggör jämförelser mellan olika fonder i samma kategori.

Vilket riskmått som är bäst att utgå ifrån är svårt att svara på då de dels fyller olika funktioner samt har olika svaga sidor. Standardavvikelsen mäter ju hur mycket avkastningen i en portfölj svänger. Om en förvaltare medvetet ändrar inriktning på portfölj innehavet, tex. ökar risken under en börsuppgång, stiger också standardavvikelsen vilket negativt påverkar sharpkvoten.

Om en förvaltare på samma sätt ökar portföljens risk i en börsuppgång genom att satsa på aktier som är mer volatila, det vill säga har ett högre betavärde, ökar samtidigt fondens beta. Detta gör att det är viktigt kontinuerligt justera fondernas värden så att nyckeltalen hela tiden speglar fondernas faktiska innehav.

R^2 har sina begränsningar då måttet endast är tillämpligt på linjära funktioner. Den är ej tillämplig på icke linjära funktioner där observationerna ligger längs en horisontell linje, eller observationer som antar formen av en parabel med max eller min punkt, trots att ett perfekt samband föreligger. Då R^2 ej kan anta ett negativt värde vet vi vidare inte om korrelationen har en negativt eller positivt samband, R^2 även en tendens att öka ju fler oberoende variabler som tillkommer.⁷⁹

⁷⁹ <http://www.morningstar.se> Hämtad den 2003-05-26

5. Försök till kategorisering av stockpicking- respektive indexviktande fonder

I detta kapitel beskriver vi urvalsprocessen och kategoriseringen av indexviktare och stockpickingfonder. Vidare beskriver vi urvalsprocessen av de fonder som skall ingå i den kvantitativa undersökningen.

5.1 Tillvägagångssätt vid utplockning av fondtyperna.

För att möjliggöra denna studie behöver vi följaktligen ett urval av stockpicking- respektive indexviktande fonder. För att få fram detta urval genomförde vi den 10 maj 2003 en fondsökning på morningsstar.se avancerade söktjänst. Efter att ha anpassat sökkriterierna efter våra avgränsningar så långt det var möjligt fick vi fram 96 Sverigefonder.

Genom att ingående studera de 96 fonderna har vi urskiljt vilka fonder vi anser tillämpa stockpicking respektive indexviktning. När vi gjorde kategoriseringen såg vi till antalet innehav som fonderna i dagsläget har och till vilken typ av företag som fonderna placerar i. Har fonderna till exempel investerat i ett begränsat antal bolag av varierande storlek med den gemensamma nämnare att de ser starka ut med betydande tillväxtpotential är det ett tecken på att fondförvaltaren tillämpar en stockpickingstrategi. Vidare har vi tittat på fondernas kursutveckling och studerat hur fonden utvecklats gentemot sitt jämförande index. Om fonden följer eller skuggar sitt jämförande index betyder det med högsta sannolikhet att det inte är en stockpickingfond utan snarare en indexviktad fond.

Vi har dessutom för att om möjligt säkerställa vilken fondkategori fonden tillhör studerat deras alfa-, beta- och R^2 -värden. Nyckeltalen kan enligt teorin berätta om vilken strategi som tillämpas i fondförvaltningen och därmed också ge vägledning till vilken risk och kategori som fonden tillhör. Vi har vidare studerat fondernas innehav för att se om dess viktning följer jämförande index. För att få en komplett bild av fonden har vi även gått in på respektive fonds hemsida och därigenom läst oss till vilken strategi och placerarfilosofi som fondförvaltaren själv anser sig tillämpa. Då vi i vissa fall ej kunnat utläsa det på hemsidan har vi kontaktat fondkommissionären och på så sätt tagit reda på förvaltarens syn på den egna strategin. Den totala bild vi sedan fått av fonden har avgjort vilken kategori som fonden enligt vår indelning skall tillhöra.

5.1.1 Specialnischade och indexviktande fonder

Av de 96 fonderna som vi har haft som utgångspunkt i vår urvalsprocess har vi sorterat bort 27 specialnischade fonder och sju indexviktade fonder som vi ej anser passar in på vår undersökningspopulation enligt tidigare gjorda begränsningar. Med specialnischade fonder menar vi fonder som har ett ideellt, etiskt eller annat icke vinstmaximerande sekundärt mål. De ideella fonderna ger en viss del av fondens avkastning, alternativt omsättning till ideella ändamål som till exempel till

Cancerfonden, Världsnaturfonden eller till olika miljöstiftelser. De etiska fonderna har begränsat sitt innehav till att i olika stor utsträckning undvika att placera i företag som verkar inom moralens gråzon. De undviker i olika stor utsträckning att placera i det de definierar som vapen-, tobak- och spritföretag samt inom porrindustrin. Ytterligare fonder som vi ej tar med i vår jämförelse är olika typer av bosparfonder då dessa fonder omgärdas av en rad specialregler. I dessa fonder måste till fondspararen till exempel vara medlem och stå i kö i en bostadsförening typ HSB och där betala en viss del av fondens avkastning.

5.1.2 Stockpicking respektive indexviktade fonder

Efter ovanstående utrensning av för oss icke intressanta fonder kvarstår 62 fonder som skall kategoriseras. Vi har delat in de kvarvarande 62 fonderna i de två fondkategorier som vi ämnar undersöka, stockpicking respektive indexviktare. Av de 62 fonderna anser vi att 19 fonder förvaltas enligt en stockpickigstrategi och att resterande 43 är indexviktare. Nedan skriver vi ut de fonder som tillhör de kategorierna vi ämnar studera i denna uppsats.

Stockpickingfonder: (19st)

Aktie-ansvar Sverige

AMF Pension

Aragon Tillväxt +30

Banco Sverige Special

Carlson Nationell Sverige

Carlson Sverigefond

Carnegie Sverige

Delphi Sverige Tillväxtfond

Didner & Gerge Aktiefond Sverige

Enter Sverige

Enter Sverige Fokus

Firstnordic Sverige

FK Fonder Capital Focus

HQ Strategi

Lannebo Sverige

Nordea Private Banking Svenska Portfölj

Nordea Selecta Sverige

Robur exportfond

Splitan och Pelaro Aktiefond

De indexviktade fonderna är: (43st)

Alfred Berg Pension Sverige
Alfred Berg Sverige
Alfred Berg Sverige Extract
Alfred Berg Sverige Referens
Banco Alleman
Aragon Aktiefond Sverige
Banco Sverige
Banco Sverige Pension
Catella Reavinst
Carella Trygghet
Cicero Sverige Fond
Erik Penser Aktieindexfond Sverige (OMX)

Folksam Aktiefond Sverige
Folksam LO Sverige
Folksam LO Västfonden
Folksam Tjänstemannafond Sverige
Handelsbanken Aktiefond Index
Handelsbanken Reavinstfond
HQ Sverigefond
Länsförsäkringar Mega Sverige
Länsförsäkringar Sverigefond
Nordea Allemansfond Alfa
Nordea Allemansfond Beta
Nordea Allemansfond Gamma
Nordea Allemansfond Omega
Nordea Allemansfond Trade
Nordea Allemansfond Trust
Nordea Sverigefond
Robur Allemansfond I
Robur Allemansfond II
Robur Allemansfond III
Robur Allemansfond IV
Robur Allemansfond V
Robur Sverigefond MEGA
Robur Sverigefonden
SEB Sverige Aktiefond I
SEB Sverige Aktiefond II
SEB Sverige Chans/Risk
Skandia Aktiefond Sverige
SPP Aktiefond Sverige
Trevise Tillväxtfond
Trevise Tillväxtfond 2
Öhmans Sverigefond

5.2 Slumpmässigt urval av de fonder som skall jämföras

För att vår studie skall vara intressant har vi valt att jämföra fondkategorierna över en femårsperiod. Detta medför att endast de fonder som funnits sedan 1998 skall finnas med i vår studie. Att vi valt fem år som tidshorisont beror på att det sedan 1998 har hänt otroligt mycket på aktiemarknaden. Inom denna tidsram har det både varit en fantastisk uppgång och en lika drastisk rekyl nedåt.

Då tiden är begränsad har vi valt att begränsa antalet fonder till tio stycken i varje fondkategori. Urvalet har gjorts slumpvis genom lottdragning. De 44 indexviktarnas fondnamn har skrivits ned på separata lappar som sedan lagts i en bunke. Sedan har lappar tagits en och en ur detta krus. De tio först dragna fondnamnen som klarat femårsgränsen får representera alla indexviktade Sverigefonder. Samma process gjordes med stockpickingfonderna men endast sex fonder klarade femårsgränsen. När det gäller stockpickingfonderna ser vi ett tydligt mönster att många fonder är relativt nystartade och att endast drygt hälften av kategorins fonder har funnits i fem år eller längre. Nedan har vi skrivit ut vilka fonder som genom lottdragning representerar sina respektive fondkategorier. En närmre presentation av dessa fonder återfinns i Bilaga 1.

De sex stockpickingfonderna är:

- Aktie-Ansvar
- Aragon Tillväxtfond (+30)
- Carlson Sverige
- Carnegie Sverige
- Didner & Gerge
- Robur Exportfond

De tio indexviktade fonderna är:

- Alfred Berg Sverige
- Banco Allemansfond
- Länsförsäkringar Mega
- Nordea Allemansfond Alfa
- Nordea Allemansfond Omega
- Robur Allemansfond 1
- Robur Sverige Mega
- SEB Aktiefond Sverige1
- SPP Aktiefond Sverige
- Treviso Tillväxtfond

5.3 Genomförande av den statistiska undersökning

Syftet med den statistiska undersökningen är att få ytterligare data att analysera för att på så sätt se om den gjorda kategoriseringen håller. Vi har genomfört den kvantitativa studien på två skilda tidsperioder samt för den totala femårsperioden. Den första perioden sträcker sig över tiden 1998-01 till 2000-03. Att vi valt just denna tidsperiod på 27 månader är för att vi ville se hur fonderna utvecklats under denna tid då Stockholmsbörsen steg extremt mycket.

Period två sträcker sig över tidsperioden 2000-04 till 2003-04. Denna tidsperiod täcker och visar ett kraftigt börsfall som vi ser som en justering av uppgången under tidsperiod 1. Vi vill helt enkelt se om vår kategorisering av fonderna är tillförlitlig även på en volatil börs, upp- respektive nedgång. Vi har även gjort beräkningar på den totala femårsperioden som historiskt sett varit väldigt volatil då vi anser detta vara en mycket intressant period att studera.

Grunddata i form av fondernas månatliga NAV-kurser samt månatlig indexhistorik är hämtad från databasen SIX-Trust med start 1997-12 för att täcka in den totala mätperioden från januari 1998 fram till april 2003. I flera fall har det varit svårt att läsa ut vilket index som den aktuella fonden jämför sig med. Vi har då kontaktat respektive fondförvaltare för att få fram detta viktiga index. När all nödvändig fond- och indexdata är insamlad har kurs- och indexhistoriken omräknats till att visa den procentuella månadsavkastningen. Vidare har vi för att se hur fondens utveckling skiljt sig från jämförande index räknat fram fondens relativa avkastning. Därmed kan vi se hur nära fonden följer sitt jämförande index och får en fingervisning på huruvida fondförvaltarna lyckats i sin strävan att slå index eller ej.

TE beräkningarna är gjorda på basis av tolv löpande observationer månadsvis samt för tidsperiod ett, två samt för den totala perioden. Detta för att visa den i fonden löpande aktiviteten. Vi visar i bilaga två exempel på de beräkningar som vi gjort på insamlad fonddata. Vi har gjort beräkningar på samtliga 16 fonder men i exemplet visar vi beräkningarna för Didner & Gerge.

6. Utfall och resultat av den statistiska undersökningen

I detta kapitel redovisar vi resultatet från den kvantitativa undersökningen. Nedan presenterar vi tre relevanta sammanställningar för de undersökta tidsperioderna samt för den totala tidsperioden.

6.1 Sammanställning av den kvantitativa undersökningen. för period 1

Från utdata från undersökningsperiod ett kan vi utläsa att samtliga fonder uppvisar en enhetlig mycket positiv avkastning. Den relativa avkastningen visar ett mönster där stockpickingfonderna kraftigt slår sitt jämförande index. Bortser vi ifrån de extrema värden som Aragon och Robur uppvisar så slår stockpickingfonderna sina jämförande index med i genomsnitt 26,7 %⁸⁰. På motsvarande sätt slår de indexviktade fonderna bortsett från högsta och lägsta värde sina jämförande index med 9,0 %. Förklaringsvärdet R^2 uppvisar ett för stockpickingfonderna lägre värde med en spännvid mellan 0,5 och 0,97 gentemot den indexviktade kategorin där alla värden överstiger 0,9.

Betavärdena för första perioden uppvisar generellt väntade värden då stockpickingkategorin har ett lägre beta än den indexviktade kategorin. Värt att poängtera är att betavärdet generellt sätt för stockpickingfonderna ligger något längre ifrån 1,00 än vad betavärdena för vad de indexviktade fonderna gör. Detta stämmer enligt teorin då ett betavärde som kraftigt avviker från 1,00 visar att fondens känslighet för svängningar i marknaden (index) är lägre än för fonder som har ett betavärde nära 1,00.

Alfavärdet indikerar hur fonden har utvecklats gentemot vad betavärdet förutsagt. Under tidsperiod ett kan vi inte utläsa någon direkt skillnad i alfavärdena förutom att alfavärdena är något mer positiva för stockpickingfonderna än för indexviktarna. Under period ett har stockpickingfonderna ett genomsnittligt TE-värde justerat för det extremvärde som Aragon uppvisar på över tio. Gränsdragningen mellan aktiv och passiv förvaltning går vid två och det TE-värde som stockpickingkategorin uppvisar, överstiger vida två, vilket tyder på att de med god marginal är aktivt förvaldade. Spridningen inom denna kategori är dock stor medan spännvidden är betydligt mindre bland de indexviktade fonderna som har ett genomsnittligt TE-värde på 7,3. Koncentrationen kring medelvärdet är dock betydligt högre.

⁸⁰ $(21,37+51,41+21,15+12,81)/4=26,69$

Tidsperiod 1 (1998-01 till 2000-03)

		AVK	REL AVK	R ²	BETA	ALFA	TE
<u>Stockpickingfonder</u>							
Aktie-Ansvar Sv.	SIXPX	97,26	21,37	0,96	1,05	0,03	6,38
Aragon Tillväxtfond(+30)	SIXRX	363,95	245,34	0,50	1,68	0,16	63,43
Carlson Sv.	SIXPRX	127,29	51,41	0,93	0,95	0,01	8,01
Carnegie Sv.	AFGX	139,76	21,15	0,97	0,98	0,04	6,50
D&G	SIXRX	131,41	12,81	0,88	0,84	0,07	12,45
ROBUR Exportf.	SIXRX	27,2	-91,41	0,53	0,67	- 0,10	25,10
<u>Indexviktade fonder</u>							
Alfred Berg Sv.	SIXPRX	110,65	25,65	0,93	1,05	0,04	8,45
BANCO Allemanf.	SIXPX	114,94	39,05	0,97	1,08	0,06	6,22
Länsförsäkr MEGA	SBX CAP	91,8	-4,92	0,92	1,08	- 0,03	9,62
NORDEA All. ALFA	SIXPX	82,52	6,64	0,97	1,02	0,01	5,83
NORDEA All. OMEGA	SIXPX	83,11	7,22	0,96	1,01	0,01	5,86
ROBUR All. 1	SIXPX	69,59	-6,30	0,90	0,80	0,03	9,79
ROBUR Sv. MEGA	SIXPX	69,56	-6,32	0,94	0,96	- 0,01	7,24
SEB Aktief. Sv. 1	SIXPX	89,88	13,99	0,98	1,01	0,03	4,13
SPP Aktief. Sv.	SBX CAP	118,13	21,41	0,96	1,05	0,03	6,36
Treviso Tillväxt 1	SIXPRX	92,96	7,96	0,90	0,93	0,03	9,44

6.2 Sammanställning av den kvantitativa undersökningen för period 2

Avkastningen för period två har för bägge kategorierna varit kraftigt negativ. Stockpickingfonderna har haft en genomsnittlig justerad⁸¹ avkastning på -44,5% medan de indexviktade fonderna har haft en sämre genomsnittlig avkastning justerat som ovan på -54 %. Den relativa avkastningen visar för SP att genomsnittsfonden slagit sitt index med drygt 9 % medan samma värde för IV ligger på -3,5 %. Detta visar att stockpickingfonderna generellt sett klarade sig bättre i den allmänna börsnedgången under period två, där endast en tredjedel av stockpickingfonderna mot hälften av indexviktarna har gått sämre än sitt jämförande index.

R²-värdet påvisar att bägge fondkategorierna har i de flesta fall ett högre värde under period två än under period ett. Skillnaden mellan de bägge fondförvaltarstrategierna visas inte av förklaringsvärdet under period två. För bägge gäller ett högt R²-värde som tyder på en närhet till index som kan tolkas som ett strategibyte då marknadsbilden drastiskt ändrades från hausse till baisse.

För perioden visar de fonder som har lägst betavärden också i de flesta fall högst relativ avkastning. Detta visar återigen känslighetsambandet mellan beta och index som vi tidigare nämnt. Ett mönster kan urskiljas i att betavärdet för indexviktarna är något högre än för stockpicking fonderna. Detta visas genom att 50 % av indexviktarna men endast två av de sex stockpickingfonderna har ett betavärde över 1,05. Ovan nämnda faktum påvisar att de

⁸¹ Med justerad avkastning menar vi hädanefter att högsta och lägsta värdet i den serie vi studerar är bortaget. Detta för att rensa bort eventuella extremvärden som kan ge en felaktig bild av det vi beräknar.

fonder som har en sp-strategi är mindre känsliga för marknaden än IV-kategorin även i en allmän börsnedgång.

En intressant iakttagelse när det gäller alfa-värdet är att de indexviktade fonderna uppvisar ideell negativa värden för den andra perioden medan alfavärdena under första perioden nästan enbart är positiva. För stockpickingfonderna kan däremot inget mönster urskiljas då de såväl under den första som andra perioden uppvisar positiva värden bortsett från Aragon Tillväxtfond som har ett kraftigt negativt alfavärde.

Den aktiva risken har under perioden ökat över lag. För SP-fonderna har fyra av sex fonder ökat sina TE-värden. De stockpickingfonder som under perioden minskat sin aktiva risk, har gjort det från extremt höga värden till en lägre, dock fortsatt hög nivå. Vi kan se ett ännu tydligare mönster bland indexviktarna som i samtliga fall ökat sin aktiva risk. De har i genomsnitt ökat sin aktiva risk med ca 45 % till en hög nivå som dock fortfarande är lägre än för kategorin som tillämpar en SP-strategi. För indexviktarna ligger det genomsnittliga TE-värdet på 10,6 och för stockpickingfonderna på 13,4 %⁸².

Tidsperiod 2 (2000-03 till 2003-04)

	AVK	REL AVK	R²	BETA	ALFA	TE
<u>Stockpickingfonder</u>						
Aktie-Ansvar Sv.	-40,3	12,49	0,96	0,87	0,03	9,50
Aragon Tillväxtf (+30)	-90,32	-35,89	0,67	1,30	- 0,30	45,57
Carlson Sv.	-48,1	4,68	0,97	1,01	0,03	8,44
Carnegie Sv.	-58,63	-4,20	0,94	1,08	0,00	13,37
D&G	-31,06	23,37	0,90	1,03	0,12	16,11
ROBUR Exportf.	-28,79	25,64	0,84	0,91	0,10	19,38
<u>Indexviktade fonder</u>						
Alfred Berg Sv.	-64,89	-16,51	0,97	1,12	- 0,08	10,19
BANCO Allemansfond.	-62,91	-10,12	0,94	1,12	- 0,03	13,49
Länsförsäkr MEGA	-57,00	-12,39	0,96	1,06	- 0,06	11,12
NORDEA All. ALFA	-51,97	0,82	0,95	1,00	0,01	9,89
NORDEA All. OMEGA	-52,08	0,71	0,95	0,99	- 0,00	9,81
ROBUR MEGA	-50,63	2,16	0,96	1,01	- 0,02	9,33
ROBUR All. 1	-51,99	0,80	0,92	0,91	- 0,01	12,43
SEB Aktief. Sv. 1	-55,65	-2,86	0,98	1,06	- 0,00	7,35
SPP Aktief. Sv.	-49,84	-5,24	0,98	1,03	- 0,00	7,10
Treviso Tillväxt 1	-47,77	0,61	0,93	1,05	0,02	13,29

6.3 Sammanställning av den kvantitativa undersökningen för den totala tidsperioden (Period 3)

Femårsperioden som denna kvantitativa undersökning spänner över, har varit extremt volativt och innefattat exceptionella rörelser på aktiemarknaden. Därför anser vi att det inte

⁸² Extremvärdet som Aragon Tillväxtfond uppvisar är ej inkluderat.

är givande att studera de enskilda nyckeltalen för den totala femårsperioden. Istället är det betydligt intressantare att tolka de två indelade tidsserierna var för sig. Trots detta är det intressant att se hur fonderna utvecklats resultatmässigt under denna händelserika period. Sammanställning nedan visar anmärkningsvärda siffror, som vi anser är värda att kommentera.

Avkastningen för stockpickingfonderna uppvisar en anmärkningsvärd spridning på över hundra procent mellan bästa och sämsta fond. Aragon Tillväxtfond uppvisar för perioden en värdeminskning på hela 55 % medan Didner & Gerges fond stigit med hela 60 % under samma tid. Att vi jämför dem med samma index gör det extra intressant. Aragon presterade hela 38 % lägre än SIXRX medan Didner & Gerge överträffade samma index med hela 76%. Aragon steg med anmärkningsvärda 364 % under den första perioden men störtök under nästa period med extrema 90 %. Detta får symbolisera de extrema förhållanden som rådde på marknaden och att stockpicking kategorin är svår att generalisera då hälften av fonderna visar en kraftig uppgång och andra hälften visar en nedgång. Den andra kategorin uppvisar en samlad nedgång på i genomsnitt -13 %. Sex av tio fonder slår dock sitt jämförande index och av de indexviktade fonderna ligger de flesta nära sitt jämförande index. Kategorisering av denna fondtyp är lättare då de över lag tyckas följas åt utan allt för många extremvärden. Även när det gäller R^2 -värdena uppvisar de indexviktade fonderna en samlad front med värden mellan 0.92 till 0.96.

Tidsperiod 3 (1998-01 till 2003-04)

	AVK	REL AVK	R²	BETA	ALFA	TE
<u>Stockpickingfonder</u>						
Aktie-Ansvar Sv.	17,76	34,72	0,96	0,93	0,05	11,37
Aragon Tillväxtf.(+30)	-55,1	-38,14	0,61	1,54	- 0,06	82,74
Carlson Sv.	17,96	-34,92	0,96	1,01	0,06	11,48
Carnegie Sv.	-0,81	-0,43	0,95	1,05	0,00	14,92
D&G	59,53	76,49	0,89	0,94	0,08	20,57
ROBUR Exportf.	-9,42	7,54	0,71	0,78	- 0,01	33,99
<u>Indexviktade fonder</u>						
Alfred Berg Sv.	-26,05	-21,54	0,96	1,12	- 0,03	14,36
BANCO Alleman	-20,28	-3,32	0,95	1,13	0,00	15,69
Länsförsäkr MEGA	-17,52	-0,56	0,95	1,08	- 0,04	14,76
NORDEA All. ALFA	-12,33	4,63	0,96	1,01	0,01	11,40
NORDEA All. OMEGA	-12,25	4,71	0,96	1,00	0,00	11,35
ROBUR All. 1	-18,48	-1,62	0,92	0,88	- 0,01	15,72
ROBUR Sv. MEGA	-16,28	0,68	0,96	0,99	0,00	11,78
SEB aktief Sv.1	-15,79	1,17	0,98	1,05	0,00	8,54
SPP aktief. Sv.	9,42	26,38	0,98	1,05	0,00	9,81
Treviso Tillvf.	0,78	17,74	0,92	1,01	0,01	16,18

7. Analys

När vi påbörjade denna studie hade vi visionen att möjliggöra en säker kategorisering av aktivt förvaltade fonder. För att göra det insåg vi att vi behövde klara bevis för vad som är en

stockpickingfond och vad som skiljer en sådan från en indexviktad fond. Då det tidigare ej funnits någon klar och entydig definition av fondkategorierna, var vårt första steg att ta fram definitioner på stockpicking respektive indexviktande fond.

Vi diskuterade ämnet med olika branschkännare och fondförvaltare men dessa kunde dessvärre inte hjälpa oss då stockpicking respektive indexviktning inte är några allmänt vedertagna begrepp inom finansvärlden. I flera fall framgick inte graden av aktivitet ens efter samtal med respektive fondförvaltare. Istället märkte vi av en viss försiktighet vilket bland annat märktes genom den generella oviljan att bli officiellt citerade i vår uppsats. Rädslan att sticka ut hakan och därmed avvika från mängden verkar i dagsläget påtaglig. Vi tolkar det som att all uppmärksamhet som inte tillför fondkommissionären något mervärde vill undvikas.

Vid fondanalys och vid fondjämförelser är det av yttersta vikt att veta vilket index den enskilda fonden jämför sig med. I början av vår studie var vi blåögda och trodde mer eller mindre blint på vad fondförvaltarna sa om sina fonder och om de index som de sade sig jämföra med. Vi har dock under uppsatsens gång blivit mer kritiska och vi förstod efter det inledande naiva stadiet att val av jämförelseindex är mycket viktigt, bland annat för att få en rättvisande bild av fondens utveckling gentemot marknaden.

För att säkerställa denna uppsats trovärdighet belyser vi vikten av att kritiskt granska fondernas indexuppgifter. Fondförvaltare kan genom att jämföra sig med "fel" index ge en medvetet positivare bild av fonden än vad som är skäligt. Jämför sig fonden till exempel vis med AFGX där bolagens utdelningar ej inkluderas framstår den aktuella fonden i positivare dager än vad som är motiverat.

Även då stockpickingfonder i sin förvaltarstrategi ej utgår från något index jämför de sig trots allt med ett index när det gäller presentation av resultat, vid marknadsföring och vid interna belöningsystem etc. Bland våra stockpickingfonder fanns det dock två fonder som ej ens vill tillkännage att de ens i sådana syften jämför sig med ett index. Dessa fonder är Robur Exportfond och Aragon Tillväxtfond (+30). Efter test med olika index där fonden mycket riktigt framstod i olika dager kom vi fram till att SIXRX är ett lämpligt index att jämföra med. Vi diskuterade detta med performanceanalytikern Julie Bonde på Deloitte & Touche som bekräftade att detta index är mest lämpat att jämföra med då SIXRX inkluderar utdelningar i indexutvecklingen.

Med facit i hand efter genomförd studie är vi något konfunderade över resultatet. Det som vi vid resans början bedömde som tillräckliga undersökningsvariabler i jakten på bevis framstår nu som något otillräckliga då vår ambition var att lägga fram kriterier för att säkert kunna avgöra vilka fonder som tillämpar en stockpickingstrategi och urskilja dessa från de övrigt aktivt förvaltade fonderna. Att lägga fram säkra bevis visade sig däremot vara omöjligt men däremot kan vi lägga fram en rad kännetecken för en stockpickingfond. Att vi benämner det som kännetecken och inte bevis beror på att gränsdragningen mellan stockpicking- och de indexviktade fonderna fortfarande efter genomförd studie är flytande utan att säkra gränser kan sättas. Dessutom uppvisar fonderna inom stockpickingstrategin sinsemellan en stor variation.

De relationstal som vi från början ansåg som viktiga i kategoriseringen framstår efter den statistiska undersökningen som fortsatt viktiga men med en del tillägg och justeringar. Vi tittade vid kategoriseringen på fondernas standardavvikelse utan att detta riskmått gav oss

någon vidare vägledning då samtliga undersökta fonder uppvisade en hög standardavvikelse på över tjugoprocent. Något direkt mönster kunde vi inte urskilja och beslöt därför att ej ta med detta mått i den statistiska undersökningen. Vidare anser vi därför att detta mått ej kan användas vid kategorisering av stockpicking, respektive indexviktade fonder. Sedan tidigare vet vi dock att detta mått kan användas vid kategorisering av aktivt respektive passivt förvaltade fonder samt att standardavvikelsen är av intresse vid rating av enskilda fonder. Detta tar till exempel Morningstar fasta vid i sin rating av Sverigefonder.

Vidare använder vi oss inte heller av Sharpe-kvoten då detta tal endast är av intresse om det uppvisar ett positivt värde. När marknadsutvecklingen är negativ samt då den enskilda fonden presterar en lägre avkastning än den riskfria räntan tillför Sharpe-kvoten inte längre något värde till analysen. Dessutom används Sharpe-kvoten vid jämförelse av fonder inom samma kategori och inte till jämförelser av fonder som tillhör olika kategorier. Då vi vill dela in dessa fonder i olika kategorier anser vi det vara olämpligt att använda detta annars intressanta relationstal.

Vi hävdar dock att det går att få en bild av en fonds strategi genom att analysera övriga relationstal. Detta förutsätter att fonden funnits till en längre tid samt förvaltats enligt samma strategi, helst av en och samma förvaltare under hela tidsperioden. Vi valde att studera fonderna över en femårsperiod då denna tid varit synnerligen händelserik och intressant. Det går i princip dock lika bra att studera fonderna under till exempel en treårsperiod. Om vi hade valt att studera fonderna under en kortare tidsperiod hade fler stockpickingfonder funnits med i urvalet men vi hade då inte kunnat följa fondernas beteende under dessa extrema marknadsförhållanden. Om vi däremot hade valt en kortare tidsperiod, till exempel tre år, hade ytterligare nio stockpickingfonder funnits med i urvalet.

För att överhuvudtaget möjliggöra en kategorisering tittade vi i ett tidigt stadium på en rad faktorer. Några, dock inte alla av dessa faktorer har vi sedan vidare använt oss av då vi genomfört den statistiska undersökningen. Vi anser att R^2 , beta och TE-värdena tillsammans med fondens relativa avkastning ger indikationer vilken kategori en aktiv fond vidare kan sorteras inom. Det betyder att det är fondens historik som är vägledande vilket betyder att om fonden byter förvaltare eller strategi är dessa nyckeltal ej längre aktuella.

Förklaringsvärdet, R^2 visar hur fondens svängningar varierar i förhållande till index. Vi vet att ett högt R^2 -värde nära 1.00 tyder på att fonden förvaltas nära index. Något definitivt värde som skiljer stockpickingfonderna och indexviktarna åt kan vi ej fastslå. Ur vår undersökning kan vi däremot dra slutsatsen att en stockpickingfond generellt sätt har ett högre värde än indexviktarna. När marknaden stiger är skillnaden knapp men skillnaden är större när marknaden sjunker. Detta tolkar vi som att indexviktarna då minskar sin risknivå och istället förlitar sig på att andra förvaltare gör en bättre bedömning än de egna analytikerna. Detta "free-ride beteende" i nedgångstider gör att fondspararen som placerat i indexviktade fonder ej kan förvänta sig någon direkt överavkastning gentemot index. Detta följer intressant nog teorin om den effektiva marknadshypotesen. Stockpickingfonderna håller dock oavsett marknadsläge fast vid sin tidigare fastslagna strategi att endast plocka ut bolag som de tror på oavsett hur bolaget är viktat i index.

Betavärdet som visar på beroendet av index är det andra nyckeltalet som vi anser indikera vilken kategori en fond tillhör. Betavärdet för indexviktarna ligger något närmre 1,00 än vad stockpickingfonderna gör men återigen kan inget absolut värde sättas där gränsen för vad

som skiljer kategorierna åt går. Detta påvisar återigen att de fonder som tillämpar en stockpickingstrategi är mindre känsliga för marknaden än vad de indexviktade fonderna är.

Relationstal nummer tre som ytterligare påvisar vilken kategori en fond skall tillhöra är tracking error som är ett mått på fondens aktiva risk. Detta mått är indikativt på hur pass aktiv en förvaltare är. Alla våra undersökta fonder har ett TE värde som ligger långt över två vilket visar att alla fonder vi undersökt är aktivt förvaltade. Att stockpickingfonderna generellt har ett högre TE-tal trodde vi oss veta redan innan studien men har genom undersökningen fått det bekräftat. Skillnaden mellan kategorierna är intressant nog större då marknaden stiger för att minska då marknaden går ner. Förändringar i aktiviteten och eventuellt också i strategin under perioden kan utläsas då den aktiva risken har ökat över lag. När det gäller alfavärdets roll indikerar även det vilken förvaltning som tillämpas. Har fonden ett högt respektive lågt värde visar det att förvaltaren påverkat kursutgången och att den verkliga avkastningen skiljt sig åt från det kalkylerade värdet. Tyder således även det på en viss aktivitet hos fondförvaltaren.

Närheten till index visas tydligast genom att titta på fondens och indexets kursutveckling över tiden. Är fonden aktiv syns detta genom att fonden ej nära följer indexutvecklingen. Återigen uppstår dock problemet var gränsdragningen mellan stockpicking och indexviktarna skall dras. Vilket gör att ej heller här går att lägga fram klara bevis för vad som är en stockpicking respektive en indexviktad fond.

När det gäller kursutvecklingen för den valda tiden framstår stockpickingfonderna som det bättre alternativet för den som är villig att ta en något högre risk. De flesta av de undersökta stockpickingfonderna klarade sig bättre i både uppgång och i nedgång. Undantag finns dock med fonder som kraftigt avvek från de övriga i kategorin sett över en femårsperiod. Detta speglar att stockpickingfonderna ej är en homogen grupp utan uppvisar stora skillnader sinsemellan. Det är därför viktigt för investeraren att tydliggöra den enskilda fondens särdrag och ha ett allmänt kritiskt förhållningssätt till de uppgifter som förvaltaren framhäver.

8. Slutsats, kritik och förslag till vidare studier

Denna studie syftar till att studera aktivt förvaltade fonder för att om möjligt göra en underkategorisering och dela in fonderna i stockpicking respektive indexviktade fonder. Många förvaltare marknadsför sina fonder som aktivt förvaltade, men uppvisar ett resultat som följer sitt jämförande index. Andra aktivt förvaltade fonder kan under samma period uppvisa ett helt annat resultat vilket ger upphov till ett ifrågasättande om fondförvaltarna verkligen använder sig av samma strategi i sin förvaltning. Vi hade vidare ambitionen att försöka se om det finns något samband mellan överavkastning och stockpickingstrategin. Det vi kom fram till är att det visst förekommer ett sådant samband då risken är större och därmed kan en högre avkastning förväntas. Det är dock viktigt att poängtera att den ökade risken medför att det vid felbedömningar är större sannolikhet att se sitt kapital drastiskt minska.

Det är intressant att jämföra de fonder vi har tagit fram som stockpickingfonder med Morningstar rating. Det stärker den bild vi har fått att stockpickingfonderna generellt ger högre avkastning men att de sinsemellan skiljer sig mycket åt då majoriteten av fonderna får antingen högsta eller lägsta betyg i ratingen. Betyget följer kursutvecklingen och Didner & Gerge som presterat den högsta avkastningen över den studerade femårsperioden får högsta betyg medan Aragon Tillväxt +30 som presterat det sämsta resultatet således tilldelats det lägsta möjliga betyget.

Trots att vi inte funnit några säkra bevis för vad som är en stockpicking respektive indexviktad fond vidhåller vi att en kategorisering av aktivt förvaltade fonder är av största vikt. Den enskilda fondspararen skall direkt kunna se vilken strategi som tillämpas och därmed välja fonder i den kategori som för tillfället passar in på önskad risknivå.

Vi har för att möjliggöra denna studie varit tvungna att begränsa oss till att endast studera ett fåtal variabler och ett högst begränsat antal fonder. Med facit i hand kan vi ifrågasätta våra egenhändigt gjorda begränsningar då det till slut endast fanns sex stockpickingfonder att studera trots vår ambition att urvalet skulle utgöras av tio fonder från respektive fondkategori. Vi prioriterade att studera ett färre antal fonder över en femårsperiod framför att studera fler fonder över en något kortare tidshorisont. Vi borde anpassat avgränsningarna, det vill säga minskat tidsperioden och på så sätt fått ett större urval då de flesta stockpickingfonder är relativt nystartade. Studien hade vid ett större urval blivit mer statistiskt korrekt men å andra sidan hade vi då inte kunnat studera hur respektive fondkategori hanterat och presterat i den kraftiga upp- respektive nedgången som rådde på marknaden.

Vidare vore det intressant att studera mer ingående hur fondernas branchindelning ser ut och varierar över tiden. Avviker en fonds innehav under flera perioder jämt mot index tyder det följaktligen på att fonden förvaltas aktivt och eventuellt med en stockpicking strategi. Ytterligare fördjupningar som är intressanta att göra är att fördjupa sig i hur fondförvaltare kan försköna sitt förvaltarresultat med hjälp av att välja ett jämförandeindex som ger ett missvisande resultat enligt tidigare fört resonemang. En statistisk undersökning där exempelvis flera olika index jämförs mot samma fond kan belysa denna intressanta fråga.

Ytterligare faktorer som är av intresse vid en kategorisering av aktivt förvaltade fonder är fondens omsättningsinnehav och hur dess branschindelning skiljer sig över tiden. Rimligtvis borde en aktiv förvaltare som försöker placera i enbart "köpvärda" aktier ha en högre omsättningshastighet än någon som bara köper enligt index. Vi har dock inte studerat kategoriseringsproblemet ur detta perspektiv. Vi tror dock att säkra bevis baserade på enskilda faktorer är omöjligt att ta fram men däremot kan troligtvis en modell eller formel baserad på flera faktorer tas fram. Det faller dock utanför vår studie att ta fram en sådan modell, förslagsvis kan det vara ett intressant ämne för en annan uppsatsgrupp.

Källförteckning:

Publicerade källor

- Aczel, Amir, *Complete Business Statistics*, 4th edition, McGraw-Hill, Boston, 1999
- Bengtsson, Bengt-Arne & Bengtsson, Hans, *Forskningsboken – om konsten att arbeta på ett undersökande och kunskapande sätt*, Almqvist & Wiksell, Stockholm, 1995
- Blake, Christopher R & Elton, Edwin J. & Gruber, Martin J. The Persistence of Risk-Adjusted Mutual Fund Performance, *The Journal of Business*, volume 69, no 2 1996
- Bodie, Zvi & Kane, Alex & Markus Alan J, *Essentials of Investments*, 3.th edition, Irwin, Chicago, 1997
- Dahmström, Karin, *Från datainsamling till rapport*, Studentlitteratur, Lund, 1996
- De Ridder, Adri, *Finansiell ekonomi om företaget och finansmarknaden*, Norstedts Juridik, Stockholm, 2000
- Haskel, Anders, *Fondhandboken*, Aktiespararnas bokförlag, Stockholm, 1998
- Holme, Idar, M. & Solvang, Berndt K, *Forskningsmetodik – om kvalitativa och kvantitativa metoder*, 2:a upplagan, Studentlitteratur, Lund, 1997
- Johansson, A, Portföljtvärdering – Hur bra utvecklas egentligen ditt sparande? *Stock Magazine* Nr 7 2001
- Lag (1990:1114) om värdepappersfonder
- Lind, Douglas A. & Mason, Robert D. & Marchal, William G, *Basic Statistics for Business and Economics*, 3:th edition, Irwin/McGraw-Hill, 2000
- Patel, Runa. & Davidson, Bo, *Forskningsmetodikens grunder*, 2:a upplagan Studentlitteratur, Lund, 1994
- Persson, M. Gammal fondsuccé ger ingen framtidsgaranti, *Aktiespararen*, nr 11, 2000.
- Petterson, Gertrud, *Att skriva rapporter*, Företagsekonomiska Institutionen, Ekonomihögskolan vid Lunds Universitet, 1997
- Ross, S, Westerfield, R, Jaffe, J, *Corporate Finance*, 6th edition, McGraw-Hill Singapore, 2002.
- Wiedersheim, Paul F. & Eriksson, Lars T, *Att Utreda och Rapportera*, 7:e upplagan, Liber Ekonomi, Malmö, 2001
- Österlund, Å. Genombrott för börshandlande fonder, *Option*, nr 1 2001.

Muntligakällor

Andersson, Viktor, Civilekonom med nationalekonomi och statistisk inriktning på Alfred Berg – ABN Amro. Ett flertal interjuver mellan tidsperioden 030407 – 030520

Bonde, Julie, Performance analytiker på Deloitte & Touche, Ett flertal interjuver mellan tidsperioden 030404 - 030527

Elektroniska källor

SIX Trust Databas med finansiell information

<http://www.fondbolagen.se>,

<http://www.ppm.se>,

<http://www.morningstar.se>

www.aktieansvar.se

www.banco.se

www.carlsonfonder.se

www.carnegie.se

www.dgfonder.se

www.lansforsakringar.se

www.nordiska.com

www.nordea.se

www.robur.se

www.seb.se/fonder

www.spp.se/fonder

www.trevise.se

BILAGA 1

Fonddata* (MSEK)

Fondnamn:	Aktie-Ansvar Sverige	Stylebox**													
Jämförelseindex:	SIXPX	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>												
Startdatum:	1992	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>												
Placeringsstrategi:	SP	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>												
Fondförmögenhet:	533,93														
Nyckeltal:	<table border="1"> <thead> <tr> <th>R2</th> <th>Beta</th> <th>Alfa</th> <th>Sharp</th> <th>σ^2</th> <th>Avk % 3år%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0,91</td> <td>0,66</td> <td>0,52</td> <td>-0,93</td> <td>26,55</td> <td>-26,61</td> </tr> </tbody> </table>			R2	Beta	Alfa	Sharp	σ^2	Avk % 3år%	0,91	0,66	0,52	-0,93	26,55	-26,61
R2	Beta	Alfa	Sharp	σ^2	Avk % 3år%										
0,91	0,66	0,52	-0,93	26,55	-26,61										

Fondnamn:	Aragon tillväxtfond (+30)	Stylebox**													
Jämförelseindex:	SIXRX	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>												
Startdatum:	-	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>												
Placeringsstrategi:	SP	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>												
Fondförmögenhet:	31,13														
Nyckeltal:	<table border="1"> <thead> <tr> <th>R2</th> <th>Beta</th> <th>Alfa</th> <th>Sharp</th> <th>σ^2</th> <th>Avk % 3år%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0,66</td> <td>1,15</td> <td>-2,32</td> <td>-1,63</td> <td>42,73</td> <td>-53,81</td> </tr> </tbody> </table>			R2	Beta	Alfa	Sharp	σ^2	Avk % 3år%	0,66	1,15	-2,32	-1,63	42,73	-53,81
R2	Beta	Alfa	Sharp	σ^2	Avk % 3år%										
0,66	1,15	-2,32	-1,63	42,73	-53,81										

Fondnamn:	Carlson Sverige	Stylebox**													
Jämförelseindex:	SIXPRX	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>												
Startdatum:	1992	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>												
Placeringsstrategi:	SP	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>												
Fondförmögenhet:															
Nyckeltal:	<table border="1"> <thead> <tr> <th>R2</th> <th>Beta</th> <th>Alfa</th> <th>Sharp</th> <th>σ^2</th> <th>Avk % 3år%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0,9</td> <td>0,74</td> <td>0,13</td> <td>-1,13</td> <td>23,71</td> <td>-23,9</td> </tr> </tbody> </table>			R2	Beta	Alfa	Sharp	σ^2	Avk % 3år%	0,9	0,74	0,13	-1,13	23,71	-23,9
R2	Beta	Alfa	Sharp	σ^2	Avk % 3år%										
0,9	0,74	0,13	-1,13	23,71	-23,9										

Fondnamn:	Carnegie Sverige	Stylebox**													
Jämförelseindex:	AFGX	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>												
Startdatum:	1996	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>												
Placeringsstrategi:	SP	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>												
Fondförmögenhet:	370,71														
Nyckeltal:	<table border="1"> <thead> <tr> <th>R2</th> <th>Beta</th> <th>Alfa</th> <th>Sharp</th> <th>σ^2</th> <th>Avk % 3år%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0,92</td> <td>0,9</td> <td>-0,03</td> <td>-1,19</td> <td>28,45</td> <td>-29,15</td> </tr> </tbody> </table>			R2	Beta	Alfa	Sharp	σ^2	Avk % 3år%	0,92	0,9	-0,03	-1,19	28,45	-29,15
R2	Beta	Alfa	Sharp	σ^2	Avk % 3år%										
0,92	0,9	-0,03	-1,19	28,45	-29,15										

Fondnamn:	Didner & Gerge Aktiefond Sv.	Stylebox**													
Jämförelseindex:	SIXRX	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>												
Startdatum:	1994	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>												
Placeringsstrategi:	SP	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>												
Fondförmögenhet:	3237,65														
Nyckeltal:	<table border="1"> <thead> <tr> <th>R2</th> <th>Beta</th> <th>Alfa</th> <th>Sharp</th> <th>σ^2</th> <th>Avk % 3år%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>0,88</td> <td>0,88</td> <td>1,5</td> <td>-0,52</td> <td>28,44</td> <td>-13,94</td> </tr> </tbody> </table>			R2	Beta	Alfa	Sharp	σ^2	Avk % 3år%	0,88	0,88	1,5	-0,52	28,44	-13,94
R2	Beta	Alfa	Sharp	σ^2	Avk % 3år%										
0,88	0,88	1,5	-0,52	28,44	-13,94										

Fondnamn:	Robur Exportfond					
Jämförelseindex:	SIXRX					
Startdatum:	1985					
Placeringsstrategi:	SP					
Fondförmögenhet:	1885,51					
Nyckeltal:	R2	Beta	Alfa	Sharp	σ^2 %	Avk 3år%
	0,82	0,73	1,35	-0,33	25,88	-7,7

Fondnamn:	Alfred Berg Sverige					
Jämförelseindex:	SIXPRX					
Startdatum:	1994					
Placeringsstrategi:	IV					
Fondförmögenhet:	328,80					
Nyckeltal:	R2	Beta	Alfa	Sharp	σ^2 %	Avk 3år%
	0,89	0,7	0,84	-0,75	22,56	-14,45

Fondnamn:	Banco Allemansfond					
Jämförelseindex:	SIXPX					
Startdatum:	1984					
Placeringsstrategi:	IV					
Fondförmögenhet:	1575,99					
Nyckeltal:	R2	Beta	Alfa	Sharp	σ^2 %	Avk 3år%
	0,91	0,86	-0,22	-1,28	27,46	-29,78

Fondnamn:	Länsförsäkringar MEGA Sv.					
Jämförelseindex:	SBX CAP					
Startdatum:	1992					
Placeringsstrategi:	IV					
Fondförmögenhet:	281,52					
Nyckeltal:	R2	Beta	Alfa	Sharp	σ^2 %	Avk 3år%
	0,92	0,83	0,27	-0,88	27,65	-21,67

Fondnamn:	Nordea Allemansfond Alfa					
Jämförelseindex:	SIXPX					
Startdatum:	1984					
Placeringsstrategi:	IV					
Fondförmögenhet:	3866,33					
Nyckeltal:	R2	Beta	Alfa	Sharp	σ^2 %	Avk 3år%
	0,9	0,75	0,1	-0,96	25,19	-20,98

Fondnamn:	Nordea Allemansfond Omega					
Jämförelseindex:	SIXPX					
Startdatum:	1984					
Placeringsstrategi:	IV					
Fondförmögenhet:	3228,83					
Nyckeltal:	R2	Beta	Alfa	Sharp	σ^2 %	Avk 3år%
	0,9	0,74	0,1	-0,94	25,00	-20,59

Fondnamn:	Robur Allemansfond 1					
Jämförelseindex:	SIXPX					
Startdatum:	1984					
Placeringsstrategi:	IV					
Fondförmögenhet:	4456,64					
Nyckeltal:	R2	Beta	Alfa	Sharp	σ^2 %	Avk 3år%
	0,91	0,69	0,04	-1	23,05	-19,71

Fondnamn:	Robur Sverigefond MEGA					
Jämförelseindex:	SIXPX					
Startdatum:	1995					
Placeringsstrategi:	IV					
Fondförmögenhet:	420,41					
Nyckeltal:	R2	Beta	Alfa	Sharp	σ^2 %	Avk 3år%
	0,92	0,76	0,35	-0,85	25,48	-19,03

Fondnamn:	SEB Sverige Aktiefond 1					
Jämförelseindex:	SIXPX					
Startdatum:	1984					
Placeringsstrategi:	IV					
Fondförmögenhet:	6601,45					
Nyckeltal:	R2	Beta	Alfa	Sharp	σ^2 %	Avk 3år%
	0,95	0,8	0,17	-0,94	26,46	-21,81

Fondnamn:	SPP Aktiefond Sverige					
Jämförelseindex:	SBX CAP					
Startdatum:	1996					
Placeringsstrategi:	IV					
Fondförmögenhet:	528,04					
Nyckeltal:	R2	Beta	Alfa	Sharp	σ^2 %	Avk 3år%
	0,91	0,77	0,26	-0,83	26,49	-19,47

Fondnamn:	Trewise Tillväxtfond					
Jämförelseindex:	SIXPRX					
Startdatum:	1994					
Placeringsstrategi:	IV					
Fondförmögenhet:	2216,09					
Nyckeltal:	R2	Beta	Alfa	Sharp	σ^2	Avk % 3år%
	0,9	0,79	0,42	-0,81	26,81	-19,28

IV=Indexviktad
SP=Stockpicker

***) Investeringsmodell för fonderna

			Bolagsstorlek
			Stora
			Medelstora
			Små
Värde	Mix	Tillväxt	

Aktievärdering

Modellen baseras på fondens senast rapporterade innehav. Den vertikala axeln redovisar den genomsnittliga storleken på de bolag som ingår i portföljen baserat på aktiernas börsvärde, indelade i små bolag, medelstora bolag och stora bolag. På den horisontala axeln visas hur högt värderade de aktier som fonden äger i snitt är. Storleksmåttet utgår från portföljens viktade börsvärden och värderingen mäts som aktiernas viktade nyckeltal i relation till index. Kombinationen av de vertikala och horisontala variablerna ger investeraren en bra överblick över fondens innehav och risknivå.

BILAGA 2 Exempel: Didner & Gerge, kvantitativ undersökning

	<u>D&G</u>		<u>SIXRX</u>		Rel. Avk		TE/STDEV 12 observ
1997-12-30	293,3	Avk	182,45	Avk			
1998-01-30	302	2,97%	188,8	3,48%	-0,51%		
1998-02-27	318,2	5,38%	203,1	7,57%	-2,19%		
1998-03-31	345,8	8,67%	216,66	6,68%	1,99%		
1998-04-30	352,2	1,85%	222,48	2,69%	-0,84%		
1998-05-29	371,3	5,41%	231,43	4,02%	1,39%		
1998-06-30	379,8	2,30%	233,57	0,92%	1,38%		
1998-07-31	389,4	2,53%	232,52	-0,45%	2,98%		
1998-08-31	340,1	-12,66%	198,96	-14,43%	1,77%		
1998-09-30	321,4	-5,49%	178,44	-10,31%	4,82%		
1998-10-30	335,7	4,45%	186,33	4,42%	0,02%		
1998-11-30	355,5	5,89%	209,25	12,30%	-6,41%		
1998-12-30	362,2	1,87%	206,33	-1,40%	3,27%	4,12%	
1999-01-29	358,7	-0,95%	211,28	2,40%	-3,35%	10,25%	
1999-02-26	364,4	1,59%	214,39	1,47%	0,12%	6,94%	
1999-03-31	370	1,53%	220,04	2,64%	-1,10%	5,46%	
1999-04-30	403,2	8,97%	233,66	6,19%	2,78%	0,03%	
1999-05-31	408,9	1,41%	233,6	-0,03%	1,43%	3,93%	
1999-06-30	425,9	4,16%	246,5	5,52%	-1,36%	2,97%	
1999-07-30	421,5	-1,03%	244,98	-0,62%	-0,42%	7,48%	
1999-08-31	432,7	2,66%	249,66	1,91%	0,75%	11,75%	
1999-09-30	430,4	-0,52%	249,36	-0,12%	-0,40%	15,76%	
1999-10-29	450,9	4,77%	269,54	8,09%	-3,33%	23,71%	
1999-11-30	508	12,67%	301,34	11,80%	0,87%	16,22%	
1999-12-30	583,3	14,82%	350,26	16,23%	-1,42%	8,50%	
2000-01-31	586,8	0,59%	358,04	2,22%	-1,63%	2,98%	
2000-02-29	691,7	17,88%	414,54	15,78%	2,10%	9,51%	
2000-03-31	678,6	-1,89%	398,85	-3,78%	1,89%	3,30%	
2000-04-28	687,6	1,32%	406,29	1,87%	-0,54%	6,86%	
2000-05-31	687,4	-0,03%	395,01	-2,78%	2,75%	2,32%	
2000-06-30	634,2	-7,73%	376,41	-4,71%	-3,02%	2,85%	
2000-07-31	656,2	3,47%	379,66	0,86%	2,61%	2,81%	
2000-08-31	675,8	2,98%	386,68	1,85%	1,13%	7,17%	
2000-09-29	666	-1,45%	354,8	-8,24%	6,80%	10,28%	
2000-10-31	692,8	4,01%	343,46	-3,20%	7,21%	5,60%	
2000-11-30	670,3	-3,24%	319,68	-6,92%	3,68%	0,51%	
2000-12-29	669,9	-0,07%	312,42	-2,27%	2,20%	9,13%	
2001-01-31	718,6	7,27%	329,53	5,48%	1,80%	0,51%	
2001-02-28	667,3	-7,14%	293,98	-10,79%	3,65%	5,97%	
2001-03-30	598,6	-10,29%	255,9	-12,95%	2,66%	8,06%	
2001-04-30	683,2	14,13%	287,19	12,23%	1,91%	14,14%	
2001-05-31	686	0,41%	289,45	0,79%	-0,38%	13,79%	
2001-06-29	653,7	-4,71%	273,88	-5,38%	0,67%	3,61%	
2001-07-31	634,3	-2,98%	268,42	-1,99%	-0,98%	13,87%	
2001-08-31	590,1	-6,96%	247,71	-7,72%	0,76%	1,01%	
2001-09-28	525,8	-10,91%	219	-11,59%	0,68%	8,65%	
2001-10-31	601	14,31%	234,11	6,90%	7,41%	3,62%	

2001-11-30	692,9	15,30%	261,71	11,79%	3,51%	1,00%
2001-12-28	703,9	1,58%	266,05	1,66%	-0,07%	4,55%
2002-01-31	652	-7,37%	250,27	-5,93%	-1,44%	2,42%
2002-02-28	643,5	-1,30%	252,03	0,70%	-2,00%	1,85%
2002-03-28	675	4,89%	258,91	2,73%	2,16%	5,60%
2002-04-30	601,6	-10,88%	238,94	-7,71%	-3,16%	2,57%
2002-05-31	565,2	-6,06%	224,64	-5,98%	-0,07%	4,04%
2002-06-28	524,6	-7,18%	207,8	-7,50%	0,31%	4,26%
2002-07-31	472,5	-9,93%	185,04	-10,95%	1,02%	0,19%
2002-08-30	466,9	-1,18%	180,1	-2,67%	1,49%	16,48%
2002-09-30	400,7	-14,17%	153,03	-15,03%	0,86%	9,55%
2002-10-31	457,6	14,19%	172,75	12,89%	1,30%	8,77%
2002-11-29	534,4	16,79%	194,9	12,82%	3,97%	3,34%
2002-12-30	455,7	-14,72%	170,53	-12,50%	-2,22%	1,39%
2003-01-31	440,6	-3,32%	164,27	-3,67%	0,35%	10,20%
2003-02-28	432	-1,96%	161,67	-1,58%	-0,38%	13,04%
2003-03-31	421,3	-2,48%	158,14	-2,18%	-0,30%	7,57%
2003-04-30	467,8	11,06%	181,74	14,92%	-3,87%	0,94%

FOND	INDEX	PERIOD	AVK	Index	Rel avk	TE	BETA	R2	ALF
D&G	SIXRX	1	131,41%	118,61%	12,81%	12,45%	0,84	0,88	0,0
		2	-31,06%	-54,43%	23,37%	16,11%	1,03	0,90	0,0
		3	59,53%	-16,96%	76,49%	20,57%	0,94	0,89	0,0

SUMMARY OUTPUT PERIOD 1

Regression Statistics

Multiple R	0,936
R Square	0,875
Adjusted R Square	0,87
Standard Error	0,022
Observations	27

ANOVA

	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	1	0,08292	0,08292	175,419	8,4E-13
Residual	25	0,01182	0,00047		
Total	26	0,09474			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95,0%	Upper 95,0%
Intercept	0,007	0,00464	1,47247	0,15337	-0,0027	0,01637	-0,0027	0,01637
Avkastning	0,838	0,06326	13,2446	8,4E-13	0,70754	0,9681	0,70754	0,9681

SUMMARY OUTPUT PERIOD 2

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,95
R Square	0,903
Adjusted R Square	0,9
Standard Error	0,027
Observations	37

ANOVA						
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>	
Regression	1	0,23242	0,23242	324,044	2,8E-19	
Residual	35	0,0251	0,00072			
Total	36	0,25752				

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	0,012	0,00452	2,64236	0,01223	0,00277	0,02113	0,00277	0,02113
X Variable 1	1,026	0,05701	18,0012	2,8E-19	0,91056	1,14205	0,91056	1,14205

SUMMARY OUTPUT TOTALA PERIODEN

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,945
R Square	0,893
Adjusted R Square	0,891
Standard Error	0,026
Observations	64

ANOVA						
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>	
Regression	1	0,33653	0,33653	515,058	9,9E-32	
Residual	62	0,04051	0,00065			
Total	63	0,37704				

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	0,008	0,00322	2,34972	0,02199	0,00112	0,0139	0,00112	0,0139
Avkastning	0,945	0,04162	22,6949	9,9E-32	0,86136	1,02775	0,86136	1,02775