

Fondbolagens resultat och framgångsstrategier

**- En jämförande studie mellan stora och små förvaltare av
svenska aktiefonder**

Södertörns Högskola
Kandidatuppsats HT-05
Handledare: Åke Bertilsson
Kristina Lingsten
Jenny Bylund

Sammanfattning

Syftet med uppsatsen är att ta reda på hur resultatet skiljer sig åt mellan stora och små fondbolags Sverigefonder. Skillnaden försöker vi förklara med avseende på organisationsstruktur och förvaltningsstrategier.

Vi har valt ut tre svenska aktiefonder som förvaltas av tre olika storbanker i Sverige, samt tre svenska aktiefonder som förvaltas av tre mindre fondbolag. Vi har beräknat dessa fonders risk samt avkastning för att se vilka fonder som klarat sig bäst. De mått och modeller vi använt är standardavvikelse, beta, aktiv risk, CAPM, Alfa, Treynorkvoten och Sharpekvoten.

Vi har försökt ta reda på hur de olika fondbolagen arbetar genom intervjuer, information från hemsidor på Internet och annat skriftligt material.

Empirin består av presentationer av fondbolagen, fakta om de olika fonderna samt den information vi samlat in om förvaltningsarbete. Det sistnämnda innefattar hur många som arbetar med fonderna, hur de interagerar med varandra och hur det går till när de avgör vilka aktier som ska ingå i fonderna.

Efter att ha räknat ut alla riskmått och avkastningsmått stod det klart att bankerna har presterat betydligt sämre än de mindre fondbolagen. Alla tre bankfonder har en sämre avkastning än vad som kan förväntas av dem enligt CAPM. Det stod också klart att de tar onödigt stora risker i förhållande till vad de presterar.

En genomgripande skillnad mellan fondbolagen är att bankerna har en större organisation där en förvaltare ofta förvaltar fler fonder på samma gång, och ibland är det även flera förvaltare på en fond. De mindre fondbolagen får med sina färre anställda ett mer dynamiskt informationsutbyte. En annan stor skillnad som vi har upptäckt är att bankerna har lägre aktiv risk vilket innebär att bankernas fonder ligger nära index i sina placeringar. Eftersom fonderna är belastade förvaltningsavgifter, blir det svårt att nå samma avkastning som index. Vi har i denna uppsats inte kunnat fastställa huruvida den ena förvaltningsstrategin är mer lönsam.

Innehållsförteckning

SAMMANFATTNING	2
1 INLEDNING	5
1.1 BAKGRUND	5
1.2 PROBLEMDISKUSSION	5
1.3 PROBLEMFÖRMULERING	7
1.4 SYFTE	7
1.5 MÅLGRUPP	7
1.6 AVGRÄNSNING.....	7
1.7 DISPOSITION	7
2 METOD	9
2.1 ANGREPPSSÄTT.....	9
2.2 VAL AV METOD	9
2.2.1 <i>Positivism och Hermeneutik</i>	9
2.2.2 <i>Kvalitativa och kvantitativa metoder</i>	10
2.2.3 <i>Datainsamlingsteknik</i>	10
2.3 URVAL	11
2.4 METODKRITIK.....	11
2.4.1 <i>Validitet</i>	12
2.4.2 <i>Reliabilitet</i>	12
2.5 PRIMÄRDATA OCH SEKUNDÄRDATA.....	12
2.6 KÄLLKRITIK.....	12
2.7 FELKÄLLOR.....	12
2.7.1 <i>Täckningsfel</i>	13
2.7.2 <i>Urvalsfel och mätfel</i>	13
2.7.3 <i>Bearbetningsfel</i>	13
3 RAMVERK	14
3.1 DEN SVENSKA FONDMARKNADEN	14
3.2 LAGAR OCH REGLER	14
3.2.1 <i>Finansinspektionen</i>	14
3.3 INTRODUKTION TILL FONDER	15
3.3.1 <i>Fonden</i>	15
3.3.2 <i>Fondförvaltaren</i>	15
3.4 OLIKA TYPER AV FONDER	16
3.4.1 <i>Räntefond</i>	16
3.4.2 <i>Aktiefond</i>	16
3.4.3 <i>Blandfonder</i>	16
3.4.4 <i>Hedgefonder</i>	17
3.4.5 <i>Indexfonder</i>	17
3.5 AVKASTNING OCH RISK.....	17
3.6 RATING	17
3.7 FONDANDELAR	18
3.8 INDEX	18
3.8.1 <i>Några vanliga index</i>	18
4 TEORI	20

4.1 ALLMÄN FINANSIELL TEORI	20
4.2 KORRELATION	20
4.2.1 Positiv korrelation	20
4.2.2 Negativ korrelation	21
4.2.3 Nollkorrelation	21
4.3 RISKMÅTT	21
4.3.1 Standardavvikelse	21
4.3.2 Beta	22
4.3.3 Aktiv risk (Tracking Error)	22
4.4 UTVÄRDERINGSMÅTT	23
4.4.1 CAPM-modellen	23
4.4.2 Security Market Line	23
4.4.3 Alfa	24
4.4.4 Treynorkvoten	24
4.4.5 Sharpekvoten	24
5 EMPIRI	25
5.1 AMF PENSION	25
5.1.1 Bakgrundsfakta	25
5.1.2 AMF Pensions Sverigefond	25
5.1.3 Förvaltning	26
5.2 DIDNER & GERGE	28
5.2.1 Bakgrundsfakta	28
5.2.2 Fonden	28
5.2.3 Förvaltning	28
5.3 ODIN FONDER	30
5.3.1 Bakgrundsfakta	30
5.3.2 Odin Sverige	30
5.3.3 Förvaltning	30
5.4 ROBUR	32
5.4.1 Bakgrundsfakta	32
5.4.2 Robur Sverigefond	32
5.4.3 Förvaltning	32
5.5 SEB FONDER	34
5.5.1 Bakgrund	34
5.5.2 SEB:s Sverigefond I	34
5.5.3 Förvaltning	34
5.6 NORDEA	36
5.6.1 Bakgrundsfakta	36
5.6.2 Nordea Sverigefond	36
5.6.3 Förvaltning	36
6 RESULTAT OCH ANALYS	38
6.1 FONDERNAS RISK	38
6.1.1 Värdeorienterade förvaltningsstrategier	38
6.1.2 Tillväxtorienterade förvaltningsstrategier	39
6.2 FONDERNAS AVKASTNING	39
6.2.1 Sammanfattningsvis om avkastningsberäkning	40
6.3 KORRELATIONEN	41
7.1 SLUTSATS	42
7.2 FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING	43

1 Inledning

1.1 Bakgrund

År 2004 sparade 85% av svenska folket i fonder, 71 % om man inte räknar in PPM¹. De första fonderna uppkom på 50-talet men man skulle kunna säga att starten för svenska folkets fondsparande var introduktionen av allemansfonderna för drygt 20 år sedan. Den allmänna pensionen som infördes 1999 består av inkomst- och premiepension. Premiepensionen sparas i fonder som man själv får välja. Det vanligaste syftet med fonder är ett långsamt men gediget sparande där man investerar en viss summa pengar varje månad för att sparkapitalet ska växa sig stort. Målet är dock inte enbart att bygga upp ett sparkapital utan också en möjlighet att använda sparpengarna i olika syften.

En fond innebär en annorlunda typ av sparande än det klassiska bankkontot. Ett konto sätter man bara in pengarna på och låter dem växa med räntan. Fondsparandet är mer komplicerat eftersom det är förknippat med en risk att pengarna sjunker i värde. Fördelen med fonder gentemot bankkonton är dock att de kan ge större avkastning. Man kan fondspara på många sätt genom att välja mellan hög eller låg risk, räntefonder, aktiefonder eller blandfonder. Det finns även fondförsäkringar som kapitalförsäkringar och pensionsförsäkringar. Skattereglerna skiljer sig åt för de olika typerna av fonder.

Fondsparandet i Sverige är mer utbrett än i andra länder. Genom fonder får 85 % av Sveriges befolkning del av aktier och andra värdepapper. Mellan 2000 och 2005 har fondförmögenheten ökat från 855 till 1 160 miljarder kronor och passerade biljongränsen i mars 2005². Det är lika många män som kvinnor som sparar i fonder och år 2004 hade ca 47% av alla fondsparare i Sverige aktier i en svensk aktiefond.

Efter sju år med en kraftig börsuppgång blev det under de första åren på 2000-talet en ganska dyster utveckling för de flesta aktiefonder. Det inleddes med att IT-bubblan sprack i mars 2000 och följderna blev en av de längsta och djupaste börsnedgångerna någonsin. Oron blev särskilt stor efter terrorattacken i USA den 11 september 2001³.

Detta bidrog till ett ökat sparande i räntefonder. År 2003 blev också ett dramatiskt år med kriget i Irak, dollarfall och EMU-omröstning, men därefter har börserna börjat stiga igen.

Den 1 april 2004 trädde *lagen om investeringsfonder*⁴ i kraft, som innebar en ökad placeringsmöjlighet för fonder. Investeringsfonder är samlingsnamnet för fonder och kan delas upp i värdepappersfonder respektive specialfonder. Värdepappersfonder är det vanligaste och får marknadsföras fritt i Sverige. Specialfonder har fått finansinspektionens tillåtelse att i något avseende göra undantag från de generella reglerna, exempelvis inom riskspridning eller placering. EU har dessutom beslutat att det ska finnas ett faktablad för alla fonder där man redovisar för den mest väsentliga informationen.

1.2 Problemdiskussion

¹ Nilsson, Pia, *Fondboken* (2004), s.7

² www.fondbolagen.se hämtat 2005-12-08

³ *Ibid* hämtat 2005-12-08

⁴ Nilsson, Pia, *Fondboken* (2004), s.8

När man gör en bedömning av aktie- och räntemarknadernas utveckling beräknar man fondernas risk ur ett historiskt perspektiv. Till exempel är standardavvikelse ett vanligt mått på risk som visar hur mycket kursen har svängt i förhållande till genomsnittsvärdet på fonden, och brukar beräknas på de senaste 2-3 åren.⁵

För att kunna avgöra hur bra eller dåligt det har gått för en fond använder sig företagen av ett *jämförelseindex*. Detta är ett mått på vad man kallar för marknadens, eller branschens, avkastning, det vill säga det genomsnitt som fonden bör ligga över för att kunna betraktas som framgångsrik. Exempel på jämförelseindex är Stockholmsbörsens generalindex (OMX) som man kan hitta i olika dagstidningar och tidskrifter inom ämnet.

För att få en uppfattning om vilken avkastning en fond förväntas ge brukar man titta bakåt i tiden, det vill säga på hur fonden har utvecklats de senaste åren. Avkastningen är dock även beroende av hur fonden förvaltas. Fondförvaltaren har en betydande roll för fondens framtida utveckling. Det bör ge en extra trygghet för en fondsparare att veta att förvaltaren kan tyda marknadssignaler och göra korrekta analyser.

För den som inte är insatt i riskmåttens och avkastningsberäkningarnas värld är det inte lätt att välja fond. Man får då förlita sig på den information som ges av förvaltaren. Förvaltaren kan ge rekommendationer utifrån individens behov, men resultatet blir inte alltid lyckat. Det kan uppstå missförstånd i kommunikationen mellan förvaltare och sparare. Det finns exempelvis en föreställning om att hög risk leder till hög avkastning, vilket inte behöver vara fallet.

Tidningar kan också vara till hjälp när det gäller fondutvärdering. De gör egna analyser eller rapporterar om oberoende bolags utvärderingar. De senaste åren har rapporterna inte varit så muntra för storbankernas del, som är de största fondförvaltarna i Sverige. Det är inte sällan som de utpekats som de fonder som har gått sämst och för det har de fått utstå en hel del kritik. Bland annat har de kallats för ”indexsmygare”⁶, på grund av att deras fondinnehav har liknat index. Och resultatet talar sitt tydliga språk; bland aktiefonder med inriktning på den svenska marknaden får de flesta bankfonderna betyg som visar att de är sämre än genomsnittet.

Det är omtvistat huruvida det stämmer att bankerna uppvisar ett sämre resultat än sina mindre konkurrenter. Bankerna opponerar sig mot jämförelsen, eftersom de olika jämförelserna sker med olika index. Oberoende ratingföretag har rankat bankernas fonder bland de sämsta inom flera kategorier, medan flera små företag har lyckats mycket bra. I år har storbankernas andel av nettosparandet i fonder rasat med nästan 13% eller 5,3 miljarder kronor⁷.

Det finns många undersökningar som tyder på att det i många fall är mera lönsamt att placera pengarna i en billigare indexfond. I jämförelser mellan indexfonder och aktivt förvaltade aktiefonder finns det olika uppfattningar om vilket som är bäst⁸. Det finns de som menar att det inte är någon större idé för investerare att analysera bolag, utan att det pris aktien har fått på marknaden speglar bolagets värde. Om detta är sant så är indexfonder att föredra, på grund av de låga förvaltningskostnaderna. Andra menar att det kan vara mycket värdefullt att göra egna analyser av företag, för att se om marknaden har värderat aktien rätt. Utifrån de analyserna fattar de aktiva förvaltarna beslut om köp. Aktiv förvaltning innebär en risk för spararna. Risken ligger i förvaltarens skicklighet.

⁵ www.fondbolagen.se, *Fondspecial* hämtat 2005-09-20

⁶ Strandberg, Jesper ”Aktiv förvaltning eller indexfond – det är frågan” *Aktiespararen* 9 (2005, s.50-51)

⁷ Lundell, Stefan och Nachemson-Ekwall, Sophie ”Fondspararna ratar de stora bankerna” *DI* (2005-11-01)

⁸ Strandberg, Jesper ”Aktiv förvaltning eller indexfond – det är frågan” *Aktiespararen* 9 (2005, s.50-51)

En annan relevant faktor är avgifter. Indexfonderna har lägst avgifter. Bland de aktivt förvaltade fonderna varierar avgiften kraftigt och det finns till synes inget samband mellan avgift och avkastning.

1.3 Problemformulering

Vill vi fastställa huruvida det stämmer att bankerna är mindre framgångsrika förvaltare än mindre fondbolag genom att välja ut fonder ur båda kategorier och göra en bedömning av avkastning i förhållande till risk ur ett fyraårigt perspektiv. Sedan ämnar vi göra en komparativ studie mellan de olika fondförvaltarnas arbetssätt och placeringsstrategier för att undersöka vilka samband det kan tänkas finnas mellan bolagens förvaltningsätt och fondens framgång eller fall.

1.4 Syfte

Syftet med uppsatsen är att, genom beräkningar av fondens utveckling, utreda hur dessa fonder skiljer sig åt, och undersöka om dessa skillnader kan bero på att stora och små fondförvaltare har olika organisationsstruktur och tillämpar olika förvaltningsstrategier.

1.5 Målgrupp

Denna uppsats riktar sig främst till ekonomistuderande på högskolor och universitet men även till alla som skulle vara intresserade av att investera i fonder eller helt enkelt bara vill bli upplysta inom området då det kan tyckas mycket invecklat och komplicerat. Vi hoppas att vi med hjälp av denna studie kan sprida kunskap om vilka faktorer som ligger bakom en framgångsrik fond samt ge en grundläggande kunskap i vad en fondförvaltare gör och hur de kan utvärderas i sitt arbete.

1.6 Avgränsning

Vi kommer inte att studera några utlandsfonder utan vi kommer att hålla oss till Sverigefonder. Vi har även valt att endast studera en fond per förvaltare och de utvalda fonderna är alla aktiefonder. Vissa av de utvalda fondbolagen förvaltar flera Sverigefonder och i dessa fall har vi valt att undersöka den som är störst.

1.7 Disposition

Kapitel två är ett metodkapitel. Här kommer vi att utförligt beskriva vilka olika typer av metoder det finns vid uppsatsskrivande samt vilka metoder vi kommer att använda oss av och varför, samt hur vi ämnar tillämpa dessa teorier på verkligheten, alltså den empiri vi har samlat in. Vi kommer också redogöra för eventuella felkällor samt metod- och källkritik.

I kapitel tre redogör vi för ramverket, det vill säga vilka lagar och regler som gäller för fonder och fondförvaltare. Här redovisas de begrepp som förknippas med fondmarknaden så som risk, avkastning och index. Det ingår även en introduktion till olika aktiefonder samt vad det innebär att förvalta en fond för att göra läsaren väl insatt i ämnet innan vi går vidare med att beskriva teorier och tillämpning.

Kapitel fyra är teorikapitlet. Här beskrivs de teorier vi kommer att använda oss av för att få svar på våra frågor och därmed uppfylla vårt syfte med uppsatsen. Varje teori kommer att beskrivas ingående, hur den fungerar och vad man kan undersöka genom att tillämpa den.

I kapitel fem presenterar vi empirin. Här redogör vi för det insamlade materialet såsom information om själva förvaltaren, den fond vi har undersökt samt förvaltningsstrategier som vi tagit reda på med hjälp av intervjuer, information från fondförvaltarnas hemsidor, artiklar och annat skriftligt material.

Kapitel sex är en presentation av resultatet av våra uträkningar, det vill säga resultatet av våra teorier tillämpade på empirin. Därefter följer en analys av resultaten och en redogörelse för vad de innebär.

I kapitel sju redogör vi för våra slutsatser utifrån syftet med uppsatsen och ger därmed svaret på problemformuleringen, samt ger förslag på hur man skulle kunna göra fortsatta studier inom ämnet.

2 Metod

I det här kapitlet presenterar vi övergripande metoder och val av metod. Därefter följer en beskrivning av vår urvalsprocess samt en redogörelse för uppsatsens validitet, eventuella felkällor samt metod- och källkritik.

2.1 Angreppssätt

Man skiljer ofta på deduktivt och induktivt arbetssätt i en uppsats. Deduktivt arbetssätt innebär att man utgår ifrån allmänna principer och befintliga teorier och drar slutsatser om enskilda företeelser⁹. Vid ett induktivt arbetssätt studeras undersökningsobjektet utan att först har förankrat undersökningen i vedertagen teori. Man använder alltså empirin för att i efterhand skapa en teori. Vi har i vår uppsats använt oss av ett deduktivt arbetssätt eftersom vi i vår studie utgår ifrån existerande teorier som vi sedan tillämpar på vår empiri.

Denna undersökning dessutom är en så kallad *deskriptiv* undersökning¹⁰. En *deskriptiv* undersökning innebär att det inom problemområdet redan finns en viss mängd kunskap som man systematiserar med hjälp av modeller. I vår empiriinsamling kommer vi till stor del att använda oss av offentlig information som företagen själva förmedlar ut till allmänheten genom exempelvis marknadsföring och Internet, och som vi sedan avser vinkla ur ett nytt perspektiv. Vi kommer även att se mycket på den historiska informationen, något som också anses vara deskriptivt. Slutligen menar man att med en deskriptiv undersökning begränsar man sig till att undersöka några få aspekter, vilket vi gör genom att endast undersöka vilka fondförvaltare som varit mest framgångsrika och vilka faktorer som ligger bakom.

2.2 Val av metod

2.2.1 Positivism och Hermeneutik¹¹

Positivismen tillämpar ett deduktivt arbetssätt vilket betyder att man utifrån allmänna principer och befintliga metoder drar slutsatser om enskilda företeelser. Ur den befintliga teorin härleds hypoteser som sedan prövas, detta tillvägagångssätt kallas för hypotestiskt-deduktivt. Inom positivismen talar man också om reduktionism vilket innebär att man reducerar helheten till sammansättningen av dess delar och studerar varje del för sig.

Verifierbarhetsprincipen är också ett centralt begrepp inom positivismen som bygger på att varje teoretisk utsaga i ett teorispråk ska kunna översättas till verifierbara observationer. Denna studie är främst positivistisk.

Hermeneutik är en tolkningslära där man studerar, tolkar och försöker förstå grundbetingelserna för den mänskliga existensen, som kan ske genom språket. Där positivismen har fått stå för kvantitativa och statistiska hårddatametoder där forskaren är osynlig och objektiv har hermeneutiken har fått stå för kvalitativa förståelse- och tolkningssystem och forskarrollen beskrivs som engagerad, öppen och subjektiv. Hermeneutikern försöker till skillnad från positivisterna se problemets helhet. Forskaren ställer

⁹ Patel, Runa; Davidson, Bo, *Forskningsmetodikens grunder* (1994), s.21

¹⁰ Ibid s.11

¹¹ Andersson, Sten, *Positivism kontra hermeneutik* (1979), s.10 ff

helheten i relation till delarna för att få en sådan grundläggande och omfattande bild av problemet som möjligt, och därmed också en så fullständig förståelse som möjligt. Hela tiden använder forskaren sin egen förståelse som ett verktyg i tolkningen.

Vi ämnar inleda vår undersökning med att på ett kvantitativt sätt samla in statistiska fakta och sedan objektivet studera dessa fakta ur ett objektivet och positivistiskt sätt. När vi sedan har kunnat fastställa hur verkligheten ser ut, det vill säga vilken eller vilka fonder som har varit mest framgångsrika planerar vi att fortgå till den mer kvalitativa delen av undersökningen, alltså intervjuer, artiklar i ämnet och så vidare. Detta för att kunna fastställa syftet med undersökningen, alltså vilka faktorer som kan tänkas ligga bakom framgång eller fall. Denna del kan mer ses ur ett hermeneutiskt perspektiv.

2.2.2 Kvalitativa och kvantitativa metoder

Med *kvalitativ* forskning menar man sådan forskning som inriktar sig mot mer verbala analysmetoder. Kvalitativa metoder innebär att man tränger djupare in i en mindre mängd material. Man söker inte generella sanningar, utan försöker förstå fenomenet utifrån individens upplevda erfarenheter¹². Kvalitativa metoder kräver att forskaren är flexibel och utvärderar sin datainsamlingsteknik under projektets gång, utifrån de svar han får från informanterna. Forskaren medverkar därmed själv till att resultatet i uppsatsen ser ut som det gör, eftersom hans egna erfarenheter också har betydelse för tolkningen av materialet. Kvalitativa metoder används oftast i samhällsvetenskapliga undersökningar.

Med *kvantitativ* forskning menas att man främst använder sig av statistiska forsknings- och bearbetningsmetoder¹³. Kvantitativa metoder försöker bevisa ett fenomen genom en stor mängd material. Vanligt är att man använder enkäter som skickas ut till ett större antal informanter. Det finns alltså ingen närmare relation mellan forskaren och informanten, som ofta är anonym för att kunna studeras objektivet. Forskaren kan här ses som utbytbar, eftersom objektivitet är viktigt¹⁴. Kvantitativa metoder förknippas ofta med naturvetenskap.

I denna uppsats kommer vi att använda oss av båda typerna. Vi kommer att tillämpa kvantitativ forskning då mycket av vårt insamlade material består av historiska resultat från olika fonder under en fyraårsperiod. Samtidigt måste vi givetvis använda oss av kvalitativ forskning då vi undersöker vilka faktorer som ligger bakom framgång eller fall. Detta ämnar vi uppnå genom noggrann genomgång av vilka principer företagen arbetar efter, samt intervjuer med fondförvaltarna själva. Mycket av empirin kommer att bestå av information från Internet samt tidningar och artiklar skrivna i ämnet. Vi kommer också att dra paralleller till viss kurslitteratur.

2.2.3 Datainsamlingsteknik¹⁵

Vanliga tekniker för insamling av data vid en kvantitativ ansats är strukturerade enkäter eller intervjuer där det finns olika svarsalternativ eller objektiva mätningar. Vid kvalitativ ansats är det vanligt med ostrukturerade intervjuer, där informantens svar inte är styrt av forskaren.

¹² <http://www.infovoice.se/fou/bok/1000002.htm> hämtat 2005-11-07

¹³ Patel, Runa; Davidson, Bo, *Forskningsmetodikens grunder* (1994), s.12

¹⁴ <http://www.infovoice.se/fou/bok/1000002.htm> hämtat 2005-11-28

¹⁵ <http://infovoice.se/fou/bok/10000033.htm> hämtat 2005-11-07

Forskaren kan också göra egna observationer av beteenden, deltagande eller oberoende. Skriftliga dokument som kan användas vid kvalitativa metoder är t.ex. dagböcker eller skönlitteratur.

2.3 Urval

Vi har gjort ett så kallat subjektivt urval¹⁶ som innebär att urvalet är handplockat. Denna term används då man redan har en viss kännedom om det område man har valt att studera och gör urvalet baserat på vad man tror kommer att ge de värdefullaste data och därmed också det bästa resultatet. Vi har valt ut banker som ska representera de stora företagen, eftersom de allra flesta känner till att banker fondförvaltar, och dessa är Förenings Sparbanken, Nordea och SEB, eftersom de är de tre största fondförvaltarna i Sverige¹⁷ och som dessutom har annan verksamhet vid sidan om fondförvaltning.

Som mindre företag och renodlade fondförvaltare har vi valt att titta närmare på AMF Pension eftersom det är ett företag som har lyckats marknadsföra sig på ett sätt att de numera är välkända av de flesta sparare och som dessutom har haft stor framgång med sin Sverigefond. Vi har också valt att inkludera Uppsalaförvaltaren Didner & Gerge samt Odin Fonder i vår studie eftersom de har hamnat högt upp på de flesta listor med framgångsrika fondförvaltare samtidigt som de inte är speciellt välkända för den som är oinvigd i fondernas värld.

Vi har valt att undersöka fonderna ur ett fyraårigt perspektiv. De vanligaste perioderna att jämföra med är tre eller fem år, men vi har valt fyra år eftersom fondmarknaden har varit osedvanligt turbulent under de senaste fem åren att det finns risk att resultatet blir missvisande. Det vore också orättvist att jämföra ur ett treårigt perspektiv eftersom marknaden har gått i stort sett rakt uppåt. Genom att välja att göra jämförelsen på fyra år tror vi att vi får med marknadens svängningar så som brukar vara normalt; lite regression, men mest uppåt.

2.4 Metodkritik

Det är viktigt att vara medveten om de svagheter som kan förekomma hos valda metoder. Eftersom metoderna är valda utifrån studiens syfte är de sällan objektiva då syftet styr empiriinsamlingen. Det är därför viktigt att eftersträva objektivitet i uppsatsens alla faser, så att inte resultatet påverkas av personliga åsikter och värderingar.

Validitet och reliabilitet är två begrepp som är relevanta för en uppsats trovärdighet. Reliabilitet innebär att datainsamlingen ska ha genomförts på rätt sätt för att studiens resultat ska kunna betraktas som tillförlitlig. Vid en statistisk undersökning måste exempelvis urvalet representera den faktiska befolkningen på ett rättvisande sätt. Validitet handlar om i vilken utsträckning forskningsdata och metoderna för att erhålla data anses exakta, riktiga och träffsäkra.¹⁸ Med andra ord om forskaren verkligen har samlat in data som är relevanta för undersökningen.

¹⁶ Denscombe, Martyn, *Forskningshandboken* (2000), s.22

¹⁷ <http://www.robur.se/default.asp?name=Pressrummet> hämtat 2005-11-23

¹⁸ Denscombe, Martyn, *Forskningshandboken* (2000), s.283

2.4.1 Validitet

När ett instrument har god validitet innebär det att det mäter det man avser mäta. Man kan försäkra sig om validiteten hos ett instrument genom att säkerställa innehållsvaliditeten och den samtidiga validiteten. Innehållsvaliditet kan vi åstadkomma genom en analys av instrumentets innehåll¹⁹. Det bästa sättet att mäta innehållsvaliditet är att låta någon utomstående granska instrumentet, eftersom det är lätt att bli hemmablind. Detta uppnås genom exempelvis oppositionsgrupper, men även handledarskap eftersom en handledare i allmänhet är väl insatt i ämnet som behandlas i studien.

2.4.2 Reliabilitet

Tillförlitligheten, reliabiliteten, i en uppsats är i regel svår att mäta. Om vi inte kan erhålla ett mått på reliabiliteten så får vi försöka försäkra oss om att undersökningen är tillförlitlig på andra sätt. Vid intervjuer eller observationer är tillförlitligheten relaterad till intervjuarens eller observatörens förmåga och därmed också dennes bedömningar av de svar eller uppfattningar som han får eller skapar sig. Detta leder lätt till olika typer av bedömarfel. För att undvika detta kan man ha ytterligare en person närvarande vid intervjuer eller observationer. Överstämelsen mellan de olika uppfattningarna av situationen kallas *interbedömarreliabilitet*²⁰ och kan användas som mått på reliabiliteten.

Vi anser att reliabiliteten i denna studie är relativt hög eftersom det finns otaliga beräkningar av på avkastning och risk och rating som gjorts av objektiva företag som vi kan jämföra våra resultat med. Därmed inte sagt att resultatet kommer att vara till hundra procent tillförlitligt, men när man baserar ett arbete på statistiska data minimeras risken för felbedömningar.

2.5 Primärdata och sekundärdata²¹

Primärdata kallas allt material som insamlats genom ögonvittnesskildringar eller förstahandsrapporteringar. Sekundärdata är allt annat. Det är viktigt att skilja på dessa två eftersom närheten till informationslämnaren är avgörande för reliabiliteten.

2.6 Källkritik

Det är viktigt att vara kritisk gentemot källorna, i synnerhet vid intervjuer, eftersom den intervjuade, om denne representerar ett företag, alltid kommer att försöka ge en sådan positiv bild av företaget som möjligt. Även skriftliga källor bör man dock ta med en nypa salt. Även om källan är till synes objektiv kan det ändå vara klokt att säkerställa att informationen är riktig men hjälp av egna analyser eller andra objektiva källor. Genom att använda oss av både egna och andras bedömningar har vi gjort allt för att risken för felberäkningar och felbedömningar ska minimeras.

2.7 Felkällor

¹⁹ Patel, Runa; Davidson, Bo, *Forskningsmetodikens grunder* (1994), s.86

²⁰ Ibid s.87

²¹ Ibid s.56

Det finns en rad olika fel som kan uppstå vid uppsatsskrivandet och som kan påverka uppsatsens trovärdighet negativt. De vanligaste är täckningsfel, urvalsfel och mätfel samt bearbetningsfel.

2.7.1 Täckningsfel

Täckningsfel innebär att målpopulationen avviker från rampopulationen. Rampopulationen är en förteckning av målpopulationens enheter. Det finns två typer av täckningsfel; övertäckning och undertäckning²². Övertäckning innebär att de som inte borde ingå i undersökningen inte har kunnat sorteras bort. Undertäckning är de objekt som borde ingå i ramen men som har sorterats bort. Detta händer då ramen inte har uppdaterats på länge. Vi anser att risken för att täckningsfel ska finnas i vår studie är minimal då vi använder oss främst av information uppdaterats kontinuerligt. Alla börsfakta är exempelvis dagsfärska. Då det gäller information om fondmarknaden har vi varit noga med att uppge från vilket år informationen är hämtad.

2.7.2 Urvalsfel och mätfel

Urvalsfel²³ uppkommer då man bara undersöker en del av undersökningpopulationen. Eftersom det är nödvändigt att göra avgränsningar undersöks i vårt fall en mycket liten del av målpopulationen. Vi har dock varit tvungna att begränsa oss till några få förvaltare eftersom marknaden är stor. Syftet är dock inte att undersöka huruvida små fondbolag står sig i konkurrensen med de stora utan hur det kommer sig att de små fondförvaltarna hamnar högst upp på listorna över de mest framgångsrika fondförvaltarna, och att bankerna befinner sig långt ned på samma listor. Mätfel kan beskrivas som skillnaden mellan erhållet värde och sant värde och som uppkommer på grund av exempelvis fel i mätinstrumentet.

2.7.3 Bearbetningsfel

Bearbetningsfel²⁴ uppstå vid hantering av det insamlade materialet där inmatningsfel eller kodningsfel kan uppkomma. Detta kan undvikas med hjälp av regelbundna kontroller av materialet.

²² www.scb.se hämtat 2005-11-21

²³ Ibid

²⁴ Ibid

3 Ramverk

3.1 Den svenska fondmarknaden²⁵

Utvecklingen på den svenska fondmarknaden har minst sagt varit dramatisk - från 300 miljoner vid början av 1970-talet, till drygt 900 miljarder kronor år 2000. Utbudet av fonder har också vuxit snabbt och fondernas roll har blivit betydande för såväl den enskilde spararen som för samhället. 1994 var antalet fonder på den svenska marknaden 350 för att tio år senare uppgå till mer än 2600. Fondmarknadens huvudgrupper är aktiefonder och räntefonder.

3.2 Lagar och regler

Den svenska fondmarknaden regleras av *Lagen om värdepappersfonder (1990:1114)*, som bygger på EU:s UCITS-direktiv²⁶. Här ges följande definitioner:

Värdepappersfond: *en fond som är bestående av fondpapper och andra finansiella instrument, vilken bildas 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 har fått tillstånd att utöva fondverksamhet*

3.2.1 Finansinspektionen²⁷

Finansinspektionen är den myndighet som övervakar företagen på finansmarknaden. Deras uppdrag från allmänheten - riksdag och regering - är att bidra till att det finansiella systemet fungerar effektivt och uppfyller kravet på stabilitet. De ska också verka för ett gott konsumentskydd i finanssektorn.

Finansinspektionen finansieras huvudsakligen genom anslag över statsbudgeten, cirka 176 miljoner kronor för 2005. Därtill har de rätt att ta ut ansökningsavgifter från företagen, vilka beräknas uppgå till totalt omkring 40 miljoner kronor år 2005.

Deras ambition är att verka förebyggande för att motverka att finansiella kriser uppstår. I verksamhetsplanen framgår vad de avser att granska under året och vilka undersökningsmetoder de kommer att utveckla.

Under Finansinspektionens tillsyn står 3 500 företag:
banker och kreditmarknadsföretag
försäkringsbolag
värdepappersbolag och fondbolag
börser, auktoriserade marknadsplatser och clearingorganisationer
försäkringsmäklarbolag, understödsföreningar och kreatursföreningar

²⁵ www.fondbolagen.se hämtat 2005-11-25

²⁶ <http://lagen.nu/1990:1114> hämtat 2005-11-23

²⁷ www.fi.se hämtat 2005-11-26

3.3 Introduktion till fonder

Här följer en kort beskrivning av vad en fond är samt vad fondförvaltarens uppdrag innebär. Vi redogör också hur de vanligaste fonderna fungerar samt några andra begrepp som ofta nämns i samband med fondförvaltning.

3.3.1 Fonden

En fond innebär att man har investerat pengar i optioner, räntebärande värdepapper eller aktier. Fördelen med att investera i fonder är att man har spridit insatsen över många olika innehav. Det innebär att det blir en diversifiering, en spridning, av risken till skillnad från när man investerar i ett eller ett par företag. Fonden är alltså inte beroende av ett fåtal företags framgångar. Tillgångarna i fonden ägs helt och hållet av fondspararna, det vill säga andelsägarna som har satt i pengar i fonden. Andelsägarna är däremot inte ansvariga för fondens förpliktelser. Fonden i sig är inte någon juridisk person men ett skattesubjekt. Högst fem procent av fondens förmögenhet får placeras i ett och samma värdepapper, med undantaget att fyra innehav kan uppgå till tio procent.²⁸ En fullinvesterad fond har således minst 16 innehav.

3.3.2 Fondförvaltaren

Fondbolaget är en separat juridisk person som oftast ägs av en bank, ett försäkringsbolag eller ett värdepappersbolag²⁹. Fondbolagen sköter förvaltningen av fonden och det administrativa runt omkring. Det finns två olika typer av förvaltning. Med aktiv förvaltning menas att förvaltaren kontinuerligt köper och säljer andelar i olika företag baserat på företagets framtidsutsikter. Förvaltaren bör därför hela tiden hålla sig uppdaterad om marknadens svängningar samt studera de olika företagens strategier och tillväxtpotential för att kunna göra en rimlig bedömning av vilka aktier som kommer att gå upp respektive ner. Passiv förvaltning innebär att fondens innehav ligger väldigt nära sitt jämförelseindex. Dessa typer av fonder kallas också indexfonder. Urvalet görs ofta med hjälp av datorer. Dessa fonder har generellt sett lägre risk men ofta också en lägre avkastning, förutsatt att de är väl diversifierade.

Förvaltaren tar betalt i de avgifter som är förknippade med fondsparande. Det kan vara en årlig avgift och/eller in- eller utträdesavgifter. Aktivt förvaltade aktiefonder har i regel högre avgifter än exempelvis räntefonder. Avgifterna kan variera stort mellan de olika förvaltarna och bör därför tas i beaktande när man väljer var man ska placera sitt sparkapital. I en fonds faktablad redovisas ett flertal olika avgifter. Några av de avgifter som kan förekomma är *förvaltningsavgift*, *TKA*, *TER* och *insättnings- och uttagsavgifter*.

Förvaltningsavgift är den avgift som fondbolagen tar ut för förvaltning, analys, förvaring av fondförmögenheten och administration.³⁰ Det kan vara stor skillnad mellan olika fonder.

TKA, Totalkostnadsandel, är ett mått på alla fondens kostnader, dvs. förvaltningsavgift, skatter, bevakningsavgift till Finansinspektionen, depåavgift till förvaringsinstitutet, courtage och växlingsavgifter i förekommande fall.³¹ TKA uttrycks i procent och beräknas genom att

²⁸ Nilsson, Pia, *Fondboken* (2004), s.31

²⁹ Ibid s.24

³⁰ Ibid s.52

³¹ http://www.skandia.se/net/Fundmarket/FundSchool/fundschoo11_5.aspx hämtat 2005-11-23

fondens alla kostnader under ett år divideras med den genomsnittliga fondförmögenheten. Måttet används bara i Sverige.

TER, Total Expenche Ratio, används internationellt och skiljer sig från TKA genom att courtage inte ingår. Det innebär att kostnaden är densamma oavsett hur stor omsättningen i fonden är. Därför lämpar sig TER bättre om man vill jämföra fonder.

Insättnings- och uttagsavgifter är inte lika vanligt i Sverige som i andra länder.³² Uttagsavgift i svenska fonder brukar bara tas ut om spartiden varit mycket kort.

3.4 Olika typer av fonder

De vanligaste fondtyperna är räntefonder, aktiefonder och blandfonder. Sedan finns det också övriga fonder och så kallade hedgefonder. Ju mer specialiserad en fond är desto högre blir risken, och ju högre risk en fond medför desto längre spartid rekommenderas. För aktiefonder rekommenderas en spartid på minst fem år. Andra sätt att minimera riskerna är att ha en hög riskspridning och att spara regelbundet.

3.4.1 Räntefond

Det finns två olika typer av räntefonder; långa och korta. De placeras i statsobligationer eller bostadsobligationer. Förvaltaren bygger upp en fond av olika räntebärande värdepapper för att få stor riskspridning. Sparandet i räntefonder innebär minst risk om man investerar i räntebärande värdepapper med kort löptid. Längre löptid innebär större risk. Löptiden regleras av den framtida räntetron. Om räntorna beräknas sjunka väljer förvaltaren en lägre löptid än om man tror att räntorna kommer att stiga. Det är alltså löptiderna som avgör om räntefonden är kort eller lång.

3.4.2 Aktiefond

Aktiefonden är den mest populära fonden. För att den ska få kallas för aktiefond måste minst 75 % bestå av aktier eller aktierelaterade instrument; en begränsning som regleras av skattelagstiftningen. En aktiefond består oftast av både aktier i utländska och svenska företag och det är förvaltaren som avgör hur uppdelningen ska se ut. En fond som endast investerar i ett land kallas landfond. Håller sig investeringarna inom exempelvis Europa eller Nordamerika så kallas fonden regionfond. Fonder som investerar i hela världen kallas globala fonder. Sedan finns det också fonder som specialiserar sig inom en viss bransch eller en viss marknad, till exempel IT-fonder. Det är viktigt att sprida placeringarna på många olika aktier för att undvika att risken blir för hög. En normal aktiefond äger vanligtvis aktier i 20-30 olika företag. Pengarna som investeras i fonden placeras jämnt på fondens alla aktieandelar, vilket ger en jämn riskspridning.

3.4.3 Blandfonder

³² Nilsson, Pia, *Fondboken* (2004), s.51

En blandfond är en fond som placerar i både värdepapper och aktier vilket också betyder att de innebär en lägre risk än rena aktiefonder. Placeringarna kan ske både inom Sverige och utomlands. En variant av blandfond är generationsfonder för pensionssparande som innebär en successiv omvandling av aktier till räntebärande värdepapper inom fonden i takt med att pensionen närmar sig.

3.4.4 Hedgefonder

Hedge är engelska för skydda. Hedgefonder är specialfonder som försöker ge avkastning oavsett om aktiemarknaden går upp eller ner. De flesta hedgefonder är högriskfonder. De använder sig exempelvis av ”blankning” vilket innebär att man lånar övervärderade aktier som man säljer för att sedan köpa tillbaka dem till ett lägre pris. Hedgefonderna har friare placeringsregler men detta innebär också att de är beroende av en flexiblare marknad, det vill säga att det alltid finns köpare och säljare som vill göra affärer till rådande marknadspriser. Det som kännetecknar en hedgefond är att förvaltningen kallas absolut eftersom målet är en positiv avkastning oavsett marknadens utveckling. Fonden har friare placeringsregler men det är vanligt med höga minimibelopp för insättning. Dessutom spelar förvaltaren en större roll än i en ”vanlig” aktiefond. Det är också vanligt med avkastningsrelaterade avgifter.

3.4.5 Indexfonder

Indexfonder är aktiefonder som, tvärt emot hedgefonder, ska följa marknadens rörelser.³³ Fondbolaget väljer ut ett index som ska följas och fördelar fondens tillgångar efter fördelningen inom detta index. Det innebär att en indexfond måste kunna placera mer än tio procent i ett och samma företag, då det kan finnas företag som står för mer än tio procent av marknadens värde. I vissa fall kan de få tillstånd att placera upp till 35 procent i samma företag.³⁴ Förvaltningen av indexfonder sker per automatik och har därför lägre avgifter.

3.5 Avkastning och risk

Avkastningen är skillnaden mellan det nya och det gamla värdet på fondandelen. När man beräknar avkastningen, ofta i procent, dividerar man skillnaden mellan andelens värde med det gamla värdet. På så sätt får man fram hur mycket andelen har ökat i värde. Avkastning kan beräknas på olika tidsperioder exempelvis kvartalsvis, årsvis eller total avkastning sedan fonden startade. Genom att beräkna avkastningen får man en uppfattning om hur framgångsrik fonden har varit.

Risken bedöms med hjälp av olika riskmått till exempel standardavvikelse eller beta. De olika fondförvaltarna har oftast redovisat risken i samband med avkastningen för att ge kunden en uppfattning om hur pass riskabelt det är att investera i just denna fond.

3.6 Rating

Rating innebär en utvärdering av fonder som tar hänsyn till framför allt historisk avkastning och risk. Det förekommer även att man väger in framtida utsikter för fonden. Ratingen görs av

³³ Haskel, Anders, *Fondhandboken* (2000), s.22

³⁴ Nilsson, Pia, *Fondboken* (2004), s.35

oberoende företag. För några år sedan var det inte så vanligt med rating, men numera finns det ett flertal företag som sysslar med det. Rating är till för att hjälpa en sparare att gallra bland fonderna.³⁵ Flera fondförvaltare redovisar olika företags rating tillsammans med den övriga fondinformationen. De vanligaste typerna av rating som redovisas är Morningstar och W-rating.

Morningstar är ett bolag som började jämföra fonder i USA 1984.³⁶ 1999 lanserades Morningstar som Fondstar i Sverige, men går numera under namnet Morningstar Sweden. Morningstar delar in fonderna i olika kategorier efter placeringsinriktning. Ratingen görs enligt en objektiv matematisk modell, och innefattar inte någon subjektiv värdering om vare sig fonden eller förvaltaren. De väger in samtliga avgifter, och gör sedan en riskjusterad avkastningsberäkning, som för aktiefonder vanligtvis beräknas på tre år. Efter denna beräkning sätts betyg på fonderna. Betygsskalan är från 1-5 där 5 är bäst. Betygssättning görs en gång i månaden. Morningstar inkluderar inte framtidsperspektivet.

W-ratingen är ett samarbete mellan tidningen Sparöversikt, Svensk Fondstatistik och investeringskonsulten Wassum.³⁷ Deras rating går precis som Morningstars ut på att analysera fondernas risk och avkastning under de tre senaste åren och jämföra med index. Men W-ratingen innefattar även en bedömning av förvaltarnas skicklighet samt fondens framtidsutsikter. Fonderna delas in i kategorier och betygssätts enligt en 5-gradig skala, där 5 är det bästa betyget, vilket ges till de 10 % av fonderna som har gått bäst i förhållande till genomsnittet inom sin kategori.

3.7 Fondandelar

När en sparare sätter in pengar i en fond så innebär det att han köper andelar i fonden. När det sätts in pengar i fonden så utfärdas nya andelar. Varje andel är lika mycket värd, och det värdet fastställs i slutet av börsdagen när alla köp och försäljningar är gjorda. Om tillgångarna i fonden har stigit i värde under dagen så stiger även värdet på andelen. Om värdet på tillgångarna har sjunkit i värde så sjunker även andelsvärdet. När värdet bestäms är förvaltningsavgiften avdragen.

3.8 Index

Ett jämförelseindex visar hur en marknad har utvecklats i genomsnitt. Det används som ett mått på hur bra en fond har gått, eftersom man kan se hur den utvecklats gentemot genomsnittet. Det finns många olika index och det är viktigt att jämföra fonden med ett index som är relevant. T.ex. bör en Sverigefond jämföras med ett index som visar utvecklingen på stockholmsbörsen. Ibland används ordet ”benchmark” om jämförelseindex. Det finns ett antal företag som utarbetat olika index.

3.8.1 Några vanliga index³⁸

Generalindex (AFGX) visar den genomsnittliga utvecklingen på Stockholms-börsen. Detta index är utvecklat av tidningen Affärsvärlden 1937 och är Sveriges äldsta index³⁹.

³⁵ <http://www.fondspara.se/html/utvardera.html> hämtat 2005-11-22

³⁶ www.morningstar.se hämtat 2005-11-30

³⁷ http://cws.huginonline.com/N/1151/PR/200106/967837_2.html hämtat 2006-01-09

³⁸ Nilsson, Pia, *Fondboken* (2004), s.60

SIX Return Index (SIXRX) visar den genomsnittliga utvecklingen på stockholmsbörsen inklusive utdelningar.

SIX Portfolio Index (SIXPX) är ett index som visar den genomsnittliga utvecklingen på stockholmsbörsen, justerat för de placeringsregler som gäller för fonder.

SIX Portfolio Return Index (SIXPRX) visar samma sak som SIXPX, men räknar med utdelningar. Detta är det index vi använder i våra uträkningar.

OMX-index visar den genomsnittliga utvecklingen på de mest omsatta aktierna på Stockholmsbörsen.

Morgan Stanley är ett amerikanskt företag som har utvecklat ett stort antal index som är flitigt använda. Bland annat finns MSCI World, som är ett vägt genomsnitt av 23 länders aktieindex.

³⁹ www.affarsvarlden.se hämtat 2005-12-16

4 Teori

En *teori* är en sammanhängande enhet med vilken vi kan förklara en så stor mängd existerande data som möjligt. Forskarens uppgift är att pröva, utveckla eller producera teorier.

Modeller är ett sätt för forskaren att åskådliggöra en teori eller delar av en teori. Modellen används som en länk mellan teori och verklighet eller som hjälp att ta fram hypoteser som skall prövas.

4.1 Allmän finansiell teori

Varje fondsparare har rätt att få veta hur fondförvaltaren har tänkt när innehållet i portföljen har valts ut. Det vanliga är att lönsamheten av en portfölj bedöms över en period av fem år. Utöver det så studerar man avkastningen månadsvis eller kvartalsvis. Man jämför då värdet den första dagen i perioden med värdet på periodens sista dag. Man kan också göra en jämförelse med andra liknande portföljer. Dessa kallas ”Benchmark-portföljer” och man kan genom denna jämförelse avgöra om investeringen har varit framgångsrik eller ej. Man kan också jämföra sin portfölj mot en marknadsindexplacerad portfölj. Man beräknar totalavkastningen på portföljen genom att räkna ut skillnaden mellan den första och den sista observationen och sedan dela den med den första observationen. Totalavkastningen återges oftast i procentenheter.

4.2 Korrelation⁴⁰

Genom att räkna ut *korrelationen*, alltså sambandet, kan man få fram om en företeelse har med en annan företeelse att göra, och hur starkt sambandet i så fall är. Man kan mäta korrelationen genom ett statistiskt mått, en *korrelationskoefficient*, som beräknas genom följande formel:

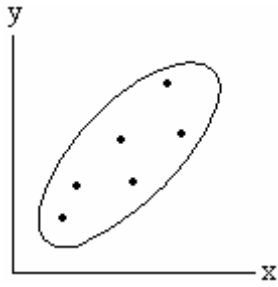
$$\text{Korrelationskoefficienten} = \frac{\sum(x - m_x) * (y - m_y)}{(n - 1) * s_x * s_y}$$

Genom att ställa upp de olika variablerna i ett diagram kan man även mäta om det föreligger en positiv, negativ eller så kallad nollkorrelation.

4.2.1 Positiv korrelation

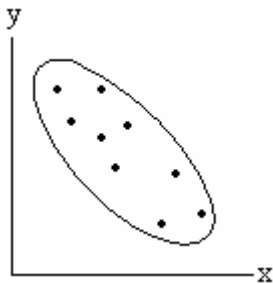
När sambandet innebär att ett högt värde på den ena egenskapen motsvaras av ett högt värde på den andra och ett lågt värde på den ena egenskapen motsvaras av ett lågt värde på den andra kallas det för en positiv korrelation. Genom att pricka in värdena i ett koordinatsystem, där x-axeln representerar den ena egenskapen och y-axeln den andra, ges en tydlig bild av sambandet, då punkterna ser ut att lägga sig utmed en linje med positiv lutning:

⁴⁰ Stukåt, Staffan *Statistikens grunder* (2006) s.43ff



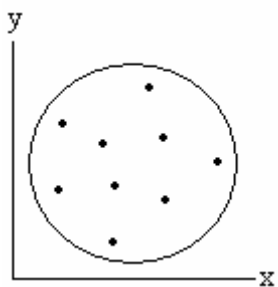
4.2.2 Negativ korrelation

När sambandet är det omvända, det vill säga när ett högt värde på den ena variabeln motsvaras av ett lågt värde på den andra och vice versa, föreligger en negativ korrelation enligt följande figur:



4.2.3 Nollkorrelation

När det inte finns något synligt samband och variablerna inte verkar ha något alls med varandra att göra säger man att korrelationen är lika med noll. Nollkorrelationen kan illustreras med följande figur:



4.3 Riskmått

4.3.1 Standardavvikelse

Standardavvikelse kan definieras som ett riskmått på hur mycket fondkursen stiger och sjunker i förhållande till fondens genomsnittliga kursrörelse.⁴¹ Man mäter hur mycket avkastningen i genomsnitt avviker från medelvärdet. Hög standardavvikelse betyder att fondkursen svänger mycket mellan olika perioder. Risken blir då högre, eftersom det blir mycket svårt att förutse fondens värde vid en viss tidpunkt i framtiden. I korta räntefonder svänger kursen inte så mycket, och man kan göra en säkrare prognos för dessa fonders framtida utveckling än för aktiefonders, som svänger betydligt kraftigare. På grund av de kraftiga svängningarna kan dock aktiefonderna ge en större avkastning. Standardavvikelsen (σ) beräknas som följer⁴²:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^T (R_t - \bar{R})^2}{(T-1)}}$$

T = tidshorisont
t = tid (oftast angiven i år)
R = avkastning
 \bar{R} = genomsnittlig avkastning

4.3.2 Beta

Aktiens betavärde (β) är ett mått på fondens marknadsrisk, det vill säga känsligheten för marknads rörelser.⁴³ Det innebär alltså att betavärdet beräknas genom att ställa aktiens variationer i relation till marknads variationer. När beta har värdet 1,0 så innebär det att fondens värde svänger lika mycket som marknaden. Ett värde på högre än 1,0 innebär att fondens kurssvängningar är kraftigare än marknads genomsnittet. När man ska uppskatta betavärdet måste man titta på såväl jämförelseindex som tidsperioden för investeringen. För att få ett tillförlitligt betavärde måste man alltså titta på portföljens historia. Formel för beta:⁴⁴

$$\beta = \frac{\overline{R_m * R} - \bar{R}_m * \bar{R}}{\overline{R_m^2} - [\bar{R}_m]^2}$$

4.3.3 Aktiv risk (Tracking Error)

Aktiv risk är ett riskmått som beskriver fondens avvikelse från sitt jämförelseindex. För att få bättre avkastning än index måste förvaltaren ta risker. Låg aktiv risk uppnås genom att fondens innehav fördelas efter fördelningen i jämförelseindex, som i indexfonder. Den aktiva risken mäts som standardavvikelsen av skillnaden mellan fondens och index månadsavkastning och uttrycks i procent.⁴⁵ En aktivt förvaltd fond brukar ha mellan 5 och 15.⁴⁶ Tracking Error beräknas enligt följande formel:⁴⁷

⁴¹ Strandberg, Jesper "Aktiv förvaltning eller indexfond – det är frågan" *Aktiespararen* 9 (2005 s.50)

⁴² Bertilsson, Åke, *Finansguiden* (2003), s.68

⁴³ Ross, Stephen A.; Westerfield, Randolph W.; Jaffe, Jeffery F. *Corporate Finance* (2002), s.270

⁴⁴ Bertilsson, Åke, *Finansguiden* (2003), s.69

⁴⁵ www.nordea.se fonder ordlista hämtat 2005-11-19 18:52

⁴⁶ www.fondbolagen.se *Fonds special* hämtat 2005-09-20

$$TE = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^T (R_t - R)^2}{T}}$$

T = tidshorisont
t = tid (oftast angiven i år)
R = avkastning

4.4 Utvärderingsmått

4.4.1 CAPM-modellen

Vi kommer framför allt att använda oss av modellen CAPM som är ett sätt att mäta en akties förväntade avkastning i förhållande till risken.⁴⁸ Sedan kan man jämföra aktiens verkliga avkastning med den förväntade. CAPM-modellen menar att den förväntade avkastningen på aktien (R_a) motsvarar räntan på en riskfri investering (R_f) plus en riskpremie. Riskpremien beräknas genom att man multiplicerar tillgångens betavärde (β) med marknadsavkastningen minus den riskfria räntan ($R_m - R_f$). Formeln ser alltså ut som följer⁴⁹:

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

4.4.2 Security Market Line

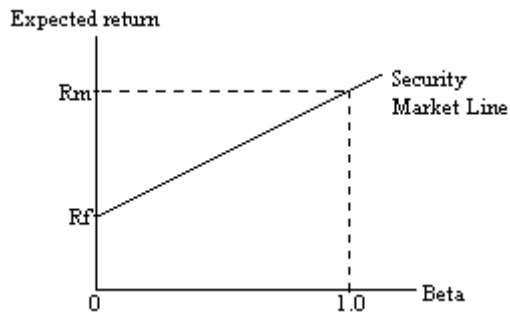
Security Market Line (SML) illustrerar CAPM-modellen i en graf där aktiens förväntade avkastning ställs i relation till projektets betavärde.⁵⁰ Den förväntade avkastningen anges på y-axeln, och marknadsrisken (β) på x-axeln. Linjen skär y-axeln vid den riskfria räntan. Riskpremien ($R_m - R_f$) anger lutningen på linjen. Aktien ger hög avkastning i förhållande till risken om dess värde ligger ovanför SML, det vill säga den är undervärderad. SML baseras på att alla aktier kommer att ha samma riskpremie vid en viss tidpunkt. CAPM beskriver alltså ett linjärt förhållande mellan förväntad avkastning och risk. En riskfri investering ska i och med detta resonemang ha ett betavärde på noll. Vi kommer att använda SML för att se om de fonder vi studerar har den avkastning man kan förvänta sig i förhållande till sitt betavärde. Det tar vi reda på genom att räkna ut fondernas betavärde samt den egentliga genomsnittliga avkastningen, och sedan pricka in fonderna i diagrammet. De fonder som hamnar ovanför linjen har överavkastat, medan de som hamnar under linjen har underavkastat.

⁴⁷ Finska Fondhandlareföreningen RF, http://www.sijoittajapalvelin.net/pdf/Sijoitusneuvojan_erikoistutkinnon_tentti_14052004_sve.pdf, hämtat 2005-12-02

⁴⁸ Stephen A.; Westerfield, Randolph W.; Jaffe, Jeffrey F. *Corporate Finance* (2002), s.272

⁴⁹ Ibid s.273

⁵⁰ Ibid s.273ff



4.4.3 Alfa

Alfavärdet, eller *Jensens alfa*, anger skillnaden mellan portföljens genomsnittliga avkastning i förhållande till SML. Man jämför alltså aktiens faktiska avkastning med den förväntade avkastningen enligt CAPM-modellern. Alfavärdet kan användas för att mäta det mervärde som aktiv förvaltning tillför avkastningen.⁵¹ Alfamåttet förutsätter att beta är det enda nödvändiga riskmättet.⁵² Formel:

$$\text{Alfa} = \bar{R} - R_a \text{ (CAPM-modellen)}$$

4.4.4 Treynorkvoten

Det finns även andra metoder att beräkna och göra jämförelser mellan olika aktieportföljer, exempelvis Treynorkvoten. Denna är ett mått för att mäta en portföljs prestation gentemot marknaden eller flera portföljer mot varandra. Den anger alltså portföljens uppnådda riskpremie som kan jämföras med aktiemarknaden. Man får fram kvoten genom att subtrahera den genomsnittliga riskfria räntan från portföljens genomsnittliga avkastning och dividera differensen med portföljens betavärde. Ju högre kvot desto mer avkastning får man i förhållande till risken. Utvärderingsmättet definieras som⁵³:

$$\text{Treynorkvot} = (\bar{R} - R_f) / \beta$$

4.4.5 Sharpekvoten

Slutligen kan man också använda sig av Sharpekvoten. Denna är mycket intressant för oss eftersom den beräknar hur mycket avkastning per total risk som en förvaltare har genererat.⁵⁴ Ju högre Sharpekvot för aktien, desto högre avkastning per riskpremie och därmed också aktiens riskjusterade utveckling. Sharpekvoten för en bra fond skiljer sig mycket mellan olika fondkategorier, så måttet är endast lämpligt för att jämföra fonder som har samma placeringsinriktning. Man beräknar Sharpekvoten genom att dividera den förväntade avkastningen minus den riskfria räntan med avkastningens standardavvikelse. Formeln ser ut så här:⁵⁵

$$\text{Sharpekvot} = (\bar{R} - R_f) / \sigma$$

⁵¹ <http://www.andreassteiner.net/performanceanalysis> hämtat 2005-12-11

⁵² www.morningstar.se hämtat 2005-12-11

⁵³ http://www.russell.com/us/glossary/analytics/treynor_ratio.htm hämtat 2005-12-11

⁵⁴ www.morningstar.se hämtat 2005-12-11

⁵⁵ <http://www.russell.com/us/glossary> hämtat 2005-12-11

5 Empiri

I detta kapital presenterar vi de olika fondförvaltare och fonder som vi har valt att undersöka i denna uppsats. Vi gör en kortfattad beskrivning av förvaltaren idag och dess historia samt redogör för innehaven och fondförmögenheten i den fond vi har valt ut. Vi presenterar också fondförvaltarens huvudsakliga förvaltningsstrategi och hur de tänker inför en placering. Alla kursnoteringar som vi har använt för våra beräkningar presenteras i *Bilaga 2*.

5.1 AMF Pension

5.1.1 Bakgrundsfakta

AMF Pension grundades 1973 i syfte att tillhandahålla STP-försäkringen som är en tilläggs pension för privatanställda arbetare. Först 1998 startar verksamheten ett fondförvaltningsbolag och fondförsäkringsbolag för att kunna erbjuda fondförsäkringar till pensionsspararna⁵⁶. De skiljer sig från både banker och renodlade fondförvaltare eftersom AMF fondförvaltning tillhör moderbolaget AMF pension som har ytterligare ett dotterbolag som handlar med fastigheter. Deras främsta fokus är pensioner och huvuddelen av verksamheten läggs på Individmarknaden som inkluderar områdena tjänstepension och privatsparande. Inom vissa områden får kunden själv välja förvaltare.

Själva fondförvaltningsdelen har idag åtta fonder som sammanlagt förvaltar närmare 28 miljarder kronor. AMF är det åttonde största fondbolaget i Sverige och förvaltar ca 2% av den totala marknaden.

De marknadsför sig som ett fondförvaltningsbolag som kan erbjuda sina kunder hög avkastning till låga avgifter på grund av att de är en liten organisation med en effektiv kapitalförvaltning. Deras två övergripande målsättningar är att förbättra kapitalavkastningen och att hålla nere kostnaderna och de arbetar efter mottot ”Ju fler kunder desto lägre kostnader”. De allra flesta svenskar känner till AMF Pension tack vare flitig marknadsföring och idag är var fjärde svensk kund hos AMF.

5.1.2 AMF Pensions Sverigefond

AMF har en Sverigefond förutom en nyttillkommen svensk småbolagsfond. Fonden placerar bara i svenska aktier vilket leder till att risken är relativt hög eftersom det bara rör sig om en enda marknad. Det rekommenderas också att man som sparare har en hyfsat lång sparhorisont eftersom börsvängningarna jämnas ut och därmed ökar chansen till ett förmånligt sparande.

AMF:s Sverigefond har rankats med en trea från Morningstar vilket de själva anser är missvisande. Detta beror på att Morningstar har placerat AMF som en småbolagsfond eftersom de investerade mycket i småbolag under en nedgångsperiod, vilket är en bidragande orsak till att AMF inte gick ner lika mycket som index och andra konkurrerande bolag. Småbolagsfonderna har gått bättre än de fonder med många aktier i stora företag och därför

⁵⁶ www.amf.se hämtat 2005-10-17

hamnar AMF i konkurrensen med andra småbolagsfonder på en trea. AMF hävdar dock att de inte är en småbolagsfond och därför är inte rankingen rättvis⁵⁷.

Den årliga förvaltningsavgiften är 0,4% och det finns inga försäljnings- eller inlösenavgifter. Fonden startade 1998-12-30 och idag uppgår den totala fondförmögenheten till 8,995 miljarder kronor. Antal innehav är 37 och dessa är fördelade på nio branscher. De största branscherna är Kapitalvaror (20%) och tjänster (16%) och de största innehaven är Ericsson, H&M och Volvo⁵⁸.

5.1.3 Förvaltning⁵⁹

Kapitalförvaltningen består av tre affärsavdelningar som tar hand om själva förvaltningen och två administrativa avdelningar. Fördelningen beslutas i allmänhet med en placeringshorisont på sex till tolv månader. Besluten fattas i regel kvartalsvis men kan snabbt omvärderas om det skulle bli nödvändigt exempelvis om framtidsutsikterna för aktien förändras. Det finns en särskild allokeringsgrupp som ansvarar för allt förberedande arbete inför besluten. Denna grupp består av personer ur aktie-, ränte- och fastighetsavdelningarna med särskilt goda kunskaper om makroekonomi och finansiella marknader. Allokeringsgruppen har regelbundna möten med de fem avdelningarna för att göra en bedömning av den framtida avkastningen. Bedömningarna följs upp veckovis. Arbetsmetodiken bygger på en process där positioner byggs upp successivt, i takt med att marknadssynen prövas mot den faktiska utvecklingen. Totalt sysselsätter kapitalförvaltningen 44 personer.

Förvaltningsfilosofin hos AMF Pension är att äga välskötta och rimligt värderade bolag och inga investeringar görs enbart till följd av att en aktie väger tungt i ett index. Portföljen ska vara koncentrerad till ett begränsat antal marknader och även inom varje marknad ska antalet innehav vara begränsat för att förvaltarna ska kunna ha goda kunskaper om varje innehav. AMF har begränsat sitt utbud av fonder av två anledningar. Dels att det ska bli lättare för kunden att välja fond och dels för att det ska bli lättare för förvaltarna att ha en bra översikt. Det finns en ansvarig per fond. Denna person har många kontakter med olika analytiker samt lång erfarenhet av den marknaden han eller hon förvaltar, men förvaltningen av fonden sker enbart av den ansvarige. AMF anser att de har en fördel i att det inte är så många som arbetar med fondförvaltningen eftersom det gör samarbetet mer dynamiskt och informationen flödar lättare vilket gynnar alla inblandade. För många personer som förvaltar olika fonder kan lätt leda till tävlan istället för samarbete.

Vid beslutet av vilka aktier att investera i bedöms företagens framtida vinster, kassaflöden, finansiell styrka och utdelningskapacitet i bolagen. För att skaffa sig denna information tillämpar gruppen klassiska värderingsmodeller och lägger också stor vikt vid regelbundna möten med företag. AMF:s placeringsstrategi bygger huvudsakligen på att hitta felvärderade bolag, men också att investera i stabila företag som går bra med tiden istället för så kallade ”raketer”, företag som växer explosionsartat, men som senare riskerar att falla lika snabbt. Detta är ett sätt att hålla risken på en låg nivå.

AMF har marknadens lägsta avgifter. Detta beror framför allt på moderbolagets storlek och att det förvaltar så mycket kapital att det är välkänt på marknaden och har därför lättare tillgång till analyser och får lättare tag i viktiga personer på företag som ska analyseras för ett

⁵⁷ Intervju med Johan Malm, ansvarig institutionella kunder, AMF Pension

⁵⁸ www.amf.se hämtat 2005-12-20

⁵⁹ Interjvu med Johan Malm, ansvarig institutionella kunder, AMF Pension samt www.amf.se hämtat 2005-12-20

potentiellt köp. Detta ger fondbolaget tillgång till analyser och information som de inte skulle ha fått om de hade varit ett litet renodlat fondbolag och därmed möjlighet att hålla låga kostnader.

5.2 Didner & Gerge

5.2.1 Bakgrundsfakta⁶⁰

Didner & Gerge är ett förvaltningsbolag som förvaltar en Sverigefond. Verksamheten är belägen i Uppsala och har sex anställda varav tre anställda förvaltare. Henrik Didner och Adam Gerge själva samt en nyanställd juniorförvaltare som är nytexaminerad från Handelshögskolan.

Företaget är ett helt fristående fondbolag och fonden är en svenskregistrerad värdepappersfond vilket således innebär att de placerar högst 10 procent i en enskild aktie.

5.2.2 Fonden

Firman är mycket omskriven i media eftersom de har varit mycket framgångsrika och är kända för att gå in och ut ur sina innehav i rättan tid. Fonden har slagit Stockholmsbörsen index alla år utom två och i genomsnitt har index överträffats årligen med 10,2 procentenheter. Under de senaste 10 åren har fonden avkastat i genomsnitt 22,4% och sedan start är totalavkastningen inklusive utdelning 676%⁶¹.

Den årliga förvaltningsavgiften är 1,2% och vid ett innehav kortare än sex månader tas en utträdesavgift på 1,0 % ut . Fonden har funnits sedan 1994-10-21 och idag uppgår den totala fondförmögenheten till 10,171 miljarder kronor. Fonden har närmare 50 innehav och investerar i sju olika branscher varav de tre största, industrivaror och tjänster (38%), informationsteknik (23,8%) samt finans och fastighet (21,7%), utgör mer än 80% av fondens totala innehav. Det största innehavet är Nokia tätt följt av H&M och Securitas⁶².

W-Rating rankar fonden som en femma, Morningstar som en trea.

5.2.3 Förvaltning⁶³

Didner & Gerge ägnar sig enbart åt att förvalta fonden, vilket innebär att ingen annan verksamhet bedrivs vid sidan om. Fonden förvaltas med långsiktighet, enkelhet och sunt förnuft. Bolaget tillämpar en aktiv förvaltning med lång placeringshorisont på mellan två och fyra år. Kortare placeringar förekommer endast om aktiens framtidsutsikter omvärderas.

Förvaltningsarbetet består av att sätta samman en aktieportfölj med företag som sammantaget har en hygglig sannolikhet att utvecklas bättre än index samt att kontinuerligt utvärdera befintliga innehav det vill säga att öka innehavet när de blir bättre och minska det när de blir sämre.

⁶⁰ www.dgfonder.se hämtat 2005-10-31

⁶¹ Informationsblad om fonden, skickad av Didner & Gerge, Beräknat till och med 2004-12-30

⁶² www.dgfonder.se informationen uppdaterad 2005-11-30

⁶³ Isaksson, Pär ”Intervjun: Henrik Didner och Adam Gerge” *Affärsvärlden* 36 (2004-09 s.42-44) samt www.dgfonder.se hämtat 2005-10-31

De är försiktiga med att påverkas för mycket av marknadens svängningar och sälja för snabbt om det går bra och med att köpa så fort en aktie blivit billig. Firman har namn om sig att inte falla för frestelsen att sälja aktier som har gått bra alltför tidigt. Det som gör att Didner & Gerge är bra på att behålla vinnaraktier tror de är att de inte bryr sig om index, vilket ger större frihet, men också att de inte har samma press på sig att visa resultat som förvaltarna på bankerna, vilket ofta kan leda till en för tidig försäljning. Istället söker de efter tecken på hur branschen kommer att utvecklas och företagets idé om hur de ska fortsätta växa. Det är viktigt att företaget har en bra utveckling av sin affärsverksamhet och att de har visat sig vara duktiga inom sitt område. Dessutom bör företaget ha en konsekvent strategi samt en god marknadsposition och en stark balansräkning. Företagsstyrelsen och i synnerhet VD:n spelar en central roll för aktiens potential. Viktiga kvaliteter är exempelvis att VD:n är konsekvent och tidigare har hållit vad som utlovats.

Det är viktigt att olika slags verksamheter företräds för att balansera riskerna. Storleken på företaget spelar ingen större roll men att investera i större företag innebär i regel en lägre risk och därför består mer än hälften av portföljen av stora företag.

Vid valet av aktier ser de framför allt på företagens styrkor, svagheter, möjligheter och hot. Varje bolag kännetecknas av en "story", och ibland ändras stornyn utan att aktien följer med vilket kan leda till ett köp- eller säljtillfälle. Övriga analyser som de använder sig av är "screening", vilket betyder att man utgår från börslistan och sällar sedan bort förhoppningsföretag och väldigt mogna bolag, för att sedan ägna sig åt dem i mitten.

Henrik Didner och Adam Gerge försöker alltid själva skapa sig en uppfattning om företagets framtid eftersom det ökar förståelsen av skälen för varför en aktie bör ingå i portföljen. De gör alla analyser och tar alla beslut tillsammans. Diskussionerna sinsemellan är det riktigt produktiva. Båda läser igenom alla rapporter och de försöker också gå på presentationer och företagsmöten tillsammans eftersom det i arbetsmetodikerna ingår att komplettera allmänt tillgänglig information om marknader och företag med egna analyser och företagsbesök. De har båda god kunskap om de allra flesta innehaven i portföljen, men vissa företag har en föränderlig story som behöver diskuteras kontinuerligt.

Inspiration skaffar de sig genom att läsa tidningar som Dagens Industri, Affärsvärlden och Economist, men den mesta tiden ägnas åt rapporterna från bolagen. De går på marknadsdagar och träffar företagsledningar, främst i små och medelstora företag. I mindre företag är företagsledningen närmare verksamheten och de kan detaljerna. I stora företag anser de att det är viktigare att träffa till exempel divisionschefer.

Det är dessutom viktigt att vara mentalt engagerad hela tiden i de bolag som de har och följer eftersom man ibland måste reagera fort samtidigt som man ska reflektera och ha distans. Det är en avvägning.

Placeringsstrategin är tillväxtorienterad, men det kan också bero mycket på värderingen. De är mycket försiktiga när det gäller mogna företag i mogna branscher.

5.3 Odin Fonder

5.3.1 Bakgrundsfakta

Odin Fonder är ett norskregistrerat bolag, som grundades 1990. I Norge har bolaget namnet Odin Forvaltning AS. Bolaget ägs av SpareBank1 Gruppen i Norge. Odin Forvaltning förvaltade vid årsskiftet 2004/05 ca 21 miljarder kronor⁶⁴ åt ca 220000 sparare, fördelade på de 22 aktiefonder och 6 räntefonder som finns tillgängliga på den norska marknaden.

Odins fonder investerar framför allt på den nordiska marknaden. I Sverige finns nio stycken aktiefonder tillgängliga för sparare, varav en betraktas som en Sverigefond. Den är inte inriktad på någon speciell bransch, utan placerar i de företag på den svenska börsen eller som har sitt huvudkontor eller ursprung i Sverige och som förväntas gå bäst i förhållande till prissättning oavsett storlek.

5.3.2 Odin Sverige

Odins Sverigefond heter Odin Sverige och startade 1994-10-31. 2005-10-31 uppgick det förvaltade kapitalet till 1,504 miljarder kronor. Fonden består till 96,20% av svenska aktier,⁶⁵ fördelade på 17 branscher.⁶⁶ Det största branschinnehavet är handelsföretag & distributörer, där 22,2% är placerat, följt av finansbolag (13,47%) och kommersiella tjänster och produkter (12,2%).⁶⁷ Innehaven i fonden är ca 45 till antalet. Det största innehavet brukar ligga på ca 5%. Det är ganska lågt med tanke på att en fond kan ha 10 % i ett och samma värdepapper. Den låga siffran gör att risken blir mindre. Nuvarande största innehav är Investor (6,1%), Haldex Grp (5,2%) och Boliden (5,1%).⁶⁸ Noterbart är att Odin Sverige inte har ett enda innehav i Ericsson.

Avgifter förknippade med fonden är en entréavgift på 1-3%, beroende på hur mycket pengar man har placerade i fonden. Förvaltningskostnaden är 2% per år och försäljningsavgiften är 0,5%.

Odin Sverige blev vald till årets Sverigefond år 2004 av tidningen Privata Affärer. Fonden var den enda som nominerades i klassen aktiefond Sverige normal. Motiveringen löd: "Fonden har slagit index med råge och visat den i särklass bästa avkastningen bland Sverigefonderna de senaste tre åren. Avkastningskurvan har stadigt pekats uppåt i såväl nedgång som uppgång på aktiemarknaden."⁶⁹

5.3.3 Förvaltning⁷⁰

⁶⁴ www.forex.se 17,7 miljarder NOK, omräkningskurs: 100 NOK = 119,93 SEK hämtat 2005-11-01

⁶⁵ Fondfaktablad Odin Sveige

⁶⁶ Halvårsrapport 2005 Odin Fonder

⁶⁷ www.dn.se hämtat 2005-11-21

⁶⁸ www.morningstar.se hämtat 2006-01-09

⁶⁹ <http://www.privataaffarer.se/newstext.asp?s=pa&a=4260> hämtat 2005-11-13 18:00

⁷⁰ Informationen kommer från en intervju med Peter Dubois, Odin Fonder AB, om inte annat anges.

Odins förvaltning är värdeorienterad. Det innebär att de gör vissa antaganden om marknaden; dels att den är ineffektiv i det korta perspektivet, vilket gör att det alltid finns undervärderade bolag, dels att marknaden är effektiv i det långa perspektivet, vilket innebär att marknaden förr eller senare upptäcker de undervärderade bolagen och ger dem sitt ”riktiga” värde.

Odins förvaltare ser väldigt lite till index och investerar aldrig i ett bolag för att det är stort på marknaden. Tanken är att det finns mycket att vinna på att göra egna fundamentala analyser av bolag. De bolag som är stora på marknaden är ofta de som är väldigt omskrivna i media, och därför är de övervärderade. Det är sällan som Odin investerar i sådana bolag. Odin letar snarare efter ”doldisar” bland företagen.

När man hittat ett företag som man tror kan vara undervärderat av marknaden, gör man en fundamental analys av företaget, vilken inkluderar såväl en analys av en del nyckeltal som företagsbesök. Företagsbesöken är en stor och mycket viktig del av förvaltningsarbetet. Enbart en analys av nyckeltal kan förvisso ge en antydning om ifall företaget är undervärderat eller inte, men genom företagsbesök kan förvaltaren skapa sig en uppfattning om företagets potential att växa i värde. Om man inte kan förvissa sig om det är det ingen idé att investera.

Efter denna mer ingående analys bestämmer man en målkurs. Skillnaden mellan målkursen och aktiekursen är aktiens avkastningspotential. De företag som man anser ha hög potential matchas mot de övriga innehaven i portföljen med avseende på portföljens kurspotential och branschbalans för att se om aktien passar in. Om man anser att ett företag passar in så köper man in den aktien. De företag som man väljer att inte investera i, t.ex. för att de är för dyra, glöms inte bort, utan man gör om analysen igen vid ett senare tillfälle för att se om värdet har förändrats.

Målet är att ha kvar aktien tills den uppsatta målkursen har uppnåtts. Det kan ta lång tid och omsättningshastigheten i Odins fonder är därför låg. Det händer också att företaget inte utvecklas som man tänkt sig och då säljer man aktien. Tillväxtbranscher är inte särskilt attraktiva för Odin, eftersom man anser att det är mycket svårt att förutse vilka av företagen inom branschen som kommer att lyckas.

Det finns fem förvaltare som arbetar med Odins fonder. De är ansvariga för en till tre fonder var.⁷¹ Till sin hjälp har de två analytiker. Man jobbar mycket nära varandra och har regelbundna möten, där man delar med sig av den information man har skaffat om företagen. Förvaltarna besitter också en del branschkunskaper, förutom att de är kunniga inom sina geografiska områden. Kraven på utbildning och erfarenhet är höga.

Odin förklarar sin framgång bland annat med att de stenhårt håller fast vid sin värdeorienterade strategi. Att akta sig för tillväxtbranscher visade sig vara lönsamt inte minst då IT var på uppgång. Vid själva uppgången fick Odin en hel del kritik för att de inte satsade alls på den branschen, både från media och deras egna sparare, och fonden gick vid den här perioden sämre än index. När sedan IT-bubblan sprack gick fondens avkastning om index och har sedan dess bara dragit ifrån. En annan faktor som man tror bidrar till framgången är att man koncentrerat sig på den nordiska marknaden. Det blir lättare att överblicka marknaden om man avgränsar området.

⁷¹ <http://www.odinfond.no/ODINIdesk/servlet/page?section=2000> hämtat 2005-12-15 14:09

5.4 Robur

5.4.1 Bakgrundsfakta

Roburs ägare Föreningssparbanken bildades 1997 genom ett samgående av Föreningsbanken och Sparbanken. Banken har ca 8,4 miljoner privatkunder och 396 000 företagskunder i Sverige och Baltikum.⁷²

Robur grundades 1967 och är därmed Sveriges äldsta bankanknutna fondbolag. Idag är Robur en av Sveriges största fondförvaltare med 27,4% av fondmarknaden. Bolaget ägs av Föreningssparbanken och förvaltar ca 220 miljarder kr. åt ca 2,7 miljoner andelsägare. Roburs mål är att ”skapa största möjliga långsiktiga kapitaltillväxt till en rimlig risknivå” och att ”tillgodose varje kunds specifika behov av effektiv kapital-förvaltning”. De har över 90 aktie- ränte- och blandfonder att välja mellan. Robur har ca 280 anställda, varav ca 70 arbetar med analys och förvaltning.⁷³

5.4.2 Robur Sverigefond

Robur Sverigefond är en aktiefond som är inriktad på stora och medelstora företag i olika branscher.⁷⁴ Fonden placerar i aktier och aktierelaterade fondpapper och får placera upp till 10% av fondens värde i andra fonder.

Fondförmögenheten är 6,993 miljarder kronor⁷⁵. Den är fördelad på nio olika branscher. Nära hälften är placerat inom branscherna finans och industri. Antalet innehav uppgår till ca 100, och ca 94 % är placerat i svenska företag. Det höga antalet innehav är ett sätt att sprida risken, som möjliggörs på grund av att Robur har kapacitet att följa många företag på börsen. De största innehaven är Ericsson (10%), H&M (7%) och Nordea Bank (6,9%).⁷⁶

Förvaltningsavgiften är på 1,41% per år. Fonden har inga inköpsavgifter, men tar ut en avgift på 1% för uttag om innehavet är 30 dagar eller kortare.⁷⁷

5.4.3 Förvaltning⁷⁸

Robur förlitar sig på egna fundamentala analyser för att kunna optimera portföljerna. All fondförvaltning sker i team. Det motiveras med att man på så sätt tillgodogör sig all specialistkompetens och man vill inte göra verksamheten beroende av en enskild individ för att garantera kontinuitet och långsiktighet.

Robur har ett antal förvaltarteam som är indelade efter regioner, och ett antal sektorteam som är indelade efter olika branschområden. Dessa team arbetar i en matris och man har

⁷² <http://www.robur.se/default.asp?name=Pressrummet> hämtat 2005-11-20

⁷³ http://www.robur.se/default.asp?name=Om_Robur hämtat 2005-11-15

⁷⁴ Förvaltningsberättelse 2005-06-30

⁷⁵ <http://www.morningstar.se> hämtat 2005-12-20

⁷⁶ www.morningstar.se hämtat 2006-01-09

⁷⁷ www.robur.se hämtat 2005-12-20

⁷⁸ e-mailkontakt med Ingemar Syrén, Sverigefondförvaltare, Robur

regelbundna möten för att informera varandra om sina respektive områden. Även informella samtal förvaltare och analytiker emellan är viktiga och kan generera idéer om placeringar.

25 anställda arbetar med förvaltning av aktiefonder.⁷⁹ Sex av dessa arbetar med förvaltning av utlandsfonder och tre med de nordiska fonderna. De övriga 16 ansvarar för analyser av olika branscher i ett globalt perspektiv. Både analytikerna och förvaltarna är ofta ute och besöker företag för att bilda sig en uppfattning om huruvida företaget har potential att stiga i värde. Den delen av verksamheten hoppas man kunna utöka i framtiden, så att man hinner med att grundligt analysera fler företag.

Sverigeteamet består av tre personer där en är ytterst ansvarig. Sverigeteamet förvaltar ett stort antal fonder och alla tre är inblandade i ca 15 fonder. För att underlätta förvaltningen har man en modellportfölj som ligger till grund för de verkliga portföljerna.

Man arbetar efter riktkurser och gör fundamentala analyser. Robur eftersträvar att kunna agera på kortsiktiga kursrörelser och vill därför ha kortsiktiga placeringar. Man har ingen uttalad inriktning vad gäller värde- eller tillväxtorienterad strategi, utan det kan variera beroende på börssynen.

Det finns även ett riskanalysteam, som utvärderar fondernas risk och avkastning. Deras analyser hjälper förvaltarna att säkerställa risknivåer. Teamet har också till uppgift att förklara fondernas risk och utveckling för spararna.⁸⁰

Dessutom har Robur en placeringskommitté, som bestämmer riktlinjer för fonderna, och en strategiavdelning, som ansvarar för allokeringsfrågor, investeringsprocessen och den makroekonomiska bevakningen.⁸¹

⁷⁹ www.robur.se hämtat 2005-11-20

⁸⁰ Ibid hämtat 2005-11-20

⁸¹ Ibid hämtat 2005-11-20

5.5 SEB Fonder⁸²

5.5.1 Bakgrund

SEB Fonder bildades 1972 och är idag Sveriges näst största fondbolag och samtidigt ett av de större i Nordeuropa. SEB Fonder har idag över 200 miljarder kronor under förvaltning och bland kunderna återfinns privatpersoner, företag, stiftelser och institutioner.

SEB Fonder har ett 100-tal egna fonder, men erbjuder även möjlighet att välja bland externt förvaltade fonder. I vissa regioner samarbetar de med externa investeringsrådgivare.

Allt förvaltnings- och analysarbete sker i små team. De sköter analys och bevakning av enskilda bolag och marknader och varje fondförvaltare ansvarar sedan för placeringarna i respektive portfölj. I den förvaltningsorganisation där SEB Fonder ingår arbetar över 100 förvaltare och analytiker i Sverige, Finland, Danmark, Tyskland och Östeuropa.

5.5.2 SEB:s Sverigefond I

SEB:s Sverigefond I är SEB:s största Sverigefond. Den startade 1994 och då var startkursen 10 kronor. Idag är den totala fondförmögenheten 13,434 miljarder kronor.

Fondens placeringsmandat gör att risken fördelas på en begränsad marknad vilket leder till att risken blir högre än för en fond med bredare placeringsmandat. Placeringshorisonten bör vara mer än fem år. Fondens tillgångar är placerade i Sverige eller valutasäkrade mot svenska kronor.

Fonden har 52 innehav i nio branscher. 25,8% av fondens totala innehav är investerat i Finans, 20,5% i Telekommunikation och 19,9% i Industribranschen. Ericsson är det största innehavet (9,7%) följt av Nordea (8,3%) och H&M (7,9%)

Den årliga förvaltningsavgiften är 1,3% och det finns ingen inträdesavgift. Fonden har en ansvarig förvaltare som har åtta medarbetare. Både Morningstar och W-rating har rankat fonden som en trea.

5.5.3 Förvaltning

SEB Fonders förvaltningsorganisation är uppdelad i små team. Varje team består av analytiker, portföljförvaltare och en ansvarig fondförvaltare. Analytikernas uppgift är att identifiera felprissatta bolag i sin respektive bransch och/eller region. Med hjälp av analyserna väljer sedan portföljförvaltarna ut de bolag som ser mest intressanta ut. Förvaltaren är fullt ut ansvarig för sin fond, dess innehåll och resultat. En förvaltare är dock inte bunden till en fond utan kan vara ansvarig förvaltare för flera fonder, men oftast inom samma eller liknande marknad. Efter vad vi kan fastställa finns det ingen gräns för hur många fonder en och samma förvaltare kan handha men det maximala antalet som vi har hittat var 10 fonder på en förvaltare.

⁸² www.seb.se hämtat 2005-11-09

Investeringsfilosofin bygger på en grundläggande idé om att aktiemarknaden i det kort- och medel- fristiga perspektivet ofta prissätter företags, branschens och hela sektorers värde felaktigt och genom att identifiera dessa felprissättningar kan de generera meravkastning till fondandelsägarna. Dessutom analyseras fondernas risk noggrant så att uppsatta risknivåer efterföljs. För att begränsa risken uppmuntras till ett långsiktigt sparande eftersom portföljen då inte blir beroende av tillfälliga kurssvängningar.

SEB Fonder använder sig av två olika investeringsprocesser. Dessa är:

Bottom up processen utgår från bolagsanalys snarare än makroekonomiska analyser och används för de fonder där bolagsvalet betyder mest för avkastningen. Metoden fokuserar på att identifiera bolag med hög kvalitet och attraktiv värdering. Investeringsprocessen för flertalet av SEB:s fonder sker utifrån denna metod.

Top down processen lägger tyngdpunkten på den övergripande makroekonomiska analysen snarare än bolagsspecifika faktorer. Makroanalysen bestämmer i första hand förhållandet mellan de olika tillgångarna i blandfonder, aktie- eller ränteplaceringar, men även vilka regioner och branscher som bör över- respektive underviktas. De grupper av fonder som berörs är global-, Nordamerika- och blandfonder.

5.6 Nordea

5.6.1 Bakgrundsfakta

Nordea är den största finansiella koncernen i Norden och Östersjöregionen⁸³. Koncernen har bildats genom ett antal sammanslagningar av olika nordiska banker. Merita Bank i Finland gick ihop med Nordbanken i Sverige och bildade MeritaNordbanken 1997. I mars år 2000 gick den danska finanskoncernen Unidanmark samman med MeritaNordbanken och ett halvår senare köpte koncernen upp den norska banken Christiania bank og kreditkasse. Nordea bedriver verksamhet inom tre områden; Retail Banking, Corporate and Institutional Banking samt Asset Management & Life, där Nordea Investment Management ingår. Nordea Investment Management har hand om förvaltningen av Nordeas fonder. Den svenska delen av Nordea Investment Management heter Nordea Fonder AB.

Koncernen har idag 9,6 miljoner privatkunder, 930000 företagskunder och 1000 storföretagskunder. Marknadsandelen på den svenska bankmarknaden är 20% och man förvaltar 142 miljarder euro, vilket gör Nordea till en ledande kapitalförvaltare på den nordiska finansmarknaden.

5.6.2 Nordea Sverigefond

Nordea Sverigefond är bankens största Sverigefond. Fonden startade 1978 och har en fondförmögenhet på 4,986 miljarder kronor⁸⁴. Fonden har ca 45 innehav, fördelade på åtta branscher. 26% av fonden är investerat i finansbranschen. De tre största innehaven är Ericsson (9,7%), H&M (7,0%) och Nordea Bank (6,9%).⁸⁵ Sverigefonden har en ansvarig förvaltare som även förvaltar fonderna Spektra och Sweden Fund, som också de har sin tyngdpunkt på den svenska marknaden.

Förvaltningskostnaden är 1,42%. Man har ingen insättningsavgift och uttag är gratis om pengarna sparats i fonden i mer än ett år. Uttagsavgiften inom ett år är 1% av uttagsbeloppet, dock lägst 20kr.

Nordea rekommenderar på sin hemsida en spartid på fem år, men att man bör sprida risken genom att samtidigt placera i utlandsfonder och räntefonder. Man skriver på hemsidan att målet med fonden är att uppnå en god värdetillväxt som överstiger fondens jämförelseindex.

5.6.3 Förvaltning

Vi har en begränsad kunskap om Nordeas förvaltningsstrategier eftersom de utlämnar mycket lite information om detta på sin hemsida och de har varit mycket svåra att få tag på, både per e-mail och per telefon. Den information som vi har samlat in kommer huvudsakligen från Nordeas Fondsupport, som är en telefon- och mailservice där man kan prata med de ansvariga för administrationen av fonder.

⁸³ <http://www.nordea.com/sitomod/default/widecarea.aspx?pid=54482> hämtat 2006-01-09

⁸⁴ Produktblad/månadsrapport december 2005

⁸⁵ Ibid

Nordea Investment Management, som hanterar förvaltningen av Nordeas fonder är organiserad som ett nätverk av team. Man anser att det, i dagens snabba informationsflöde på marknaden, är det bästa sättet att se till att information sprids inom organisationen. Nordea anger två faktorer som kännetecknar framgång hos organisationen och de individer som arbetar där: a) bidrag till bättre prestation, och b) bidrag till bättre kommunikation.⁸⁶ Nordea Investment Management sysselsätter ca 300 personer och har representationer i 10 olika städer runtom i Europa och New York. Det är alltid en person som är ansvarig för investeringsbeslut för en fond, men bakom besluten finns flera personer med olika specialinområden.

För Nordeas Sverigefond används en förvaltningsstil som man ser som tillväxtorienterad. Den går ut på att utifrån olika teman, t.ex. demografi eller teknologisk utveckling, identifiera långsiktiga trender i ekonomin. Efter det letar man efter bolag som man tror kommer följa med i den utvecklingen.⁸⁷

Nordeas förvaltare gör ofta besök hos de företag de investerar i för att få en bild av och en känsla för verksamheten.

⁸⁶ www.nordea.com hämtat 2006-01-03

⁸⁷ Nordea Fondsupport 2006-01-04

6 Resultat och analys

I detta kapitel presenteras de resultat som vi har kommit fram till genom att tillämpa teorierna på empirin. Vi redogör också för vad de undersökta fondbolagen har sagt om sina placeringsstrategier i de intervjuer som vi har gjort, samt den information som vi samlat ihop från hemsidor och artiklar.

Som marknadens avkastning har vi använt oss av SIX Portfolio Return Index som är uträknad kvartalsvis sedan 2001-09-30. Som riskfri ränta har vi använt oss av en fyraårig statsobligation.

6.1 Fondernas risk

De riskmått vi har använt oss av är beta, standardavvikelse och tracking error, det vill säga aktiv risk. När vi med hjälp av dessa modeller beräknade de olika fondbolagens risk fick vi följande resultat:

	Odin	D & G	AMF Pension	Robur	SEB	Nordea
Beta (β)	0,69	1,04	0,82	0,96	1,0	1,02
Standardavvikelse (σ)	9,96	14,02	10,32	12,11	11,75	11,69
Tracking error (aktiv risk)	5,17	5,57	3,18	1,38	2,01	2,66

Som man kan se av tabellen är Odin Fonder det bolag som har överlägset lägst risk när man jämför beta och standardavvikelse tätt följd av AMF Pension. Didner & Gerge har högst risk i alla kategorier.

Den aktiva risken är ett mått på hur mycket fonden avviker från sitt jämförelseindex och innebär därmed att ju lägre aktiv risk en fondportfölj har, desto närmare index ligger fördelningen av innehav. Bankerna har lägst aktiv risk vilket alltså innebär att de är minst aktivt förvaltade. Odin och Didner & Gerge är mest aktivt förvaltade.

Ett sätt att hålla risken på en låg nivå är ha många innehav, en taktik som tillämpas av de allra flesta fondförvaltarna. Detta är ett sätt att sprida risken eftersom portföljen inte påverkas så mycket av om ett företag går dåligt. AMF håller sig istället till ett begränsat innehav, dels för att det ger större chans att få en hög avkastning, men också eftersom det ger en bättre översikt då det finns färre företag att hålla koll på. Detta kan dock leda till en något högre risk.

När man tittar på värdena på beta och standardavvikelse kan man se att Didner & Gerge har svängt mer i förhållande till index än vad Odin och AMF Pension har och i förhållande till sin egen medelavkastning. Detta beror enligt Odin och AMF Pension själva på att de har en så kallad värdeorienterad förvaltning där Didner & Gerge har en tillväxtorienterad förvaltning, eftersom värdeorienterad förvaltning i allmänhet innebär att man tar en lägre risk.

6.1.1 Värdeorienterade förvaltningstrategier

Med värdeorienterad förvaltning menas att man gör en genomgående analys av värdet på det företag som analyseras, det vill säga man försöker hitta långsiktiga och stabila komparativa

fördelar hos de företag man besöker. Sedan gör man en bedömning om aktien är riktigt värderad och det är när man anser att den är för lågt värderad som fondbolaget bestämmer sig för att investera i företaget i fråga. Sedan avvaktar man att företagets potential upptäcks, när aktien sedan har nått målkursen så säljs den av. Detta är naturligtvis en lång process och därför råds alla fondsparare att ha en långsiktig sparhorisont. Värdebaserad förvaltning utövas ofta inom vissa branscher som anses vara mer stabila än andra. Exempel på värdebaserade branscher är industri och transport.

6.1.2 Tillväxtorienterade förvaltningsstrategier

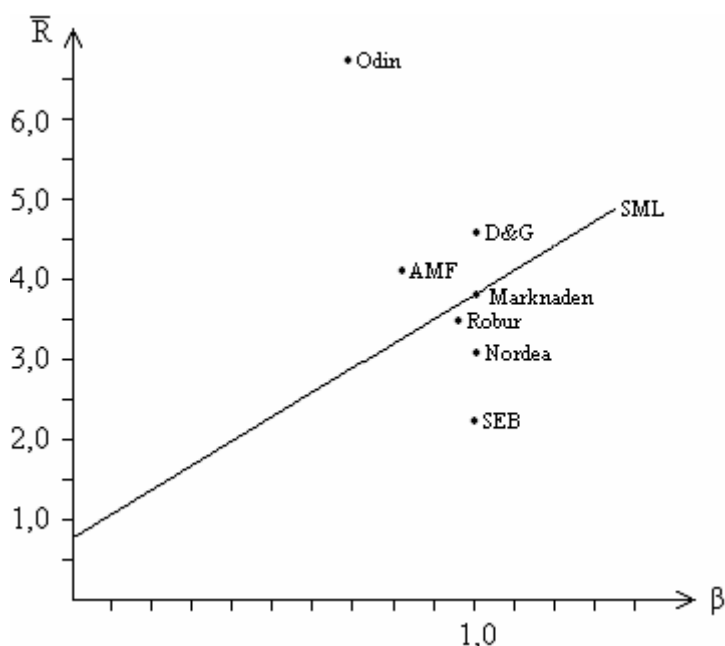
Tillväxtbaserad förvaltning innebär att fondbolaget istället fokuserar på företag som växer mycket snabbt. Detta innebär en högre risk eftersom dessa "raketföretag" ofta kan sjunka i värde lika snabbt. Detta kräver naturligtvis lika mycket kunskap och analys av branschen som värdebaserad placering. Exempel på tillväxtbaserade branscher är IT och Telekom.

6.2 Fondernas avkastning

Vi har räknat ut företagens genomsnittliga avkastning kvartalsvis på en fyraårsperiod. Resultatet är följande:

	SDXPRX	Odin	D & G	AMF Pension	Robur	SEB	Nordea
\bar{R} / kvartal	3,81	6,73	4,59	4,13	3,49	2,24	3,06

Marknadens beta är alltid 1,0 och marknadens genomsnittliga avkastning är 3,81. Genom att dra en linje mellan den riskfria räntan och marknadens avkastning får vi fram "Security market line" (SML). Därefter har vi placerat in de undersökta fondförvaltarnas respektive genomsnittliga avkastning i modellen. Med en riskfri ränta på 0,766 leder detta till följande resultat i CAPM-modellen:



Genom CAPM-modellen kan man utläsa vilka fonder som har gått bättre respektive sämre än vad som förväntas av dem. Om fondbolaget tangerar linjen så innebär detta att den genererar den avkastning som förväntas, i förhållande till risken. Förväntningarna baseras på

uträkningen av modellen. En portfölj som hamnar under SML når alltså inte upp till det förväntade värdet. Enligt samma princip har portföljer som hamnar över SML ”överavkastat”, vilket innebär att deras avkastning är högre än vad som förväntas av dem.

Alla bankfonder hamnar under linjen. Ett bättre alternativ hade förmodligen varit att lägga pengarna in en indexfond, som har lägre avgifter och därmed större chans att tangera linjen.

De mindre fondbolagen ligger alla ovanför linjen. Detta tyder på att det kan vara klokare att investera i dessa fonder än i bankfonder. Odin bevisar att det går att ha en låg risk och samtidigt en hög avkastning. Didner & Gerge och AMF Pension är ungefär jämställda i sin avkastning i förhållande till risken.

Övriga utvärderingsmått ser ut som följer:

	Odin	D & G	AMF Pension	Robur	SEB	Nordea
Alfa (α)	3,86	0,66	0,87	-0,2	-1,57	-0,81
Treynorkvot	8,64	3,68	4,1	2,84	1,47	2,25
Sharpekvot	0,6	0,27	0,33	0,22	0,13	0,2

Alfamåttet visar hur mycket meravkastning den aktiva förvaltningen har genererat. Enligt våra beräkningar har de stora förvaltarna snarare förlorat än vunnit på sin förvaltning. Odin är den förvaltare som lyckats få högst avkastning i förhållande till det förväntade värdet, men även de andra små fondförvaltarna har positiva värden.

Treynorkvoten visar hur mycket avkastning fonden har justerat för marknadsrisken (β). Återigen är det Odin Sverige som gått överlägset bäst. Det är den fond som har högst genomsnittlig avkastning och lägst marknadsrisk. Den har alltså hög avkastning, men kursen svänger inte lika mycket som index. Även här är det storbankerna som det har gått tveklöst sämst för.

Sharpekvoten är ett mått på avkastning per total risk, standardavvikelsen, som en fond har genererat. Ju högre kvot desto högre avkastning per riskpremie. De tre mindre fondbolagen har de högsta kvoterna med Odin i spetsen. Även inom detta mått uppvisar SEB och Nordea och Robur sämst resultat även om Robur inte ligger så långt ifrån Didner & Gerge.

6.2.1 Sammanfattningsvis om avkastningsberäkning

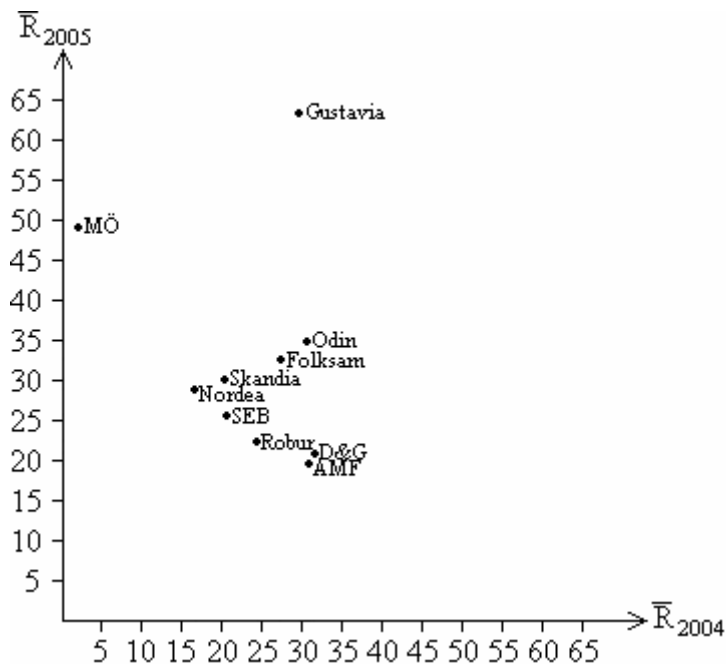
Alla uträkningar visar att Odin har den högsta avkastningen och slår de övriga förvaltarna samt index med råge. AMF Pension har den näst bästa avkastningen i alla kategorier och även Didner & Gerge kan uppvisa positiva värden inom alla avkastningsmått. Med genomgående sämst värden är SEB och Nordea de förvaltare som har gått sämst av alla.

En sparare vill ha kompensation för den risk han tar. Treynorkvoten och Sharpekvoten visar hur mycket kompensation man får per marknadsrisk, respektive total risk. Enligt våra uträkningar har SEB, Nordea och Robur gett sämst avkastning i förhållande till risken. Den risk de tagit är inte motiverad. Av bankerna är det Robur som har gått bäst i alla kategorier, men frågan är om deras fond genererar tillräckligt bra avkastning för att det ska vara värt att investera i den.

6.3 Korrelationen

Vi har beräknat korrelationen mellan fondernas resultat år 2004 och 2005 för att avgöra huruvida man kan bedöma om en fond som gått bra ett år också kommer att gå bra nästa år, det vill säga korrelationen (sambandet) mellan fondernas resultat. Vi har beräknat avkastningen på ytterligare fyra svenska aktiefonder som inte ingår i vår studie (Gustavia, Mikael Östlund, Folksam och Skandia) för att resultatet ska bli tydligare. När vi räknade ut korrelationen fick vi följande resultat:

Formeln för korrelationskoefficienten gav oss en korrelationskvot på 0,05 och kan även visas i diagrammet som följer:



Som man kan utläsa ur figuren så finns det inga som helst samband mellan resultatet av ett år och ett annat. Att korrelationskoefficienten är mycket nära noll tyder på att det föreligger en så kallad *nollkorrelation*, vilket innebär att sambandet är nära noll, det vill säga icke-existerande. Slutsatsen av detta är att det är mycket svårt att bedöma hur det kommer att gå för en fond under kommande period. Det enda man egentligen har att gå på är det historiska resultatet.

7 Slutsats och förslag till vidare forskning

Här presenterar vi våra slutsatser av resultatet vilket också är svaret på vårt syfte. Vi har också angivit hur man skulle kunna forska vidare inom ämnet.

7.1 Slutsats

Resultatet av våra uträkningar bekräftar att samtliga tre banker som valts ut har presenterat ett resultat som ligger under jämförelseindex över en fyraårsperiod, medan samtliga mindre fondbolag har presterat bättre än index. (Se bilaga 1)

En genomgripande skillnad mellan de två kategorierna är att stora fondförvaltare, eller banker som i detta fall, i regel har fler anställda och därmed en annorlunda företagsstruktur och organisation än små bolag. Bankerna har exempelvis en förvaltare som förvaltar flera fonder och ibland även flera förvaltare på samma fond. De mindre förvaltarna har färre anställda samt endast en förvaltare per fond och denne förvaltare tar hjälp av analytiker och andra kontakter men är ensam beslutsfattare när det gäller vilka aktier som ska ingå i portföljen. Denna typ av organisation leder till ett mer dynamiskt informationsutbyte. Didner & Gerge utgör ett undantag i och med att de har en annorlunda uppdelning med två aktiva förvaltare som handhar en enda fond. Detta bör dock leda till ännu större överblick och förståelse för fondens innehav och potentiella utveckling och går därmed inte att jämföra med bankernas organisation.

Det skulle också kunna vara så att bankernas förvaltande avdelning använder sig så mycket av den kunskap som finns genom de resurser som bankerna har att de inte engagerar sig lika mycket i att besöka företagsledningarna och vara aktiva ägare. Detta är dock inte bekräftat.

Huruvida värde- eller tillväxtorienterade strategier fungerar bäst är inte klarlagt i denna undersökning. Odin och AMF Pension är utpräglat värdeorienterade fondbolag och Didner & Gerge är tillväxtorienterade och de är de bolag som har gått bäst. Vi tror oss dock kunna fastställa att risken begränsas om bolaget är värdeorienterat. Tillväxtföretag är oftast inom telekom- eller IT-branschen vilka också är relativt nyckfulla branscher, något som man kan märka på till exempel marknaden för mobiltelefoner; Ericssons ned- och uppgång, Nokias fall och 3G som kniper allt större marknadsandelar. Att investera i denna typ av branscher kan ge mycket pengar på en kort period, men man tar alltså också större risk eftersom börsens svängningar beror mycket på omvärldens förväntningar. Vi kan alltså konstatera att Odin och AMF Pension håller risken nere på grund av sitt val av branscher och genom att vara värdeorienterad medan Didner & Gerge redovisar en högre risk.

Ett annat sätt att hålla risken nere, som Odin, Didner & Gerge och samtliga banker använder sig av är att ha många innehav. På så sätt påverkas inte portföljen speciellt mycket av att det går dåligt för ett företag. AMF däremot håller sig till ett begränsat antal innehav för att generera högre avkastning.

Man kommer dock inte ifrån att de alltid innebär en risk att investera i fonder, hur liten den än må vara. Korrelationsanalysen som vi sammanställt visar tydligt att det finns inget samband mellan hur en fond har gått och hur den kommer att gå i framtiden. Det enda man egentligen kan gå efter är det historiska resultatet som kan ge en aning om vad fonden har för potential, men man bör hålla i åtanke att inte bara förvaltningen styr utvecklingen utan även flera externa faktorer.

Den mest avgörande skillnaden mellan bankerna och de små bolagen som vi har uppmärksammat är dock hur pass nära portföljens innehav ligger index. När ett innehav är väldigt likt index utvecklas det i regel ungefär som index. Eftersom fondförvaltarna också tar ut en avgift för sitt arbete innebär det att de måste slå index med lika mycket som avgiften är på för att hamna på noll. Ett innehav som avviker från index har därför större potential att ta en annan vändning, och har man dessutom investerat i rätt aktier så kan avkastningen för fonden bli betydligt högre än index. Bankerna är ofta så kallade indexsmygare. Detta antagande bekräftas av bankernas låga aktiva risk som vi har kunnat redovisa i resultatet. Denna visar som bekant hur mycket fonden avviker från index. En av anledningarna till att det är så skulle kunna vara att bankerna utsätts för mycket mer press från media att investera i det som allmänheten läser om i tidningarna. Det är svårt att avvika från normen och ta högre risker när man ständigt är övervakad. Detta är betydligt lättare för de små företagen. Inte bara för att de har större frihet att göra som de vill ur ett mediaperspektiv, utan även för att de i lugn och ro kan undersöka de potentiellt felvärderade företag som inte omskrivs i media, och därmed har de ett försprång till de bästa aktierna.

7.2 Förslag till vidare forskning

Eftersom vi i denna undersökning begränsar oss till att undersöka de små fondbolag som har varit mycket framgångsrika i sin förvaltning och därmed utelämnat de som varit mindre framgångsrika kan det vara intressant att undersöka fler små fondbolag för att täcka in en större del av branschen. Ett alternativ skulle kunna vara att jämföra de mindre framgångsrika fondbolagens strategier med framgångsrika fondbolag samt storbanker för att undersöka om små fondförvaltares brist på framgång beror på att de har samma organisationsstruktur som storbankerna eller om det på annat sätt finns ett samband mellan mindre framgångsrika små fondbolags strategier och storbankernas strategier. Man kan även undersöka hur mindre framgångsrika renodlade fondförvaltares strategier skiljer sig från de framgångsrikas strategier. Det finns, enligt vissa, en tumregel som säger att små fonder oftast ger bättre avkastning än större fonder.⁸⁸ Är det så och vad beror det i så fall på?

Man kan även göra en liknande studie för andra sorters fonder, eller fonder som placerar på andra marknader eftersom Sverigefonderna som bekant placerar på en relativt liten marknad. Det kan vara intressant att undersöka om storbankerna större framgång än små fondförvaltare på andra marknader och vad det kan finnas för orsaker till det.

⁸⁸ Carlsson, Bengt ”Viktigt att titta på fondernas historia” *DI* 2006-01-04, s 16f

Källförteckning

Litteratur

Andersson, Sten, *Positivism kontra hermeneutik*, 1979, Göteborg: Korpen

Denscombe, Martyn, *Forskningshandboken*, 2000, Lund, Studentlitteratur

Haskel, Anders, *Fondhandboken. Så blir du en framgångsrik fondsparare*, 2000, Aktiespararnas förlag

Nilsson, Pia, *Fondboken*, 2004, Sellin & Partner Bok och idé

Ross, Stephen A.; Westerfield, Randolph W.; Jaffe, Jeffery F. *Corporate Finance*, 2002, McGraw-Hill Higher Education, 6:e upplagan

Patel, Runa, Davidson, Bo, *Forskningsmetodikens grunder*, 1994, Lund : Studentlitteratur, andra upplagan

Stukåt, Staffan, *Statistikens grunder*, 2006 Lund : Studentlitteratur

Tidningar/Tidskrifter

Aktiespararen, 2005 nr 9

Dagens Industri 2005-11-01 samt 2006-01-04

Affärsvärlden 2004 nr 36

Elektroniska källor

<http://www.amfpension.se>

<http://www.andreassteiner.net/performanceanalysis>

<http://www.dgfonder.se>

<http://www.dn.se>

<http://www.fondbolagen.se>

<http://www.morningstar.se>

<http://www.nordea.com>

<http://www.nordea.se>

<http://www.odinfonder.se>

<http://www.odinfond.no>

<http://www.privataaffarer.se>

<http://www.robur.se>

<http://www.russell.com>

<http://www.scb.se>

http://www.sjoittajapalvelin.net/pdf/Sijoitusneuvojan_erikoistutkinnon_tentti_14052004_sve.pdf

Muntliga källor

Peter Dubois, Odin Fonder AB

Johan Malm, AMF Pension

Nordea Fondsupport

Övriga källor

Bertilsson, Åke, *Finansguiden*, 2003

Produktblad för fonder

Månadsrapport december 2005 Nordea

Bilaga 1

Följande diagram har hämtats från DN Ekonomis webbsida (www.dn.se/ekonomi). Index (SIXPRX) representeras av den gröna grafen och fondbolagen av den blå.

AMF



Robur



Didner&Gerge



Nordea



Odin



SEB



Bilaga 2
Kursnoteringar⁸⁹

Datum	AMF	D&G	Odin
010930	134,44	483,21	457,12
011231	165,20	654,57	539,17
020331	167,58	620,43	602,14
020630	144,15	495,89	583,56
020930	119,09	400,70	468,15
021231	132,22	457,80	508,68
030331	122,69	421,25	479,19
030630	142,81	496,43	557,28
030930	152,40	540,65	631,26
031231	168,45	594,38	735,21
040331	179,21	685,04	792,20
040630	181,10	667,47	816,01
040930	182,11	654,55	823,82
041231	196,43	708,86	907,19
050331	205,78	742,99	979,53
050630	217,03	816,66	985,47
050930	237,76	862,87	1 111,63

Datum	Robur	SEB	Nordea
010930	130,51	7,50	457,01
021231	155,90	8,92	568,88
020331	153,48	8,63	544,46
020630	124,58	6,74	422,84
020930	94,14	4,90	323,13
021231	105,68	5,30	365,06
030331	98,01	4,96	338,45
030630	113,08	5,86	403,71
030930	120,73	6,25	435,10
031231	136,23	6,87	473,90
040331	136,23	7,37	505,98
040630	148,10	7,61	517,34
040930	150,44	7,54	508,51
041231	149,86	7,86	528,08
050331	160,96	8,17	555,90
050630	171,07	8,79	598,72
050930	184,70	9,45	652,21

⁸⁹ www.dn.se hämtat
2005-10-15

Datum	SIXPRX	Folksam	Skandia
010930	410,78		
021231	487,47		
020331	485,18		
020630	395,30		
020930	290,28		
021231	323,48		
030331	299,98		
030630	358,61		
030930	384,89	215,91	384,52
031231	434,01		
040331	469,88		
040630	486,25		
040930	490,74	270,66	462,17
041231	526,32		
050331	558,49		
050630	605,44		
050930	663,54	358,55	601,41

Datum	Gustavia	Mikael Östlund
010930		
021231		
020331		
020630		
020930		
021231		
030331		
030630		
030930	99,84	49,62
031231		
040331		
040630		
040930	129,39	50,12
041231		
050331		
050630		
050930	211,26	74,53