

Kandidatuppsats
Nationalekonomi 10 P
Vt 2006
Handledare: Stig Blomskog



Lyckas hedgefonder infria uppställda förvaltningsmål?

**– En analytisk studie av svenska hedgefonders historiska prestationer i
termer av risk, avkastning och korrelation**

Författare:

Jenny Helin
jenny01.helin@student.sh.se
+46 (0) 739155353

Malia Tasmim
malia.tasmim@gmail.com
+46 (0) 739645222

Sammanfattning - Kandidatuppsats i Nationalekonomi VT 2006

Titel: Lyckas hedgefonder infria uppställda förvaltningsmål?

Författare: Jenny Helin & Malia Tasmim

Handledare: Stig Blomskog

Datum: 2006-06-09

- Bakgrund:** Hedgefonder har under det senaste decenniet blivit ett allt mer uppmärksammat inslag på den svenska fondmarknaden och tillväxten har varit stark både till storleken förvaltad kapital och antalet hedgefonder. Själva grundidén för hedgefonder är att de oberoende av marknadsutvecklingen alltid skall generera positiv avkastning. Låg risk samt låg korrelation med aktie- och räntemarknaderna är ytterligare argument vilka bör göra hedgefonderna till intressanta inslag i investerarens totala portföljer.
- Problemområde:** Hedgefonder kommer säkerligen att utgöra betydande delar av svenska investerarens kapitalplaceringar i framtiden vilket gör dem till intressanta studieobjekt. Intressant ur en investerarens perspektiv är att undersöka huruvida hedgefonderna infriar uppställda förvaltningsmål.
- Syfte:** Genom kvantitativ beräkning ämnar vi analysera de svenska hedgefondernas historiska prestationer i form av absolut avkastning, riskjusterad avkastning, volatilitet samt korrelation, i syfte att se om detta motsvarar de förväntningar en investerare bör ha för sitt hedgefondsparande.
- Metod:** Undersökningen baseras på sekundärdata i form av undersökta fonders kurshistorik, samt index- och räntehistorik. Studien är teoretisk i den mening att vi använt oss av vedertagen ekonomisk teori som vi tillämpat, empirisk då vi själva genomfört beräkningar för att sedan kunna analysera resultaten och dra egna slutsatser av dessa.
- Resultat:** Flertalet fonder har svårt att uppfylla målet om ”absolut avkastning”. Hedgefonder som grupp är inte ett placeringsalternativ med låg risk. Hedgefonder uppfyller målet om låg korrelation till marknaden och har således en förhållandevis låg exponering mot marknadsrisken.
- Slutsatser:** Teoretiskt finns goda möjligheter för hedgefonder att prestera absolut avkastning, i praktiken beror emellertid utfallet främst på förvaltarens strategi samt kompetens att förvalta fonden. Hedgefonders förmåga att uppvisa låg korrelation till marknaden kan göra dem till önskvärda allokeringar i diversifieringssyfte dock kan hedgefonder som grupp ej anses utgöra placeringsalternativ förknippade med låg risk.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

<u>1. INLEDNING</u>	5
1.1 BAKGRUND	5
1.2 PROBLEMDISKUSSION	5
1.3 SYFTE	6
1.4 AVGRÄNSNING	6
1.5 UPPSATSDISPOSITION	7
1.6 CENTRALA BEGREPP & DEFINITIONER	8
<u>2. METOD</u>	9
2.1 METODANSATS	9
2.2 DATAINSAMLINGSMETOD	9
2.3 URVAL	9
2.4 OPERATIONALISERING	10
2.4.1 AVKASTNING	10
2.4.2 RISK	11
2.4.3 MARKNADSPORTFÖLJEN	11
2.4.4 RISKFRI MÅNADSRÄNTA	11
2.4.5 KORRELATION	11
2.5 RELIABILITET OCH VALIDITET	12
<u>3. TEORI</u>	13
3.1 PORTFÖLJTEORI	13
3.1.2 MARKNADSPORTFÖLJEN	13
3.2 AVKASTNING	14
3.3 RISK	14
3.3.1 STANDARDAVVIKELSE	15
3.3.2 KOVARIANS	16
3.3.3 KORRELATION	16
3.4 UTVÄRDERINGSMÅTT	17
3.4.1 SHARPEKVOT	18
3.5 CAPM – CAPITAL ASSET PRICING MODEL	19
<u>4. TIDIGARE STUDIER</u>	21
<u>5. EMPIRI</u>	22
5.1 HISTORIK	22
5.2 DEFINITION AV HEDGEFONDER	22
5.3 STRATEGIER	23
5.4 HEDGEFONDER RESPEKTIVE TRADITIONELLA FONDER	24

6. ANALYS	25
6.1 AVKASTNING.....	26
6.2 SHARPEKVOT	27
6.3 RISK.....	29
6.4 KORRELATION	30
7. RESULTAT	31
8. SLUTSATSER	32
9. KÄLLFÖRTECKNING	34
9.1. LITTERATUR	34
9.2 ARTIKLAR	34
9.3 ELEKTRONISKA KÄLLOR	35
9.4 DATABASER.....	35
10. BILAGOR	36
10.1 BILAGA 1, ÖVRIG DATA	36
10.2 BILAGA 2, FONDFAKTA	37

1. INLEDNING

Inledningen syftar till att ge läsaren en introduktion till uppsatsens problemområde. I avsnittet preciseras även uppsatsens frågeställningar, syfte samt avgränsningar. Därpå framställs uppsatsens disposition och avslutningsvis ämnas det redogöras för centrala begrepp.

1.1 Bakgrund

Hedgefonder har under det senast decenniet blivit ett allt mer uppmärksammat inslag på den svenska fondmarknaden och tillväxten har varit stark både till storleken förvaltad kapital och antalet hedgefonder. Det starka intresset för denna typ av fonder beror huvudsakligen på hedgefonders förmåga att redovisa positiva avkastningar även vid börsnedgångar, något som präglat början av 2000-talet. Själva grundidén för denna typ av fonder är således att de konstant skall generera en positiv avkastning. Låg korrelation med aktie- och räntemarknaderna är ytterligare argument för hedgefonderna som ett intressant inslag i investerarens totala portfölj.

Hedgefonderna riktades inledningsvis mot kapitalstarka placerare men till följd av nystartade hedgefonder med lägre insatskrav, har detta kommit att utgöra ett placeringsalternativ även för småsparare. Uppmärksamheten kring hedgefonder är delvis en följd av att deras jämförelsevis fria spelrum. De är relativt oreglerade jämfört med andra fonder då de tillåts blanka och belåna tillgångar samt nyttja olika derivatinstrument. Till följd av detta, sammantaget med ökningen av antalet hedgefonder, har röster höjts för hårdare reglering. Flera länders centralbanker påpekar att hedgefonders frihet kan få betydande konsekvenser inom dagens finansiella system.¹

1.2 Problemdiskussion

Att räntefonder karakteriseras av låg risk, vilket gör dem till trygga placeringsalternativ i tider med kraftiga svängningar på världens börser, är allmänt känt. Denna position, som ett ”tryggt val i dåliga tider” är något som även hedgefonder ger intryck att sträva efter. De marknadsför sig i allmänhet som ett alternativ med låg risk och absolut avkastning, vilket innebär att de skall generera positiv avkastning oavsett börsutveckling.² Dock råder delade meningar angående faktisk risknivå och avkastning för hedgefonderna. Ett flertal amerikanska

¹ Fondbolagens Förening, 2004

² Andersson, 2001

forskningsrapporter ³ har visat att hedgefonder främst karaktäriseras av låg risk och hög Sharpekvot. Finansinspektionen menar dock att hedgefonder kännetecknas av högre risk än traditionella fonder⁴ detta är en åsikt som till viss del även återspeglats av media. Även om hedgefonder marknadsför sig som lågriskalternativ, förknippas de således ofta med hög risk eftersom de sysslar med spekulativa strategier som blankning och belåning.⁵ En av riskerna med blankning är felaktiga prognoser, det vill säga om aktien i själva verket är undervärderad. Detta skulle då innebära att aktierna köps tillbaka och lånet återbetalas till ett högre pris. Ytterligare en risk är att övriga aktörer på marknaden får vetskap om vilken aktie hedgefonden blankar. Situationen skulle kunna resultera i att marknads aktörer driver upp kursen då de vet att hedgefonden måste köpa tillbaka aktien inom en snar framtid. Den andra spekulativa strategin, belåning, bygger även den på spekulation om framtida utsikter och risken finns alltid att prognoser slår fel. ⁶

Hedgefonderna har kommit för att stanna och kommer med säkerhet utgöra en betydande del av svenska investerares kapitalplaceringar i framtiden. Detta anser vi, gör dem till intressanta studieobjekt för akademiska undersökningar samt forskning. Intressant ur en investerares perspektiv är att studera huruvida hedgefonderna infriar sina uppställda förvaltningsmål, det vill säga absolut avkastning, låg risk samt låg korrelation med aktie- och räntemarknader. Motivet som ligger till grund för uppsatsens ämnesval är dels vårt intresse för finansiell ekonomi, dels den senaste tidens uppmärksamhet kring hedgefonder i press och media. Intresset kom därtill att fördjupas under arbetets gång, då vi genom olika tidskrifter och artiklar lärde oss mer om hedgefonder och fick insikt i debatten kring dem.

1.3 Syfte

Syftet med denna studie är att utifrån fondernas historiska prestationer, kvantitativt beräkna och analysera huruvida svenska hedgefonder lyckas infria uppställda förvaltningsmål.

1.4 Avgränsning

Undersökningen har begränsats till att endast omfatta hedgefonder på den svenska marknaden. Dessa fonder skall vara registrerade i Sverige samt stå under Finansinspektionens tillsyn.

³ Se exempelvis Fung & Hsieh 1997 samt Brown, Goetzmann, Ibbotson 1999

⁴ www.fi.se

⁵ Fung, 1997

⁶ ibid

Vidare har undersökningsperioden avgränsats till fem år bakåt i tiden. Den aktuella undersökningsperioden blir således från den 1 januari 2001 till och med den 31 december 2005. Motivet till detta är att en längre undersökningsperiod avsevärt skulle minska urvalet av fonder och därmed försämra studiens reliabilitet och validitet. Till följd av hedgefondernas relativt restriktiva redovisning av avkastning har beräkningarna baserats på månatliga observationer av avkastningen.

1.5 Uppsatsdisposition

1. Inledning

Syftar till att introducera läsaren till uppsatsområdet samt uppsatsens problem. Här presenteras även syfte, avgränsningar samt en begreppsdefinition.

2. Metod

Redovisar kortfattat uppsatsens metodik samt författarnas egna val av den empiriska datainsamlingens metod och praktik.

3. Teori

Redogör för uppsatsens valda teorier, där den teoretiska utgångspunkten förklarar fenomenet som studerats.

4. Tidigare Studier

Redogör för tidigare forskning och studier rörande hedgefonder samt utvärdering av fonder.

5. Empiri

Ger en allmän redogörelse för hedgefonder i syfte att öka förståelsen för vad hedgefonder är.

6. Analys

Kopplar samman samt tolkar genomförda beräkningar utifrån det tidigare presenterade teorimaterialet.

7. Resultat

Erhålles utifrån beräkningarna samt analysen av dessa och redovisas med utgångspunkt i uppsatsens syfte.

8. Slutsatser

Besvarar uppsatsens problemställning utifrån de resultat som framkommit ur analysen. Här presenteras dessutom en diskussion kring slutsatserna.

1.6 Centrala begrepp & definitioner

Engelska facktermer inom finansiell ekonomi saknar ofta allmänt vedertagna svenska motsvarigheter. Konsekvensen av detta för vår rapport blir att flertalet termer återges på engelska. I de fall då vi, efter studier av svensk litteratur inom området, funnit acceptabla svenska benämningar har dessa använts. Här nedan återges definitioner av de mest frekvent förekommande begreppen i uppsatsen.

<i>Absolut avkastning</i>	Konstant positiv avkastning oberoende av marknadens utveckling, detta står i kontrast till traditionella fonder som har ett relativt avkastningsmål, det vill säga strävar efter att överträffa ett specifikt index.
<i>Belåning</i>	Innebär att fonden pantsätter sina aktier och tar en lång position i syfte att öka fondens exponering mot undervärderade aktier och således sälja aktierna då kursen stigit.
<i>Blankning</i>	En spekulationsstrategi i övervärderade aktier. Aktören tar en kort position, det vill säga lånar aktier och säljer dem omedelbart vidare. Aktierna köps senare tillbaka till ett lägre pris, då kursen fallit, och lånet ”återbetalas”.
<i>Derivat</i>	Finansiellt instrument vars värdeutveckling kan härledas till en viss underliggande tillgång och som innebär rättigheten eller skyldigheten att köpa eller sälja tillgången.
<i>Hedge</i>	En hedge reducerar risk och skyddar således mot marknadens rörelser. Direkt översatt till svenska betyder hedge ”häck” eller ”skydd”, detta är precis vad ett hedgefondsparande ⁷ skall ge.
<i>Korrelation</i>	Mått som beskriver graden av samband mellan, i detta fall, en hedgefonds avkastning och olika finansiella instruments utveckling, där en låg korrelation är att föredra framför en hög.
<i>Risk</i>	Mäts traditionellt med måttet standardavvikelse. Standardavvikelse används vanligtvis för att spegla investeringens risknivå. En fonds risknivå klassas ofta utifrån hur mycket fondens andelsvärde har varierat (eller kan antas variera) över tiden. ⁸
<i>Sharpekvot</i>	Riskjusterad avkastning beräknad utifrån standardavvikelsen. Måttet anger fondens avkastning utöver den riskfria räntan under en period, i relation till fondens totala risk, standardavvikelsen, för samma period

⁷ Se empiriavsnitt för definition av hedgefond.

⁸ Se även teoridelen för definitioner av alternativa riskmått.

2. METOD

I detta avsnitt förklaras och motiveras studiens metodmässiga vägval samt hur det övergripande arbetet med uppsatsen genomförts för att uppnå dess syfte. Således redogörs nedan för vald undersökningsmetod samt urvals- och datainsamlingsmetoder, avsnittet avslutas med en sammanfattande diskussion kring uppsatsens reliabilitet samt validitet

2.1 Metodansats

Metoden vi nyttjat för denna kvantitativa undersökning, är teoretisk i den mening att vi använt oss av vedertagen ekonomisk teori som vi tillämpat, empirisk då vi själva genomfört beräkningar och estimerat ett urval fonder för att därpå kunna analysera resultaten samt dra egna slutsatser av dessa. Forskningsstrategin som ansågs mest lämplig för detta ändamål var en surveyundersökning baserad på sekundärdata i form av undersökta fonders kurshistorik, samt index- och räntehistorik.

2.2 Datainsamlingsmetod

För att skapa en relevant och väl underbyggd teoretisk referensram har i första hand databaserna Libris och Econlit. Marknadsavkastningen, representerad av Affärsvärldens Generalindex samt hedgefondernas avkastningsinformation har huvudsakligen inhämtats från databasen SIX Trust. För ett fåtal av fonderna saknades avkastningsinformation, data inhämtades då istället från respektive fonds hemsida. I likhet med den avkastningsinformationen som presenteras i SIX är även dessa avkastningar justerade för avgifter.

2.3 Urval

Studiens urval utgörs av samtliga svenska hedgefonder vars månatliga avkastningsdata fanns tillgänglig för den valda undersökningsperioden, januari 2001 till och med december 2005. Kriterierna som uppställdes för att fonderna skulle ingå i gruppen ”svenska hedgefonder” var först och främst att de skulle klassificeras som hedgefonder av marknaden samt stå under finansinspektionens tillsyn och således handlas på den svenska marknaden. Baserat på ovanstående kriterier identifierades följande fonder till att ingå i undersökningen.

Fondurval		
Fondens namn	Startår	Fondbolag
Banco Hedge	1997-12-29	Banco Fonder
Cicero Hedge	2000-10-30	Cicero Fonder
Eikos	2000-01-01	H. Lundén Kapitalförvaltning
Futuris	1999-10-30	Futuris Asset Management
Lancelot Merlin	2000-10-01	Lancelot Asset Management
Lynx	2000-05-01	Lynx Asset Management
Nektar	1998-01-01	Nektar Asset Management
Tanglin	2000-07-31	Tanglin Investment Management
Zenit	1996-07-01	Zenit Asset Management

Tabell 1. Fonder som ingår i undersökningen, deras startår samt förvaltare

2.4 Operationalisering

För att analysera hedgefondernas prestationer har vi utgått från vedertagna teorier för utvärdering av fonder. Specifikt har följande mått studerats; absolut avkastning, riskjusterad avkastning⁹, volatilitet samt korrelation. För att kunna analysera den aktuella perioden mer detaljerat gjordes en uppdelning i mindre delperioder. Ett år utgör en period vilket totalt ger fem ettårsperioder. Den totala perioden är dock av störst intresse då det är goda och bestående prestationer, alternativt avsaknad av detta, som vi är intresserade av. Avsikten med delperioderna är att kontrollera huruvida fonderna infriat målet ”absolut avkastning”, vidare ger delperioderna en inblick i förekomsten av extrema variationer i fondernas avkastningar under enstaka perioder vilket kan ha betydande effekter för den totala prestationen.

2.4.1 Avkastning

Fondernas absoluta avkastning undersöktes genom beräkning av genomsnittliga månadsavkastningar per år. Således lade vi brytpunkten vid varje årsskifte med start 2001/2002 fram till 2005/2006. En fond som lyckats leverera positiv avkastning totalt sett under åren 2001 till 2005 men samtidigt genererat negativ avkastning under någon delperiod, har i vår mening ej lyckats generera en absolut avkastning. Avkastningarna har uteslutande beräknats med geometriska medelvärden. I beräkningarna är förvaltningsavgifterna avräknade, dock väljer vi

⁹ I denna studie mätt som Sharpekvot

att bortse ifrån köp- och säljavgifter eftersom dessa kostnader endast uppstår i början respektive slutet av investeringen.

2.4.2 Risk

Ett sätt att få en uppfattning om en hedgefonds risk är att titta på hur volatil placeringen varit genom att beräkna dess standardavvikelse. Beräkningarna av standardavvikelse bygger på hedgefondernas månatliga avkastningar efter avdrag för förvaltningsavgifter. Standardavvikelsen beskriver fondernas historiska kursförändringar, den anger avvikelsen från ett genomsnittligt värde i en mätserie, här fondens månatliga förändringar i NAV-kurserna¹⁰ över de senaste 60 månaderna. Hög standardavvikelse innebär stora fluktuationer i NAV-värdet och vice versa. Syftet med att beräkna och redovisa standardavvikelsen är att illustrera fondens risknivå över tiden och hur denna faktiska risknivå förhåller sig till eventuell eftersträvad nivå.

2.4.3 Marknadsportföljen

Enligt de teoretiska utgångspunkterna skall marknadsportföljen bestå av samtliga tillgångar värderade till sitt fulla marknadsvärde. Avkastningen på marknadsportföljen skall därför vara ett vägt genomsnitt av samtliga tillgångars avkastning. I statistiska analyser av aktiemarknaden brukar emellertid den ”korrekta” marknadsportföljen approximeras med ett totalindex eller ett så kallat avkastningsindex.¹¹ I våra beräkningar har AFGX¹² fått representera marknadsportföljen.

2.4.4 Riskfri månadsränta

Riskfri månadsränta har estimerats med 90 dagars Statsskuldväxel (SSVX 90). Från Sveriges Riksbank erhöll vi genomsnittliga 90-dagars ränta per månad uttryckt på årsbasis, denna justerades till månadsbasis vilket var nödvändigt eftersom beräkningarna utgår från månadsavkastningar.

2.4.5 Korrelation

Generellt gäller att korrelationen till aktie- och räntemarknaderna skall vara lägre för hedgefonder jämfört med traditionella fonder. Korrelationen skulle till och med kunna vara

¹⁰ Net Asset Value

¹¹ De Ridder, 2000

¹² Affärsvärldens Generalindex

negativ. Detta testas genom att beräkningar av korrelationskoefficienter utifrån respektive hedgefonds månadsavkastningar samt månadsavkastningarna för AFGX.

2.5 Reliabilitet och Validitet

Begreppet reliabilitet blir som regel aktuellt när det handlar om kvantitativa undersökningar så som vår undersökning är. Då våra numeriska data i sin helhet erhöles ur färdiga tabeller kan risken för felaktiga data anses mycket låg, dock kan bearbetningsfel som exempelvis inmatningsfel och beräkningsfel förekommit. Något som kan ha minskat reliabiliteten i studien är bristen på tätare avkastningsobservationer. Det hade varit önskvärt med frekventare iakttagelser, exempelvis veckovisa observationer men då hedgefonder är relativt restriktiva med offentliggörande av avkastningsinformation var detta ej möjligt. Antalet observerade enheter begränsades även av det fåtal hedgefonder med kurshistorik längre tillbaka än 2001. Om de studerade hedgefonderna markant skulle skilja sig från populationen i något avseende kan detta påverka resultaten i en viss riktning vilket inte vore representativt. Då ingen närmare analys av hedgefonderna genomförts, med avseende på exempelvis strategier, har detta ej beaktats i undersökningen.

För denna studie kan även diskuteras hur ”valida” eller ”riktiga” de data och metoder som använts för undersökningen var, det vill säga hur väl operationaliseringen genomförts. De främsta kritiska elementen vi identifierat är huruvida rätt riskfaktorer, tidsperiod och fonder har valts. Då tillvägagångssättet i uppsatsen bygger på ett förfarande som anammats i ett flertal vetenskapliga artiklar och forskningsrapporter¹³ anser vi att informationen som tagits fram i högsta grad är relevant för frågeställningen. Det största problemet ligger istället i den tidsperiod som mätningen bygger på, vilken ur ett långsiktigt perspektiv kan innebära problem för den statistiska signifikansen. Detta problem gick dock inte att undgå beroende på det fåtal svenska hedgefonder som fanns tillgängliga längre tillbaka än 2001. Vidare kan det förekomma problem med jämförbarheten hedgefonderna emellan då de har olika placeringsstrategier.

¹³ Se exempelvis studierna i avsnittet ”tidigare studier”.

3. TEORI

Avsnittet syftar till att ge en teoretisk bakgrund där läsaren introduceras till de för studien valda teorierna. Det finns en rad olika teorier som är grundläggande för att lyckas med fondförvaltning, de vi funnit haft störst relevans för denna studie presenteras här nedan.

3.1 Portföljteori

Att spara i fonder och på så sätt diversifiera sina tillgångar bygger på teorin om portföljval. Fondförvaltarens uppgift kan generellt sägas vara att sätta samman fonder eller portföljer med underliggande värdepapper för att på så vis generera en så hög avkastning som möjligt, givet en viss förutbestämd risknivå. De variabler som påverkar portföljvalet är avkastning, varians, korrelation samt riskbenägenhet.¹⁴

År 1952 lade Harry Markowitz grunden för den moderna portföljvalsteorin med sin modell som behandlar val mellan flera finansiella instrument. Modellen förutsätter att alla aktörer är pristagare samt att inga skatter eller transaktionskostnader förekommer. För att optimera portföljvalet utgår investerare från två nyckelmått; portföljens förväntade avkastning samt risk, där risken mäts som standardavvikelse.¹⁵ Markowitz visade att portföljer med volatila tillgångar kan sättas ihop på ett sådant sätt att portföljen i sig blir mindre volatil än de enskilda tillgångarna den utgörs av. Enligt teorin kan investeraren, genom att kombinera tillgångarna i portföljen, erhålla en effektiv portfölj som ger högsta möjliga avkastning givet önskad risknivå, alternativt lägsta möjliga risk givet önskad avkastningsnivå. Genom att sprida sina innehav i ett flertal olika positioner och typer av investeringsformer kan placeraren således minska risken och känsligheten för marknadens fluktueringar. Vidare grundar sig teorin på antagandet att alla investerare är riskaverta, söker hög avkastning och säkra resultat.¹⁶

3.1.2 Marknadsportföljen

Modern portföljvalsteori har förändrat många finansiella aktörers sätt att se på investeringar. Före 1970 fanns knappt några indexfonder och sparandet i enskilda aktier var mycket större i antal än för aktiefonder. Idag görs de flesta placeringar i indexfonder eller investeringar som

¹⁴ Dessa variabler är tätt sammanlänkade till de uppställda förvaltningsmålen vi avser undersöka och diskuteras var och en för sig med start på sidan 13.

¹⁵ Markowitz, 1952

¹⁶ Haugen, 2001

förvaltas så att de nära följer avkastningen för ett visst index.¹⁷ Många placerare har föreställningen att marknadsportföljen består av de aktier som finns noterade på de stora aktiebörserna. Denna feltolkning av teorin har gjort att placerarna koncentrerat sina innehav till en snävare grupp av tillgångar representerade av noterade aktier. Detta skapar en övervärdering på aktiemarknaden eftersom stora mängder kapital förs in på en begränsad marknad. Idén om att det skulle vara optimalt med ”passiva investeringar” i index bygger på att innehavaren av riskfyllda tillgångar kan minska sin risk genom att sälja rätten att ta del av intäkterna och kan köpa rättigheterna till avkastning av mindre riskfyllda projekt. Därigenom uppnår innehavaren en diversifiering av den risk som hans egen intäkt var föremål för och minskar den samlade risken för konsumtionsbortfall.¹⁸ Principen för effektiva portföljer är att det finns en portfölj som är optimal för alla, det vill säga maximerar den förväntade avkastningen vid en given risknivå. Med andra ord kommer den marknadsportföljen att innehålla alla produktiva tillgångar och kommer att utbjudas i form av aktier. Teorin om marknadsportföljen är just endast en teori, i realiteten existerar inte någon marknadsportfölj.¹⁹

3.2 Avkastning

Det finns olika teorier för hur portföljer, exempelvis fonder, bör utvärderas. Det gemensamma för teorierna är att utvärdering sker utifrån riskjusterad avkastning det vill säga faktisk avkastning i förhållande till risk. För att avkastningen skall anses relevant måste den sättas i relation till risken. Investorer vill ha ersättning för risk och kräver således högre förväntad avkastning vid högre risker. Att jämföra faktisk avkastning utan hänsyn till risk är intetsägande eftersom tillgångar med hög risk har högre förväntad avkastning. En viktig del av definitionen för vad som utgör en hedgefond är dock det absoluta avkastningsmålet. Detta innebär att förvaltarna över tiden eftersträvar en positiv avkastning oberoende av marknadens utveckling, till skillnad från relativ avkastning där man jämför sig med ett specifikt index.

3.3 Risk

Allt sparande i fonder är förenat med någon form av risk. Då det talas om risk i placeringssammanhang, avses osäker framtida avkastning, där större osäkerhet rörande placeringens avkastning innebär högre risk. Högre risk innebär dock möjlighet till högre

¹⁷ Sommerlou et. al., 2003

¹⁸ Haugen, 2001

¹⁹ SNS, 2000

avkastning om fonden går bra. Generellt kan risken förknippad med placeringar i aktier delas in i två typer; den företagspecifika (osystematisk risk) samt marknadsrisk (systematisk risk). Företagspecifik risk, har skickliga investerare möjlighet att eliminera genom diversifiering. Den andra varianten av risk är dock ej möjlig att diversifiera bort, eftersom finansiella aktörer inte kan påverka de faktorer som ingår i marknadsrisken.²⁰ En effektiv diversifiering kräver att de tillgångar som utgör portföljen inte är beroende av samma ekonomiska variabler inflation, arbetslöshet, valutakurs. En kompetent investerare diversifierar därför inte sin portfölj efter företagsnamn eller branscher, utan efter de variabler som påverkar rörelsen av olika tillgångar. Genom att även diversifiera sig internationellt kan risknivån reduceras ytterligare.

I finansiell teori utgår man vanligen från att alla investerare är riskaverta. En riskavert investerare skulle aldrig ta på sig mer risk utan att bli kompenserad för detta i form av ökad förväntad avkastning. Dock är inte all risk, för en individuell tillgång, relevant vid avgörandet av premien för risk. Eftersom det genom diversifiering är möjligt att ta bort den osystematiska risken blir en investerare ej kompenserad för denna. Detta innebär att det, av den totala risken, endast är marknadsrisken som en investerare får ersättning för, då den omöjligt kan diversifieras bort. Marknadsrisken i en tillgång blir därför avgörande för den avkastning som marknaden kräver, vilket i sin tur påverkar värdet på tillgången. Risk kan kvantifieras med olika riskmått och kan utgöra ett sätt att beskriva hedgefonders karaktär. Vanligtvis definieras risk med ett mått som anger volatiliteten, det vill säga svängningarna i värde, där kraftigare svängningar betyder högre volatilitet och risk. Nedan presenteras de riskmått som ansetts lämpliga för denna studie.²¹

3.3.1 Standardavvikelse

Standardavvikelsen är det vanligaste riskmättet när man talar om fonder och risk. Den mäter den totala risken, det vill säga hur mycket fondkursen stiger och sjunker under en period i förhållande till fondens genomsnittliga värde eller helt enkelt dess avvikelse från medelvärdet. En lägre standardavvikelse betyder att fondkursen har svängt mindre och således en lägre risk för investeringar i fonden. Generellt kan en standardavvikelse under 10 procent sägas innebära relativt låg risk och över 20 hög risk när det gäller aktiefonder. Standardavvikelsen kan även antas indikera graden av diversifiering i fonden, där en väldiversifierad fond, normalt sett, har

²⁰ Brealy & Myers, 1996

²¹ Fondbolagens Förening, 2005

en lägre standardavvikelse, det vill säga en jämnare utveckling än en fond med få eller samvarierande innehav.

$$\sigma_p = \sqrt{\left(\frac{\sum (r_{pt} - ar_p)^2}{n - 1} \right)}$$

ar_p = fondens genomsnittliga avkastning
 r_{pt} = fondens avkastning period t
n = antalet observationer

3.3.2 Kovarians

Kovarians mäter det linjära sambandet mellan två tillgångar. Måttet visar således hur tillgångar samverkar, helt enkelt hur lika de beter sig under varierande förutsättningar. För att skapa en effektiv och väldiversifierad portfölj skall man inte bara sprida investeringarna till antalet, utan även välja de tillgångar som tillsammans uppvisar så låg kovarians som möjligt.²² Genom att kombinera tillgångar med varierande kovarianser reduceras således risken för fonden. När kovariansen mellan tillgången och marknaden ställs i relation till marknads varians erhålles det så kallade betavärdet.²³

$$Cov_{rp,rm} = \sum_{i=1}^N \frac{((r_{pt} - ar_p)(r_{mt} - ar_m))}{n - 1}$$

r_{pt} = Fondens avkastning period t
 r_{mt} = Marknadens avkastning period t
 ar_p = Fondens genomsnittliga avkastning
 ar_m = Marknadens genomsnittliga avkastning
n = antalet observationer

3.3.3 Korrelation

Korrelation är ett centralt begrepp inom diversifiering som uttrycker i vilken grad olika placeringar samvarierar med varandra. Enligt Markowitz²⁴ portföljteori strävar alltid en rationell investerare efter att konstruera en portfölj som innehåller okorrelerade tillgångar och som totalt sett ger den högsta avkastningen. Tillgångar som traditionella fonder och aktier uppvisar sällan detta varför utrymme ges för hedgefonder med sina relativt fria

²² Haugen, 2001

²³ Brealy & Myers, 1996

²⁴ Markowitz, 1952

placeringsregler.²⁵ Korrelationen mäts med hjälp av en korrelationskoefficient, vilken kan anta värden på en skala mellan -1.0 och 1.0. Om tillgångarnas avkastningar är perfekt positivt korrelerade, +1.0, innebär det att portföljens standardavvikelse blir ett vägt genomsnitt av tillgångarnas standardavvikelse. Eftersom korrelationskoefficienten högsta möjliga värde är 1.0 medför detta värde även att någon riskreducering ej sker. En lägre korrelationskoefficient innebär dock att portföljens risk kan reduceras. Störst diversifieringseffekt erhålles då det råder ett perfekt negativt samband, det vill säga då korrelationskoefficienten är lika med -1.0.²⁶ Värdet på korrelationskoefficienten kommer att tolkas enligt nedanstående tabell.²⁷

$$\rho_{p,m} = \frac{Cov(r_{pt}, r_{mt})}{\sigma_{pt} \sigma_{mt}}$$

r_{pt} = Fondens avkastning period t
 r_{mt} = Marknadens avkastning period t
 σ_{pt} = Fondens standardavvikelse period t
 σ_{mt} = Marknadens standardavvikelse period t

Absolutvärdet på koefficienten	Korrelationens styrka
0,8-1,00	Väldigt stark korrelation
0,6-0,79	Stark korrelation
0,40-0,59	Medelmåttig korrelation
0,20-0,39	Svag korrelation
0,00-0,19	Knappt någon korrelation

3.4 Utvärderingsmått

Vid utvärdering av fonder används många gånger avkastningen för att bedöma fondförvaltarens prestationer. Detta har en brist som CAPM belyser. Om en fondförvaltare förestår en portfölj med ett betavärde större än ett, det vill säga mer volatil än marknaden, kommer denna portfölj prestera bättre än marknaden i en uppgångsperiod, däremot kommer marknaden prestera bättre än portföljen i fråga, under en nedgångsperiod. Följaktligen blir en utvärdering av ren avkastning missvisande. Som lösning på detta problem har ett antal modeller utvecklats vilka även tar hänsyn till risken i portföljen. Denna riskjusterade avkastning kan mätas med bland annat Sharpekvot, Informationskvot, Jensens Alpha och Treynors kvot.²⁸ Vilket mått som är mest adekvat vid prestationsutvärdering beror på vilken roll fonden spelar eller helt enkelt i vilket sammanhang värderingen görs. Sharpekvoten används då fonden representerar investerarens totala investering. Informationskvoten är

²⁵ Sommerlou et. Al., 2003

²⁶ SNS, 2000

²⁷ Lhabitant, 2004

²⁸ Haugen, 2001

användbar då fonden representerar den aktiva portföljen som, enligt CAPM, optimalt sett skall adderas till den passiva portföljen. Treynors kvot och Jensens Alpha används slutligen då fonden representerar en subportfölj av många.²⁹ Gemensamt för de riskjusterade avkastningsmått är således att avkastningen för en fond sätts i relation till den risknivå med vilken avkastningen är uppnådd. Risken bör beaktas med tanke på att investerare kräver högre avkastning om risken är hög. De riskjusterade modeller som används vid värdering av fonder baseras i princip på CAPM ansatsen.³⁰ I denna undersökning är syftet att evaluera fonderna i sin helhet, till följs av detta använder vi oss endast av utvärderingsmättet Sharpekvot vilken relaterar fondens avkastning till dess totala risk, standardavvikelsen, till skillnad från övriga nämnda riskjusterade avkastningsmått som relaterar avkastningen till marknadsrisken, mätt som Beta.

3.4.1 Sharpekvot

Den riskjusterade avkastningen beräknad utifrån standardavvikelsen benämns Sharpekvot. Måttet visar således fondens avkastning utöver den riskfria räntan under en period, i relation till fondens totala risk, standardavvikelsen, för samma period.³¹ Detta sätt att beräkna riskjusterade avkastningar framtog av Nobelpristagaren William Sharpe. Enligt modern portföljteori vill en rationell placerare alltid uppnå så hög avkastning per risk som möjligt, och ju högre Sharpekvot för fonden desto bättre har fondens riskjusterade utveckling varit.³² Måttet beräknas genom att dividera avkastningen utöver den riskfria räntan (tre månaders statsskuldsväxel) med avkastningens standardavvikelse omräknad till årstakt. Justeringen görs genom att dra bort avkastningen för ett relevant jämförelseindex från fondens avkastning. Jämförelseindex kan representeras av ett aktieindex alternativt den riskfria räntan. Fondens Sharpekvot jämförs med konkurrenternas eller jämförelseindexets Sharpekvot för att få en uppfattning om förvaltarens skicklighet.³³ Anmärkningsvärt är att om avkastningen varit negativ blir hela måttet svårtolkat. Detta på grund av att en låg standardavvikelse resulterar i en större negativ Sharpekvot, samtidigt som stor negativ avkastning inte är önskvärt. Med andra ord får måttet, vid negativ avkastning, en kvot med två variabler som båda ”tjänar på” att gå i

²⁹ Bodie, Kane & Marcus, 1999

³⁰ Brealey & Myers, 1996

³¹ Bodie, Kane & Marcus, 1999

³² Sommerlou et. al, 2003

³³ Fondbolagens Förening, 2005

motsatt riktning från varandra.³⁴ För en portfölj alternativt fond, är Sharpekvoten definierad enligt följande:

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

R_p = fondens avkastning

R_f = riskfri ränta

σ_p = fondens standardavvikelse

3.5 CAPM – Capital asset pricing model

Än idag spelar CAPM-teorin, vilken bygger på Markowitz portföljteori, en viktig roll inom den finansiella teorin. Modellen bygger på förenklingar av investerarens nyttofunktion och ger en exakt beskrivning av relationen mellan avkastning och risk för en enskild tillgång. Enligt CAPM vill investeraren maximera den linjära funktionen av medelvärdet och variansen för en portföljs avkastning. Investerare skiljs åt genom skillnader i viljan att göra utbyten mellan avkastning och risk. Resultatet av detta blir att den genomsnittlige investeraren fullt ut skall investera i marknadsportföljen medan en mer riskavert investerare skall ha en större andel investerad i den riskfria tillgången. Om blankningar är tillåtna skall den risktolerante investeraren låna i den riskfria tillgången och investera mer än sin ursprungliga budget i den riskfyllda tillgången.³⁵ Modellen bygger bland annat på antagandena att alla investerare agerar rationellt och strävar efter att vidmakthålla en portfölj som, sett till innehållet, motsvarar marknadsportföljen, att de har samma förväntningar och tidshorisont vid placeringsförfarandet, samt fattar sina beslut utifrån förväntad avkastning och volatilitet.³⁶ Vidare fastställer CAP-modellen att det råder ett linjärt samband mellan en akties förväntade avkastning och risk samt att investerare kan låna respektive placera i en riskfri tillgång till samma ränta. I praktiken begränsas brukbarheten av modellen av just dessa antaganden.³⁷

³⁴ Sharpe, 1994

³⁵ Bodie, Kane & Marcus, 1999

³⁶ Haugen, 2001

³⁷ Bodie, Kane & Marcus, 1999

Enligt CAPM beror en investerings förväntade avkastning således på den risk som är knuten till investeringen där risken mäts som investeringens standardavvikelse. Avkastningen för en portfölj under CAPM ser ut som följer.³⁸

$$E(r_{pt}) - r_{ft} = \beta_p (r_{mt} - r_{ft})$$

$E(r_{pt})$ = portföljens förväntade avkastning.

r_{ft} = riskfri ränta

β_p = portföljens betavärde

$r_{mt} - r_{ft}$ = marknadens riskpremie period t

Betavärdet kan i sin tur definieras som:

$$\beta_p = \frac{Cov(r_{pt}, r_{mt})}{\sigma_{mt}^2}$$

Modellen prissätter alla tillgångar i termer av marknadsrisk, det vill säga Beta. Betavärdet för marknadsportföljen är lika med ett. En portfölj med ett betavärde under ett har följaktligen en lägre risk än marknadsportföljen medan ett betavärde större än ett indikerar en högre risk än marknadsportföljen. Modellen implicerar vidare att en portfölj med ett högt betavärde och därmed en högre risk, också skall ha en högre förväntad avkastning.³⁹

Om CAP-modellen stämmer och marknaden är i jämvikt, samt förväntas förbli så, kan ingen investerare systematiskt uppnå överavkastning. Antaganden om CAP-modellen och hypotesen om effektiva marknader gör att varje portfölj har identisk riskjusterad avkastning. I verkligheten är dock marknaden sällan i jämvikt men om jämvikt uppstår kan avvikelser från detta tillstånd ske när som helst. Då finns möjligheten att vissa aktier eller portföljer genererar överavkastning.⁴⁰

³⁸ ibid.

³⁹ Bodie, Kane & Marcus, 1999

⁴⁰ Levy & Sarnat, 1984

4. TIDIGARE STUDIER

I detta avsnitt avser vi beskriva tidigare forskningsstudier relaterade till uppsatsens problemområde. Endast ett fåtal undersökningar har gjorts kring hedgefonder till följd av fondernas sekretess, som inneburit svårigheter för utomstående att få tillgång till historisk avkastningsdata. Den tidigare forskning som trots detta gjorts har framförallt fokuserat på den amerikanska marknaden.

Fung & Hsieh (1997) jämförde olikheter mellan hedgefonder och traditionella fonder på den amerikanska marknaden. Artikeln föreslog en utvidgning av Sharpes modell (1992) för analys av olika investeringsstilar. I Fung & Hsiehs regressionsanalys bevisades att hedgefonder skiljer sig avsevärt från traditionella fonder. De traditionella fonderna har en starkt positiv korrelation med marknaden medan hedgefonder har låg och ibland negativ korrelation. Resultatet visade även att hedgefonders strategier är mer dynamiska medan strategier för traditionella fonder är mer av enkla ”buy- and hold strategier”.

Liang, Bing (1998) studerade hur riskkaraktären och avkastningen för hedgefonder ser ut. Han fann att hedgefonder har en relativt hög volatilitet och lägre Betavärde än värdepappersfonder. Till skillnad från traditionella investeringsformer som är högt korrelerade med marknaden har hedgefonder en relativt låg korrelation. Slutligen fann Liang att korrelationen mellan olika hedgefonders strategier är låg. Dessa låga korrelationer erbjuder en bättre investeringsform än traditionella investeringar.

Brown, Goetzmann & Ibbotson (1999), analyserade den historiska utvecklingen för utlandsbaserade hedgefonder. Resultaten av undersökningen visade att de utlandsbaserade hedgefonderna uppvisat bättre resultat än S&P 500 index i termer av högre Sharpekvot och positiv Alpha.

Ackerman, McEnally, & Ravenscraft (1999) jämförde amerikanska och utländska hedgefonders historiska prestationer. Studien visade att hedgefonder generellt inte kunnat uppvisa bättre resultat än marknadsindex i termer av högre Sharpekvot och Jensens Alpha. Dock påvisade författarna att hedgefonder har förmågan att systematiskt prestera bättre än traditionella fonder. Vidare visade författarna på ett positivt samband mellan den prestationsbaserade avgiften och Sharpekvoten.

5. EMPIRI

Detta avsnitt ger en historisk bakgrund samt allmän redogörelse för hedgefonder i syfte att öka förståelsen för dessas innebörd. Här redovisas även de viktigaste skillnaderna mellan hedgefonder och traditionella fonder.

5.1 Historik

Hedgefonder är inget nytt fenomen, under mitten av 1940-talet utarbetade amerikanen Alfred Winslow Jones en artikel i Fortune Magazine, i vilken han framställde fundamental och teknisk analys som redskap för att förutspå aktiemarknaders utveckling. Under skrivprocessen kom han i kontakt med en ny grupp av investerare vilka ej enbart använde sig av långa positioner utan även av korta i syfte att uppnå maximal avkastning i sina portföljer. Detta fascinerade Jones och tanken på att starta en egen fond väcktes.⁴¹ År 1949 gjorde han slag i saken och startade det som allmänt anses vara världens första hedgefond. I denna fond kombinerades placeringsstrategierna, blankning och belåning vilka var för sig är förknippade med hög risk. Tillsammans verkade strategierna till att reducera fondens risknivå. Blankning av övervärderade aktier skyddade fonden mot nedgångar medan belåning och köp av undervärderade aktier positionerade fonden mot uppgångar. Effekten blev att fonden var mindre känslig för hur marknaden som helhet rörde sig och fonden var mer beroende av den enskilda kapitalförvaltarens kompetens. Jones tillämpade ett prestationsbaserat arvode, vilket innebär att fondförvaltaren tar en avgift som är baserad på den kursuppgång som fonden visar.⁴² Inte förrän man under mitten av 1960-talet uppmärksammade att denna fond överglänste traditionella aktiefonder, blev intresset stort för hedgefonder och endast ett fåtal år senare fanns över 100 stycken på marknaden.⁴³ År 1996 gick startskottet för hedgefonder i Sverige, då beskattning av nationella fonder likställdes med traditionella fonders. Sedan dess har intresset för hedgefonder ökat markant.

5.2 Definition av hedgefonder

Det finns idag ingen entydig juridisk definition av vad som utgör en hedgefond. Gemensamt för svenska hedgefonder är dock att de klassas som specialfonder alternativt nationella fonder av Finansinspektionen. Dessa fonder har vissa godkända undantagstillstånd från lagen om

⁴¹ Sommerlou et. al., 2003

⁴² ibid, 2003

⁴³ Teitelbaum, 2006

värdepappersfonder § 3 (1990:1114), vilket i stort sett innebär friare placeringsregler. Enligt Finansinspektionens definition kännetecknas en hedgefond av att den söker uppnå absolut avkastning genom att nyttja finansiella strategier i form av belåning, derivatinstrument alternativt genom försäljning av värdepapper, penningmarknadsinstrument eller fondandelar vilka den inte förfogar över.⁴⁴

5.3 Strategier

De hedgefonder som finns på marknaden i dag skiljer sig markant åt beroende på vilken förvaltningsstrategi de anammat. Strategierna avgör fondens risknivå och har varierande grad av samvariation med aktie- och räntemarknaderna. Hedgefonder kan efter placeringsstrategi delas in i följande tre huvudgrupper, Aktiehedge Lång/Kort, Aktiearbitrage och Taktiska Terminsstrategier. Utöver dessa finns även hedgefonder som sysslar med räntearbitrage, räntehedge samt blandstrategier.⁴⁵

Aktiehedge är den vanligaste strategin. Förvaltaren tar långa positioner i aktier som bedöms undervärderade i syfte att, då värdet har stigit, kunna sälja till ett högre värde. Detta kombineras med korta positioner i aktier som man anser övervärderade, det vill säga blankning, i syfte att kunna köpa tillbaka dessa då kursen fallit. Därmed kan fonden generera tillväxt vid såväl stigande som sjunkande aktiekurser.⁴⁶

Aktiearbitrage är ett samlingsbegrepp för ett antal olika strategier som alla drar nytta av obalanser i prissättningen mellan aktier som står i någon slags relation till varandra. Detta fenomen kan exempelvis uppstå då institutionella investerare handlar i större positioner vilket i sin tur skapar onaturliga kurssvängningar.⁴⁷

Taktiska terminsstrategier används av en mindre grupp hedgefonder och innebär att förvaltaren nyttjar kvantitativa matematiska modeller för att förutspå pristrender på olika terminsmarknader och bedriver handel med terminskontrakt på dessa marknader.

⁴⁴ www.fi.se

⁴⁵ Sommerlou et.al., 2003

⁴⁶ ibid.

⁴⁷ ibid.

5.4 Hedgefonder respektive Traditionella Fonder

Fria placeringsregler är en viktig skillnad mellan hedgefonder och traditionella fonder, vilket erbjuder förvaltaren möjligheten att avvika från marknadens rörelser och ge spararen en positiv avkastning oavsett marknadsläge. Förvaltarens skicklighet blir således mer betydelsefull än marknadens utveckling, till skillnad från traditionell fondförvaltning som är starkt beroende av stigande marknader för att ge positiv avkastning. Ofta används olika former av derivat, exempelvis optioner för att åstadkomma hävstångseffekt.⁴⁸ För att bättre förstå hedgefonders innebörd, är det lämpligt att belysa de skillnader som föreligger mellan dessa och traditionella fonder. Med traditionella fonder avses här aktiefonder, räntefonder eller mixfonder. I nedanstående tabell har vi översiktligt sammanställt de viktigaste skillnaderna mellan hedgefonder och traditionella fonder.⁴⁹

Skillnader mellan hedgefonder och traditionella fonder		
	Hedgefonder	Traditionella fonder
Placeringsregler	Fria	Begränsade
Avkastningsmål	Absolut	Relativt
Syn på risk	Negativ avkastning	Avvika från index
Investeringsfilosofi	Begränsa marknadsrisken via kombinationer av långa & korta positioner samt likvida medel.	Ta marknadsrisk via långa positioner
Mått på framgång	Hög avkastning i förhållande till risktagande	Överträffa marknadsindex
Avgiftsstrukturer	Främst prestationsbaserad	Fast
Förvaltare investerar själv i fonderna	Mycket vanligt	Ovanligt

Tabell 2. Viktigaste skillnaderna mellan Hedgefonder och Traditionella aktiefonder

⁴⁸ Sommerlou et. al., 2003

⁴⁹ Sommerlou et.al., 2003

6. ANALYS

I följande avsnitt presenteras och analyseras våra utförda beräkningar utifrån studiens problemområden samt de tidigare presenterade teorierna. Analysen har delats upp i fyra delar utifrån de tre undersökta förvaltningsmålen, absolut avkastning, risk och korrelation samt den riskjusterade avkastningen mätt som Sharpekvot.

Naturligtvis har ambitionen varit att resultaten för denna studie skall kunna generaliseras från det aktuella urvalet till populationen ”svenska hedgefonder”. Då antalet hedgefonder vilka undersökningen baseras på är tämligen begränsat, kan generaliseringsmöjligheterna dock ha blivit lidande. Vidare är hedgefonder ingen homogen grupp om man ser till vilka investeringsstrategier fondförvaltarna anammat. I dagens läge skulle man kunna säga att det finns lika många typer av hedgefonder som det finns till antalet.⁵⁰ Detta gör möjligheten till generaliserande utsagor än mer begränsad. Hedgefonderna har dock vissa gemensamma drag vilket ändå gör resultaten intressanta, vid exempelvis ett ställningstagande till huruvida hedgefonder är ett intressant placeringsalternativ. Resultaten för utvärderingen av hedgefondernas prestationer under åren 2001-2005 fördelade sig enligt nedanstående tabell. Dessa kommer ingående att analyseras under respektive rubrik nedan. Precis som det tidigare definierade Betavärdet visar en enskild akties känslighet för aktiemarknadens rörlighet, visar våra korrelationsberäkningar fonderna känslighet gentemot marknaden.

Jämförelse av hedgefonders prestationer 2001-2005				
Hedgefond	Avkastning	Standardavvikelse	Sharpekvot	Korrelation
Banco Hedge	2,70%	20,50%	-0,0128	0,3076
Cicero Hedge	3,31%	16,41%	0,0211	0,2474
Tanglin	11,02%	19,41%	0,4153	0,2275
Nektar	11,27%	23,25%	0,3573	-0,2755
Futuris	14,80%	27,00%	0,4385	-0,2980
Zenit	8,30%	36,72%	0,1454	-0,6411
Eikos	10,51%	21,11%	0,3575	0,3165
Lynx	13,84%	43,77%	0,2485	-0,3759
Merlin	4,60%	25,34%	0,0645	-0,5623

Tabell 3. Resultat av fondutvärdering

⁵⁰ SEB:s Fondbrev April 2005

6.1 Avkastning

Eftersom alla hedgefonder strävar efter att leverera absolut avkastning fann vi det intressant att studera huruvida förvaltarna lyckats med den uppgiften. Många förvaltare av hedgefonder bör dessutom ha ett stort egenintresse i att den förvaltade hedgefonden skall ge en hög avkastning. Anledningarna till detta är den prestationsbaserade avgiften och det faktum att hedgefondförvaltare ofta placerar eget kapital i sin hedgefond. Uppfyllelse av det absoluta förvaltningsmålet undersöktes genom att beräkna genomsnittliga månadsavkastningar per år, således lade vi brytpunkten vid varje årsskifte med start 2001/2002 fram till 2005/2006. En fond som lyckats frambringa positiv avkastning totalt sett under åren 2001 till 2005 men på samma gång genererat en negativ avkastning under någon av delperioderna har i vår mening ej lyckats generera absolut avkastning. Det vi kan konstatera direkt genom att studera de totala avkastningarna är att det finns en stor spridning i storleken på de ackumulerade avkastningarna för delperioderna samt den totala undersökningsperioden.⁵¹

Fondernas genomsnittliga månadsavkastningar på årsbasis									
	Banco	Cicero	Tanglin	Nektar	Futuris	Zenit	Eikos	Lynx	Merlin
Avkastning 2001	1,06%	1,06%	2,47%	1,23%	2,04%	1,26%	1,68%	1,23%	1,41%
Avkastning 2002	-0,47%	-0,14%	0,19%	1,96%	1,70%	1,46%	0,68%	0,89%	0,90%
Avkastning 2003	-0,06%	-0,33%	0,83%	0,70%	0,79%	-0,24%	0,59%	1,74%	-0,59%
Avkastning 2004	-0,14%	0,10%	1,13%	0,00%	0,53%	-0,13%	0,81%	1,10%	-0,05%
Avkastning 2005	0,77%	0,72%	0,11%	0,83%	1,08%	1,05%	0,60%	0,53%	0,30%
Avkastning 2001-2005	0,23%	0,51%	0,92%	0,96%	1,02%	0,84%	1,10%	0,63%	0,51%

Tabell 4. Genomsnittliga månadsavkastningar per år

Tabellen skildrar genomsnittlig avkastning per månad för respektive fond, dels per år, dels för den totala underökningsperioden, 2001-2005. Dessa har erhållits genom beräkning av geometriska medelvärden utifrån fondernas månadsvis inrapporterade andelskurser justerade för avgifter. Ser man till den totala perioden har samtliga fonder lyckats generera positiva avkastningar per månad men som nämndes ovan är detta inte tillräckligt för att anses ha uppfyllt målet om absolut avkastning.

⁵¹ Se bilaga 1

Enligt ovanstående diagram har flertalet fonder haft svårt att uppfylla målet med absolut avkastning. Hela 45 procent, eller fyra av de nio undersökta fonderna, har under vissa delperioder genererat negativa avkastningar och således ej uppfyllt avkastningsmålet, dessa utgörs av Banco, Cicero, Zenit samt Merlin. Banco är den fond som enligt våra mätningar lyckats sämst med att generera absolut avkastning. Denna fonds genomsnittliga avkastning per år (efter avgifter) har dessutom legat under den genomsnittliga avkastningen för det riskfria alternativet. Tanglin, Nektar, Futuris, Eikos och Lynx har däremot lyckats uppvisa positiva avkastningar under samtliga delperioder och uppfyller således avkastningsmålet. Dock skall nämnas att detta resultat baseras på månadsvis fondkursrapportering. Med tillgång till en mer frekvent inrapporterad data, exempelvis veckovis, hade resultatet troligen sett annorlunda ut. Vår misstanke är att fler fonder då hade misslyckats med att uppnå en konstant positiv avkastning. Då fyra av de nio undersökta fonderna inte lyckats med den övergripande målsättningen att prestera absolut avkastning blir den sammanfattande slutsatsen att konceptet hedgefonder inte utgör någon garant för en placering utan risk för värdeminskning av investerat kapital. Anmärkningsvärt är dock det faktum att ett flertal fonder, under ett, två eller samtliga av de åren som kännetecknats av börsnedgångar – 2000, 2001 och 2002 – har lyckats generera positiv avkastning. Detta faktum talar för att en placering i en hedgefond skulle vara en önskvärd allokering i diversifieringssyfte, då som ett komplement till en i övrigt lång aktieportfölj. Dock kvarstår den tuffa uppgiften att pricka in de vinnande hedgefonderna.

Högst genomsnittlig avkastning uppvisade fonden Eikos tätt följd av fonden Futuris. Här skall dock påpekas att det är först då avkastningen sätts i relation till risken som fonden tagit på sig under samma period som denna jämförelse blir intressant. Detta görs genom beräkning av riskjusterad avkastning, vilket beroende på fondens roll i investerarens totala portfölj kan beräknas med olika mått, exempelvis Sharpekvot, Treynors kvot och Jensens Alpha.

6.2 Sharpekvot

Hedgefonder har vanligen vitt skilda hedgestrategier och förvaltningsmål. Därutöver har hedgefonderna olika storlek på sitt förvaldade kapital vilket ger dem olika förutsättningar att skapa avkastning på sina respektive marknader. Ett sätt att bedöma huruvida förvaltningen av en hedgefond varit lyckad, är att beräkna fondens förmåga att skapa avkastning utöver den

riskfria nivån, i förhållande till de risker fonden tagit under samma period. Vilket mått som är mest adekvat vid prestationsutvärdering beror på vilken roll fonden spelar eller helt enkelt i vilket sammanhang värderingen görs. I denna undersökning var syftet att evaluera fonderna i sin helhet, till följd av detta använder vi oss endast av utvärderingsmättet Sharpekvot vilken relaterar fondens avkastning till dess totala risk, standardavvikelsen, till skillnad från riskjusterade avkastningsmått som Treynors kvot och Jensens Alpha, vilka relaterar avkastningen till marknadsrisken. Dessa utvärderingsmått passar bäst då fonden utgör en subportfölj. Sharpekvoten bör endast användas för att jämföra fonder med tillgång till att placera på samma marknad. Hur hög Sharpekvot en bra fond har varierar mellan olika marknader, det intressanta är vilken fond som har högst kvot. Man kan fråga sig huruvida Sharpekvoten är det korrekta måttet för att utvärdera fonders prestationer. Sharpekvoten är emellertid ett välförankrat mått i teoretiska modeller inom ämnet och har frekvent använts i såväl tidigare forskning som i fondbolagens rapporter.

Rankning av fonder efter Sharpekvot				
	Avkastning	Standardavvikelse	Sharpekvot	Korrelation
Futuris	14,80%	27,00%	0,4385	-0,2980
Tanglin	11,02%	19,41%	0,4153	0,2275
Eikos	10,51%	21,11%	0,3575	0,3165
Nektar	11,27%	23,25%	0,3573	-0,2755
Lynx	13,84%	43,77%	0,2485	-0,3759
Zenit	8,30%	36,72%	0,1454	-0,6411
Merlin	4,60%	25,34%	0,0645	-0,5623
Cicero Hedge	3,31%	16,41%	0,0211	0,2474
Banco hedge	2,70%	20,50%	-0,0128	0,3076

Tabell 5. Rankning av hedgefonderna efter högsta Sharpekvot

Ju högre Sharpekvot fonden visar desto bättre kan fondens riskjusterade utveckling sägas ha varit. Bäst utveckling skulle, enligt våra resultat, fonden Futuris ha haft med avseende på den undersökta perioden. Sharpekvoten för denna fond ligger på 0,4385. En indexfond har oftast en Sharpekvot kring 0,2 och studier av ett antal svenska aktiefonder visar på att Sharpekvoter för denna typ av fonder vanligen ligger inom intervallet 0 till 1,5 och mycket sällan över 2.

Endast en utav de nio undersökta hedgefonderna, Banco Hedge, uppvisar en negativ Sharpekvot. För negativa värden på Sharpekvoten blir måttet svårtolkat. Detta eftersom en låg standardavvikelse resulterar i en större negativ Sharpekvot, samtidigt som stor negativ avkastning inte är önskvärt. Med andra ord får måttet, vid negativ avkastning, en kvot med två variabler som båda "tjänar på" att gå i motsatt riktning från varandra. För Banco Hedge kan den negativa Sharpekvoten emellertid förklaras med fondens tämligen magra avkastningsutveckling, vilken i genomsnitt varit rentutav sämre än för det riskfria alternativet. Det förefaller oss okontroversiellt att påstå, att misslyckandet är ett faktum då fonden i fråga presterat sämre än det riskfria placeringsalternativet.

Ett positivt värde på Sharpekvoten skulle emellertid kunna indikera att det är lönsamt att placera i den aktuella hedgefonden i jämförelse med det riskfria alternativet (statsskuldväxeln). Dock skall påpekas att beroende på vilken riskfri ränta man använder sig av, samt vilken tidsperiod man väljer att basera undersökning på kommer Sharpekvoten att variera.

6.3 Risk

Att mäta och analysera risk är ett inte alldeles enkelt åtagande. Säkerligen finns flertalet sofistikerade metoder för beräkning av risk, behäftade med färre fel än mått som standardavvikelse men faktum är att ser man till bankers och fondbolags rapporter verkar standardavvikelsen i detta sammanhang vara ett vedertaget mått. Syftet med att beräkna och redovisa standardavvikelsen är att illustrera fondens risknivå över tiden och hur denna faktiska risknivå förhåller sig till eventuell eftersträvd nivå.

I tabell tre ovan återges resultatet för beräkning av standardavvikelserna för de ingående fonderna. Enligt vår mätning har fonden Lynx haft den högsta standardavvikelsen bland de undersökta fonderna. Även Zenit och Futuris har haft anmärkningsvärt höga standardavvikelser. Cicero är den fond vars standardavvikelse är lägst (16,4%), Tanglin och Banco har även dessa, i förhållande till de övriga undersökta hedgefonderna, låga standardavvikelser, NAV-kurserna har således svängt mindre för dessa fonder. Generellt kan en standardavvikelse under 10 sägas innebära relativt låg risk och över 20 hög risk när det gäller aktiefonder. I vår undersökning har sex av de undersökta fonderna (Nektar, Futuris, Zenit, Eikos och Merlin) en standardavvikelse som överstiger 20 procent. De tre kvarstående fonderna (Banco, Cicero, Tanglin) procentuella standardavvikelser ligger alla mellan 16 och

20,5 procent vilket även det är tämligen högt. Ingen av de undersökta fonderna har en standardavvikelse som understiger 10 procent. Detta tolkar vi som att hedgefonder har en relativt hög risk trots att de använder hedgestrategier för att minimera riskerna. Sammanfattningsvis kan vi konstatera att hedgefonder som grupp inte är ett placeringsalternativ med låg risk. Dock skall påpekas att hedgefondernas investeringsstrategi påverkar fondens risknivå. Hedgefonder som till exempel söker felprissättningar i marknaden har en lägre risk än fonder som använder derivat och tar positioner efter marknadstron. Det är därför viktigt att komma ihåg att spannet mellan olika hedgefonders risknivåer är brett och att det finns hedgefonder med allt från mycket låg risk till mycket hög risk. Här skall även nämnas att hedgefonder, på grund av sin negativa korrelation med marknaden, kan ge en god riskspridning i en portfölj.

6.4 Korrelation

I och med att hedgefonder strävar efter en låg grad av samvarians gentemot aktie- och räntemarknaderna fann vi det intressant att undersöka om det, detta till trots, föreligger någon korrelation mellan respektive hedgefond och marknadsindexet. Korrelationen visar i vårt fall hur väl fondens andelskurs samvarierat med AFGX under tidsperioden 1 januari år 2001 till och med 31 december år 2005. Det här måttet är viktigt av den anledningen att det förklarar fondens grad av självständighet gentemot jämförelseindex, vilket ger en tydlig indikation av exponeringen mot marknadsrisken. Fem av de undersökta fonderna, Nektar, Futuris, Zenit, Lynx, Merlin, uppvisar en negativ korrelation till marknaden. Detta skulle kunna göra dem till intressanta inslag i en investerares portfölj eftersom det minskar risken för den totala portföljen. Övriga undersökta fonder har en korrelation som ligger kring värdena 0,2 till 0,3 vilket även de är relativt svaga värden på korrelationskoefficienten.

7. RESULTAT

I detta avsnitt presenteras det relevanta och intressanta som framkommit ur våra beräkningar samt analysen av dessa. Resultatet skall svara på uppsatsens syfte.

Syftet med denna studie var att analysera svenska hedgefonders historiska prestationer i form av absolut avkastning, riskjusterad avkastning, volatilitet samt korrelation, för att bedöma huruvida hedgefonderna infriat sina uppställda förvaltningsmål. Nedan presenteras de viktigaste resultat som undersökningen genererat.

- Flertalet fonder har svårt att uppfylla målet att generera absolut avkastning. Endast fem av de nio undersökta fonderna har infriat detta mål.
- Då standardavvikelseerna för samtliga undersökta fonder visat sig tämligen höga, konstateras att hedgefonder som grupp inte är ett placeringsalternativ med låg risk.
- Fem av de nio fonderna uppvisar en negativ korrelation till marknaden, övriga undersökta fonder har en korrelation som ligger kring värdena 0,2 till 0,3 vilket även de är relativt svaga värden på korrelationskoefficienten. Hedgefonder får därför anses uppfylla målet om låg korrelation till marknaden och har således en låg exponering mot marknadsrisken.
- En av de nio hedgefonderna uppvisar en negativ Sharpekvot för den totala undersökningsperioden. För de övriga undersökta fonderna har den riskjusterade avkastningen varit positiv. I jämförelse med det riskfria alternativet bör det därför, ur ett historiskt perspektiv, kunna anses lönsamt att placera i dessa hedgefonder.

8. SLUTSATSER

I följande kapitel redogör vi för de slutsatser vi dragit utifrån den analys som tidigare gjorts. Slutsatserna redovisas utifrån studiens tre problemområden

Den gemensamma nämnaren för de placeringsformer som går under benämningen hedgefonder, är målsättningen att prestera absolut avkastning. Unikheten i den målsättningen är oberoendet av marknadsutvecklingen, det vill säga låg korrelation med marknaden. Investerare skall med andra ord inte kunna förlora pengar på att placera i en hedgefond. Legitimiteten i denna utsaga, har varit uppsatsens huvudsakliga fokus att utreda. Därtill kommer andra sidan av samma mynt, den risk en placering i en hedgefond innebär.

Enligt våra mätningar har flertalet fonder haft svårt att uppfylla målet med absolut avkastning, framförallt är detta tydligt under de sämre börsåren. Då fyra av de nio undersökta fonderna inte lyckats med deras övergripande målsättning att prestera absolut avkastning blir den sammanfattande slutsatsen att konceptet hedgefonder inte utgör någon garant för en placering utan risk för värdeminskning av investerat kapital. Kontentan av resonemanget blir att det i teorin finns goda möjligheter för en hedgefond att prestera absolut avkastning. I praktiken beror utfallet av fondens avkastning på förvaltarens kompetens att förvalta fonden. Anmärkningsvärt är emellertid det faktum att flertalet fonder, under ett, två eller samtliga av de åren som kännetecknats av börsnedgångar, 2000, 2001 och 2002, lyckats generera positiv avkastning. Detta faktum talar för att en placering i en hedgefond skulle vara en önskvärd allokering i diversifieringssyfte. Dock kvarstår den svåra uppgiften att pricka in de vinnande hedgefonderna.

En av de nio hedgefonderna uppvisar en negativ Sharpekvot. För de övriga fonderna kan man dra slutsatsen att det, i förhållande till den riskfria räntan, är lönsamt att placera i dessa hedgefonder. Avkastningen i relation till risken är för majoriteten av de undersökta fonderna således tillfredställande.

Utifrån våra beräkningar av fondernas standardavvikelse kan konstateras, att hedgefonder som grupp inte är ett placeringsalternativ med låg risk. Dock skall påpekas att hedgefondernas investeringsstrategi påverkar fondens risknivå. Hedgefonder som till exempel söker

felprissättningar i marknaden har en lägre risk än fonder som använder derivat och tar positioner efter marknadstron. Det är därför viktigt att komma ihåg att spannet mellan olika hedgefonders risknivåer är brett och att det finns hedgefonder med allt från mycket låg risk till mycket hög risk. Här skall även nämnas att hedgefonder, på grund av sin negativa korrelation med marknaden, kan ge en god riskspridning i en portfölj.

Fem av de undersökta fonderna uppvisade negativa korrelationer till aktiemarknaden. Övriga undersökta fonder har en korrelation som ligger kring värdena 0,2 till 0,3 vilket får anses som godkända värden även de. Vi fastslår därför att hedgefonder tämligen väl uppfyller målet om låg korrelation med marknaden och just ur denna synpunkt utgör hedgefonderna intressanta inslag i en investerares portfölj eftersom de minskar risken för den totala portföljen.

Slutligen vill vi nämna att det finns en problematik i att komma fram till legitima slutsatser angående avkastning och risk för placeringar i hedgefonder. Detta eftersom hedgefonder som undersökningsobjekt är för brett. De strategier och tekniker som respektive fond tillämpar, är för specialiserade, unika, eller rentav sekretessbelagda, för att generaliserande slutsatser skall kunna dras med avseende på hedgefonder som en homogen grupp.

9. KÄLLFÖRTECKNING

9.1. Litteratur

- Bodie Z, Kane A. & Marcus A. (1999), "*Investments*"; McGraw-Hill New York
- Brealey, R. & Myers, S. (1996) *Principles of Corporate Finance*, McGraw Hill, New York,
- De Ridder A. (2002) *Effektiv Kapitalförvaltning*, Norstedts Juridik, Stockholm
- Fondbolagens Förening (2004) Informationsbroschyr – Fondspecial 2004-06-14
- Haskel A. (1998) *Fondhandboken*, Aktiespararnas Bokförlag, Stockholm
- Haugen R.A (2001) *Modern Investment Theory*, Prentice Hall, New Jersey
- Lhabitant, F-S, (2004) *Hedge Funds: quantitative insights*, Wiley & Sons Ltd., West Sussex
- SNS, (2000) *Modern Finansiell Ekonomi*, SNS Förlag, Borås
- Sommerlou, P., Anderlind, P., Eidolf, E. & Holm, M.(2003) *Hedgefonder*, Academia Adacta, Lund

9.2 Artiklar

- Ackerman C, McEnally R, Ravenscraft D (1999), "*The performance of Hedge Funds: Risk, Return and Incentives*", No. 3, s.833-874. The Journal of Finance.
- Andersson, J., "*Hedgefonder Lockar När Börsen Fallor*" (2001), Sydsvenska Dagbladet.
- Brown S.J, Goetzmann W.N & Ibbotson R.G (1999), "*Offshore Hedgefunds: Survival and Performance 1989-1995*". The Journal of Business, Vol 72, No. 1, s. 91-117
- Fung W & Hsieh D.A (1997), "*Empirical Characteristics of Dynamic Trading Strategies: The case of HedgeFunds*" Review of Financial Studies No.10
- Liang Bing (1998), "*On the performance of Hedge Funds*", Weatherhead School of Management.
- Markowitz Harry (1952), *Portfolio Selection*, Journal of finance Vol 7, Nr 1.
- Sharpe, W. (1994) "*The Sharpe Ratio*", Stanford University, Reprinted from The Journal of Portfolio Management, Fall 1994
- Schneeweis T, Karavas V.N & Georgiev G (2002), "*Alternative investments in the institutional portfolio*", School of Management, Massachusetts
- Teitelbaum R. (2006) "*Bridgewater's hunt for pensions*" Bloomberg Markets, January 2006

9.3 Elektroniska källor

- Affärsvärlden, www.afv.se
- Banco Fonder, www.banco.se
- Brummer & Partners, www.brummer.se
- Cicero Fonder, www.cicerofond.se
- Dagens Industri, www.di.se
- Finansinspektionen, www.fi.se
- Fondbolagens Förening, www.fondbolagen.se
- Futuris Asset Management, www.futuris.se
- H. Lundén Kapitalförvaltning, www.hlunden.se
- Lancelot Asset Management, www.lancelot.se
- Lynx Asset Management, www.lynxhedge.se
- Morningstar, www.morningstar.se
- Riksbanken, www.riksbanken.se
- Tanglin Investment Management, www.tanglin.se

9.4 Databaser

- EconLit
- Libris
- SIX Trust

10. BILAGOR

Bilagorna syftar till att ge en utförligare bild av den information som ligger till grund för bland annat analysen.

10.1 Bilaga 1, Övrig Data

Ackumulerad avkastning									
	Banco	Cicero	Tanglin	Nektar	Futuris	Zenit	Eikos	Lynx	Merlin
Avkastning 2001	13,04%	13,00%	29,89%	15,15%	24,86%	16,27%	20,32%	15,87%	17,42%
Avkastning 2002	-5,45%	-1,50%	2,32%	23,64%	20,60%	18,27%	8,49%	11,55%	10,97%
Avkastning 2003	-0,67%	-3,90%	10,01%	8,64%	9,59%	-2,72%	7,35%	21,60%	-6,76%
Avkastning 2004	-1,55%	1,20%	13,73%	0,14%	6,69%	-1,45%	9,71%	13,80%	-0,62%
Avkastning 2005	9,30%	8,70%	1,43%	10,12%	13,24%	13,01%	7,19%	6,89%	3,69%
Avkastning 2001-2005	14,67%	17,50%	57,38%	57,69%	74,98%	43,38%	53,06%	69,71%	24,70%

10.2 Bilaga 2, Fondfakta

Banco Hedge

<i>Fondbolag:</i>	Banco Fonder AB
<i>Placeringsinriktning:</i>	Huvudsakligen svenska aktier och derivatinstrument
<i>Fasta avgifter:</i>	Årlig förvaltningskostnad på 1,1 %.
<i>Resultatbaserad avgift:</i>	20 % av överavkastningen, vilket här innebär den del av fondens värdeutveckling som överstiger OMRX-TBILL, statsskuldväxelindex. Avgiften tas ut dagligen, men då fonden använder sig av <i>all time high</i> förfarandet krävs att fondens kursnotering överträffar sin tidigare toppnotering.
<i>Minsta insättning:</i>	4000 SEK

Cicero Hedge

<i>Fondbolag:</i>	Cicero Fonder
<i>Placeringsinriktning:</i>	Fonden investerar enbart i likvida, noterade nordiska aktier. Fonden är en lång/kort aktiebaserad fond vilket i princip innebär att fonden skall köpa undervärderade aktier i lika stor utsträckning som man blankar övervärderade.
<i>Fasta avgifter:</i>	Årlig förvaltningskostnad på 1,0 %.
<i>Resultatbaserad avgift:</i>	20 % av överavkastningen, vilket här innebär den del av fondens värdeutveckling som månadsvis överstiger 90 dagars STIBOR-ränta ⁵² .
<i>Minsta insättning:</i>	100 000 SEK, dock finn möjligheten att investera mindre summor från 20 000 SEK via Nordnet och Fondmarknaden.

Eikos

<i>Fondbolag:</i>	H. Lundén Kapitalförvaltning AB
<i>Placeringsinriktning:</i>	Fondens medel investeras huvudsakligen i börsnoterade aktier. Placeringarna är begränsade till skandinaviska, estniska och polska finansiella instrument.
<i>Fasta avgifter:</i>	Årlig förvaltningskostnad på 1,0 %.
<i>Resultatbaserad avgift:</i>	20 % av överavkastningen, här definierad som räntan på 90 dagars svensk statsskuldsväxel. "High water-mark" tillämpas.
<i>Minsta insättning:</i>	Minsta möjliga insats vid första teckning är SEK 500.000, därefter jämna multiplar av SEK 100.000 per teckningstillfälle.

Futuris

<i>Fondbolag:</i>	Futuris Asset Management AB
<i>Placeringsinriktning:</i>	Fondens tillgångar skall vara placerade i finansiella instrument utgivna i Europa, med fokus på Norden med kompletterande investeringar i andra länder.
<i>Fasta avgifter:</i>	Årlig förvaltningskostnad på 1,0 %.
<i>Resultatbaserad avgift:</i>	20 % av den del av totalavkastningen för varje enskild andelsägare som överstiger fondens tröskelränta. Tröskelräntan är definierad såsom LIBOR-räntan ⁵³ på 90 dagars placeringar i euro i ingående kvartal under räkenskapsåret.
<i>Minsta insättning:</i>	Minimiinvesteringen vid första teckningstillfället är 100 000 euro, därefter medges tilläggsinvesteringar på minst 10 000 euro per teckningstillfälle.

Lynx

<i>Fondbolag:</i>	Lynx Asset Management AB
<i>Placeringsinriktning:</i>	Placerar enbart i så kallade Futures, på de globala terminsmarknaderna. Innehavet kan delas upp i tre tillgångsklasser; aktieindex (20 %), räntor (40 %) samt valutor (40 %). Fonden består av långa och korta positioner på de olika terminsmarknaderna inom varje tillgångsklass.
<i>Fasta avgifter:</i>	Har en årlig förvaltningskostnad på 1 %.

⁵² Stockholm Interbank Offer Rate

⁵³ London Interbank Offer Rate

Resultatbaserad avgift: 20 % av överavkastningen, vilket här innebär den del av fondens värdeutveckling som månadsvis överstiger den sexmånaders statsskuldväxel som sattes vid månadens början.

Minsta insättning: 500 000 SEK

Merlin

Fondbolag: Lancelot Asset Management AB

Placeringsinriktning: Minsta möjliga insats vid första teckning är SEK 500.000, därefter jämna multiplar av SEK 100.000 per teckningstillfälle.

Fasta avgifter: Förvaltningsavgift tas ut i procent av fondförmögenheten. Avgiften täcker de kostnader som fondbolaget har för att förvalta fonden och dras av vid beräkningen av fondens andelskurs.

Resultatbaserad avgift: Normalt är att 20 % av överavkastningen tillfaller förvaltaren.

Minsta insättning: 1000 000 SEK

Nektar

Fondbolag: Nektar Asset Management AB

Placeringsinriktning: Placerar huvudsakligen i ränterelaterade instrument i G8-länderna och Norden. Fonden använder aktie- och valutarelaterade strategier och kombinerar finansiella instrument som enligt förvaltarnas uppfattning är felvärderade. Förvaltarna eftersträvar en risknivå som är lägre än aktiemarknadens.

Fasta avgifter: Årlig förvaltningskostnad på 1 %.

Resultatbaserad avgift: 20 % av överavkastningen. Tröskelräntan är räntan på 90-dagars svensk statsskuldväxel. Det prestationsbaserade arvudet erläggs månadsvis i efterskott

Minsta insättning: 500 000 SEK

Tanglin

Fondbolag: Tanglin Investment Management

Placeringsinriktning: Fondens placeringsinriktning och riskhantering bygger på en aktiv förvaltning med placeringar i likvida marknader och i instrument med hög likviditet.

Fasta avgifter: Årlig förvaltningskostnad på 1 %.

Resultatbaserad avgift: 20 % av överavkastningen, månatlig debitering.

Minsta insättning: Uppgift saknas

Zenit

Fondbolag: Zenit Asset Management AB

Placeringsinriktning: Placerar främst i aktier samt aktierelaterade instrument och utnyttjar i hög grad termins- och blankningsstrategier.

Fasta avgifter: Årlig förvaltningskostnad på 0,75 %

Resultatbaserad avgift: 20 % av överavkastningen, vilket här innebär den del av fondens värdeutveckling som årsvis överstiger det gångna årets genomsnittliga 90 dagars statsskuldväxel.

Minsta insättning: 500 000 SEK