
Analys av institutionell kapitalförvaltning

Stiftelserna som bildades ur de forna löntagarfonderna

Helene Fuchs

Major in Finance
Stockholm School of Economics
19475@student.hhs.se

Oscar Wehtje

Major in Finance
Stockholm School of Economics
19499@student.hhs.se

Analysis of institutional portfolio management

The foundations created from the former wage earners' funds

ABSTRACT

This paper studies the research foundations created in 1994 from the former wage earners' funds out of a portfolio management point of view. Firstly it describes the seven largest foundations and their different portfolio management structures. Secondly it analyses the performance of these foundations measured as the intercept, Jensen's α , in a linear regression of the excess returns of a portfolio versus a proxy for the market, as well as the Sharpe-ratio. Thirdly, the estimated performance measures are used to analyse possible correlation with investor specific attributes such as size, yearly cost of portfolio management and formal economic competency. We find that the boards of directors of these foundations generally have a low economic competency and have not been appointed with respect to knowledge in portfolio management. The structure of the portfolio management, as well as the level of diversification, differs across the foundations and their investments have a strong home country bias. The quantitative analysis finds that these foundations on an aggregated level outperformed the market but the results are heavily driven by two foundations. We find indications about a positive relationship between performance and economic competency, internal resources dedicated to portfolio management, as well as good evaluation methods. The relationship between performance and the number of portfolio managers can not clearly be estimated. Finally, the analysis suggests a negative relationship between performance and the cost of portfolio management.

Magisteruppsats i Finans

Handledare: Stefan Engström

Framläggning: 13 februari 2007, sal Ragnar

Opponent: Jacob Bolbol och Nils Öqvist

Först och främst skulle vi vilja tacka vår handledare Stefan Engström för sitt stöd, sin entusiasm samt värdefulla vägledning. Därefter vill vi uttrycka vår tacksamhet gentemot de sju stiftelser som medverkat i denna uppsats samt deras respektive kapitalförvaltare och konsulter. Ett särskilt tack vill vi tillägna Per-Olof Edin samt Hans Mertzig.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

I. INTRODUKTION	3
II. SYFTE	4
III. DISPOSITION	4
IV. HISTORIK OM LÖNTAGARFONDERNA	4
V. VAL AV STIFTELSE	5
VI. METOD	6
i. Insamling av kvantitativ information	6
ii. Insamling av kvalitativ information	8
iii. Klassificering av tillgångsslag	8
iv. Jämförelseindex	8
v. Modeller för utvärdering av avkastning	9
vi. Definition av kvalitativa egenskaper	11
VII. HYPOTESER	12
VIII. PRESENTATION AV STIFTELSENA	16
i. Stiftelsen för Strategisk Forskning	16
ii. Stiftelsen för Miljöstrategisk Forskning	17
iii. Stiftelsen för Kunskaps- och Kompetensutveckling	19
iv. Stiftelsen för internationalisering av högre utbildning och forskning	20
v. Stiftelsen för Vård och Allergiforskning	22
vi. Stiftelsen för forskning inom områden med anknytning till Östersjöregionen och Östeuropa	23
vii. Stiftelsen Framtidens Kultur	26
IX. ANALYS	29
i. Kvalitativa egenskaper	29
ii. Avkastning och allokering	31
iii. Jensens α	34
iv. Sharpe-kvoter	38
v. Framgångsfaktorer inom stiftelsernas kapitalförvaltning	38
X. SLUTSATS	46
i. Sammanfattning av resultat	46
ii. Förslag för framtida studier	47
XI. REFERENSER	48
XII. APPENDIX	50

I. Introduktion

Implementerandet av löntagarfonderna kom att bli ett av vår tids mest omdebatterade inrikespolitiska ämnen. Dessa fonder var baserade på en idé av LO ekonomen Rudolf Meidner för att öka socialiseringen och det fackliga inflytandet över svenskt privatägt näringsliv. Under större delen av 1980-talet kom cirka 20 miljarder kronor att ackumuleras från svenska vinstdrivande företag. Vid regimskiftet i Sverige 1991 beslutade den ny tillsatta borgerliga regeringen att avveckla de fem löntagarfonderna på ett sådant sätt att de aldrig skulle vara möjligt med en rekonstruktion. En stor del av kapitalet avsattes därför till ett antal forskningsstiftelser vars ändamål var att stärka Sveriges konkurrenskraft internationellt inom olika områden.

Vi har valt att studera kapitalförvaltning inom dessa forskningsstiftelser. Ur ett samhällsekonomiskt perspektiv bedömer vi att en sådan studie är högst relevant, då de betydande summorna som tillfördes löntagarfonderna skulle återföras successivt under minst tio år och komma Sveriges befolkning till nytta. Frågan är då huruvida kapitalförvaltningen inom dessa stiftelser har utförts på ett effektivt sätt som således möjliggör höga stipendieutbetalningar. Inom detta område har varken någon publicerad akademisk forskning eller några statliga utvärderingar gjorts. Allmänheten bör således ha en mycket begränsad vetskap om hur väl dessa statliga medel har förvaltats.

Den befintliga akademiska forskningen inom kapitalförvaltning har haft en stark koppling till analys av fonder, då data för dessa finns lättillgängliga via centraliserade databaser. Därför anser vi att en studie inom detta område, institutionell kapitalförvaltning, kan belysa skillnader mellan institutionell och professionell kapitalförvaltning. Vidare är denna uppsats, till vår kännedom, den första att på en detaljerad nivå studera stiftelserna som bildades ur de forna löntagarfonderna.

Tidigare akademiska studier inom kapitalförvaltning, med fonder som målgrupp, har funnit samband mellan avkastning och specifika egenskaper, så som fondens storlek och avgifter¹. Denna uppsats ämnar utröna om bevis finns för att avkastningen för stiftelserna som bildades ur de forna löntagarfonderna har samband med egenskaper som ovannämnda, storlek och avgifter, samt ekonomisk kompetens i styrelsen eller kapitalutskott, internt nedlagd tid på kapitalförvaltning, antal kapitalförvaltare, extern eller intern kapitalförvaltning samt utvärderingsmetoder.

¹ Se exempelvis Grinblatt och Titman (1989b), Dahlquist et al. (2000) samt Stehle och Grewe (2001)

II. Syfte

Syftet med denna uppsats är att trefaldigt: Först ämnar vi beskriva de olika stiftelserna och deras respektive kapitalförvaltning på ett kvalitativt sätt. Vidare analyseras avkastningsdata för att finna bevis för eventuell över- eller underavkastning. Slutligen avser vi studera möjliga samband mellan den kvantitativa analysen av avkastning och specifika kvalitativa egenskaper för respektive stiftelse, som storlek, kostnad för kapitalförvaltningen, ekonomisk kompetens i styrelsen eller kapitalutskott, internt nedlagd tid på kapitalförvaltning, antal kapitalförvaltare samt utvärderingsmetoder. Denna uppsats ämnar föra vidare samt utveckla de resultat presenterade i en uppsats om svenska pensionsfonder samt övriga stiftelser genomförd av Grenmark och Strand (2005), vilken till vår kännedom var den första inom sitt område.

III. Disposition

Först ges en kort historisk återblick kring löntagarfonderna i avdelning *IV*. Därefter redogörs i avdelning *V* för de stiftelser som bildades vid avregleringen av löntagarfonderna och samtidigt motiveras valet av de sju stiftelser som ingår i denna analys. Avdelning *VI* beskriver de metoder vi använt vid insamling av information samt analys. Hypoteser motiveras och beskrivs i avdelning *VII*. I avdelning *VIII* presenteras kvalitativ information om de olika stiftelserna. Därpå följer i avdelning *IX* en analys av de respektive stiftelserna utifrån ett kvalitativt, kvantitativt samt gränsöverskridande perspektiv. I avdelning *X* sammanfattas de resultat som presenterats och förslag på framtida studier ges.

IV. Historik om löntagarfonderna

I efterkrigstidens Sverige rådde en solidarisk lönepolitik enligt den så kallade Rehn – Meidner modellen vilket innebar lika lön för lika arbete oavsett företagets lönsamhet. Detta gjorde att mer produktiva företag gynnades genom tillbakahållna löneökningar vilket skapade ett fenomen som kom att benämnas övervinster. Dessa kom senare att ytterligare förstärkas av starka internationella prisstegringar under tidigt 1970-tal.² Det var ur dessa övervinster som LO-ekonomen Rudolf Meidners idé om löntagarfonder kom att födas och det ursprungliga förslaget presenterades den 27 augusti 1975³. Tanken med förslaget var att öka fackförbundens inflytande över det privata näringslivet genom så kallade riktade fondemissioner, motsvarande 20 % av de större företagens vinst före skatt. Dessa aktier skulle

² Hur Sverige blev rikt, Johan Myhrman, s. 190

³ Svenska folket och löntagarfonderna, Mikael Gilljam, s. 7

emottagas av löntagarfonderna, som i sin tur till fullo skulle ägas av alla löntagare i Sverige, oavsett om de arbetade i ett bidragande företag eller ej. Det bedömdes att ett vinstskapande företag inom 20-30 år skulle komma att kontrolleras av löntagarfonderna⁴.

Löntagarfonderna kom att bli en mycket central del i den efterföljande tidens politiska debatter. På partikongressen 1978 förklarade Olof Palme att socialdemokraterna hade som målsättning att implementera löntagarfonderna, vilket även skedde, om än i en modifierad form, efter valsegern 1982. Dock inrättades de fem löntagarfonderna i praktiken inte förrän år 1984.⁵ Även inom det socialdemokratiska moderpartiet var åsikterna vitt åtskilda, något som väl noterades i och med dåvarande finansminister Kjell-Olof Feldts berömda dikt som fotograferades av en åhörare i riksdagen:

*"Löntagarfonder är ett jävla skit
Men nu har vi baxat dem ända hit
Sen ska de fyllas med varenda pamp
som stött oss så starkt i våran kamp
Nu behöver vi inte gå flera ronder
förrän hela Sverige är fullt av fonder."*⁶

Efter den borgerliga valsegern 1991 togs ett beslut om ett första steg för avvecklingen av löntagarfonderna som vid den tiden hade ett värde som motsvarade drygt 22 miljarder kronor⁷. Vid samma tidpunkt avsattes de fem löntagarfondernas styrelser. Fonderna skulle avvecklas på ett sådant sätt att de inte skulle kunna vara möjligt att återskapa dem. De fem löntagarfonderna slogs samman och leddes av en avvecklingsstyrelse under namnet Fond 92-94. Regeringens initiala målsättning var att en betydande del av kapitalet skulle tillgodogöras personer som sparade i allemansfonderna. Ytterligare en del av kapitalet borde användas för främjandet av små och medelstora företag. Till följd av räntekrisen under hösten 1992 och den blocköverskridande krisuppgörelsen mellan regeringen och Socialdemokraterna avbröts allemanssparandet i förtid. Riksdagen beslutade att kapitalet från löntagarfonderna till största del skulle fördelas mellan riskkapitalbolag, forskningsstiftelser samt högskolestiftelser.⁸

V. Val av stiftelser

På grund utav den kraftigt begränsade akademiska forskningen inom institutionell kapitalförvaltning fann vi detta ämne mycket intressant att studera. Anledningen till denna begränsade forskning är en frågeställning vi inte ämnar besvara i denna uppsats. Emellertid

⁴ The Struggle for Economic Democracy in Sweden, Gregg Olsen, s. 11-12

⁵ Svenska folket och löntagarfonderna, Mikael Gilljam, s. 20-21

⁶ Kjell-Olof Feldt, Alla dessa dagar – I regeringen 1982-1990, s. 153

⁷ 22 369 MSEK per 1991-08-31, Regeringens proposition 1991/92:36

⁸ Riksdagens revisorer, Förslag till Riksdagen 1999/2000:RR12

skulle en rimlig förklaring kunna vara svårigheter med att erhålla information på ett kostnadseffektivt sätt, då data för stiftelser inte finns tillgängliga att ladda ner från olika databaser, till skillnad från exempelvis fonder.

Vidare föll valet på stiftelserna som bildades ur de forna löntagarfonderna först och främst på grund av det samhällsekonomiska intresset. Dessutom var vår ansats att dessa stiftelser som bildats av den Svenska staten torde lyda under offentlighetsprincipen och därigenom skulle det vara möjligt att erhålla erforderlig information.

Ur de forna löntagarfonderna fördelades pengar till totalt tolv stiftelser⁹. Nio nya forskningsstiftelser bildades, ett bidrag gavs till Stiftelsen Riksbankens Jubileumsfond samt två högskolor övergick till stiftelseform. Utav dessa har vi valt att endast studera de sju största forskningsstiftelserna. Detta beror på följande: Stiftelsen Innovationscentrum har på grund av politiska beslut förbrukat sitt kapital och Stiftelsen Riksbankens Jubileumsfond hade ej möjlighet att delge oss erforderlig information. Vidare fick Stiftelsen för Internationella institutet för industriell miljöekonomi vid Lunds Universitet ett relativt sett litet bidrag, har inget eget kansli samt mycket begränsad information finns tillgänglig. Slutligen har vi även valt att exkludera de två stiftelsehögskolorna, Stiftelsen Chalmers tekniska högskola samt Stiftelsen Högskolan i Jönköping, då dessa ej är renodlade forskningsstiftelser.

Inom professionell kapitalförvaltning tenderar de fonder som presterat sämst att sedermera läggas ner, ett fenomen som inom litteraturen benämns *survivorship bias*. I fallet med dessa statliga stiftelser är detta ej applicerbart då överlevnad ej beror lika mycket på prestation som på politiska beslut. Vidare omnämns i litteraturen även problematik kring skeva urval, så kallad *selection bias*. Då vår studie inkluderar nästan 90 % av det totala kapitalet som fördelades till forskningsstiftelser vid nedläggandet av löntagarfonderna, bedömer vi att de stiftelser som är inkluderade i denna studie utgör en representativ grupp.

VI. Metod

i. Insamling av kvantitativ information

Första steget i processen var att kontakta de respektive stiftelserna via telefon för en kortare presentation av uppsatsen och vilken typ av information vi skulle komma att behöva. Detta följdes upp via e-post med en detaljerad förfrågan, se *appendix*. Sju av stiftelserna vi kontaktade var positivt inställda till att medverka och tillhandahålla önskad information. Själva insamlingsprocessen kom dock att bli betydligt mer resurskrävande än vad vi initialt hade tänkt oss då endast en stiftelse hade komplett sammanställd information om sin

⁹ Se Riksdagens revisorer, Förslag till Riksdagen 1999/2000:RR12

kapitalförvaltning. Det visade sig att stiftelserna hade valt helt olika metoder för sin back-office hantering och uppföljning av kapitalförvaltningen, allt från att köpa in tjänsten från utomstående konsulter, till att genomföra den själv i mer eller mindre begränsad omfattning. Vidare har dessa metoder förändrats och utvecklats under årens lopp, vilket skapade ytterligare problem med att få data som är jämförbar mellan stiftelser och över tiden. Härutöver är viss avkastningsdata redovisad före kostnader för förvaltning och viss avkastningsdata redovisad efter dessa kostnader. I flertalet fall är stiftelserna inte medvetna om vilket som är fallet och vår generella slutsats är att interna och externa diskretionära förvaltare presenterar data före förvaltningskostnader medan fonder presenterar data efter kostnader. På grund av en komplex kostnadsstruktur med både synliga och dolda kostnader för kapitalförvaltningen, performance-baserade arvoden samt rabatter för fonder i form av så kallade ”kick-backs”, har det ej varit möjligt att justera avkastningsserierna. Det man dock bör ta i beaktande är att stiftelserna, i förhållande till de avgifter en vanlig fondsparare betalar, över lag har en låg kostnad uttryckt som procent av totalt kapital vilket redovisas i *tabell 1* nedan. Således bedömer vi att en justering för kostnader endast skulle ha fått en marginell effekt.

Det visade sig att en stor del av informationen endast fanns tillgänglig i pappersformat, i form av arkiverade månadsrapporter från stiftelsernas respektive förvaltare. Detta innebar att vi fick tillgång till en stor och svårhanterad mängd arkiverat material gällande kapitalförvaltningen från 1994 till 2006. För att skapa oss en överblick förde vi en diskussion med ansvariga personer på stiftelsen som gav en förklaring till de förändringar i förvaltarstruktur som stiftelsen genomgått. Nästa steg var att från månadsrapporterna manuellt föra in marknadsvärden och avkastning för de respektive delportföljerna till ett kalkylprogram. Dock fanns i många fall inte sammanställd information tillgänglig för vissa delportföljer eller förvaltningsmandat, även för de stiftelser som hade elektronisk uppföljning av förvaltningen. Emellertid visade det sig stundtals att genom att sammanställa den information som fanns att tillgå, var det möjligt att räkna ut fullständig data.

Att föra över all denna information till elektroniskt format var bara i sig ett mycket tidskrävande moment och det resulterade i att vi begränsade vårt urval. Informationen är komplett för de senaste fem åren och för tidigare år är en större del av informationen inkluderad. Dock har det i vissa fall det endast varit möjligt att få tillgång till data för vissa delportföljer eller för totalportföljen gällande de tidiga åren.¹⁰ Trots den i vissa fall

¹⁰ Detta gäller ÖSTERSJÖ och VÅRDAL där förvaltningen var uppdelad på två blandmandat och endast data från en förvaltare fanns tillgänglig. Gällande FRAMTIDEN så fanns ej data mellan 1994 och 1998 för svenska aktier. Slutligen fanns endast information om MISTRA:s totalportfölj under perioden 1994 till 1997

begränsade informationen anser vi att en analys av samtliga tillgängliga observationer är relevant och således har vi valt att analysera två tidsperioder. Den första perioden sträcker sig från 1994 fram till oktober 2006 och inkluderar alla observationer, den andra från november 2001 till oktober 2006. Därutöver har vi även skapat en dataserie med årliga uppgifter där saknad data kompletterats från respektive stiftelses årsredovisningar. Vidare krävdes, för uträkning av månatlig avkastning, att hänsyn togs till de transfereringar som skett mellan olika tillgångsslag samt förvaltare. Detta medförde vissa approximeringar, som att transfereringar antas ske den sista dagen varje månad. Slutligen räknade vi ut en viktad avkastning och marknadsvärden på aggregerad nivå för stiftelsernas olika delpportföljer samt även för totalportföljen.

ii. Insamling av kvalitativ information

Som grund för vår kvalitativa beskrivning av dessa stiftelser har vi använt årsredovisningar samt övrigt publicerat material. För att komplettera denna kvalitativa analys valde vi att utföra intervjuer med ansvariga på samtliga stiftelser samt de olika back-office konsulterna, för att ytterligare kunna belysa möjliga skillnader mellan stiftelserna. På detta sätt ämnar vi bland annat finna eventuella kvalitativa faktorer som har samband med framgångsrik kapitalförvaltning.

iii. Klassificering av tillgångsslag

Vid analys av data för de olika stiftelserna, har deras respektive kapital klassificerats i fyra primära tillgångsslag: svenska aktierelaterade investeringar (svenska aktier), utländska aktierelaterade investeringar (utländska aktier), räntebärande investeringar (räntor) samt hedgefonder. Tillgångar som ej klassificeras till någon av dessa fyra kategorier samlas i kategorin övriga investeringar och inkluderar exempelvis onoterade private equity-investeringar.

iv. Jämförelseindex

Avkastning för svenska aktier, utländska aktier, räntor samt hedgefonder analyseras både separat samt på en aggregerad nivå och jämförs med tillämpliga index, som antas spegla deras respektive marknadsportfölj. Då det ej finns marknadsnoterade värden för exempelvis private equity-investeringar och dessa således redovisas till bokfört värde, har vi valt att exkludera kategorin övriga investeringar både som ensam delpportfölj samt ur totalportföljen när vi analyserar avkastning. Dock är övriga investeringar inkluderade i presentationer av stiftelsernas respektive förmögenheter som ej direkt är kopplade till avkastning.

För svenska aktier har vi valt *SIX Portfolio Return Index* (SIXPRX) som jämförelsebart index. SIXPRX har konstruerats med utgångspunkt att spegla marknadsutvecklingen av bolag registrerade vid Stockholmsbörsen samt ta hänsyn till utbetald utdelning, med begränsningen att inget bolag får uppgå till mer än 10 % av index¹¹. Data för SIXPRX erhöles från databasen SIX TRUST.

De utländska aktieinvesteringarna har vi valt att analysera mot Morgan Stanley Capital Internationals nettoutdelningsjusterade världsindex (MSCI World Net Index) och månatlig data erhöles från MSCI Barras webbplats (www.mscibarra.com). MSCI World Net Index är skapat för att mäta global avkastning på aktiemarknader i industriländer. Detta index är noterat i amerikanska dollar och har räknats om till svenska kronor med hjälp av växelkurser erhöles från Sveriges Riksbanks webbplats (www.riksbank.se).

Räntebärande investeringar analyseras emot OMRX Total Bond index (OMRXTB), som är ett brett svenskt obligationsindex. Data för OMRXTB erhöles från SIX TRUST. Därutöver behöver vi även avkastningen på en riskfri investering och som detta har 7 dagars STIBOR¹² valts, vilket erhöles från Sveriges Riksbank (www.riksbank.se).

Stiftelsernas respektive hedgeinvesteringar utvärderas mot det kapitalviktade SIX Harcourt HFXS-indexet (HFXS), som är ett brett, svenska hedgeindex. Data för HFXS erhöles från SIX TRUST.

v. Modeller för utvärdering av avkastning

Först väljer vi att göra en analys av avkastning utan hänsyn till tagen risk, genom att mäta stiftelsernas överavkastning i förhållande till sina respektive referensportföljer. Denna överavkastning förklaras i huvudsak av förmågan att allokera mellan tillgångsslag samt att välja överpresterande värdepapper. Modellen vi estimerar för att isolera dessa två effekter lyder enligt följande,

$$R_P - R_B = \sum_{i=1}^n (w_{Pi} - w_{Bi}) R_{Bi} + \sum_{i=1}^n w_{Bi} (R_{Pi} - R_{Bi}) + \sum_{i=1}^n (w_{Pi} - w_{Bi}) (R_{Pi} - R_{Bi})$$

där R_P är portföljens avkastning och R_B är referensportföljens avkastning under perioden. Överavkastningen däremellan förklaras av summan av respektive delportföljs överavkastning hänförd till allokering mellan tillgångsslag, val av värdepapper samt slutligen en krossprodukt som är hänförlig till båda dessa.¹³ Då stiftelserna i flertalet fall saknar en definierad

¹¹ Flertalet av stiftelserna har liknande restriktioner

¹² Stockholm Interbank Offered Rate

¹³ Bodie et al. (2005) ss. 881

referensportfölj har istället en sådan skapats baserat på den genomsnittliga vikten för respektive kapitalslag under de senaste fem åren.

Vid utvärdering av kapitalförvaltning och för att erhålla en meningsfull jämförelse mellan olika portföljer krävs att en riskjustering av avkastningen genomförs. I denna uppsats har vi valt att genomföra dessa analyser med hjälp av de klassiska modellerna presenterade av Jensen (1968) och Sharpe (1966). Den första av dessa modeller baserar sig på CAPM, Capital Asset Pricing Model¹⁴. Detta är en modell som används för att prissätta alla typer av kapitaltillgångar och estimeras enligt följande,

$$R_{it} = R_{ft} + \beta_i(R_{mt} - R_{ft}) + \varepsilon_{it}$$

där R_{it} är avkastning för portfölj i vid tidpunkt t och R_{ft} är den riskfria räntan vid tidpunkt t . Lutningskoefficienten, β_i , mäter portföljens systematiska risk, med andra ord exponering mot marknadens risk, och antas vara konstant över tiden. R_{mt} är avkastningen på marknadsportföljen vid tidpunkt t och ε_{it} är en slumpmässig felterm som antas vara normalfördelad med förväntat värde lika med noll. Vidare bygger modellen i sig på ett antal förenklande antaganden¹⁵. Tanken med CAPM är att avkastningen på en given tillgång beror på den riskfria räntan plus tillgångens exponering mot marknadens risk multiplicerat med marknadens riskpremium. Jensens (1968) presenterar en ny applicering av CAPM för att mäta över- respektive underavkastning och estimeras enligt nedanstående,

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_i(R_{mt} - R_{ft}) + \varepsilon_{it}$$

skillnaden modellerna emellan är dels att den riskfria räntan har subtraherats från ekvationens båda sidor och således visas tillgångens avkastning utöver den riskfria räntan. Dessutom inkluderas ett intercept i modellen, α , vilket visar på en eventuell över eller underprissättning. Ett positivt α tolkas således som att portföljen har överträffat marknadsportföljen medan ett negativt α tolkas som att portföljen har underpresterat jämfört med marknaden. Enligt hypotesen om en effektiv marknad, bör inte en investerare konsekvent över tiden kunna överträffa marknadsportföljen. Om detta sker kan det tolkas som bevis för att denna hypotes inte gäller och att marknaden är ineffektiv¹⁶. Givet en effektiv marknad, så kommer α ej att statistiskt signifikant skilja sig från noll, utan överavkastningen förklaras enbart av β multiplicerat med riskpremien, samt störningsfaktorn. För att uppnå ett positivt α krävs en aktiv kapitalförvaltning som tar positioner som skiljer sig från och presterar bättre än

¹⁴ Se exempelvis Bodie et al. (2005) ss. 281

¹⁵ Se exempelvis Jensen et al. (1972)

¹⁶ Brealey och Myers (2003) ss. 347

marknadsindex. Således torde en passiv investering i marknadsindex ge ett α som är lika med noll. Vidare bör det nämnas att antagandet om att β skall vara konstant över tiden innebär ett systematiskt fel i analysen, då en omplacering av portföljens innehav kan ge en förändring av portföljens exponering mot marknadsrisken. Emellertid har studier av svenska och amerikanska fonder genomförda av Dahlquist et al. (2000) respektive Grinblatt och Titman (1993) visat att detta systematiska fel är förhållandevis litet. Det vi ämnar undersöka är huruvida stiftelserna bildade ur de forna löntagarfonderna har avvikit från marknadsindex och lyckats prestera ett positivt α , både på en individuell basis samt på en aggregerad nivå där samtliga sju stiftelser ingår. Vi har valt att testa samtliga tillgängliga observationer för varje delportfölj samt även testa de senaste fem åren, från november 2001 till oktober 2006, för att möjligen åskådliggöra förändringar över tiden.

Utöver Jensens α ämnar vi utvärdera kapitalförvaltningen hos de olika stiftelserna baserade på en modell presenterad av Sharpe (1966), där jämförelsetalet har fått benämningen Sharpe-kvot och definieras enligt följande,

$$S_i = \frac{\bar{R}_i - \bar{R}_f}{\sigma_i}$$

där Sharpe-kvoten, S_i , räknas ut som portföljens genomsnittliga överavkastning, R_i , i förhållande till en riskfri investering, R_f , dividerat med portföljens standardavvikelse, σ_i . Sharpe-kvoten är således ett riskjusterat mått och ger en möjlighet för relativ jämförelse mellan olika portföljer.

vi. Definition av kvalitativa egenskaper

Slutligen ämnar vi nyttja estimerade α och S för att göra en analys av eventuella förhållanden mellan avkastning och kvalitativa egenskaper som storlek, kostnad för kapitalförvaltningen, ekonomisk kompetens i styrelsen eller kapitalutskott, internt nedlagd tid på kapitalförvaltning, antal kapitalförvaltare samt utvärderingsmetoder. Ett antal av ovan nämnda faktorer, relaterade till kompetens och kvalitet på utvärderingsmetoder, är rent kvalitativa och således vanskliga att kvantifiera. Vi har försökt göra en objektiv bedömning baserat på den information vi tagit del av från intervjuade personer, kapitalförvaltare och konsulter samt även skriftligt publicerat material. Därefter har en betygsättning för respektive stiftelse gjorts på en skala från noll till tre. Gällande ekonomisk kompetens i styrelse respektive kapitalutskott har vi valt att definiera kategorierna enligt följande: [3] Formell ekonomisk utbildning på universitetsnivå eller lång erfarenhet från finansbranschen, under minst hälften av stiftelsens existensperiod. [2] Lång erfarenhet från framstående position

inom näringslivet, under minst hälften av stiftelsens existensperiod. [1] Kompetens enligt kategori [2] eller [3], men endast under en begränsad tidsperiod, ej överskridande hälften av stiftelsens existensperiod. [0] Ingen form av ekonomisk utbildning eller bedömd relevant erfarenhet, under stiftelsens hela existensperiod. Vidare har vi valt att bedöma respektive stiftelses utvärdering av kapitalförvaltningen enligt följande kategorier: [3] Utvärdering sköts av part utan koppling till den operativa kapitalförvaltningen och inkluderar kapitalets utveckling för totalportföljen samt respektive delportfölj i förhållande till index, riskjusterad avkastning samt kapitalallokering. [2] Utvärdering sköts av part med koppling till den operativa kapitalförvaltningen och inkluderar kapitalets utveckling för totalportföljen samt respektive delportfölj i förhållande till index, riskjusterad avkastning samt kapitalallokering. [1] Uppföljning sköts av part med koppling till den operativa kapitalförvaltningen. Rapporten är av enklare karaktär och inkluderar kapitalets utveckling för totalportföljen, respektive delportfölj i förhållande till index samt kapitalallokering, men saknar mått om riskjusterad avkastning. Vidare kan denna rapport inte klassificeras som en utvärdering utan snarare som en sammanställning. [0] Uppföljning sköts av part med koppling till den operativa kapitalförvaltningen. Rapporten är av enklare karaktär och saknar viss relevant information, som avkastning per delportfölj.

VII. Hypoteser

Inom området för analys av kapitalförvaltning har ett stort antal akademiska studier bedrivits där stöd för både överavkastning och underavkastning har presenterats. Emellertid relaterar majoriteten av dessa studier till analyser av data från olika fonder, då denna typ av data är mer lättillgänglig än data från institutionella investerare. Grinblatt och Titman (1993) samt Ippolito (1989) presenterar bevis för att fonder i USA i genomsnitt presterar en positiv avkastning. Ändock tyder flertalet av de genomförda akademiska studierna på att fonder i genomsnitt inte överpresterar relativt sina respektive marknadsindex. Exempelvis menar Ferson och Schadt (1996) att amerikanska fonder genererar en underavkastning i förhållande till sitt jämförelseindex under tidsperioden 1968 till 1990. Vidare tyder en studie utförd av Grossman och Stiglitz (1980) på att all tillgänglig information inte reflekteras i priset för ett instrument. Således kan informerade investerare skapa en överavkastning före avdragna kostnader jämfört med marknaden. Dock erhåller inte en investerare informationen utan kostnad vilket resulterar i ett nollsummespel. Dahlquist et al. (2000) lyfter fram bevis för att en genomsnittlig svensk aktiefond genererade en överavkastning som var nära noll eller svagt positivt under perioden 1993-1997. Under samma tidsperiod visar sig obligationsfonder och

penningmarknadsfonder ha presterat sämre, och signifikanta negativa α påvisas. Dock påvisar Engström (2004a) att genomsnittliga Sverigefonder samt svenska småbolagsfonder överträffar sina respektive jämförelseindex. Samtliga ovan nämnda studier baserar sig på data för olika kategorier av fonder. Inom institutionell kapitalförvaltning har en studie av svenska pensionsfonder och övriga stiftelser genomförts av Strand och Grenmark (2005) där, i enlighet med Ferson och Schadt (1996), bevis påträffas för att dessa institutionella investerare i genomsnitt underpresterar relativt sitt respektive jämförelseindex under perioden 1999-2005. Då stiftelserna som bildades ur de forna löntagarfonderna har som kärnverksamhet att fördela forskningsbidrag anser vi det vara rimligt att anta att dessa stiftelsers kapitalförvaltning får spela en sekundär roll. Baserat på detta antagande och de varierande resultaten från ovannämnda studier, lyder vår första hypotes enligt följande: *[I] Kapitalförvaltningen hos löntagarfondsstiftelserna presterar sämre än sitt jämförelseindex.*

Vidare är relationen mellan storlek på förvaltat portfölj och avkastning ett område inom vilket ett flertal akademiska studier har presenterats. Det har visats att desto större en förvaltares kapital är, desto mindre är sannolikheten att denna kan genomföra affärer utan att påverka marknadspriset. Således är det generella resultatet att storlek och avkastning har en negativ korrelation. Denna ståndpunkt argumenteras av Grinblatt och Titman (1989b) som påvisar att fonder med ett mindre förvaltat kapital genererar högst avkastning. Visserligen ger en betydande storlek i sig fördelar tack vare exempelvis skalfördelar. Pirinsky (2000) hävdar dock att dessa effektivitetsfördelar bör ställas i relation till de nackdelar som uppkommer på grund av minskade möjligheter för koordination och specialisering likväl som den begränsade tillgången av likvida instrument. Vidare tyder resultaten från en studie utförd av Dahlquist et al. (2000) på att större svenska aktiefonder presterat sämre än mindre svenska aktiefonder under perioden 1992-1997. Dock påvisas motsatt resultat för svenska obligationsfonder. Då samtliga av dessa studier grundar sig på data från fonder, anser vi att en jämförelse av genomsnittligt kapital under förvaltning mellan fonder och institutioner är relevant. De 126 aktiefonder Dahlquist et al. (2000) analyserar har ett genomsnittligt marknadsvärde på cirka 1,6 miljarder kronor vid utgången av mätperioden. Motsvarande för de sju stiftelserna i denna uppsats är cirka 4,4 miljarder kronor eller 2,75 gånger större än aktiefonderna. Baserat på ovanstående akademisk forskning borde storlek vara negativt korrelerat med avkastning även för stiftelserna som bildades ur de forna löntagarfonderna. Dessutom torde stiftelsernas relativt större storlek accentuera denna potentiella negativa effekt. Emellertid visar Grenmark och Strand (2005) en svag positiv korrelation mellan storlek och avkastning för institutionella investerare. Genomsnittligt kapital under förvaltning i denna studie är cirka 1,2 miljarder

kronor. Stiftelserna som bildades ur de forna löntagarfonderna har dessutom kapitalet allokerat till både aktier och räntebärande instrument, vilket enligt Dahlquist et al. (2000) implicerar en tvetydig relation mellan storlek och avkastning. Vidare anser vi att en större stiftelse har bättre möjligheter att på ett kostnadseffektivt sätt diversifiera sina tillgångar mellan ett större antal förvaltare. Samtidigt ger skalfördelar möjligheter att kunna allokera mera intern tid åt kapitalförvaltningen och detta borde verka i en positiv riktning för avkastningen. Baserat på ovanstående finner vi indikationer på både positiv och negativ korrelation mellan storlek och avkastning. Slutligen blir vår ansats att de positiva fördelarna bör ha en mer markant påverkan och vår andra hypotes lyder därför enligt följande: *[III] Avkastningen för löntagarfondsstiftelserna är positivt korrelerad med respektive stiftelses storlek.*

Enligt ovan förda resonemang kring skalfördelar, torde en större stiftelse ha bättre förhandlingsmöjligheter kring avgifter till kapitalförvaltare. Detta är förenligt med Freeman och Brown (2003) som påvisar att avgifter för fonder minskar när totala kapitalet ökar, något som även styrks av Grenmark och Strand (2005). Vår tredje hypotes lyder således: *[III] Kostnaden för kapitalförvaltningen hos löntagarfondsstiftelserna minskar i takt med att totala kapitalet ökar.*

Dahlquist et al. (2000) påvisar att avkastning är negativt relaterad med kostnader för svenska fonder. I motsats till detta tyder resultaten från Ippolito (1989) på att högkostnadsfonder presterar bättre, eller åtminstone tillräckligt bra för att täcka sina högre avgifter. Vår ansats baserar sig på antagandet om att förvaltare tenderar att spendera mera tid på klienter som de tjänar relativt sett mer på. Vidare antar vi att ett antal av löntagarfondsstiftelsernas avgiftsstrukturer är performance-baserade, vilket implicerar samma resultat men med omvänd kausalitet. Även för förvaltningsmandat utan direkta performance-arvoden, antar vi att avgiften baserar sig på totala kapitalet under förvaltning, vilket medför ett indirekt performance-baserat belöningssystem. Därför är vår fjärde hypotes enligt följande: *[IV] Avkastning är positivt relaterat till förvaltningskostnader för löntagarfondsstiftelserna.*

Vidare antar vi att en ekonomisk kompetens i styrelsen samt kapitalutskotten för de respektive stiftelserna möjliggör en mer rationell allokering mellan förvaltare och tillgångsslag likväl som en förmåga att regelbundet kunna utvärdera huruvida den operativa kapitalförvaltningen sköts på ett effektivt sätt samt presterar goda resultat. Därav kommer följande hypoteser: *[V:a] Ekonomisk kompetens i styrelsen är positivt relaterat med avkastning. [V:b] Ekonomisk kompetens i kapitalutskottet är positivt relaterat med avkastning.*

I enlighet med resultat presenterade av Grenmark och Strand (2005) antar vi att mängden internt spenderad tid på kapitalförvaltning är positivt korrelerad med avkastning och vår sjätte hypotes lyder således: *[VI] Mängden internt spenderad tid är positivt relaterad till avkastning.*

Huberman (1999) menar att investerare föredrar investeringar som de har initial kunskap om och detta resulterar ofta i en förskjutning mot investeringar i sitt eget hemland (*home country bias*). I ljuset av detta kan antas att en ensam kapitalförvaltare endast har möjlighet att bevaka en marknad och denna är då sannolikt förvaltarens lokala marknad. Således bör en stor investerare, som på ett kostnadseffektivt sätt har möjlighet att nyttja ett flertal personer med kunskaper inom olika marknader och kapitalslag, ha sitt kapital allokerat till ett större antal kapitalförvaltare och tillgångsklasser. Dessutom kan det antas att en investerare behöver investera en betydande summa hos en förvaltare för att få möjligheter att kunna förhandla om avgiftsnivåer, vilket medför att större investerare har möjlighet att nyttja ett större antal förvaltare. Hypotes nummer sju lyder därför: *[VII] Totala mängden kapital är positivt korrelerad med antalet kapitalförvaltare.*

Därutöver antas att ett större antal förvaltare medför en bättre diversifierad portfölj och således bör avkastning vara positivt korrelerad med antalet förvaltare, dock med en minskande margineffekt. Engström (2004b) påvisar att för svenska fonder ökar total avkastning i takt med att portföljens diversifieringsgrad tilltar. Följaktligen lyder hypotes åtta: *[VIII] Avkastning är positivt korrelerad med antalet kapitalförvaltare.*

Carhart (1997) konstaterar i en studie av fonders avkastning att det generellt sett är svårt att förutsäga vinnare baserat på historisk utveckling, men däremot är möjligheten att förutsäga förlorare betydligt större. Därför antar vi att en god rutin gällande löpande utvärdering av investeringar medför en möjlighet att identifiera och avyttra underpresterande investeringar och således bör vara positivt korrelerad med avkastning. Vår nionde och sista hypotes lyder följaktligen: *[IX] En god rutin för utvärdering av investeringar är positivt korrelerad med avkastning.*

VIII. Presentation av stiftelserna

i. Stiftelsen för Strategisk Forskning

Stiftelsen för Strategisk Forskning (SSF) inrättades i januari 1994 och erhöll då ett stiftelsekapital om 6 000 miljoner kronor. SSF:s uppdrag är att stödja naturvetenskaplig, teknisk och medicinsk forskning, samt främja utvecklingen av starka forskningsmiljöer av högsta internationella klass.¹⁷ SSF får enligt beslut förbruka sitt kapital, dock är nuvarande målsättning att existera åtminstone in på 2020-talet. SSF leds av en styrelse som för närvarande består av elva personer. Denna styrelse tillsätts av regeringen och består både av forskare samt av personer med bakgrund inom industrin. Dock saknas någon form av formell ekonomisk kompetens hos styrelseledamöterna. Inom kapitalförvaltningen fattar styrelsen slutgiltiga beslut i övergripande frågor, som exempelvis införandet av ett nytt kapitalförvaltningsmandat. Styrelsen utser, baserat på kompetens, ett kapitalutskott bestående av fem personer, varav fyra externa, som sammanträder regelbundet minst en gång per månad samt vid behov hålls extra telefonmöten. Kapitalutskottet fattar beslut angående allokering mellan de olika förvaltarna och tillgångsslagen, baserat på utvärdering av historisk avkastning samt framtidsutsikter inom respektive delforfölj. All form av praktisk hantering av kapitalförvaltningen på kontoret sköts av två anställda tjänstemän, varav en är medlem i kapitalutskottet.

SSF delar ut förvaltningsmandat där varje enskild förvaltare har i uppdrag att investera inom ett specifikt kapitalslag. Detta innebär alltså att de olika förvaltarna enbart har till uppgift att välja placeringar, medan fördelningen mellan tillgångsslag utförs av kapitalutskottet. Historiskt sett har 100 % av kapitalet varit allokerat till olika diskretionära förvaltare men fonder har de senare åren fått en allt större vikt. SSF har en långsiktig placeringspolicy om att 40 – 60 % av kapitalet skall vara allokerat till aktierelaterade instrument. För förvaltarna av svenska aktier gäller en målsättning om minst 10 % absolut avkastning per år, om så infaller utgår ett mindre performance-arvode. De utländska fondförvaltarna samt vissa av hedgefondförvaltarna ger stiftelsen, i egenskap av mycket stor kund, vissa ”kick-back” rabatter, alltså en årlig ökning av antalet andelar.

All SSF:s kapitalförvaltning sker med hjälp av för närvarande 23 olika externa förvaltare, förutom en internt förvaltd direktavkastningsportfölj bestående av nio svenska bolag (SKF, TeliaSonera, Swedbank, SSAB, Electrolux, Sandvik, Skanska, SCA samt Husqvarna). De olika förvaltningsmandaten delas ut med en treårig horisont för att därefter

¹⁷ SSF:s Årsredovisning 2005, s. 2

utvärderas och omprövas. SSF har anlitat Mpir/Mercer Investment Consulting för att på en kvartalsbasis få en grundläggande utvärderingsrapport om de olika förvaltarnas resultat. Vidare genomför SSF internt en kompletterande, enklare månatlig utvärdering. Vad gäller etiska krav på investeringarna följer SSF den 7:e AP-fondens riktlinjer¹⁸, med tillägget att SSF ej investerar i tobaksindustrin. För att utvärdera att dessa riktlinjer följs använder SSF etikanalyskonsulten GES¹⁹ som genomför utvärderingar av samtliga investeringar två gånger per år. För bolag som inte når upp till de ställda riktlinjerna försöker GES och SSF genomföra en konstruktiv dialog för att påverka företagen till förändring. Om någon förbättring ej sker, utesluter SSF det aktuella företaget ur sina investeringar. SSF:s totala kostnader hänförligt till kapitalförvaltningen uppskattas under 2005 till ca 18,5 miljoner kronor^{20, 21}.

ii. Stiftelsen för Miljöstrategisk Forskning

Stiftelsen för Miljöstrategisk Forskning (MISTRA) bildades i januari 1994 och erhöll då ett stiftelsekapital om 2 500 miljoner kronor²² som enligt stadgarna får förbrukas på lång sikt, dock förväntas MISTRA fortleva fram till 2020-talet²³. MISTRA har till uppgift att stödja forskning av strategisk betydelse för en god livsmiljö och hållbar utveckling. Stiftelsen ska främja utvecklingen av starka forskningsmiljöer av högsta internationella klass och forskningen ska ha betydelse för lösandet av viktiga miljöproblem samt för en miljöanpassad samhällsutveckling. Med miljöstrategisk forskning avses att forskning ska ske utifrån ett långsiktigt perspektiv och vara inriktad på att lösa viktiga miljöproblem.²⁴

MISTRA:s styrelse tillsätts av regeringen och består av elva personer. Möten genomförs fyra gånger per år. Styrelsen har sedan starten endast under korta perioder haft ledamöter med ekonomisk kompetens. Vidare saknar all personal på kansliet någon formell ekonomisk bakgrund. Därför har styrelsen utsatt en kapitalförvaltningskommitté som för närvarande består av fyra personer, tre externa rådgivare samt VD. Styrelsen sätter en övergripande policy för kapitalförvaltningen, men därefter har kommittén fria händer att agera, till exempel upphandling av nya förvaltningsmandat samt omallokering mellan de olika delportföljerna. Kommittén har regelbundna formella möten fyra gånger per år vilka inträffar en tid före styrelsemötena. Utöver detta har kommittén frekvent kontakt via e-post och telefon

¹⁸ Riktlinjer för hantering av etiska frågor i 7:e AP-fondens verksamhet, 2005-12-08

¹⁹ Se www.ges-invest.com

²⁰ Bygger på SSF:s årsredovisning för 2005 samt ett antagande om 0,3 % i avgift för fondinnehav

²¹ Personlig intervju med Björn Brandt och Birgitta Lundin på SSF, 2006-12-12

²² MISTRA:s Årsredovisning 2005, s. 44

²³ MISTRA:s Årsredovisning 2005, s. 39

²⁴ MISTRA:s Årsredovisning 2005, s. 2

samt träffar även förvaltare vid behov. Vidare ingår i kanslichefens roll ett löpande ansvar för kapitalförvaltning och detta motsvarar cirka 30 % av en heltidstjänst.

Kapitalet är fördelat mellan aktier och räntebärande investeringar. Ett utmärkande drag för MISTRA:s val av aktieplaceringar är den relativt låga portföljvikten av svenska investeringar (*home country bias*), utan i stället är kapitalet fördelat över de större marknaderna i världen²⁵. Vidare har MISTRA en mindre andel alternativa investeringar. Allokeringen mellan kapitalslag och förvaltare baseras dels på marknadsutsikter men även på en analys av den av styrelsen önskade livslängden för MISTRA. All förvaltning sker idag av externa förvaltare, både i form av diskretionär förvaltning samt fonder. Tidigare har en ränteportfölj med avsikt att täcka de kommande fem årens utbetalningar förvaltats internt. Samtliga förvaltningsmandat är inriktade på en specifik marknad. MISTRA följer ett liknande regelverk som den 7:e AP-fonden gällande hållbara investeringar och vid slutet av 2005 var 75 % av det totala kapitalet, inkluderat räntebärande placeringar, förvaltat enligt hållbarhetskriterier (SRI, *Socially Responsible Investments*). Det som utmärker MISTRA:s SRI policy är en positiv screening²⁶ samt ett starkt engagemang i att försöka påverka och följa upp SRI genomförandet hos sina kapitalförvaltare. Dessutom har MISTRA varit startinvesterare i fyra olika SRI fonder, vilket medvetet har gjorts i stället för att investera i liknande diskretionära mandat, för att på så sätt möjliggöra för andra investerare att också investera i samma hållbara kapitalförvaltning. Principen som MISTRA följer är att sunda bolag borde innebära en mindre risk för framtida problem och att dessa bolag på lång sikt också borde utvecklas bättre än genomsnittet. Nya förvaltningsmandat fattas med en treårig investeringshorisont och performance för samtliga förvaltare följs och utvärderas på en löpande basis med hjälp av rapporter från konsultföretaget Wahlstedt & Sageryd. Vidare har mer omfattande externa utvärderingar genomförts, senast 2003. Kapitalförvaltningskommittén visar dock ganska mycket tålamod mot investeringar och för en aktiv dialog med förvaltare så fort performance är sämre än benchmark. Dessutom utvärderar MISTRA sina diskretionära förvaltare även ur ett SRI perspektiv genom att årligen skicka ut en enkät och genomföra telefonintervjuer. En stor del av fondförvaltarna har performance-baserade avgiftssystem. MISTRA:s kostnader för kapitalförvaltningen under år 2005 uppskattas till cirka 15 miljoner kronor²⁷ allokerat till kapitalförvaltningskommittén, kansliet och löpande konsultarvoden om

²⁵ USA, Europa, Japan, Emerging Markets samt ett globalt mandat

²⁶ Investering sker i företag med framtonad hållbarhetsinriktning

²⁷ Bygger på MISTRA:s årsredovisning för 2005, personlig intervju med Eva Thörnelöf samt ett antagande om 0,3 % i avgift för fondinnehav

cirka 2,2 miljoner kronor, avgifter till diskretionära förvaltare om 8,2 miljoner kronor samt avgifter till fondförvaltare.²⁸

iii. Stiftelsen för Kunskaps- och Kompetensutveckling

Stiftelsen för kunskaps- och kompetensutveckling (KK) bildades i juni 1994 och fick tilldelat ett stiftelsekapital om 3 597 miljoner kronor²⁹. KK har som ändamål är att stödja kunskaps- och kompetensutbyte mellan näringslivet och universitet, högskolor samt forskningsinstitut. Vidare sker finansiering av forskning inom särskilda områden vid mindre och medelstora högskolor. Slutligen ämnar KK att främja en bred användning av informationsteknologi.³⁰ Stadgarna fastställer att kapitalet får förbrukas, förutom inom verksamhetsområdet stöd till forskning vid nya universitet och högskolor där endast avkastning får delas ut. Vid utgången av 2005 var cirka 1,4 miljarder av kapitalet bundet till detta område. För det övriga kapitalet har styrelsen, baserat på aktuell förmögenhet och en planeringsmodell för kapitalförvaltningen med analys av olika scenarier om framtida börsutveckling, lagt upp riktlinjen att KK skall verka åtminstone fram till år 2015. Bidrag samt övriga kostnader ska uppgå till cirka 350 miljoner kronor per år.³¹

Styrelsen tillsätts av regeringen och består för närvarande av tio ledamöter av blandad bakgrund så som politiker, forskare samt företagsledare och bedöms inneha en relativt god ekonomisk kompetens. Möten hålls regelbundet sex gånger per år och styrelsen har det formella juridiska ansvaret för kapitalförvaltningen. Vidare har styrelsen tillsatt ett kapitalutskott om fyra personer bestående av två ledamöter, VD samt anställd kapitalförvaltare. Den senare har både en formell ekonomisk utbildning likväl som en gedigen erfarenhet från framstående positioner inom svensk finanssektor. Innehavet av denna finansiella kompetens och erfarenhet är specifik för KK jämfört med övriga stiftelser. Kapitalförvaltaren har ett fritt mandat att bedriva den operativa kapitalförvaltningen och konsulterar endast kapitalutskottet då speciella beslut måste fattas, till exempel hur KK skulle förhålla sig till MAN:s bud på Scania. Således håller kapitalutskottet ej regelbundna möten och den totala tiden som internt spenderas på kapitalförvaltningen är en heltidstjänst. Kapitalet är allokerat mellan cirka 80 % svenska aktier och 20 % räntebärande papper, investerat i Kammarkollegiets räntekonsortium. Investeringen i räntebärande papper finns först och främst för att säkerställa KK:s betalningsförmåga avseende beviljade bidrag, utan att behöva sälja aktier vid en marknadsnedgång. Vidare har kapitalförvaltaren möjlighet, vid tro

²⁸ Personlig intervju med Eva Thörnelöf, kanslichef MISTRA, 2007-01-11

²⁹ KK:s Årsredovisning 2005, s. 22

³⁰ KK:s Årsredovisning 2005, s. 16

³¹ KK:s Årsredovisning 2005, s. 19

om marknadsnedgång, att omallokera kapital från aktier till räntebärande papper. KK har en i princip total exponering mot den svenska marknaden (*home country bias*) och kapitalförvaltaren argumenterar för detta primärt genom att kapitalet som tillföll löntagarfonderna ursprungligen kom från svenska företag och därför är tanken att det åter ska komma dessa företag till nytta. Vidare har kapitalförvaltaren en mycket god kännedom om den svenska börsmarknaden och då han är ensam ansvarig för kapitalförvaltningen finns ingen möjlighet att bevaka ytterligare marknader. Slutligen anser han att den svenska marknaden historiskt sett varit en högvastande marknad.

Vad gäller etiska krav på investeringarna finns inga formella riktlinjer, dock använder kapitalförvaltaren sitt omdöme vid val av investeringar och anser att KK håller en hög moralisk nivå. Kapitalförvaltaren fattar investerings och avyttringsbeslut baserade på en egen marknadsbedömning, information från analyser, rapporter och möten med finansanalytiker, samt sin kunskap och erfarenhet. Inriktningen på kapitalförvaltningen anses av kapitalförvaltaren vara ganska konservativ och investeringshorisonten för enskilda aktier är lång. Det utgår inget performance-baserat arvode vare sig till kapitalförvaltaren eller till Kammarkollegiet. Kapitalförvaltaren presenterar på samtliga styrelsemöten utvecklingen av kapitalet och informerar om genomförda affärer. Dessutom får kapitalförvaltaren månatliga performance-rapporter från Kammarkollegiet vilka används för utvärdering av gjorda investeringar. De kostnader som relaterar till kapitalförvaltningen är lön till kapitalförvaltaren, depåavgifter samt courtage och uppgick totalt till cirka 4 miljoner kronor år 2005.³²

iv. Stiftelsen för Internationalisering av Högre Utbildning och Forskning

Stiftelsen för Internationalisering av Högre Utbildning och Forskning (STINT) upprättades i juni 1994 och tillfördes då ett stiftelsekapital om 1 057 miljoner kronor. STINT:s ändamål är att främja internationaliseringen av svensk högre utbildning och forskning³³, vilket sker inom tre huvudområden: Nätverksbyggande och internationella samarbetsprogram, stipendier för utlandsvistelser samt särskilt samarbete³⁴. Enligt stadgarna medges att kapitalet får förbrukas efter det att STINT verkat i tio år³⁵. Baserat på STINT:s kapital vid utgången av 2005 samt det av styrelsen införda utgiftstaket, bedömer STINT att kapitalet kommer att förbrukas någon gång mellan 2015 och 2020³⁶.

³² Personlig intervju med Hans Mertzig, kapitalförvaltare KK, 2007-01-11

³³ STINT:s Årsredovisning 2005, s. 5

³⁴ STINT:s Årsredovisning 2004, s. 12

³⁵ STINT:s Årsredovisning 2004, s. 6

³⁶ STINT:s Årsredovisning 2005, s. 8

Enligt stadgarna skall styrelsen bestå av minst sju och högst elva ledamöter, för närvarande är antalet medlemmar nio. Styrelsen består till största del av akademiker med blandade inriktningar inom humaniora, samhällskunskap, teknik och naturvetenskap. Dessutom ingår en politiker, en universitetsbyråkrat och en person med finansbakgrund. Dock har styrelsen under större delen av sin existens saknat formell ekonomisk kompetens. Därför tillsattes redan vid starten 1994 en placeringsdelegation, med ett fritt operativt ansvar för kapitalförvaltningen, bestående både av medlemmar ur styrelsen samt externa experter. Under senare år har det gradvis uppstått ett missnöje hos styrelsen över hur placeringsdelegationen valt att allokera kapitalet. Man ansåg bland annat att den investering som skett i två hedgefonder, Nektar och Tanglin, ej överensstämde med STINT:s placeringssyfte och uppnådde ej givna avkastningsmål. Därför kom man under 2005 att avveckla placeringsdelegationen och istället införa ett kapitalutskott bestående av tre styrelseledamöter. Kapitalutskottet har vid normal marknadsutveckling ingen operativ funktion utan övervakar endast den månatliga utvecklingen. Således sköts den löpande kapitalförvaltningen i enlighet med givna placeringsdirektiv av kansliets ekonomichef, vilket motsvarar cirka 20 % av en heltidstjänst.

När STINT grundades bestämdes att kapitalet skulle allokeras i lika delar till två diskretionära förvaltare och förvaltas enligt ett blandmandat med svenska aktier, utländska aktier och räntebärande papper. Denna struktur bibehölls fram till 2001 då STINT internt började investera i fonder. Successivt avslutades de diskretionära mandaten och sedan sommaren 2005 har stiftelsen endast investeringar i fonder. Styrelsen beslutade år 2005 att STINT ska verka under minst ytterligare tio år samt högst dela ut 75 miljoner kronor per år. Baserat på dessa riktlinjer och en framtidstro om 5,8 % i avkastning per år, har kapitalutskottet fastlagt en allokering om 60 % räntebärande fonder, 20 % svenska aktiefonder och 20 % utländska aktiefonder. Inga avsteg från denna allokeringsmodell sker såtillvida inget exceptionellt på marknaden sker. Ekonomichefen tar månatligen ut en tolfedel av det årliga kapitalbehovet för att på så sätt minska risken för att tvingas sälja av stora innehav vid låga marknadsnivåer. Dessa uttag sker från de fonder som överstiger de angivna procentsatserna. Således minskas innehav i de fonder som presterar bäst medan kapitalet behålls i de fonder som presterar mindre bra.

Vid val av fond och fondförvaltare baserar STINT sitt val till största del på historisk avkastning. Vidare har fondens avgiftsnivå i vissa fall bedömts vara för hög och investering har ej skett. STINT för dock en diskussion med sina förvaltare om kostnader och har i flertalet fall erhållit en fördelaktig prisnivå tack vare sin betydande storlek. Inga formella krav finns på

etiskt hållbara investeringar, dock anser STINT att de respektive fondförvaltarna har höga etiska principer. En av fonderna följer dessutom riktlinjer för SRI (*Socially Responsible Investments*). STINT anser sig förvalta kapitalet med en låg riskprofil och har vidare en lång placeringshorisont. En av de svenska fondförvaltarna har en performance-baserad avgiftsstruktur där de erhåller 20 % av överkastningen över benchmark givet att de ej ligger under sin toppnotering.

På en månatlig basis sammanställer ekonomichefen en enklare rapport om utvecklingen på kapitalet och denna utvärderas av kapitalutskottet. För de utländska investeringarna presenteras både performance i lokal valuta, i dagsläget euro och brittiska pund, samt omräknat till svenska kronor. STINT har fört en diskussion angående valutasäkring, men anser att det över tiden är ett nollsummespel. Den totala kostnaden för kapitalförvaltningen inkluderar fondavgifter, arvode till kapitalutskottet samt 20 % av ekonomichefens lön och uppgick till cirka 2,5 miljoner kronor under 2005.³⁷

v. Stiftelsen för vård och allergiforskning

Stiftelsen för vård och allergiforskning (VÅRDAL) tilldelades i augusti 1994 ett stiftelsekapital om 529 miljoner kronor³⁸. VÅRDAL har till uppgift att främja forskning och forskarutbildning inom vårdområdet samt även inom allergier och annan överkänslighet. Forskningsstöd kan ges såväl till grundforskning som till tillämpad forskning. Enligt stadgarna får VÅRDAL förbruka både avkastning och det ursprungliga kapitalet med förbehåll att verksamheten bedrivs under minst tio år³⁹. VÅRDAL bedömer i dagsläget en rimlig fortlevnad fram till cirka år 2015. Enligt nuvarande beslut skall man dela ut bidrag om 50 Mkr per år fram till dess att pengarna tar slut. Dock har man har endast åtagit sig fulla bidrag fram till och med år 2011 med hänsyn till risk för framtida marknadsnedgångar. VÅRDAL:s styrelse tillsätts av regeringen och skall enligt stadgarna bestå av minst sju eller maximalt nio ledamöter med kunskaper härrörande från forskning, administration och politik. För närvarande innefattar styrelsen sju personer och den sammanträder regelbundet mellan fyra till sex gånger per år. Dock saknar styrelsen formell kompetens inom områden rörande kapitalförvaltning och har inte heller, vid något tillfälle under sin existens, haft någon ledamot utsedd baserat på ekonomiska kvalifikationer. För hantering av kapitalförvaltningen har styrelsen tillsatt ett finansutskott bestående av VD, forskningshandläggare samt tre styrelseledamöter. Emellertid saknar även detta utskott för närvarande formell ekonomisk

³⁷ Personlig intervju med VD Roger Svensson samt ekonomichef Anette Karlsson, STINT, 2007-01-12

³⁸ VÅRDAL:s Årsredovisning 1994, s. 4

³⁹ VÅRDAL:s Årsredovisning 2000, s. 5

kompetens. Detta utskott sammanträder cirka en vecka innan respektive framförvarande styrelse möte samt vid, av marknaden framkallade, särskilda behov. Vid dessa möten närvarar, förutom medlemmarna av finansutskottet, även den diskretionära kapitalförvaltaren Prior & Nilsson. Vid det initiala valet av kapitalförvaltare bedömdes de senare ha en gedigen erfarenhet inom institutionell kapitalförvaltning⁴⁰ samt en god historisk avkastning. Dessutom kom VÅRDAL att bli en av Prior & Nilssons högst prioriterade kunder. Förvaltaren har mandat att oberoende sköta den operativa verksamheten och behöver inte gå via styrelsen vid eventuella köp eller avyttringsbeslut, istället levereras på en månatlig basis rapporter över kapitalets utveckling, vilka används för en löpande intern utvärdering. Internt spenderas cirka tio procent av en heltidstjänst på kapitalförvaltning. Kapitalet är allokerat mellan de tre tillgångsslagen räntebärande papper, svenska aktier samt utländska aktier. Ett av styrelsen beslutat placeringsreglemente fastlägger att minst 30 procent av det totala kapitalet skall bestå av räntebärande papper samt att den maximala övre gränsen för en enskild akties portföljvikt är fem procent. Vad gäller etiska krav följer VÅRDAL etikkonsulten Ethix (www.ethix.se) rekommendationer och investerar ej i av Ethix "svartlistade" företag. Dock har dessa krav i sig ingen direkt koppling till VÅRDAL:s huvudverksamhet eller syfte.

VÅRDAL har ett performance-baserat avgiftssystem till sin förvaltare som består av en grundavgift samt, på den avkastning som överstiger index, en stegvis ökande procentsats upp till ett maximalt tak. VÅRDAL:s kostnader för kapitalförvaltningen under 2005 uppgick till totalt 4,3 miljoner svenska kronor.⁴¹

vi. Stiftelsen för forskning inom områden med anknytning till Östersjöregionen och Östeuropa

Stiftelsen för forskning inom områden med anknytning till Östersjöregionen och Östeuropa (ÖSTERSJÖ) inrättades i juni 1994 och tilldelades ett stiftelsekapital om 1 269 miljoner kronor⁴². ÖSTERSJÖ har som ändamål att stödja forskning, forskarutbildning och akademisk infrastruktur, inom ämnesområden rörande Östersjöregionen samt Östeuropa, vid Södertörns högskola. Enligt stadgarna får ÖSTERSJÖ inte förbruka sitt kapital, utan endast direkt kapitalavkastning får användas till utbetalning av forskningsbidrag⁴³.

ÖSTERSJÖ:s styrelse tillsätts av regeringen och består för tillfället av elva ledamöter och har ända sedan starten 1994 besuttit god ekonomisk kompetens. Styrelsen sammanträder cirka sex till sju gånger per år och har det övergripande ansvaret för kapitalförvaltningen samt

⁴⁰ Torgny Prior var tidigare förvaltare för Riksbankens Jubileumsfond

⁴¹ Personlig intervju med forskningshandläggare Staffan Arvidsson, VÅRDAL 2007-01-16

⁴² Riksdagens revisorer, Förslag till Riksdagen 1999/2000:RR12

⁴³ ÖSTERSJÖ:s Årsredovisning 2005, s. 1

fastställer mål och placeringsinriktningar. Av styrelsen utses en placeringsdelegation om fem personer som har den formellt beslutande rollen gällande den löpande kapitalförvaltningen. Placeringsdelegationens ordförande är den samme som för styrelsen och övriga medlemmar är också medlemmar i styrelsen. För närvarande innefattar placeringsdelegationen, utöver ordföranden: LO:s före detta chefsekonom, som även är placeringsdirektör, en erfaren bankdirektör, samt, från Södertörns högskola, en naturvetare och en doktorand inom ekonomi. Placeringsdelegationen har regelbundna möten ungefär en gång per månad. Dessutom sker mycket kommunikation via e-post samt telefon och detta ger en möjlighet att mycket snabbt kunna fatta beslut när intressanta möjligheter uppstår. Den dagliga hanteringen av kapitalförvaltningen sköts på halvtid av placeringsdirektören som även assisteras med viss administration av ÖSTERSJÖ:s kansli. Vidare sköts effektivering av transaktioner, bokföring och övrig administration av Kammarkollegiet.

ÖSTERSJÖ har sedan den kraftiga omstruktureringen av kapitalförvaltningen i början av år 2000 haft ett starkt makroekonomiskt tankesätt bakom alla investeringsbeslut. Det första som den nytillsatta placeringsdelegationen gjorde var att sälja av alla tillväxtaktier, främst inom IT och telekommunikation, då man ansåg att det makroekonomiskt sett inte fanns något stöd för den då gällande värderingen⁴⁴. Kapitalförvaltningen kom att fokusera på så kallade value-aktier, alltså aktier i stabila företag med begränsade tillväxtmöjligheter och således lägre värderingar.⁴⁵ De huvudsakliga branscherna som ÖSTERSJÖ kom att investera i var verkstad, skog, banker samt fastighets- och byggföretag. Då stiftelsen skall ha en evig existens har styrelsen fastslagit en strategi om att investera i stort sett hela förmögenheten i det kapitalslag som historiskt sett på lång sikt gett den högsta avkastningen – aktier. Således har ÖSTERSJÖ till skillnad från de övriga stiftelserna inga traditionella räntebärande investeringar. Kapitalet är följaktligen allokerat mellan svenska direktägda aktier, utländska direktägda aktier, certifikat med exponering mot utländska value-aktier samt certifikat med exponering mot amerikanska kommunobligationer (*municipal bonds*). Dessutom har ÖSTERSJÖ en private equity portfölj i samarbete med Karolinska Institutet där Bergvik skog är det största enskilda innehavet. På grund av att investering sker i förhållandevis säkra value-aktier, har ÖSTERSJÖ valt att för sina utländska specialkomponerade certifikat inkludera en hävstångseffekt för att på så sätt öka den förväntade avkastningen. I princip all kapitalförvaltning sker internt, dock är cirka 100 miljoner kronor eller 1,5 % av kapitalet sedan sommaren 2006 allokerat externt till en centraleuropafond, främst i upplärningssyfte

⁴⁴ T.ex. Ericsson som 1999 uppnådde en rekordvinst och trots detta handlades på en P/E-multipel om 140

⁴⁵ Se exempelvis Fama och French (1998)

inför framtida investeringar på denna marknad. Investeringshorisonten som ÖSTERSJÖ tillämpar på de marknader som investeras i är fem till tio år och för enskilda aktier är horisonten minst ett år. För certifikat gäller fem års löptid. Enskilda placeringar får enligt angivna riktlinjer ej överstiga 8 % av totalt kapital. Vad gäller etiska krav följer ÖSTERSJÖ den 7:e AP-fondens riktlinjer⁴⁶ och etikkonsulten Ethix genomför kontroller två gånger per år för att tillse att dessa riktlinjer följs. Aktier i bolag som bedöms brista i sin etiska profil säljs omedelbart av.

Vid slutet av år 2000 bestämde placeringsdelegationen att öka sin diversifiering och investera i en europeisk aktieportfölj. Då man ansåg sig ha begränsad kunskap inom detta område fördelades de 750 miljoner kronor som var avsatta för investeringen mellan en internt förvaltd value-portfölj samt en diskretionär portfölj hos en schweizisk förvaltare. Denne förvaltare fick ett fast arvode om 60 000 euro per år samt 20 % av den avkastning som överträffade ÖSTERSJÖ:s egna europaportfölj. När ÖSTERSJÖ vid slutet av 2003 avvecklade denna diskretionära portfölj hade den internt förvaltade portföljen överträffat den externa med i genomsnitt cirka 13 % per år. Det visade sig dock att ÖSTERSJÖ:s diskretionära portfölj var en av den externa förvaltarens bästa portföljer under tidsperioden.

ÖSTERSJÖ:s placeringsdirektör misstror de moderna teorierna om kapitalförvaltning där marknadsportföljen ska befinna sig på den effektiva fronten⁴⁷. Detta medför att ÖSTERSJÖ investerar med lika vikter i alla bolag, om inte likviditeten i en aktie sätter en begränsning. Allokerings- och investeringsbeslut baseras på löpande bedömningar av de makroekonomiska framtidsutsikterna för respektive marknad samt även på nuvarande avkastningsnivåer i förhållande till respektive marknads relativa värdering, med andra ord vilka marknader erbjuder en bra procentuell direktavkastning. Inom utvalda marknader görs en första sortering för att sälla ut de aktier som definieras som value-aktier, därefter gör medlemmarna i placeringsdelegationen en analys för att bedöma vilka bolag som är intressanta att investera i.

ÖSTERSJÖ har en medveten förskjutning mot svenska aktier (*home country bias*) då Sverige historiskt sett har varit en högavkastande marknad samt att kunskapen om den lokala aktiemarknaden varit relativt sett högre jämfört med de utländska. Dock innebär hävstångseffekten som ÖSTERSJÖ har för en stor del av sina utländska placeringar att förskjutningen är mindre än vad som tycks vid en första anblick.

⁴⁶ Se Riktlinjer för hantering av etiska frågor i 7:e AP-fondens verksamhet, 2005-12-08

⁴⁷ För en diskussion kring detta se exempelvis Fama och French (1998)

Kammarkollegiet skickar månatliga resultatrappor till placeringsdelegationen vilka används för en löpande intern utvärdering och detta medför att placeringsdirektören anser att externa konsulter ej är nödvändiga. Vid olika tillfällen har dock revisorerna bekräftat att kapitalförvaltningen sker på ett effektivt sätt. De kostnader som först och främst relaterar till kapitalförvaltningen är ersättning till placeringsdelegationen och placeringsdirektören om cirka 590 000 kronor år 2005, vidare utgår en depåavgift på 250 000 kronor samt övrig ersättning om cirka 1 miljon kronor till Kammarkollegiet. Den totala kostnaden för kapitalförvaltningen år 2005 uppskattas därmed till 1 840 000 kronor.⁴⁸

vii. Stiftelsen Framtidens Kultur

Stiftelsen Framtidens Kultur (FRAMTIDEN) bildades i juni 1994 och fick då tilldelat ett stiftelsekapital om 529 miljoner kronor. FRAMTIDEN:s ändamål är att ge ekonomiskt stöd till långsiktiga och nyskapande kulturprojekt under en period av tio år. Dessa bidrag är ämnade att stärka tillväxt och utveckling av kulturlivet i Sverige, genom att ge stöd åt både regionala och lokala projekt. Enligt FRAMTIDEN:s stadgar skall kapitalet successivt förbrukas och detta krav skiljer sig från övriga stiftelser vilket beror på att FRAMTIDEN:s stadgar är skrivna av Kulturdepartementet, övriga stiftelsers av Utbildningsdepartementet. När stiftelsen 1994 tilldelades sitt kapital var det i form av en svensk diversifierad aktieportfölj. Styrelsen gjorde då en total omstrukturering av kapitalet med en tioårig placeringshorisont. En stor del av kapitalet kom att allokeras till realränteobligationer. Vid utgången av 2004 omprövades beslutet om fortlevnad och FRAMTIDEN:s styrelse ansåg det rimligt att fortsätta med verksamheten i ytterligare fyra år fram till och med 2008, baserat på återstående kapital och förväntad avkastning⁴⁹.

Regeringen utser FRAMTIDEN:s styrelse och för närvarande består den av fem ledamöter vilka i genomsnitt genomför fem möten per år. Styrelsen har sedan starten haft en hög ekonomisk kompetens, något som stipuleras i stadgarna, vilket innebär att det ej bedömts vara nödvändigt med en placeringsdelegation. Styrelsen har alltså ansvarat för kapitalförvaltningen på ett mer aktivt sätt och det har varit ett viktigt område på samtliga styrelsemöten. Dock har styrelsen gett mandat åt ordförande samt VD att genomföra investeringar och omallokeringar mellan tillgångsslagen under tidsperioden mellan varje styrelsemöte. Förvaltningen av de olika delportföljerna utförs av Kammarkollegiet på en diskretionär basis, dock ger styrelsen vid vissa tillfällen speciella instruktioner angående enskilda aktier. Allokeringen mellan de olika tillgångsslagen beslutas till fullo av styrelsen

⁴⁸ Telefonintervju med Per-Olof Edin, placeringsdirektör på ÖSTERSJÖ, 2007-01-10

⁴⁹ FRAMTIDEN:s Årsredovisning 2005, s. 8-10

samt ordförande och VD. FRAMTIDEN bedömer att de internt spenderar cirka 5 % av en heltidstjänst på kapitalförvaltningen. Kapitalet är fördelat mellan svenska aktier, räntebärande papper och hedgefonder. Tidigare har även en portfölj med utländska aktier funnits, den är dock avvecklad sedan hösten 2003. Placeringsreglementet anger att andelen aktier successivt ska minska i takt med att stiftelsen närmar sig slutet av sin livstid, dock gör styrelsen avsteg från detta baserat på bedömda framtidsutsikter på aktiemarknaden. FRAMTIDEN genomförde under hösten 1994 en offentlig upphandling om sin kapitalförvaltning och bjöd in fyra olika förvaltare med god historisk avkastning. Kammarkollegiet visade sig vara det billigaste alternativet och blev således tilldelad uppdraget. Under årens lopp har vid tre tillfällen ett antal konkurrerande förvaltare fått presentera sig för styrelsen men bedömningen har gjorts att Kammarkollegiet kunde leverera den bästa och mest kostnadseffektiva tjänsten. FRAMTIDEN följer de riktlinjer om etiska investeringar som lagts upp av den 7:e AP-fonden. Enligt placeringsreglementet finns en restriktion om maximalt 15 procent för enskild akties portföljvikt och investeringar i enskilda aktier sker ej med en explicit investeringshorisont. FRAMTIDEN betalar inte några performance-baserade avgifter till sin förvaltare, utan erlägger en fast kostnad om 35 000 kronor per månad. Av detta är $\frac{3}{4}$ hänförligt till kapitalförvaltningen vilket medför en årlig kostnad om 315 000 kronor. Utöver detta utgör en marginell del av VD:s lön samt ordförandens arvode en kapitalförvaltningskostnad och en rimlig bedömning av detta är 50 000 kr. Totalt uppskattas kostnaden för kapitalförvaltningen år 2005 till cirka 365 000 kronor. Kammarkollegiet lämnar på en månatlig basis rapporter om utvecklingen på kapitalet vilka utvärderas löpande av styrelse och VD. Inga externa konsulter används för performance-utvärdering, dock levererar Kammarkollegiet vid förfrågan från styrelsen ytterligare utvärderingsmått.⁵⁰

⁵⁰ Telefonintervju med Jonas Anderson, VD FRAMTIDEN, 2007-01-11

Tabell 1. Sammanfattning av kvalitativ information från intervjuer av representanter för kapitalförvaltningen hos de respektive stiftelserna.

	SSF	MISTRA	KK	ÖSTERSJÖ	VÅRDAL	STINT	FRAMTIDEN
Startkapital (MSEK)	6 000	2 500	3 597	1 269	529	1 057	529
Marknadsvärde 2006-10-31 (MSEK samt % av startkapital)	10 251 (171 %)	3 625 (145 %)	7 310 (203 %)	6 819 (537 %)	376 (71 %)	809 (77 %)	218 (41 %)
Akkumulerade bidrag t.o.m. 2005 (MSEK samt % av startkapital)	8 757 (146 %)	2 035 (81 %)	4 751 (132 %)	1 193 (94 %)	830 (157 %)	1 308 (124 %)	650 (123 %)
Kostnad för kapitalförvaltningen 2005 (MSEK samt % av kapital 2005)	18,5 (0,19 %)	15 (0,41 %)	4,0 (0,06 %)	1,84 (0,03 %)	4,3 (1,12 %)	2,5 (0,31 %)	0,365 (0,15 %)
Existenshorisont	Får förbruka kapitalet. Bedömd existens fram till 2020-talet	Får förbruka kapitalet. Bedömd existens fram till 2020-talet	För förbruka delar av kapitalet och denna del bedöms verka fram till 2015	Får ej förbruka kapitalet. Evig existenshorisont	Får förbruka kapitalet. Bedömd existens fram till 2015	Får förbruka kapitalet. Bedömd existens fram till 2015-2020	Skall förbruka kapitalet. Existens fram till 2008
Ekonomisk kompetens i styrelsen (0-3)	2	1	2	3	0	1	3
Ekonomisk kompetens i kapitalutskott eller motsvarande (0-3)	3	2	3	3	1	1	– <i>Har inget kapitalutskott, styrelsen sköter kapitalet</i>
Intern tid kapitalförvaltning	70 % av en heltidstjänst	30 % av en heltidstjänst	1 heltidstjänst	80 % av en heltidstjänst	10 % av en heltidstjänst	20 % av en heltidstjänst	5 % procent av en heltidstjänst
Antal förvaltare	23	11	2	1	1	5	1
Intern/extern förvaltning	Extern	Extern	Intern	Intern	Extern	Extern	Extern
Utvärdering kapitalförvaltning (0-3)	Utomstående konsult producerar kvartalsrapporter. Dessutom intern månatlig uppföljning (3)	Utomstående konsult producerar månatliga rapporter (3)	Inga utomstående konsulter. Månatliga rapporter från kapitalförvaltaren samt Kammarkollegiet (2)	Inga utomstående konsulter. Månatliga rapporter från placeringsdirektören samt Kammarkollegiet (2)	Extern kapitalförvaltare levererar månatliga rapporter, dock begränsad information (0)	Ekonomichef sammanställer enklare rapporter på månatlig basis (1)	Inga utomstående konsulter. Månatliga rapporter från Kammarkollegiet (2)

IX. Analys

i. Kvalitativa egenskaper

Det vi bedömer vara en av de viktigaste upptäckterna i denna uppsats är avsaknaden av formell ekonomisk kompetens inom kapitalförvaltning hos styrelsen. De sju stiftelser vi analyserar fick tilldelat dryga 15 miljarder kronor och det är högst anmärkningsvärt att regeringen, som utser de respektive styrelserna, ej tagit fasta på att tilldela varje styrelse även personer med kompetens inom kapitalförvaltning. Vi diskuterade denna fråga med de personer vi intervjuade och det visade sig att Björn Brandt vid SSF var handläggande tjänsteman på Regeringskansliet vid tillsättandet av nya styrelser till stiftelserna i januari 1997. Enligt Brandt var ekonomisk utbildning ej en central fråga i denna urvalsprocess utan istället tillsattes ledamöter med kompetens rörande stiftelsernas ändamål. FRAMTIDEN är den stiftelse som framstår som ett undantag i detta avseende och detta på grund av att stiftelsens stadgar, som skiljer sig till stor del från de övrigas, stipulerar ett krav om ekonomisk kompetens. Exempelvis är nuvarande ordförande Eva Redhe före detta VD för Erik Penser Fondkommission. De styrelser som kom att sakna kompetens inom kapitalförvaltning valde istället att tillsätta ett kapitalutskott eller motsvarande. Vad vi dock finner beaktansvärt är det faktum att somliga av dessa kapitalutskott fortfarande saknar formell kapitalförvaltningskompetens utan förlitar sig på externa rådgivare.

Vidare hävdar vi att styrelser utan ekonomisk kompetens kan ha svårigheter att analysera och utvärdera beslut rörande kapitalförvaltningen. Vi fann att den löpande utvärderingen av kapitalförvaltningens resultat i vissa fall är bristfällig och i flertalet fall kan utvecklas med mer sofistikerade metoder, som riskjustering av avkastningen. Exempelvis rapporterar VÅRDAL:s externa förvaltare ej avkastning per delportfölj vilket, utan att uttala sig om förvaltarens skicklighet eller resultat, omöjliggör en djupare analys⁵¹. Vidare har STINT:s styrelse beslutat om en strikt allokeringsstrategi mellan de respektive kapitalslagen. Vi kan inte utifrån den information vi erhållit fastsälla på vilka ekonomiska grunder detta beslut fattats. Dessa placeringsreglementen kan komma att skapa hinder för respektive kapitalutskott eller extern förvaltare att bedriva effektiv kapitalförvaltning. Ytterligare svårigheter kan uppstå då det finns en viss diskrepans mellan styrelsens syfte och klassiska teorier kring kapitalförvaltning. Detta var något vi påträffade hos MISTRA där stiftelsens hårda etiska krav hypotetiskt skulle kunna förhindra en mer resultatorienterad förvaltning.

⁵¹ VÅRDAL:s förvaltare har på grund av tekniska skäl ej möjlighet att redovisa performance per tillgångsslag, dock har vi kunnat räkna ut denna avkastning utifrån material vi tillhandahålls.

Frågan är då huruvida MISTRA:s idé om att med hjälp av kapitalet förbättra miljön är mer effektiv än att med hjälp av ett hypotetiskt sett snabbare växande kapital möjliggöra ökade bidrag och således en större inverkan i miljöfrågor.

De respektive stiftelserna har dessutom valt olika metoder för hur kapitalförvaltningen praktiskt skall skötas, det vill säga om den skall hanteras intern eller externt. De två stiftelser som särskiljer sig från övriga är KK och ÖSTERSJÖ som valt det tidigare. Den erfarne finansmannen Hans Mertzig kom av KK att anställas som kapitalförvaltare redan från starten. Mertzig besitter en gedigen kompetens och erfarenhet inom kapitalförvaltning och var under 80-talet en av de mest framgångsrika kapitalförvaltarna i Sverige. Redan vid bildandet av fond 92 – 94 involverades Mertzig då han tillsattes som VD med ansvar för förvaltningen av fonden. ÖSTERSJÖ:s ny tillsatta styrelse kom år 2000 att genomföra en stor omstrukturering av kapitalförvaltningen. Den ny tillsatta styrelseordföranden Per-Olof Edin, LO:s före detta chefsekonom tillika en erkänt skicklig makroekonom, kom att anställas av stiftelsen som ansvarig för kapitalförvaltningen och en investeringsinriktning med fokus på så kallade value-aktier inleddes.

Att knyta an förstklassig kompetens inom ekonomi till stiftelser vars styrelse saknar sådan anser vi vara ett klokt beslut. Om kapitalförvaltningen dessutom sker internt, som i KK och ÖSTERSJÖ, befästs en grund för aktiv och ändamålsenlig förvaltning. Emellertid kan det uppstå ett starkt beroende från stiftelsens sida om den interna förvaltningen endast utförs av en person och om denne förvaltare besitter en central position inom stiftelsens operativa verksamhet. Dessutom kan en jävsituation uppstå om de interna förvaltarna inte utvärderas av tredje part samt en ekonomiskt kompetent styrelse. Vi anser att både KK och ÖSTERSJÖ delvis tagit detta i beaktande då de använder sig av Kammarkollegiet för administration samt månatlig rapportering. Dock kvarstår behovet av en oberoende granskning då Kammarkollegiet inte tolkar informationen utan endast sammanställer den. Således uppkommer i fall med endast en intern kapitalförvaltare en operationell risk som inte speglas vid klassisk kapitalförvaltningsanalys. Därutöver medför en sådan struktur på kapitalförvaltningen en minskad möjlighet till diversifiering, då en kapitalförvaltare endast har kapacitet att bevaka en eller ett fåtal marknader. Detta kan ställas i relation till de svenska Allmänna Pensionsfönderna, som förvisso förvaltar ett större kapital än dessa sju stiftelser, men har en betydligt mera mångfacetterad kapitalförvaltningsstruktur⁵². En sådan jämförelse leder oss in på tankebanor kring varför kapitalförvaltningen för dessa sju stiftelser inte sker centralt. Hypotetiskt sett skulle det istället kunnat instiftats en moderstiftelse med ett ansvar

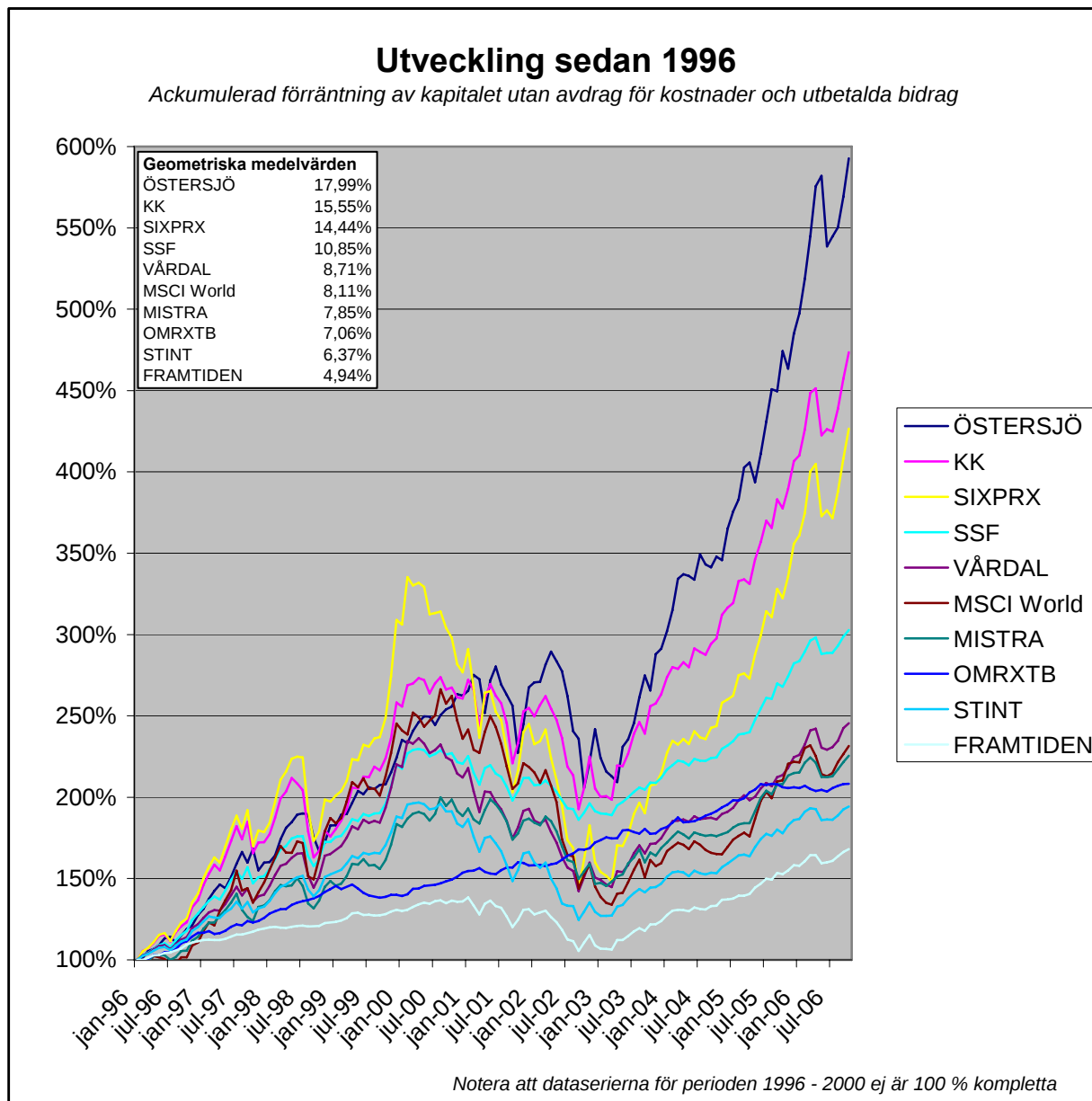
⁵² Se exempelvis www.ap3.se eller www.ap7.se

som endast berör kapitalförvaltningen och därefter ett antal dotterstiftelser med uppdrag liknande de stiftelser vi ser idag. Vi avser inte att bedöma vilket som hade varit det bästa alternativet, endast påtala att det fanns andra möjligheter.

ii. Avkastning och allokering

Först presenterar vi i *Figur 1* en graf över den teoretiska ackumulerade avkastningen av kapitalet för de olika stiftelserna samt SIXPRX, MSCI World och OMRXTB under perioden januari 1996 till oktober 2006. Ingen hänsyn har tagits till utbetalda bidrag eller övriga kostnader. ÖSTERSJÖ och KK är de som presterat bäst utifrån detta perspektiv, därefter placerar sig SSF och VÅRDAL.

Figur 1. Ackumulerad förräntning av kapitalet för de respektive stiftelserna samt SIXPRX, MSCI World och OMRXTB. Ingen hänsyn har tagits till utbetalda bidrag eller övriga kostnader.



Därutöver presenteras även en årlig sammanfattning över kapitalutvecklingen i de respektive stiftelserna jämfört med SIXPRX, MSCI World och OMRXTB i *Tabell 2*. Notera att endast ÖSTERSJÖ och KK presterar bättre än det svenska indexet, medan STINT och FRAMTIDEN genererat en avkastning som är lika med eller sämre än ränteindexet OMRXTB. Emellertid anser vi att *Figur 1* och *Tabell 2* inte ger en rättvisande bild över hur väl kapitalet har förvaltats, då ingen hänsyn tagits till stiftelsernas respektive risknivåer under perioden. Det bör även nämnas att endast ÖSTERSJÖ samt delvis KK har ett evigt liv, vilket möjliggör en längre investeringshorisont och således en högre exponering mot aktier. I motsats till detta skall FRAMTIDEN förbruka sitt kapital, under ursprungligen tio år, vilket förkortar investeringshorisonten och medför en lägre möjlighet för exponering mot aktier.

Tabell 2. Årlig procentuell utveckling för stiftelsernas respektive totalportföljer från starten 1994 fram till sista oktober 2006. Därutöver presenteras ackumulerad avkastning samt aritmetiskt respektive geometriskt medelvärde.

	ÅRLIG UTVECKLING FÖR STIFTELSESNAS TOTALPORTFÖLJER									
	SSF	MISTRA	KK	STINT	ÖSTERSJÖ	FRAMTIDEN	VÅRDAL	SIXPRX	MSCI World	OMRXTB
1994	4,5%	2,0%	3,5%	3,5%	2,0%	2,5%	2,0%	6,4%	-6,3%	-4,6%
1995	16,2%	10,9%	14,0%	15,2%	22,4%	14,6%	15,0%	19,2%	8,6%	20,4%
1996	30,4%	18,3%	38,3%	21,9%	31,0%	24,4%	20,0%	42,5%	16,9%	18,7%
1997	17,9%	16,9%	26,2%	10,5%	21,3%	11,5%	19,0%	26,9%	33,4%	7,9%
1998	14,0%	11,2%	2,1%	14,8%	17,5%	8,4%	17,0%	10,6%	27,0%	13,9%
1999	27,3%	23,6%	46,7%	23,4%	23,6%	6,4%	33,0%	56,6%	31,0%	-2,4%
2000	0,4%	2,7%	1,0%	-3,4%	12,9%	3,9%	-3,6%	-10,4%	-3,8%	9,7%
2001	-3,9%	-0,9%	-2,2%	-8,4%	1,9%	-3,5%	-9,1%	-11,5%	-7,4%	2,8%
2002	-9,7%	-21,4%	-19,3%	-22,1%	-9,7%	-17,0%	-21,9%	-34,7%	-33,6%	9,0%
2003	10,7%	15,0%	28,1%	13,3%	20,5%	13,7%	16,1%	34,2%	9,9%	4,9%
2004	9,3%	5,8%	20,3%	8,4%	25,4%	10,8%	9,4%	21,3%	6,3%	8,3%
2005	21,8%	20,3%	28,4%	16,8%	32,8%	15,4%	17,4%	36,7%	30,8%	5,4%
2006-10-31	7,2%	5,0%	16,4%	4,4%	22,2%	6,2%	9,4%	19,9%	4,3%	1,0%
Ackumulerat	273,5%	164,5%	465,8%	135,0%	634,6%	141,3%	190,6%	448,3%	149,2%	143,4%
Aritmetiskt medel	11,3%	8,4%	15,7%	7,6%	17,2%	7,5%	9,5%	16,7%	9,0%	7,3%
Geometriskt medel	10,7%	7,8%	14,3%	6,8%	16,6%	7,0%	8,6%	14,0%	7,3%	7,1%

Notera: SSF och MISTRA startade 1994-01-01, övriga stiftelser 1994-08-01. SIXPRX, MSCI World och OMRXTB utgår ifrån 1994-01-01. I de fall komplett månatlig data ej finns tillgänglig, har information hämtats från respektive stiftelses årsredovisningar.

Vidare har vi valt att analysera den icke riskjusterade överavkastningen, i förhållande till en referensportfölj, som varje stiftelse genererat under de senaste fem åren. Denna överavkastning har räknats ut för respektive kapitalslag samt för totalportföljen och påverkan på överavkastningen har isolerats till förmågan att allokera mellan tillgångsslag och att investera i överpresterande värdepapper. Resultaten presenteras i *Tabell 3* och tyder på att ÖSTERSJÖ genererat en kraftig överavkastning, men att denna främst beror på valet av överpresterande värdepapper. Därutöver har KK, SSF och MISTRA genererat en positiv överavkastning. STINT, FRAMTIDEN och VÅRDAL har genererat en underavkastning under perioden. Notera att över- respektive underavkastning främst genereras för svenska och utländska aktier, medan alla stiftelser presenterar siffror som är negativa eller nära noll för räntebärande investeringar. För hedgeinvesteringar är avvikelserna från referensportföljen små.

Tabell 3. Överavkastning för stiftelsernas respektive delportföljer fördelat på allokering mellan tillgångsslag och urval av värdepapper under perioden november 2001 till oktober 2006. De respektive referensportföljerna som används för uträknet av överavkastningen har skapats med hjälp av varje stiftelses genomsnittliga kapitalvikt per tillgångsslag.

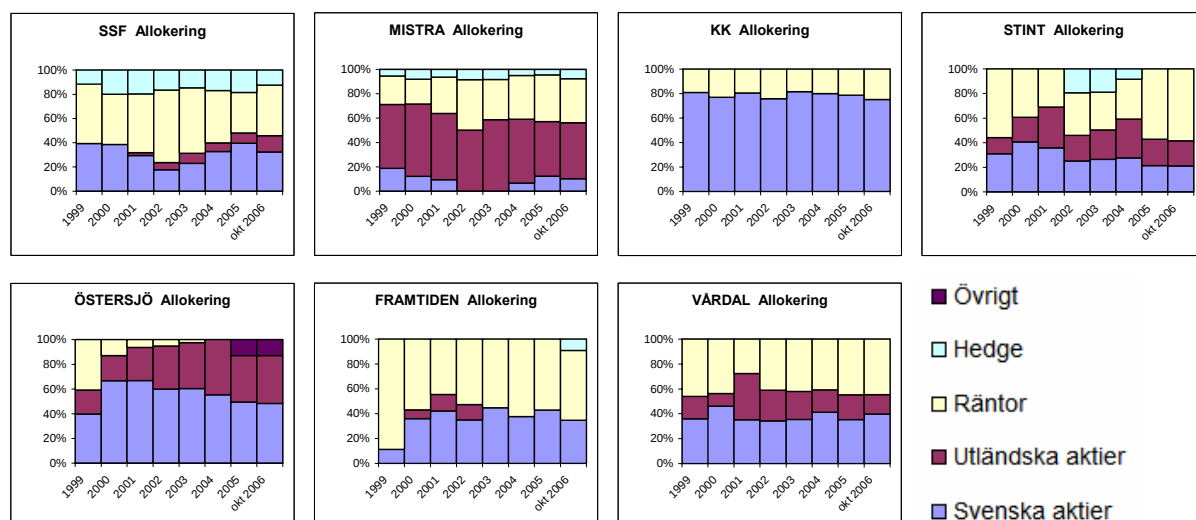
	SVENSKA AKTIER				UTLÄNDSKA AKTIER				RÄNTOR				HEDGE				SUMMA			
	AA ¹	SS ²	Cross ³	Summa	AA	SS	Cross	Summa	AA	SS	Cross	Summa	AA	SS	Cross	Summa	AA	SS	Cross	Summa
SSF	3,0%	-3,1%	0,0%	-0,1%	1,5%	0,9%	0,1%	2,6%	1,0%	-1,0%	-0,1%	-0,1%	0,2%	1,8%	0,0%	2,1%	5,7%	-1,4%	0,1%	4,4%
MISTRA	0,3%	-0,5%	0,0%	-0,2%	-0,8%	6,3%	0,4%	6,0%	0,4%	-1,9%	0,0%	-1,5%	0,0%	0,6%	-0,2%	0,3%	0,0%	4,4%	0,2%	4,7%
KK	-0,9%	11,8%	0,3%	11,2%	-	-	-	-	0,1%	-2,1%	0,0%	-2,1%	-	-	-	-	-0,8%	9,7%	0,3%	9,1%
STINT	-0,2%	1,4%	-2,6%	-1,5%	-3,2%	-2,5%	-0,7%	-6,4%	-1,5%	-2,1%	0,5%	-3,2%	-0,3%	0,4%	0,7%	0,9%	-5,2%	-2,8%	-2,2%	-10,1%
ÖSTERSJÖ	-1,1%	20,3%	0,1%	19,3%	3,8%	24,1%	-2,9%	25,0%	0,0%	-0,1%	0,1%	0,0%	-	-	-	-	2,7%	44,3%	-2,7%	44,3%
FRAMTIDEN	-0,3%	-5,0%	-0,5%	-5,8%	-0,7%	-0,7%	0,0%	-1,4%	0,0%	-2,2%	-0,2%	-2,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-1,1%	-7,9%	-0,7%	-9,7%
VÄRDAL	5,1%	-0,4%	-0,3%	4,4%	-8,2%	-7,5%	2,9%	-12,8%	0,6%	-2,9%	-0,6%	-2,9%	-	-	-	-	-2,5%	-10,8%	2,0%	-11,3%

¹ = Allokering mellan tillgångsslag (Asset Allocation) | ² = Urval av värdepapper (Security Selection) | ³ = Krossprodukt (Cross product), hänförlig till både AA och SS

Notera: Summeringen av AA, SS och Cross uppgår inte alltid till Summa på grund av avrundning

Allokeringen mellan de olika tillgångsslagen svenska aktier, utländska aktier, räntor, hedgeinvesteringar samt övriga investeringar för de respektive stiftelserna under perioden sista december 1999 till sista oktober 2006 presenteras i *Figur 2*. Trots att stiftelserna ursprungligen fick likartade uppdrag är det en stor variation dem emellan. KK har högst allokering till svenska aktier och inga investeringar i utländska aktier eller hedgefonder. MISTRA framstår som KK:s motpart med en låg förskjutning mot hemlandet (*home country bias*). SSF och ÖSTERSJÖ har successivt ökat investeringarna i utländska aktier, medan FRAMTIDEN endast hade utländska aktier under perioden 2000-2002. FRAMTIDEN har haft högst allokering till räntor, vilken kan förklaras av deras kortare existenshorisont. Dock har STINT under de senaste två åren haft en liknande allokering till räntor, trots deras avsevärt längre investeringshorisont. Generellt sätt anser vi att allokeringen till svenska aktier är hög, speciellt om man ser till Sveriges andel av världsekonomin. Detta resultat är förenligt med studien presenterad av Huberman (1999).

Figur 2. Årlig kapitalallokeringen under perioden sista december 1999 till sista oktober 2006 för de respektive stiftelserna för delat mellan svenska aktier, utländska aktier, räntor, hedgeinvesteringar samt övriga investeringar.



iii. Jensens α

Vi har genomfört regressioner enligt modellen presenterad av Jensen (1968) för att testa nollhypotesen att överavkastningen, α , är lika med noll. Resultaten från analysen av svenska aktier presenteras i *Tabell 4* och är beräknade både på samtliga tillgängliga observationer samt även den senaste femårsperioden. För analysen av samtliga observationer har fem stiftelser positiva α , dock är endast KK och ÖSTERSJÖ signifikanta på 5 % nivån. Situationen ser liknande ut för de senaste fem åren, KK och ÖSTERSJÖ visar signifikanta positiva α . Dock tyder resultaten på att STINT genererat ett signifikant negativt α under hela tidsperioden. Samtliga β -värden är signifikanta på 5 % nivån och ligger förhållandevis nära 1. VÅRDAL har det högsta β -värdet under båda tidsperioderna, ÖSTERSJÖ och KK de lägsta under hela tidsperioden och för de senaste fem åren har MISTRA det lägsta β -värdet. Förklaringsgraden, mätt som justerad R^2 , bedöms vara god.

Tabell 4. Estimerade β , α , justerad R^2 och antal observationer för svenska aktier, både för samtliga tillgängliga observationer och de senaste fem åren.

Svenska aktier samtliga observationer	β	α	p-värde	Justerad R^2	Antal obs.	Svenska aktier nov 01 - okt 06	β	α	p-värde	Justerad R^2	Antal obs.
SSF	0.99 *	0.26%	75.4%	0.98	145	SSF	0.92 *	-1.20%	28.00%	0.98	60
MISTRA	1.02 *	0.51%	88.0%	0.86	85	MISTRA	0.86 *	0.08%	96.10%	0.98	36
KK	0.93 *	3.21%	0.8%	0.95	147	KK	0.90 *	4.33%	0.30%	0.97	60
ÖSTERSJÖ	0.93 *	7.98%	0.0%	0.90	136	ÖSTERSJÖ	0.90 *	8.16%	0.20%	0.92	60
VÅRDAL	1.12 *	-1.52%	31.3%	0.95	138	VÅRDAL	1.09 *	-1.35%	57.90%	0.94	60
STINT	1.04 *	-2.68%	3.4%	0.95	145	STINT	0.99 *	-2.53%	19.70%	0.96	58
FRAMTIDEN	0.95 *	0.11%	96.0%	0.90	94	FRAMTIDEN	0.97 *	-2.04%	16.10%	0.97	60

Notera: * = signifikant på 5 % nivån

Resultaten från regressioner av stiftelsernas utländska investeringar, estimerade i förhållande till MSCI World justerad för utdelningar, presenteras i *Tabell 5*. För samtliga observationer når inga α statistisk signifikans. Dock har ÖSTERSJÖ genererat signifikanta

positiva α på 5 % nivån under de senaste fem åren. Inga signifikanta negativa α uppnås under någon av de två perioderna. β -värden är signifikanta och ligger, för samtliga stiftelser utom ÖSTERSJÖ, mellan cirka 0,8 och 1,1. Förklaringsgraden för dessa stiftelser bedöms vara god till relativt god, vilket tyder på att dessa fem stiftelser är exponerade mot den systematiska risken som speglas av MSCI World. Det som dock utmärker sig i tabellen är det faktum att ÖSTERSJÖ uppvisar en helt annan form av riskexponering, med β -värden som är nära noll samt en obefintlig förklaringsgrad. Vi bedömer att detta beror på den mycket specifika inriktningen av ÖSTERSJÖ:s utlandsportfölj som inte alls avspeglas i MSCI World. I stället är ÖSTERSJÖ exponerat mot europeiska value-aktier, dels genom vanliga aktieinnehav, men även via specialkomponerade certifikat med viss hävstångseffekt.

Tabell 5. Estimerade β , α , justerad R^2 och antal observationer för utländska aktier, både för samtliga tillgängliga observationer och de senaste fem åren.

Utländska aktier samtliga observationer	β	α	p-värde	Justerad R^2	Antal obs.	Utländska aktier nov 01 - okt 06	β	α	p-värde	Justerad R^2	Antal obs.
SSF	0.92 *	3.25%	10.3%	0.85	94	SSF	0.95 *	2.59%	29.70%	0.86	60
MISTRA	0.95 *	0.69%	61.9%	0.92	109	MISTRA	0.98 *	2.42%	9.40%	0.95	60
KK	-	-	-	-	-	KK	-	-	-	-	-
ÖSTERSJÖ	0.11	9.99%	13.1%	0.00	70	ÖSTERSJÖ	0.12	13.58%	4.50%	0.00	60
VÅRDAL	0.85 *	-1.85%	51.5%	0.66	130	VÅRDAL	0.85 *	-7.16%	20.10%	0.49	60
STINT	0.94 *	-2.63%	19.2%	0.81	137	STINT	1.07 *	-1.85%	43.30%	0.90	60
FRAMTIDEN	0.79 *	-4.42%	19.6%	0.86	35	FRAMTIDEN	0.78 *	-6.69%	13.20%	0.88	22

Notera: * = signifikant på 5 % nivån. KK har inga investeringar i utländska aktier

I tabell 6 sammanfattas de regressioner vi genomfört av respektive stiftelses räntebärande investeringar gentemot OMRX Total Bond index och resultaten är mycket spridda. Baserat på alla tillgängliga observationer genererar SSF, ÖSTERSJÖ, VÅRDAL, STINT samt FRAMTIDEN positiva signifikanta α . SSF är dock den enda stiftelse som även visar ett positivt signifikant α för de senaste fem åren. Även ÖSTERSJÖ och STINT uppnår positiva α , dock med p-värden precis utanför den valda 5 % signifikansnivån. För β -värden tyder resultaten på att SSF, STINT och FRAMTIDEN samt i viss mån även VÅRDAL har varit delvis exponerade mot den risk som speglas av OMRXTB under de båda tidsperioderna. MISTRA, ÖSTERSJÖ samt KK uppvisar mycket låga β -värden och förklaringsgrader, vilket tyder på investeringsinriktningar som skiljer sig från index. Förklaringsgraden bedöms vara god för SSF och STINT samt även för FRAMTIDEN under de senaste fem åren.

Tabell 6. Estimerade β , α , justerad R^2 och antal observationer för räntebärande investeringar, både för samtliga tillgängliga observationer och de senaste fem åren.

Räntor samtliga observationer	β	α	p-värde	Justerad R^2	Antal obs.	Räntor nov 01 - okt 06	β	α	p-värde	Justerad R^2	Antal obs.
SSF	0.53 *	0.80%	0.1%	0.85	145	SSF	0.58 *	0.66%	0.80%	0.92	60
MISTRA	0.05	2.86%	30.8%	0.00	109	MISTRA	-0.20	1.54%	66.60%	-0.02	60
KK	0.04 *	0.00%	97.0%	0.06	147	KK	0.14 *	0.30%	38.10%	0.24	60
ÖSTERSJÖ	0.07	2.86%	0.0%	0.01	107	ÖSTERSJÖ	-0.02	2.00%	6.30%	-0.03	34
VÅRDAL	0.37 *	0.65%	3.2%	0.67	138	VÅRDAL	0.15 *	0.72%	11.40%	0.17	60
STINT	0.32 *	0.72%	0.0%	0.76	147	STINT	0.42 *	0.42%	5.70%	0.88	60
FRAMTIDEN	0.38 *	1.01%	1.1%	0.54	147	FRAMTIDEN	0.52 *	0.43%	18.30%	0.84	60

Notera: * = signifikant på 5 % nivån. ÖSTERSJÖ har inte haft instrument som definieras som räntebärande sedan september 2004

Endast fyra av stiftelserna har innehav som vi klassificerat som hedgefonder och resultaten av de regressioner vi utfört på dessa investeringar i förhållande till SIX:s svenska hedgefondindex presenteras i *tabell 7*. Skillnaderna för hela perioden och de senaste fem åren är små då hedgeinvesteringarna är något som tillkommit under senare år. Likaså ställer det index vi valt en begränsning då det först startar i januari 2001 och MISTRA har hedgeinvesteringar som går tillbaka till 1997. Vi har dock valt att bortse från detta. Endast SSF skapar positiva signifikanta α -värden och inga negativa signifikanta α har uppmätts. Vidare tyder β på att STINT haft en riskexponering som varit nära index, medan SSF och FRAMTIDEN endast är delvis exponerade mot HFXS. Trots att MISTRA:s β -värden ej är signifikanta ser vi ändå en indikation på en negativ relation i förhållande till index. Förklaringsgraden är mycket låg förutom för STINT där 0,40 uppnås.

Tabell 7. Estimerade β , α , justerad R^2 och antal observationer för hedgefondsinnehav, både för samtliga tillgängliga observationer och de senaste fem åren.

Hedgefonder samtliga observationer	β	α	p-värde	Justerad R^2	Antal obs.	Hedgefonder nov 01 - okt 06	β	α	p-värde	Justerad R^2	Antal obs.
SSF	0.34 *	5.23%	0.2%	0.15	64	SSF	0.24 *	4.29%	0.30%	0.07	60
MISTRA	-0.59	4.68%	42.3%	0.04	63	MISTRA	-0.77	5.16%	43.30%	0.03	53
KK	-	-	-	-	-	KK	-	-	-	-	-
ÖSTERSJÖ	-	-	-	-	-	ÖSTERSJÖ	-	-	-	-	-
VÄRDAL	-	-	-	-	-	VÄRDAL	-	-	-	-	-
STINT	0.99 *	1.10%	67.7%	0.40	35	STINT	0.99 *	1.10%	67.70%	0.40	35
FRAMTIDEN	0.27	-2.17%	18.8%	0.06	7	FRAMTIDEN	0.27	-2.17%	18.80%	0.06	7

Notera: * = signifikant på 5 % nivå. KK, ÖSTERSJÖ samt VÄRDAL har inga hedgeinvesteringar. STINT avslutade hedgeinvesteringarna i juni 2005 och FRAMTIDEN har haft hedgeinvesteringar sedan april 2006

För stiftelsernas respektive totalportföljer har vi valt att genomföra regressioner baserade på en flerkfaktor modell. Data för de senaste fem åren testas utifrån totalportföljens exponering mot de fyra olika index vi valt att jämföra mot. Under hela tidsperioden väljer vi att testa exponeringen endast mot SIXPRX, MSCI World och OMRXTB då hedgeinvesteringar till största del genomförts under den senare perioden. Resultaten presenteras i *Tabell 8* och den entydiga konklusionen är att ÖSTERSJÖ och KK har genererat positiva signifikanta α . I motsats till detta har STINT genererat ett negativt signifikant α för hela tidsperioden och FRAMTIDEN för de senaste fem åren. Därutöver når inga α en statistisk signifikans på 5 % nivå. Förklaringsgraden för modellen bedöms över lag vara god till mycket god, förutom för ÖSTERSJÖ där den är obefintlig. ÖSTERSJÖ:s β -koefficienter är låga och ej signifikanta vilket tyder på att ÖSTERSJÖ skapar en överavkastning utan att vara exponerad mot de olika riskfaktorer vi analyserar gentemot.

Tabell 8. Estimerade β för SIXPRX, MSCI World, OMRXTB samt för de senaste fem åren även HFXS, α , justerad R^2 och antal observationer för stiftelsernas totalportföljer, både för samtliga tillgängliga observationer och de senaste fem åren.

Totalportföljen samtliga observationer	β SIXPRX	β MSCI W	β OMRXTB	α	p-värde	Justerad R^2	Antal obs.	Totalportföljen nov 01 - okt 06	β SIXPRX	β MSCI W	β OMRXTB	β HFXS	α	p-värde	Justerad R^2	Antal obs.
SSF	0.37 *	0.06 *	0.46 *	0.01%	36.0%	0.90	145	SSF	0.22 *	0.14 *	0.23 *	0.28 *	1.01%	27.90%	0.91	60
MISTRA	0.12 *	0.51 *	0.03	0.01%	57.7%	0.83	153	MISTRA	0.08	0.52 *	0.04	0.06	0.99%	55.10%	0.88	60
KK	0.73 *	0.01	0.06	2.70%	1.5%	0.94	147	KK	0.66 *	0.04	-0.15	0.17	3.85%	0.30%	0.97	60
ÖSTERSJÖ	-0.03	0.08	-0.14	14.07%	0.2%	-0.02	135	ÖSTERSJÖ	0.00	0.07	1.19	-1.11	17.74%	3.10%	0.00	60
WARDAL	0.48 *	0.12 *	0.14 *	-1.33%	12.5%	0.94	138	WARDAL	0.42	0.09	0.00	-0.01	0.50%	85.70%	0.74	60
STINT	0.38 *	0.13 *	0.27 *	-2.55%	0.9%	0.88	147	STINT	0.25 *	0.31 *	0.39 *	0.09	-2.43%	14.20%	0.87	60
FRAMTIDEN	0.23 *	0.06	-0.03	-0.90%	45.7%	0.62	147	FRAMTIDEN	0.37 *	0.07 *	0.21 *	-0.04	-1.62%	4.90%	0.96	60

Notera: * = signifikant på 5 % nivån

Sammanfattningsvis kan det sägas att resultaten varierar kraftigt från stiftelse till stiftelse. Vissa stiftelser uppnår positiva signifikanta α -värden och andra negativa, vilket ger indikationer om att CAPM inte håller. Det kan konstateras att ÖSTERSJÖ lyckas prestera signifikanta α samtidigt som exponeringen mot de fyra riskfaktorer som vi valt att analysera är mycket låg. Vidare visar även KK på signifikanta positiva α , vilket dock främst förklaras av avkastningen på svenska aktier. För övriga stiftelser tyder analysen på att nollhypotesen om att α är lika med noll ej kan förkastas. För att ytterligare testa huruvida stiftelserna som bildades ur de forna löntagarfonderna genererar en överavkastning som skiljer sig från noll har vi valt att fördjupa analysen. Vi genomför multivariata regressioner som utgår ifrån de modeller vi tidigare estimerat, men med det tillägget att samtliga stiftelsers avkastning⁵³ inom varje modell regresseras simultant. Därefter genomförs ett Wald test för att undersöka huruvida de α som generas simultant är lika med noll. Samtliga av dessa F-test kan signifikant förkasta nollhypotesen, förutom för räntor under de senaste fem åren. Exempelvis är de resulterande p-värdena för totalportföljerna 0,20 % för maximala antalet observationer och 0,74 % för de senaste fem åren. Således kan vi på 5 % nivån förkasta nollhypotesen att α simultant är lika med noll för stiftelsernas totalportföljer och får därmed starkare indikationer om att stiftelserna som bildades ur de forna löntagarfonderna genererat en överavkastning. Vidare bör det noteras att de multivariata regressionerna är genomförda med lika vikter fördelat till samtliga stiftelser. Då de bäst presterande stiftelserna ÖSTERSJÖ och KK även är bland de större torde en kapitalviktad regression ge än starkare bevis för genererad överavkastning. Vi kan härmed förkasta vår första hypotes och konstatera att vi ej finner bevis för att stiftelserna som skapades av löntagarfondspengarna presterar sämre än benchmark. Dock bör det understrykas att detta möjliggörs tack vare starka signifikanta α genererade av ÖSTERSJÖ och KK.

⁵³ I de fall enskilda observationer saknas har dessa ersatts med noll

iv. Sharpe-kvoter

Vidare har vi, för att få ett kompletterande mått på riskjusterad avkastning, räknat ut Sharpe-kvoter för stiftelsernas respektive delpportföljer och totalportföljer, både för samtliga observationer och de senaste fem åren. Resultaten presenteras i *tabell 9*. För svenska aktier och samtliga observationer placerar sig ÖSTERSJÖ i topp, följt av KK och SSF. Därefter återfinns en passiv investering, representerad av SIXPRX, följt av STINT, VÅRDAL, FRAMTIDEN och MISTRA. Under de senaste fem åren hamnar återigen ÖSTERSJÖ och KK i topp, följt av STINT, SIXPRX, SSF, VÅRDAL och FRAMTIDEN. Analysen av de utländska investeringarna tyder på att ÖSTERSJÖ presterat bäst även i denna kategori. Under hela perioden presterar två av sex stiftelser bättre eller lika med index och för de senaste fem åren är motsvarande siffra tre. För räntebärande investeringar uppnås i regel högre Sharpe-kvoter och fem av stiftelserna presterar bättre än index för de båda tidsperioderna. Topplaceringarna innehas av ÖSTERSJÖ, SSF och STINT. Endast fyra stiftelser har investeringar i hedgefonder och den bästa Sharpe-kvoten inom detta kapitalslag uppnås av SSF. FRAMTIDEN genererar en kraftigt negativ kvot, men antalet observationer är enbart sju och således bör ej allt för stor vikt fästas vid detta resultat. För totalportföljen placerar sig ÖSTERSJÖ på första plats för båda perioderna. SSF och KK placerar sig på andra respektive tredje plats för hela perioden och förhållandet dem emellan är motsatt under de senaste fem åren. För hela perioden följer därefter VÅRDAL, MISTRA, STINT och FRAMTIDEN. Under de senaste fem åren innehas fjärdeplatsen av FRAMTIDEN, därefter VÅRDAL, MISTRA och STINT.

Tabell 9. Sharpe-kvoter för stiftelsernas samtliga delpportföljer samt totalportfölj jämfört med respektive index, både för samtliga tillgängliga observationer och de senaste fem åren.

Sharpe-kvot samtliga observationer	Svenska aktier	Utländska aktier	Räntor	Hedge- fonder	Total- portfölj	Sharpe-kvot nov 1 - okt 06	Svenska aktier	Utländska aktier	Räntor	Hedge- fonder	Total- portfölj
INDEX	0,16	0,08	0,20	0,24	-	INDEX	0,19	0,01	0,24	0,20	-
SSF	0,18	0,08	0,41	0,49	0,25	SSF	0,17	0,06	0,34	0,45	0,25
MISTRA	0,06	0,07	0,01	0,05	0,11	MISTRA	0,13	0,05	0,06	0,08	0,07
KK	0,22	-	0,08	-	0,22	KK	0,25	-	0,22	-	0,26
ÖSTERSJÖ	0,28	0,18	0,45	-	0,28	ÖSTERSJÖ	0,30	0,27	0,33	-	0,32
VÅRDAL	0,15	0,06	0,38	-	0,14	VÅRDAL	0,16	-0,11	0,30	-	0,11
STINT	0,15	0,04	0,42	0,24	0,10	STINT	0,21	-0,03	0,32	0,24	0,07
FRAMTIDEN	0,13	-0,37	0,38	-0,81	0,08	FRAMTIDEN	0,15	-0,35	0,29	-0,81	0,13

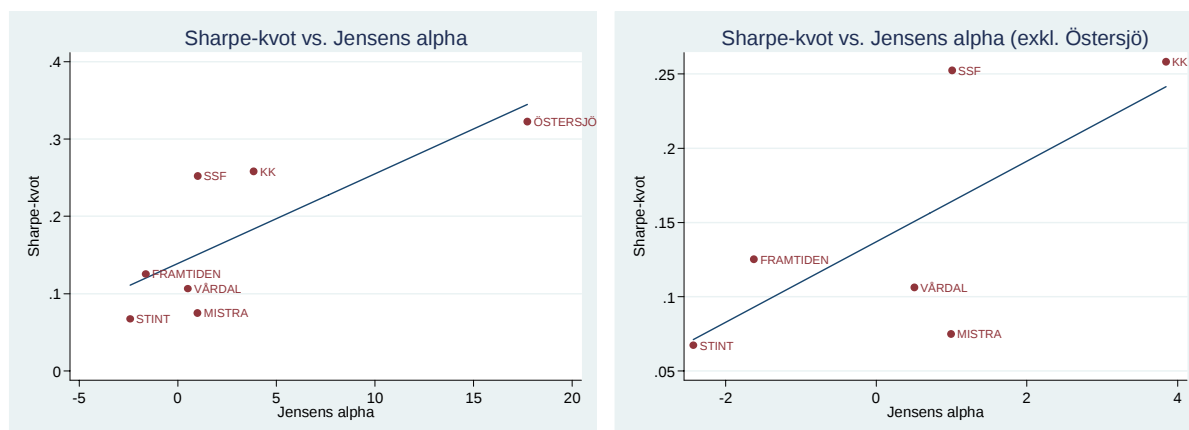
v. Framgångsfaktorer inom stiftelsernas kapitalförvaltning

I enlighet med hypotes II till IX har vi genomfört tester av olika statistiska framgångsfaktorer inom ramen för kapitalförvaltningen hos stiftelserna som bildades ur de forna löntagarfonderna. Vi har analyserat hur egenskaper som marknadsvärde, kostnader för kapitalförvaltningen, ekonomisk kompetens i styrelsen eller kapitalutskott, internt nedlagd tid på kapitalförvaltning, antal kapitalförvaltare samt utvärderingsmetoder relaterar sig till

resultatet av kapitalförvaltningen, representerat av Jensens α och Sharpe-kvoter. De senare är beräknade på respektive stiftelsernas totalportföljer från november 2001 till oktober 2006. Faktumet att denna analys bygger på ett fåtal observationer är något som bör tas i beaktande vid tolkandet av nedanstående resultat. Detta skulle hypotetiskt sett kunna innebära att relevansen för de erhållna resultaten är diskutabla för kapitalförvaltning inom den institutionella sektorn i sin helhet. Dock anser vi att resultaten baserade på dessa sju stiftelser är intressanta som en indikation på framgångsfaktorer inom institutionell kapitalförvaltning på grund av den mycket begränsade forskningen som bedrivits inom detta område.

Först vill vi visa förhållandet mellan de två resultatmått, Sharpe-kvot samt Jensens α , och *Figur 3* tyder på en positiv relation mellan dessa. Sex av stiftelserna ligger relativt samlade och utböligen ÖSTERSJÖ påvisar främst ett mycket högre α jämfört med de övriga. Därför visas även relationen exklusive ÖSTERSJÖ. Vi konstaterar att dessa två performance-mått i stort är konsekventa gentemot varandra.

Figur 3. Uppmätt relation mellan Sharpe-kvoter och Jensens α för de sju stiftelserna.



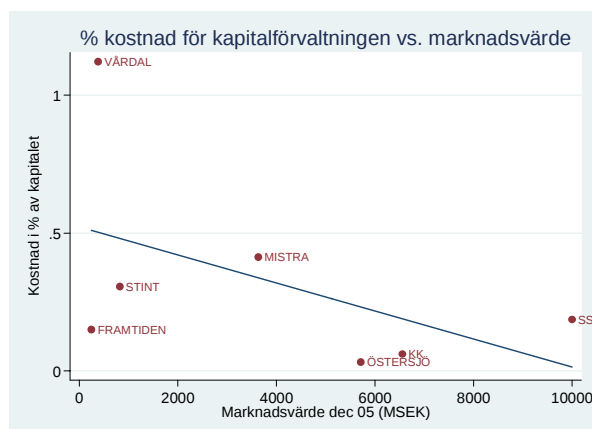
I enlighet med vår andra hypotes kring relationen mellan avkastning och marknadsvärden, tyder resultaten i *Figur 4* på att det finns indikationer om att de större stiftelserna har genererat en högre riskjusterad avkastning än de mindre. Sambandet är något tydligare i den vänstra figuren där Sharpe-kvoten jämförs med marknadsvärdet än i den högra där istället Jensens α analyseras. Detta resultat är förenligt med Grenmark och Strands (2005) studie av svenska pensionsfonder och övriga stiftelser men går emot resultaten presenterade av exempelvis Grinblatt och Titman (1989b).

Figur 4. Sharpe-kvot och Jensens α jämfört med marknadsvärdet per sista oktober 2006 för de sju stiftelserna.



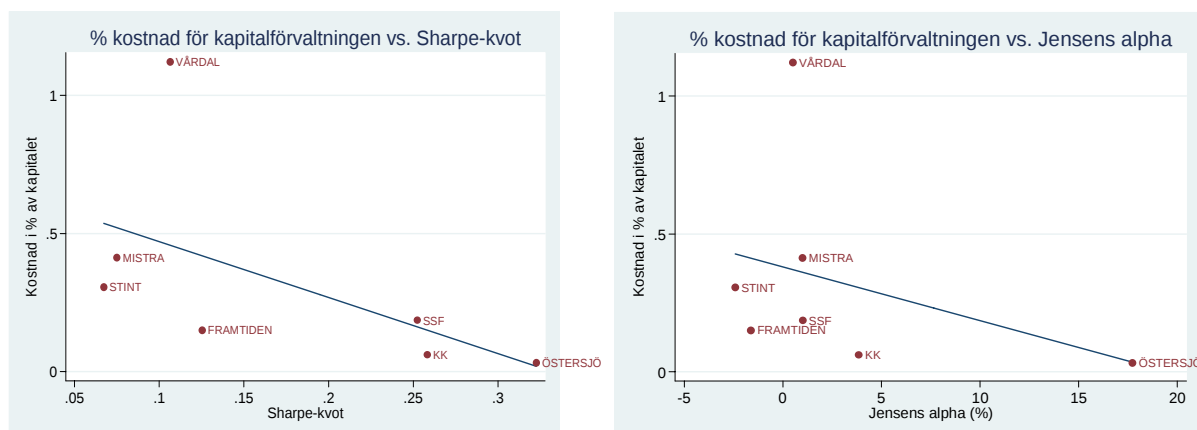
Figur 5 antyder en tendens till en negativ relation mellan kostnaden för kapitalförvaltningen, uttryckt i procent av kapitalet, och respektive stiftelses totala marknadsvärde. VÅRDAL framstår som en avvikande observation med en betydligt högre kostnad för kapitalförvaltningen jämfört med övriga stiftelser. Detta kan förklaras av en performance-baserad avgiftsstruktur där totalportföljens avkastning mäts i förhållande till ett benchmark bestående både av svenska och utländska aktier samt räntebärande investeringar. Dock tas ingen hänsyn till den risknivå som förvaltaren har tagit vilket hypotetiskt skulle kunna fresta förvaltaren att ta större risker. Vi anser att ett performance-baserat arvode för ett blandmandat bör ta hänsyn både till tillgångsslagsallokering samt förmågan att välja undervärderade aktier. Vidare konstaterar vi att intern förvaltning hos ÖSTERSJÖ och KK är betydligt billigare än den externa förvaltningen hos övriga stiftelser samt att de tre stiftelser med billigast förvaltning använder Kammarkollegiet. Den generella negativa relation som påvisas är förenlig med resultat presenterade av Freeman och Brown (2003) samt även Grenmark och Strand (2005). Det indikeras således att en större investerare tycks ha bättre möjligheter att förhandla till sig bra priser och detta resultat är förenligt med våra förväntningar.

Figur 5. Relationen mellan procentuell kostnad för kapitalförvaltningen år 2005 jämfört med respektive stiftelses marknadsvärde vid utgången av 2005.



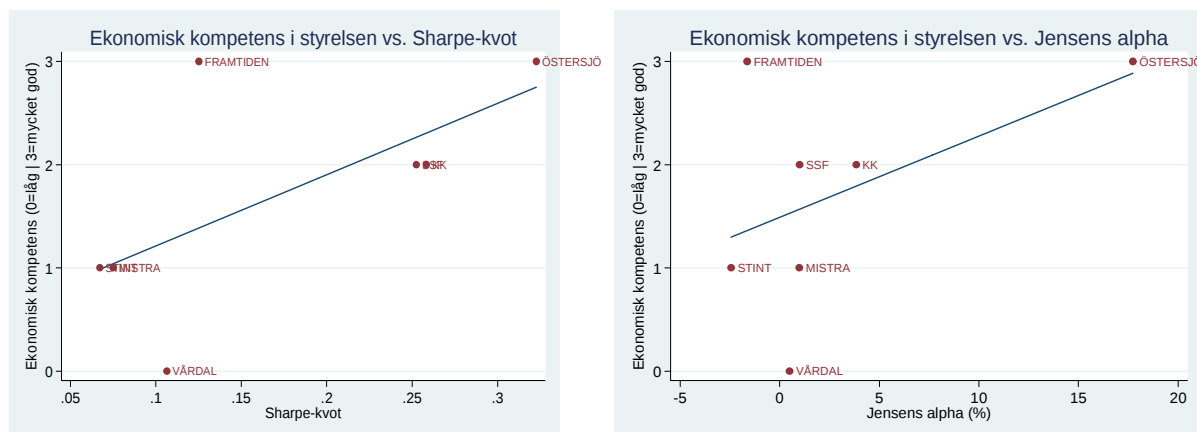
Vid analys av den procentuella kostnaden för kapitalförvaltningen i förhållande till Sharpe-kvot och Jensens α tycks en negativ relation kunna utrönas vilket presenteras i *Figur 6*. Resultatet är något mera påtagligt i det vänstra diagrammet, vid analys av Sharpe-kvoten, än i det högra, där Jensens α analyseras. Som diskuteras ovan är kostnaden för VÅRDAL:s kapitalförvaltning betydligt högre jämfört med övriga stiftelser, samtidigt som performance inte utmärker sig. Motsatt kan sägas om ÖSTERSJÖ och KK samt i viss mån även om SSF, där kapitalförvaltningen håller en låg kostnad och performance, främst uttryckt i form av Sharpe-kvot, utmärker sig positivt. Dessa resultat är förenliga med Dahlquist et al. (2000) som menar att avkastning är negativt relaterad med kostnader, men går emot resultaten presenterade av Ippolito (1989) samt även Grenmark och Strand (2005). Således förkastar vi vår hypotes om att avkastningen skulle vara positivt relaterad till kapitalförvaltningskostnader och konstaterar att vi finner indikationer på ett negativt samband. Även om man bortser från de två stiftelserna med intern förvaltning och endast studerar de med externa förvaltare, är resultatet liktydigt, om än i mindre utsträckning.

Figur 6. Samband mellan procentuell kostnad för kapitalförvaltningen år 2005 jämfört med respektive stiftelses Sharpe-kvot och Jensens α .



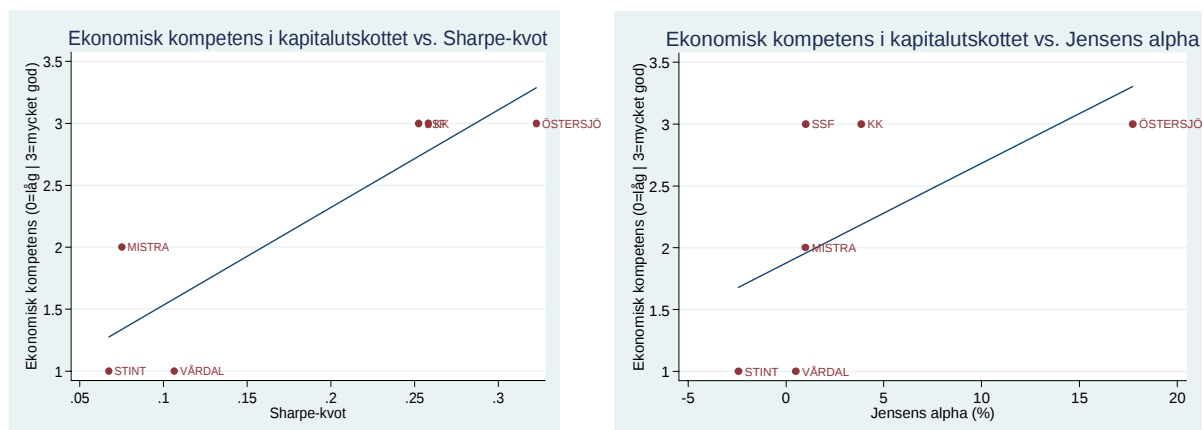
Nästa parameter i analysen är ekonomisk kompetens inom stiftelsen, estimerad både för styrelsen, *Figur 7*, samt för de personer som ansvarar för kapitalförvaltningen, benämnt kapitalutskottet, *Figur 8*. Som tidigare beskrivits bedömer vi att den formella kompetensen hos styrelsen inom kapitalförvaltning är generellt sett låg och endast en av stiftelsernas stadgar stipulerar ett krav om sådan kompetens. Dessutom påvisas att ekonomisk kompetens inte har varit en central fråga vid tillsättandet av styrelserna. Vi bedömer att FRAMTIDEN och ÖSTERSJÖ har en god ekonomisk kompetens i styrelsen, men även KK samt SSF får relativt goda betyg. Som *Figur 7* visar tycks det råda en positiv relation mellan styrelsens ekonomiska kompetens och respektive stiftelses ekonomiska avkastning. Då styrelsen, förutom gällande FRAMTIDEN, ej har en direkt operativ funktion för kapitalförvaltning anser vi det finnas en antydning om att en styrelse med ekonomisk kompetens har större möjlighet att tillsätta och bibehålla ett framgångsrikt kapitalutskott. Den positiva relationen mellan styrelsens ekonomiska kompetens och avkastningen från kapitalförvaltningen är förenligt med hypotes $[V:a]$.

Figur 7. Bedömd ekonomisk kompetens i respektive stiftelses styrelse i förhållande till uppnådda performance-nyckeltal, Sharpe-kvot och Jensens α . Ekonomisk kompetens är graderad på en skala från noll till tre.



Vidare kan vi konstatera att sambandet är likartat och positivt även vid analys av den ekonomiska kompetensen inom stiftelsernas kapitalutskott i förhållande till avkastningen och dessa resultat presenteras i *Figur 8*. Således uppfylls även hypotes $[V:b]$ och vi finner stöd för att ekonomisk kompetens inom respektive stiftelse, både hos styrelsen samt kapitalutskottet, tycks har en positiv inverkan på kapitalets avkastning.

Figur 8. Bedömd ekonomisk kompetens i respektive stiftelses kapitalutskott i förhållande till uppnådda performance-nyckeltal, Sharpe-kvot och Jensens α . Ekonomisk kompetens är graderad på en skala från noll till tre.



Resultaten presenterade i *Figur 9* tyder på att det finns ett positivt samband mellan den tid som internt spenderas på kapitalförvaltningen och de två olika avkastningsmåten vi analyserar. Detta kan tolkas som att i de fall där stiftelserna lägger en större tonvikt vid sin kapitalförvaltning och således ägnar den mera tid, torde den löpande uppföljningen av resultat och utveckling på marknaden fungera bättre. Dock är resultaten inte helt entydiga, vid analys av Sharpe-kvoten tycks det finnas två grupperingar baserade på storlek och inom den mindre gruppen antyds ett negativt samband. När istället Jensens α är den analyserade faktorn framstår ÖSTERSJÖ som en utböling och mellan de andra kan endast ett svagt positivt samband utrönas. Emellertid bedömer vi att det finns tecken för ett positivt samband mellan internt spenderad tid på kapitalförvaltningen och avkastning vilket är förenligt med vår sjätte hypotes.

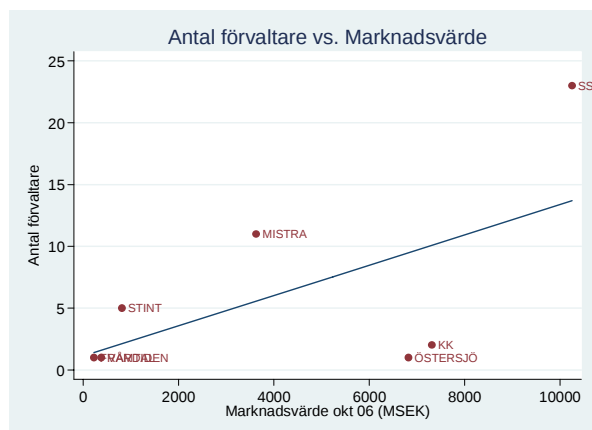
Figur 9. Internt spenderad tid på kapitalförvaltningen uttryckt som antal heltidstjänster i förhållande till respektive stiftelses Sharpe-kvot samt Jensens α .



Figur 10 påvisar i enlighet med vår sjunde hypotes att det råder ett positivt förhållande mellan antalet förvaltare som en stiftelse direkt knyter till sig och det totala marknadsvärdet.

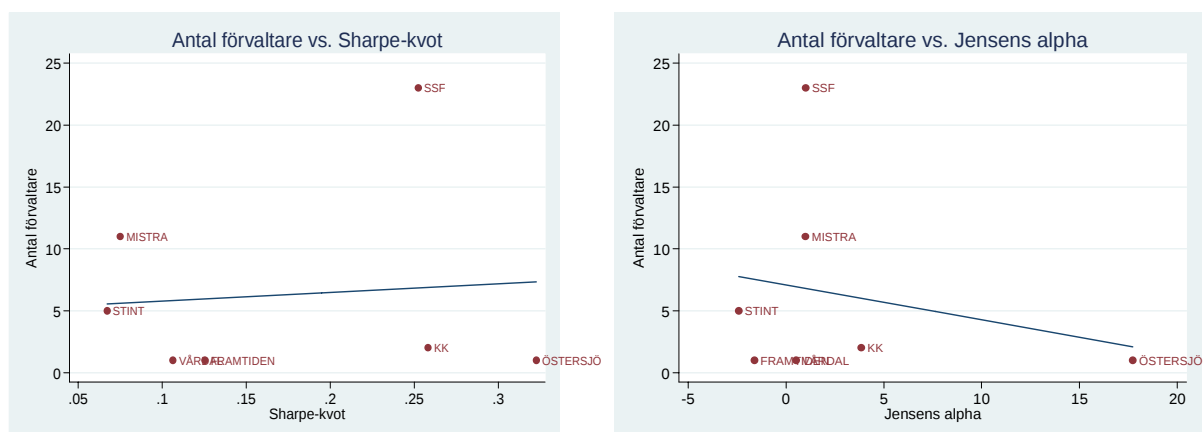
Detta resultat är förenligt med en studie genomförd av Huberman (1999) och kan tolkas som att en större investerare har bättre möjligheter att skaffa sig kunskaper inom olika geografiska marknader. En större investerare kan dessutom sprida sitt kapital mellan ett flertal förvaltare och ändå investera en sådan summa att möjligheter skapas för förhandling kring prisnivåer.

Figur 10. Sambandet mellan antal förvaltare och totalt marknadsvärde per den sista oktober 2006. Som förvaltare definieras de olika, externa eller interna, parter som är direkt knutna till respektive stiftelse och har ansvar för beslut kring kapitalförvaltningen. Detta innebär exempelvis att fondförvaltare nyttjade av en diskretionär förvaltare ej inkluderas.



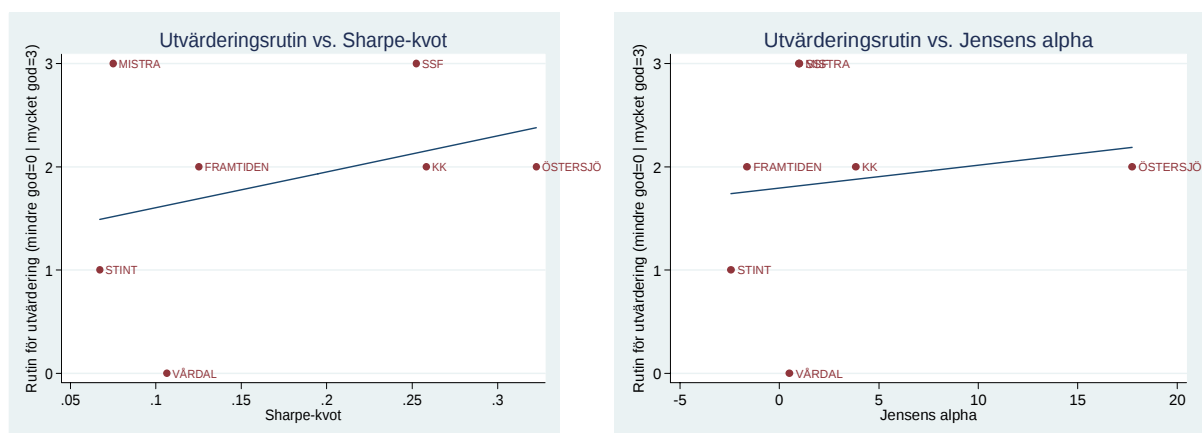
Härutöver analyseras även förhållandet mellan antalet förvaltare och respektive stiftelses avkastning vars resultat presenteras i *Figur 11*. De två diagrammen antyder motsatta relationer och SSF framstår som en kraftigt avvikande observation. Om SSF exkluderas antyds en svagt negativ trend vilket går emot vår hypotes och resultaten från Engström (2004b). Vidare påvisar MISTRA och även STINT en låg Sharpe-kvot trots ett större antal förvaltare. Resultaten i denna analys är dock starkt påverkade av ÖSTERSJÖ och KK. Dessa har under perioden genererat en hög riskjusterad avkastning med endast ett fåtal förvaltare. Detta medför att resultaten hypotetiskt sett kan vara missvisande då dessa två förvaltare presterat exceptionellt bra samtidigt som de investerat kraftigt i den svenska marknaden som relativt sett varit överpresterande. Dock innebär ett fåtal förvaltare en begränsad möjlighet till diversifiering då ett mindre antal marknader kan bevakas. Slutligen anser vi att denna analys ej kan avgöra huruvida det är fördelaktigt med få eller flera förvaltare.

Figur 11. Förhållandet mellan antalet förvaltare och respektive stiftelses Sharpe-kvot och Jensens α .



Slutligen analyseras i *Figur 12* den bedömda kvaliteten på respektive stiftelses utvärderingsrutiner av kapitalförvaltningen i förhållande till stiftelsens Sharpe-kvot och Jensens α . Resultatet tyder på en mycket svag positiv relation mellan de analyserade parametrarna. Därutöver antyds två utbölingar, MISTRA samt VÅRDAL. MISTRA bedöms ha en mycket god rutin för utvärdering av kapitalförvaltningen, något som dock endast pågått sedan 2004, men resultatet av kapitalförvaltningen är ändå lågt. För VÅRDAL bedömer vi att utvärderingsrutinerna icke är tillräckliga då det exempelvis ej går att bedöma avkastning fördelat på kapitalslag. Den svaga positiva relationen mellan utvärderingskvalitet och performance bedöms vara förenlig med resonemanget fört kring vår nionde hypotes vilket är baserat på Carharts (1997) resultat. Således ser vi en antydning till att en god utvärderingsrutin lättare identifierar en underavkastande investering vilket torde leda till förbättring eller avyttring. Vi anser därför att det ej finns bevis för att förkasta vår nionde hypotes.

Figur 12. En presentation av relationen mellan bedömd kvalitet på utvärderingsrutiner i förhållande till respektive stiftelsers Sharpe-kvot och Jensens α .



X. Slutsats

i. Sammanfattning av resultat

Denna uppsats har analyserat sju av stiftelserna som bildades ur de forna löntagarfonderna ur tre olika perspektiv. Först rent kvalitativt där vi analyserat den information vi fått genom intervjuer med personer på stiftelserna, konsulter och kapitalförvaltare samt även tagit i beaktning den brist på information som i vissa fall råder. Därefter har vi genomfört en kvantitativ analys av stiftelsernas kapitalförvaltning baserat på klassiska portföljutvärderingsmått. Slutligen utförde vi en gränsöverstigande jämförelse mellan resultaten från den kvalitativa och kvantitativa analysen.

Ur ett kvalitativt perspektiv anser vi att stiftelsernas styrelser generellt besitter en låg kompetens inom området kapitalförvaltning. Vi finner bevis som tyder på att denna kompetens ej har varit central vid regeringens utnämmande av stiftelsernas styrelser. Vidare tyder resultaten på att utvärdering och uppföljning av kapitalförvaltningen i vissa fall kan utvecklas med mer detaljerade analyser och riskjusterade nyckeltal. Därutöver konstateras att de sju stiftelserna har valt olika tillvägagångssätt för att hantera kapitalförvaltningen, fem har valt en extern förvaltning i form av fonder eller diskretionära mandat och två har valt att tillsätta en intern förvaltare. Intern förvaltning kan dock hypotetiskt resultera i ett starkt beroende från stiftelsens sida och vi anser i sådana fall att styrelsens ekonomiska kompetens är central för beslut om riktlinjer samt förmåga för utvärdering. Därutöver medför en förvaltning utförd av en eller ett fåtal personer en begränsning med avseende på antal marknader under bevakning, vilket hämmar möjligheterna för diversifiering.

De resultat som genereras vid analysen av stiftelsernas avkastning tyder på att stiftelserna i sin helhet har skapat en signifikant överavkastning i förhållande till de index vi valt att utvärdera dem emot. Detta är förenligt med de resultat Engström (2004a) presenterar angående svenska aktiefonder men överensstämmer ej med exempelvis Fersons och Schadts (1996) analys av amerikanska fonder. Dock bör påtalas att individuella variationer är stora och endast två av de sju stiftelserna påvisar en signifikant överavkastning. De positiva resultat som påträffas drivs till stor del av de två stiftelserna ÖSTERSJÖ och KK.

I det tredje analysmomentet finner vi indikationer om att storleken på stiftelsen är negativt korrelerad med kostnader för kapitalförvaltningen, vilket tyder på skalfördelar och är förenligt med Freeman och Brown (2003). Därutöver tycks storleken även vara positivt relaterad till antalet förvaltare. I motsats till Grinblatt och Titman (1989b) finner vi att storleken är positivt korrelerad med avkastning vilket stöder Grenmarks och Strands (2005)

resultat om svenska institutionella förvaltare. Vidare finner vi stöd för att riskjusterad avkastning tycks ha en positiv relation med stiftelsens kompetens inom kapitalförvaltning, den tid som stiftelsen internt spenderar på kapitalförvaltningen samt i viss mån även den rutin stiftelsen utarbetat för utvärdering av kapitalförvaltningen. Detta tyder på att kunskap och nedlagd tid kan förbättra stiftelsers riskjusterade avkastning. Analysen antyder dessutom på att procentuell kostnad för kapitalförvaltningen är negativt korrelerad med avkastningen vilket överrensstämmer med Dahlquist et al. (2000). Däremot framstår relationen mellan antalet förvaltare och den riskjusterade avkastningen som oklar, vilket går emot exempelvis Engströms (2004b) påvisade positiva relation. Dock anser vi att det senare resultatet bör ses i ljuset av den starka påverkan som de unika stiftelserna ÖSTERSJÖ och KK medfört.

Vi menar att institutionella investerare kan dra lärdom av de resultat som presenteras i denna uppsats för att finna möjligheter att utveckla och förbättra sin kapitalförvaltning. Vidare hoppas vi att denna studie kommer verka som en tankeställare om vikten av ekonomisk kompetens vid tillsättandet av stiftelsers styrelse, både för att kunna besluta om framtida riktlinjer samt utvärdera historisk avkastning.

ii. Förslag på framtida studier

Inom området för institutionell kapitalförvaltning har en mycket begränsad akademisk forskning skett och denna uppsats är, så vitt vi vet, den första att på djupet analysera en homogen grupp. Problematiken med analyser inom institutionell kapitalförvaltning är en låg transparens och svårigheter att få tillgång till data. Dock konstateras att utvecklingen gällande rapportering och utvärdering av kapitalförvaltningen inom denna studies sju stiftelser har förbättrats över tiden. Detta torde vara en allmän trend inom stiftelser och innebära att möjligheterna till kvantitativa studier med ett större antal stiftelser ökar. Således skulle analysen om stiftelsers kapitalförvaltning kunna fördjupas inom kategorier så som storlek, tillgångsslag samt extern eller intern förvaltning. Därutöver skulle en bredare analys av relationen mellan stiftelsernas kompetens inom kapitalförvaltning och avkastning vara intressant. Vidare ser vi ett ökat krav på etiskt hållbara investeringar och huruvida denna typ av krav har en inverkan på avkastning är ytterligare ett intressant område för framtida forskning. Slutligen skulle studier av stiftelser eller liknande institutioner från andra länder kunna stärka de resultat som denna uppsats presenterar men även ge ytterligare vägledning för institutionella investerare i val av kapitalförvaltningsstruktur.

XI. Referenser

- Bodie, Z., A. Kane och A. J. Marcus, *Investments*, 6:e upplagan, The McGraw-Hill/Irwin, 2005
- Brealey, R. A. och S. C. Myers, *Principles of Corporate Finance*, International Edition, The McGraw-Hill/Irwin, 2003
- Carhart, M. M., (1997) "On the Persistence of Mutual Fund Performance" *Journal of Finance*, 52, 57–82
- Dahlquist, M., S. Engström, och P. Söderlind, (2000) "Performance and Characteristics of Swedish Mutual Funds" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35, 409–423
- Engström, S., (2004a) "Does Active Portfolio Management Create Value? An Evaluation of Fund Managers' Decisions" SSE/EFI Working Paper Series in Economics and Finance No 553
- Engström, S., (2004b) "Investment Strategies, Fund Performance and Portfolio Characteristics" SSE/EFI Working Paper Series in Economics and Finance No 554
- Fama E. F. och French K. R., (1998) "Value versus Growth: The International Evidence" *The Journal of Finance*, 6, 1975 – 1999
- Feldt K. O., (1991) "Alla Dessa Dagar: I regeringen 1982 – 1990" Norstedts förlag
- Ferson, W. E. och R. Schadt, (1996) "Measuring Fund Strategy and Performance in Changing Economic Conditions" *Journal of Finance*, 51, 425–461
- Freeman, J. och S. Brown. (2001) "Mutual Fund Advisory Fees: The Cost of Conflicts of Interest" *Journal of Corporation Law*, 609
- Gilljam M. (1988) "Svenska folket och löntagarfonderna" Studentlitteratur
- Grinblatt, M. och S. Titman, (1989b) "Mutual Fund Performance: An Analysis of Quarterly Portfolio Holdings" *Journal of Business*, 62, 393–416
- Grinblatt, M. och S. Titman, (1993) "Performance measurement without benchmarks: An examination of mutual fund returns" *Journal of Business*, 66, 47–68
- Grossman, S. och J. E. Stiglitz, (1980) "On the possibility on informationally efficient markets" *American Economic Review*, 70, 393–408
- Huberman, G. (1999) "Familiarity breeds investment" Working paper 97-04. Columbia University
- Intervju med Björn Brandt, vice VD, samt Birgitta Lundin, ekonomiansvarig, Stiftelsen för Strategisk Forskning, 2006-12-12
- Intervju med Eva Thörnelöf, kanslichef Stiftelsen för Miljöstrategisk Forskning, 2007-01-11
- Intervju med Hans Mertzig, kapitalförvaltare Stiftelsen för Kunskap och Kompetensutveckling, 2007-01-11
- Intervju med Roger Svensson, VD, samt Anette Karlsson, ekonomichef, Stiftelsen för internationalisering av högre utbildning och forskning, 2007-01-12
- Intervju med Staffan Arvidsson, forskningshandläggare Stiftelsen för Vård och Allergiforskning, 2007-01-16

- Ippolito, R. A., (1989) "Efficiency with Costly Information: A Study of Mutual Fund Performance" *Quarterly Journal of Economics*, 104, 1–24
- Jensen, M. C., (1968) "The performance of the mutual fund in the period 1954–64" *Journal of Finance*, 23, 384–416
- Morgan Stanley Capital International World Index tillgänglig från www.mscibarra.com
- Myhrman J., "Hur Sverige blev Rikt" (2003) Författaren och SNS Förlag
- Olsen G. M., "The Struggle for Democracy in Sweden" (1992) Avebury
- Pirinsky, C. A., (2000) "Are Financial Institutions Better Investors?" Working Paper Series. Texas A&M University
- SIX Harcourt HFXSaw index, erhållen via SIX TRUST
- SIX Portfolio Return index, erhållen via SIX TRUST
- STIBOR, 7 dagars, erhållen via Sveriges Riksbank, www.riksbank.se
- Regeringens proposition 1991/92:36, tillgänglig via www.riksdagen.se
- Riksdagens revisorer, Förslag till Riksdagen 1999/2000:RR12, tillgänglig via www.riksdagen.se
- Sharpe W. F., (1966) "Supplement on Security Prices" *The Journal of Business*, 1, 119 - 138
- Stehle, R. och O. Grewe, (2001) "The Long-Run Performance of German Stock Mutual Funds" Working Paper Series. Humboldt-Universität zu Berlin and Humboldt University of Berlin
- Stiftelsen Framtidens Kultur, Årsredovisning 2005
- Stiftelsen för forskning inom områden med anknytning till Östersjöregionen och Östeuropa, Årsredovisning 2005
- Stiftelsen för Internationalisering av Högre Utbildning och Forskning, Årsredovisning 2004, 2005
- Stiftelsen för Kunskap och Kompetensutveckling, Årsredovisning 2005
- Stiftelsen för Miljöstrategisk Forskning, Årsredovisning 2005
- Stiftelsen för Strategisk Forskning, Årsredovisning 2005
- Stiftelsen för Vård och Allergiforskning, Årsredovisning 1994, 2000, 2005
- Telefonintervju med Jonas Anderson, VD Stiftelsen Framtidens Kultur, 2007-01-11
- Telefonintervju med Per-Olof Edin, placeringsdirektör Stiftelsen för forskning inom områden med anknytning till Östersjöregionen och Östeuropa, 2007-01-10

XII. Appendix

Frågeformulär för magisteruppsats inom institutionell kapitalförvaltning

1. Vad har styrelsen för kompetens, hur tillsätts den samt hur ofta sammanträder den?
2. Finns det ett kapitalutskott/placeringsdelegation och vad har den för funktion?
3. Hur mycket tid spenderas internt på kapitalförvaltningen? (Antal heltidstjänster)
4. Till vilka olika tillgångsslag är kapitalet allokerat? Hur bestäms allokeringen? (Modell för allokeringen: ALM, mean-variance efficient? Generella riktlinjer?)
5. Har ni intern eller extern förvaltning? Hur väljs externa förvaltare? (Historisk avkastning, avgifter, etiska aspekter)
6. Har ni någon form av etiska krav på era investeringar?
7. Hur fattas investerings- och avyttringsbeslut? Har ni diskretionär förvaltning?
8. Finns det en maximal övre gräns för en enskild akties portföljvikt?
9. Vad har er totala portfölj och de olika delportföljerna för riskprofil och vilka är jämförbara index?
10. Hur lång investeringshorisont har era investeringar?
11. Har ni performance-baserade avgifter till era förvaltare?
12. Hur utvärderas investeringar? (Konsulter? Internt?)
13. Vilka är stiftelsens huvudsakliga kostnader för kapitalförvaltningen och hur stora är dessa? (Inklusive fondavgifter och kostnader för konsulter etc.)