

Jämförelsestudie mellan AP-fondernas Sverigeportföljer och storbankernas Sverigefonder 2002-2006

Gabriel Isskander¹
Patrik Kutto²
Magisteruppsats
Handelshögskolan i Stockholm
Finansiell Ekonomi

7 januari 2008

Abstract

The first four AP-funds have a well-diversified Swedish portfolio, which is managed in similar way as the largest Swedish bank funds. Up until today, there has not been any comparable study that focuses specifically on this part of the AP-funds. Our aim is two-folded; First we will look at how well the AP-funds have managed their Swedish assets compared with Swedish funds of the four largest banks in Sweden during 2002-2006. This will be done by looking at some important key ratios and both absolute and active return. Secondly we will present a descriptive analysis of the management structure within the respective organisations, to be able to draw conclusions regarding the possible deviations in investment return. Our analysis shows us that the return deviations is low between the AP-funds and the bank funds as groups, although within the groups there are some clear differences in both management and returns. We found evidence that a more decentralized organisation structure with clear allocation of responsibility creates more premises for the portfolio managers to generate a larger fund return. Organisations that have primary focus on stock-picking, rather than sector selection in the investment process have also shown larger returns. The lack of bonus-systems within the AP-funds has not affected the overall results significantly. Still there is evidence that the managers of the bank funds have taken larger risk in their daily work due to these bonus-systems which are directly linked to the fund return.

Handledare: Staffan Viotti
Opponent: X och X
Datum för presentation: 6 februari 2008
Plats: Handelshögskolan i Stockholm, Sal X

Medgivande

Vi riktar ett stort tack till biträdande professor Staffan Viotti, verksam vid Sveriges Riksbank och HHS, samt Harry Flam, professor inom internationell ekonomi vid Stockholms Universitet, för deras stora stöd och engagemang i utförandet av denna uppsats.

¹ 19747@student.hhs.se

² 21065@student.hhs.se

Innehållsförteckning

1. Inledning och kontribution	2
1.2 Syfte	3
1.3 Avgränsning	3
2. Bakgrund	4
2.1 AP1-AP4: s roll i det svenska pensionssystemet	4
2.2 Tidigare forskning.....	4
3. Datakvalitet och utvärderingsmetod	6
4. Fonderna i studien.....	8
4.1 AP-fondernas Sverigeportföljer.....	8
4.2 Bankernas Sverigefonder	12
5. Portföljförvaltningsteorier och hypoteser.....	17
5.1 Fondförmögenhetens storlek	17
5.2 Hierarki och ansvarsfördelning.....	18
5.3 Belöningsystem.....	19
5.4 Antalet portföljförvaltare och förvaltningsinriktning.....	19
6. Utvärderingsmått	21
6.1 Sharpekvoten	21
6.2 Jensens Alfa.....	21
6.3 Tracking Error	22
6.4 Informationskvoten.....	22
7. Analys	24
8. Test av hypoteserna.....	32
8.1 Fondförmögenhetens storlek	32
8.2 Hierarki och ansvarsfördelning.....	32
8.3 Belöningsystem.....	33
8.4 Antalet portföljförvaltare.....	34
9. Slutsatser	35
10. Framtida forskning.....	36
11. Referenslista	37
12. Appendix	41
A. Placeringsregler för AP1-AP4	41
B. Placeringsregler för bankernas Sverigefonder	42
C. Intervjufrågor	43
D. Räkneexempel	45
E. Grafer på relativ avkastning och nyckeltal	49

1. Inledning och kontribution

Sedan reformeringen av det svenska pensionssystemet år 1999, som ledde till att nuvarande struktur av pensionssystemet bildades, har regeringen givit i uppdrag till konsultbolag att grundligt undersöka AP-fondernas arbete. Dock är det först i år, 2007, som man kunnat göra en tillfredsställande historisk tillbakablick och undersöka fondernas arbete en femårsperiod tillbaka i tiden (2002-2006). Det finns således material för fem år tillbaka i tiden för att kunna göra en riktig bedömning kring intern förvaltning och resultat. Hewitt Wassum Investment Partners³ genomförde en omfattande undersökning (*Resultatutvärdering av de allmänna pensionsfonderna för perioden till och med 2006-12-31*) av AP-fondernas övergripande förvaltning och avkastning för perioden 2002-2006 i april 2007 och presenterade en hel del intressanta material. En kort sammanfattning kring deras slutsatser presenteras i kapitel 2.2.

Dagens utvärdering av AP-fonderna är mer inriktad på att jämföra fonderna mot varandra, och inte mot andra jämförbara kapitalförvaltare på marknaden. Detta tenderar att ändra fokus på utvärderingen till det kortsiktiga, då varje årlig utvärdering blir en intern tävling mellan AP-fonderna. Fonderna borde ställas mot andra aktörer också, för att försöka förbättra förvaltningen. Därför har vi valt att jämföra AP1-AP4 med storbankernas bredaste Sverigefonder.

De fyra första AP-fonderna (hädanefter kallade "AP1-AP4") har exakt samma förutsättningar att nå en positiv avkastning årligen. Vid starten (årsskiftet 2000/2001) erhöll AP1-AP4 tillgångar till ett värde av 134 miljarder kronor vardera. Dock har avkastningen sedan dess varit olika mellan fonderna. AP1-AP4 har samtliga en portfölj som enbart investerar på den inhemska svenska aktiemarknaden (hädanefter kallad "Sverigeportföljen"). De fyra största svenska bankerna, Swedbank, Handelsbanken, Nordea och SEB, har alla väletablerade och stora Sverigefonder, som har många liknande kännetecken i förvaltning och placeringsinriktning som AP-fondernas Sverigeportföljer. Dessa är Swedbank Robur Sverigefond, Handelsbanken Reavinstfond, Nordea Sverigefond samt SEB Sverigefond 1. Samtliga är de största och bredaste Sverigefonderna hos respektive bank. Nästintill 100 procent av de svenska placeringarna hos AP1-AP4 görs genom aktiv förvaltning, vilket överensstämmer med förvaltningsuppdraget hos utvalda bankfonder. Det är även viktigt att påpeka att vissa AP-fonders Sverigeportföljer investerar i Private Equity (onoterade bolag), vilket skiljer sig från bankernas Sverigefonder som enbart investerar i börsnoterade papper. Denna del av Sverigeportföljerna är dock väldigt liten och har ingen större påverkan på resultatet överlag, vilket gör att jämförelsen inte påverkas av någon sådan snedvridning i investeringsbesluten.

³ Hewitt Wassum Investment Partners är en konsultfirma specialiserat på investeringsstjänster och verksamma i 38 länder. Se www.wassum.se för vidare information.

1.2 Syfte

Syftet med uppsatsen är tvåfaldig; Vi ska först jämföra och utvärdera AP-fondernas Sverigeportföljer med storbankernas Sverige-fonder över tidsperioden 2002-2006, genom att titta på både absolut- och aktivavkastning samt viktiga nyckeltal. Detta görs dels mellan de två fondgrupperna separat och dels intern inom respektive fondgrupp. Därefter ämnar vi härleda resultatavvikelser till förvaltningsorganisatoriska skillnader genom en deskriptiv analys av respektive förvaltningsavdelnings struktur och uppbyggnad.

1.3 Avgränsning

Anledningen till att vi begränsar oss till AP1-AP4 i AP-fonds-systemet är att dessa har samma uppdrag, att förvalta globala portföljer av aktier, obligationer och andra räntebärande papper. De ska således konkurrera med varandra. Mandatet är brett och regleras i Lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder, där det anges att *”Första-Fjärde AP-fonderna skall förvalta fondmedlen på sådant sätt att de blir till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension”*. AP6 har ett specialiserat uppdrag, att investera en mindre del av pensionssystemets fonderade kapital i små och medelstora svenska onoterade bolag och därigenom bidra till utvecklingen av det svenska näringslivet. AP7 finns till för att förvalta premiesparfonden.

Anledningen till att vi valt mätperioden 2002-2006 är att det svenska pensionssystemet reformerades 1999. AP-fonderna omorganiserades som ett resultat av detta och fick nya uppdragsbeskrivningar samt placeringsregler, som trädde i kraft den 1 januari 2001. Under det första året sattes interna mål och strategier upp hos de olika AP-fonderna, vilket gjorde att implementeringen av de strategier som skulle appliceras i praktiken inte hann göras på ett tillfredsställande sätt under 2001. Därför finner vi det mer lämpligt att utföra studien med 2002 som startår.

Vi har även valt att enbart ta med Sverige-fonder som har minst 50 innehav i sina respektive portföljer, allt för att det ska klassas som en bred Sverige-fond, då AP-fondernas Sverigeportföljer har liknande portföljsammansättning.

Då studiens angreppssätt främst är en kvalitativ analys av organisationsstrukturen, har vi valt att begränsa oss till åtta fonder och inte tittat på andra Sverige-fonder som förvaltas av olika försäkrings- och pensionsbolag.

2. Bakgrund

2.1 AP1-AP4: s roll i det svenska pensionssystemet

De allmänna pensionsfonderna (AP-fonderna) såg först ljuset när en allmän tilläggspension infördes i Sverige 1960. Anledningen till denna tillkomst var att man ville hålla uppe sparandet i ekonomin och även bygga en buffert i händelse av att löpande avgiftsinbetalningar inte skulle täcka löpande pensionsutbetalningar (Regeringen.se). Från år 2010 räknar regeringen med att pensionssystemets utgifter kommer att överstiga de löpande inkomsterna. Buffertfonderna (AP1-AP4) finns alltså till för att utjämna dessa svängningar mellan utgifter och inkomster. Fonderna är anpassade för att klara sådana obalanser utan att pensionerna ska behöva påverkas på ett nämnvärt negativt sätt (Skr. 2006/07:130).

Lagen (2000:192) om allmänna pensionsfonder⁴ fastställer att fondernas styrelser sätter upp interna mål och riktlinjer. De underliggande uppgifterna för styrelsen är i grunden identiska för de fyra buffertfonderna. AP1-AP4 förvaltar var och en en diversifierad portfölj som huvudsakligen består av aktier och räntebärande instrument. Fonderna ska med de medel som de förvaltar svara för kostnaderna för sin verksamhet samt för revision och utvärdera fondförvaltningen årligen. Var och en av fonderna ska också ha en styrelse vars uppgift är att besluta om investeringsstrategi utifrån det uppdrag och mål som definieras i lag och förarbeten. Besluten innefattar bland annat riktlinjer för placeringsverksamheten och val av förvaltningsstruktur. En annan del av strategin som styrelsen ansvarar för är beslut om vilka riktlinjer som ska gälla när väl strategin implementerats.

AP1-AP4: s övergripande mål är att förvalta kapitalet så att nyttan maximeras för pensionssystemet. Målet är alltså att långsiktigt maximera avkastningen i förhållande till risken i placeringarna. Vidare ska det finnas neutralitet mellan generationer i placeringsverksamheten, man ska alltså inte lägga mer vikt till dagens generation än morgondagens (Prop. 1999/2000:46).

2.2 Tidigare forskning

Vad vi känner till har det tidigare inte gjorts en jämförelse mellan AP-fondernas Sverigeportföljer och bankernas Sverigefonder. Finansdepartementet ger dock årligen ett uppdrag till konsultbolag att utvärdera AP-fondernas totala arbete. År 2007 var det första gången man kunde utvärdera en femårsperiod (2002-2006). Uppdraget gick till Hewitt Wassum Investment Partners, som i sin slutsats konkluderade att buffertfondernas totala förvaltning hittills fungerat bra och bidragit till att stabilisera utgående pensioner i

⁴ Se appendix 12.A.

enlighet med målsättningen för pensionssystemet. Med undantag av AP4 har samtliga av de fyra första buffertfonderna uppnått de avkastningsmål som respektive styrelse har fastställt, när det gäller den totala portföljen.

AP-fond (%)	Uppnådd real avkastning per år 2002- 2006	Genomsnittlig målsättning 2002-2006, real avkastning per år	Målsättning fr.o.m. 2007, real avkastning
AP1	3,7	3,1-4,1	3,1-4,1
AP2	4,6	4,5	5,0
AP3	4,2	4,0	4,0
AP4	3,1	4,5	4,5

Tabell 1. AP-fondernas reala avkastning under 2002-2006⁵

Rapporten drar också slutsatsen att ingen av de fyra första AP-fonderna har nått sina målsättningar för överavkastning i jämförelse med de referensindex som har bestämts av styrelserna. Med tanke på de resurser som läggs ner på aktiv förvaltning inom fonderna bör också fokus på målsättningarna kring aktiv avkastning vara mycket stor. Undersökningen pekar också på att fonderna i stor utsträckning fokuserar på att överträffa referensindex och i mindre utsträckning att uppnå målsättningen om överavkastning.

Ur vårt perspektiv finns det även några studier som är av intresse. Den ena är skriven av Engström (2004) och visar att aktiv portföljförvaltning skapar mervärde för investerare samt att en förvaltares investeringsbeslut kan skapa direkt högre avkastning. Oftast har man historiskt undersökt en förvaltares prestationer genom att undersöka aktieval och skickligheten att investera i rätt ögonblick (market-timing). Både Chen et.al. (2000), Wermers (2000) och Ippolito (1989) stödjer teorin om att aktiv förvaltning kan skapa mervärde för kunderna. Vidare drar Engström (2000) slutsatsen att aktiv portföljstyrning innebär en kostnad för informationsinsamling. Om avkastningen som uppstår vid aktiv förvaltning inte täcker de informationskostnader som är relaterade till denna verksamhet bör passiv förvaltning implementeras. Dessa studier ger oss en större bild av de olika förvaltningsinriktningarna som portföljförvaltare kan anamma och är bra att ha i minnet längre fram i uppsatsen.

⁵ Hewitt Wassum Investment Partners (Resultatutvärdering av de allmänna pensionsfonderna för perioden till och med 2006-12-31)

3. Datakvalitet och utvärderingsmetod

För att göra en rättvis och synkroniserad jämförelse mellan AP-fondernas Sverigeportföljer och de svenska bankfonderna krävs tillförlitlig data från samtliga fonder. All insamlad data för vår uppsats kommer således från offentliga källor såsom årsredovisningar, hemsidor och marknadsavdelningarna hos respektive fond, samt även Morningstars hemsida⁶. Dessutom har Hewitt Wassum Investment Partners bistått oss med kompletterande data för beräkningar av nyckeltal, som vissa AP-fonder inte redovisade. Vi har även intervjuat förvaltare och olika representanter för respektive fond. Datakvaliteten är således hög och trovärdig.

Därefter måste de två fondgrupperna utvärderas efter likvärdiga grunder och utvärderingsmått. De nyckeltal vi tittar närmare på har sin grund i jämförelse mellan fondens avkastning och referensindex, som bestäms av styrelsen eller den förvaltningsansvarige i förväg. Vi använder oss av de jämförelseindex som varje fond de facto jämför sig med i den dagliga verksamheten, för att titta på den hur den aktiva förvaltningen utvecklats under 2002-2006. Aktiv förvaltning innebär att fonderna försöker överträffa genomsnittsavkastningen för olika tillgångsslag. Aktiv förvaltning kan ta sig olika former och oftast har förvaltaren olika fundamentalt byggda värderingsmodeller till sitt förfogande vid investeringsbesluten. Dessa har till uppgift att ge olika förslag på prissättning hos olika typer av tillgångar, givet förvaltarens olika antaganden om framtida tillväxt, lönsamhet, skuldsättning och andra uppgifter som fås av bolagets räkenskaper (Amenc & Sourd, 2003). Denna inriktning kostar normalt flera gånger mer än passiv förvaltning och är bara motiverad om den aktiva avkastningen, d v s meravkastningen i förhållande till referensportföljens avkastning, är positiv och högre än merkostnaden samt kompenserar för den högre risk som aktiv förvaltning i regel innebär⁷. Med passiv förvaltning av ett visst tillgångsslag menas att man istället försöker åstadkomma en avkastning som är lika med det vägda genomsnittet av ett brett jämförelseindex för samma tillgångsslag. En passiv förvaltning av aktier noterade på Stockholmsbörsen innebär i princip att man har en aktieportfölj med samma sammansättning som Stockholmsbörsen (Flam, 2007).

För att göra en rättvis jämförelse, använder vi index som tar hänsyn till aktieutdelningar för både AP-fondernas Sverigeportföljer samt bankernas Sverigefonder. Dessutom redovisar inte AP-fonderna

⁶ Morningstar är ett fondanalysbolag som regelbundet publicerar objektiv, tillförlitlig, jämförbar och lättillgänglig information av alla fonder och jämförelseindex i Sverige. Se www.morningstar.se för vidare information.

⁷ Det är värt att notera att det inte är ett mål i sig att AP-fonderna ska bedriva aktiv förvaltning. Om styrelserna beslutar om aktiv förvaltning bör det krävas att resultatet av denna verksamhet över tiden kan förväntas överstiga de merkostnader som blir resultatet, med en marginal som minst motsvarar en adekvat riskpremie. I den mån passiv förvaltning är ett alternativ är det knappast lämpligt att utsätta pensionssystemets fonderade kapital för ytterligare risk utan att detta med en viss sannolikhet kan förväntas bli kompenserat av en riskpremie. För att detta ska ske krävs att valda förvaltare uppvisar en tillräcklig grad av skicklighet och att de ges utrymme att demonstrera denna förmåga. Detta gäller även generellt för aktiv förvaltning.

förvaltningskostnader explicit i sina räkenskaper, medan bankerna gör det. Därför jämför vi avkastningen före kostnader hos bägge grupperna, allt för att jämförelsen ska vara synkroniserad och rättvis.

En annan viktig faktor som kan tänkas påverka bankfonder negativt är att det inte finns några säkerhetsfaktorer när det gäller in- och utflöden av fondmedel. Detta har undersökts hos varje bankfond. Samtliga påpekade att detta kan vara ett problem på längre sikt, men under mätperioden har de in- och utflöden som skett inte påverkat fondstrategier och resultat nämnvärt. I början av varje år tas beslut om vilken tillväxtstrategi fonden i fråga ska satsa på och hur allokeringen av fondförmögenheten ska se ut. Under året görs mindre korrigeringar i placeringarna till följd av in- och utflöden, som inte har någon större påverkan på det totala resultatet. AP-fonderna har stabila fondflöden, vilket inte påverkar förvaltarnas arbete.

Fyra hypoteser härleds från organisatoriska teorier, som ska testas i vår studie, i syfte att hitta skillnader kring förvaltningsstruktur och om dessa återspeglas i resultaten av de olika fonderna.

4. Fonderna i studien

4.1 AP-fondernas Sverigeportföljer

Sverigeportföljernas andel av totala AP-fonderna

(%)	2006	2005	2004	2003	2002	Genomsnitt 2002-2006
AP1	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0
AP2	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
AP3	12,0	16,0	16,0	16,0	16,0	15,2
AP4	19,0	19,0	19,0	19,0	20,0	19,2

Tabell 2. Svenska aktiers andel av AP-fondernas totalportfölj

AP1

I AP1: s Sverigeportfölj är 100 procent av investeringarna placerade i svenska aktier. Total förmögenhet som förvaltas var 26,6 miljarder kronor vid slutet av år 2006 och antalet innehav cirka 50. I förvaltningen finns åtta anställda inklusive en aktiechef, vilket är i särklass flest jämfört med övriga AP-fonder. Dock ägnas hälften av tiden också till europeiska aktier, vilket omräknat innebär fyra heltidsanställda på Sverigesidan.

AP1: s strategiska portfölj utmärktes redan på ett tidigt stadium av en relativt sett mindre andel svenska aktier (12 procent) som legat på samma nivå från mätperiodens start. Orsaken är att man vill minska exponeringen mot Sverige och diversifiera sig globalt. Sverige anses helt enkelt vara en för liten marknad för att siffran ska öka.

AP1: s förvaltare är samtliga sektorspecialister, vilket skiljer sig från övriga AP-fonder vars förvaltare är generalister. AP1: s grundläggande syn på förvaltningen är att mervärde i första hand skapas via aktieurval. Man har en analysdriven fundamental förvaltning i den egna organisationen, med egna bearbetade värderingsmodeller. Stora resurser har lagts på att skapa en förvaltningsavdelning som arbetar på samma sätt som specialiserade mäklarfirmor och banker.

AP1 har ett tydligt delegerat förvaltningsmandat. Placeringsbesluten fattas decentraliserat i organisationen. Denna investeringsfilosofi skapar en bredd i fondens analys, som vilar på såväl fundamentala förhållanden (studier av ekonomiska samband på makro-, mikro och företagsnivå) som på kvantitativa ansatser via matematisk och statistisk modellering. Dock har aktiechefen alltid sista ordet innan beslut verkställs.

Inga interna restriktioner finns gällande storleken på de investeringar som görs. Förvaltarna har heller inga restriktioner för hur mycket av förmögenheten som ska vara placerad i stora, medelstora och små bolag. Men generellt brukar man följa referensindexets sammansättning som väljs av styrelsen på förhand. Den enda interna restriktionen gäller Tracking Error (den aktiva risken). Denna får inte överstiga 3 procent på 12 månaders rullande basis för den svenska portföljen.

En viktig faktor AP1 lägger mycket tyngdpunkt på när man studerar bolag är ledningen. Väldigt mycket tid ägnas åt bolagsbesök och kapitalmarknadsdagar företagen arrangerar. Tidshorisonten på placeringarna ligger som för övriga AP-fonder kring 12 månader. Dock har man normalt sett större tålamod för småbolag.

AP1 håller med om att en mindre fond är mer flexibel och att större fonder missgynnas av illikviditeten på kort sikt. Det blir mer sannolikt att man ”hänger med” en aktie även vid en nedgångsfas, just för att det är svårt att gå ur aktien när man äger en större andel av bolaget. Samma resonemang gäller även vid köpbeslut, att det blir svårare att köpa på sig så många aktier som man är ute efter.

Vad gäller belöningsystem anser man på AP1 att det blir svårare att locka till sig skickligare förvaltare utan en rörlig bonusdel. Hos AP1 konkurrerar man med andra aktörer på marknaden genom att erbjuda högre fasta ersättningar, som ska ersätta bonusdelen bankerna betalar ut.

AP2

Fondförmögenheten inom Sverigeportföljen uppgår till 43,5 miljarder kronor. Antalet innehav är cirka 260. AP2 har den överlägset största exponeringen mot den svenska marknaden av AP-fonderna. Fonden har sedan mätperiodens början haft 20 procent investerat i svenska aktier. Antalet förvaltare uppgår till sex stycken och samtliga är generalister. Däremot finns en intern uppdelning när det gäller storlekssegment för företag på börsen. Fyra av förvaltarna är fokuserade på stora bolag och resterande två på medelstora. Förvaltarnas bakgrunder gör att man anser sig ha en komparativ fördel vad gäller dessa storlekssegment. Däremot har man extern förvaltning när det gäller småbolag.

Översynen av svenska aktier resulterade i en strategisk uppdelning av tillgångsslaget i tre olika mandat. 70 procent fördelades till stora bolag, 10 procent till små bolag och 20 procent till ett mandat där bolagen i en passiv position vägde lika mycket. Styrelsen har definierat ett annorlunda förvaltningsuppdrag för svenska aktier, med påföljd att andelen småbolag är högre än vad som följer av ett vanligt börsindex som vägs samman med hjälp av bolagens andelar av det samlade börsvärdet. Denna förändring hade delvis sin bakgrund i ett tidigare beslutat indexbyte som ledde till att småbolag blev underrepresenterade. Den stora förändringen var dock införandet av det likaviktade mandatet som var ett

sätt att minska fondens exponering mot företagsspecifik risk och samtidigt uppmuntra ett absolut avkastningstänkande i förvaltningen.

Investeringsprocessen är uppbyggd på att via fundamental aktieanalys försöka finna undervärderade aktier. Förvaltningen är fokuserad på aktieurval och inte sektorurval. Man förlitar sig starkt på de egna värderingsmodeller och inte alls så mycket på externa estimat gällande vinstförmåga och tillväxt hos stora- och medelstora bolag. Dessutom finns ett flertal faktorer ur ägarstyrningsperspektiv som utvärderas noggrant för varje bolag i portföljen. Dessa är till exempel kapitalstruktur, ledning, styrelse, bolagsstruktur och ägarkrets.

AP2 har överlägset flest innehav i sin Sverigeportfölj, jämfört med övriga AP-fonder. Detta på grund av att man vill diversifiera sig så mycket som möjligt. Detta medför också att man inte haft lika stora problem med att implementera köp- och säljstrategier, som stora fonder oftast har.

När det gäller belöningsystem håller AP2 med om att det blir svårare att rekrytera erfaren personal. Fondförvaltare är till sin natur tävlingsinriktade individer och utan en rörlig del i ersättningen tar man bort en del av incitamenten till att anstränga sig lite hårdare än sina kollegor ute på marknaden. Risken finns också att de fasta ersättningarna kan bli riktigt kostsamma om inte fondens avkastning blir tillfredsställande, då dessa är högre än marknadens och inkluderar den "förlorade" rörliga bonusdelen. AP2 har inget bonussystem överhuvudtaget.

AP3

AP3: s förmögenheten för Sverigeportföljen uppgår till 28,3 mkr och dessa tillgångar är spridda runt 100 innehav. Inför 2006 utökades portföljandelarna för Asien och Europa inom aktieportföljen, medan andelen svenska aktier reducerades till förmån för globala aktier (från 16 procent till 12 procent), då den starka utvecklingen för den svenska aktiemarknaden inte bedömdes kunna fortsätta på ett till tre års sikt. AP3 anser också, i likhet med AP1, att det är en lämplig exponering mot den svenska marknaden.

Det är två förvaltare (generalister) som jobbar mot den svenska portföljen. Förvaltningen är fokuserad på sektorurval. AP3 har en väldigt platt organisation med delegerat ansvar. De två förvaltarna träffas dagligen för att utvärdera nya investeringsobjekt och inga interna restriktioner finns inom kapitalförvaltningen när det gäller fördelning mellan stora och små bolag.

AP3 introducerade inför 2006 så kallade fundamentabaserade index inom aktieförvaltningen. Dessa är, till skillnad från traditionella index, inte viktade efter marknadens värdering av bolagen utan utifrån rapporterade nyckeltal, såsom nettovinst och kassaflöde. AP3 förlitar sig till stor del till externa estimat och analysmodeller vid värderingen av olika bolag. En av orsakerna är att de är så pass få som ska täcka hela den svenska marknaden. Dessutom har man breda kontaktnät med olika externa sektoranalytiker som

förser dem med input när det behövs. Förvaltarnas roll går väldigt mycket ut på att samla ihop relevant data och ha en överblick över förvaltningen.

En stor del av förvaltningen (75-80 procent) är indexnära, vilket också den relativt låga Tracking Error indikerar. Dessutom har AP3 en negativ syn på aktiv förvaltning. Man tror inte att det går att slå index på längre sikt. Som ett led till detta började man år 2003 skära ner på förvaltningsorganisationen i Sverigeportföljen. Dessförinnan hade man sex stycken heltidsanställda sektorindelade förvaltare. Förvaltningens huvudfokus har efter nedskärningen varit på sektorurval.

Tidshorizonten på placeringarna är även här ungefär 12 månader, men längre för småbolag, i likhet med de andra AP-fonderna. AP3 anser också att dess relativa storlek i förmögenhet jämfört med mindre aktörer (såsom bankernas Sverigefonder) är till nackdel, speciellt i en liten enskild marknad som Sverige. Det blir svårare att implementera köp- och säljstrategier.

AP3: s bonussystem består av max två månadslöner som kan betalas ut till förvaltarna. Bonusen beror helt och hållet på hur det har gått för fonden som helhet.

AP4

AP4: s Sverigeportfölj hade vid utgången av 2006 en total förmögenhet på 41,5 miljarder kronor fördelat på cirka 150 innehav. Fonden motiverar den höga andelen (19 procent) svenska aktier med att svenska aktier historiskt haft en högre avkastning än globala aktier, samt att effekter som bland annat bättre transparens och öppnare ägarstyrning på den svenska aktiemarknaden, ger möjlighet för en högre förväntad aktiv avkastning.

Sverigeportföljens förvaltning är lite annorlunda uppbyggd hos AP4. Totalt är man två förvaltare och två analytiker. Förvaltarna står för investeringsbesluten medan de andra två stödjer analysarbetet och har hand om värderingsmodellerna inom fonden. De två huvudförvaltarna är uppdelade efter företagens storlek, den ena tittar enbart på stora bolag och den andra på medelstora samt små bolag.

AP4 har egna utarbetade fundamentala värderingsmodeller, men förlitar sig mycket på makroekonomiska analyser, som är den enskilt viktigaste faktorn i investeringsprocessen. Förvaltarna arbetar mot alla sektorer som de anser har en positiv makroekonomisk framtidsbild. Förvaltningen är således inte baserad på aktieurval i första hand, utan mer på sektorurval. För varje sektor finns en urvalsprocess för att komma fram till mindre antal investeringsalternativ och därigenom kunna fokusera analysen och positionstagandet på ett färre antal bolag. En djupare intern analys sker inom de globala sektorerna finans, konsumentrelaterad verksamhet, IT, telekom, hälsovård och verkstad. Inom övriga sektorer baseras förvaltningen mer på extern analys och dessutom med lägre risknivå.

En omorganisation gjordes under 2003 på aktiesidan med bland annat två nya operativt ansvariga chefer. Denna omorganisation har emellertid inte resulterat i tillfredställande resultat. Den svenska

aktieportföljen har varit alltför defensivt positionerad och samtidigt har man haft en stor övervikt mot stora bolag. Småbolagen har på senare år gått mycket starkt på börsen och man har tidigare inte haft de resurser som krävs för att täcka småbolagssidan. Omorganisationen som gjordes 2006 kommer att öka fokus mot denna del av aktiemarknaden.

Viktiga faktorer vid bolagsanalys är den historiska utvecklingen på lönsamheten och hur stark affärsmodellen är i bolaget. Man tittar även mycket på ”barriers of entry” (inträdesbarriärer) för bolagens marknader för att identifiera den framtida konkurrenssituationen. AP4 har lite längre tidshorisont på placeringarna, oftast mer än 12 månader som är normen hos AP1-AP3. För mindre bolag kan det handla om 2-3 år eller ännu längre tid.

Förvaltarna har en hög grad av frihet. För större bolag försöker man replikera jämförelseindex, i syfte att minimera Tracking Error. Samtliga förvaltare inom Sverigeportföljen har dagligen långa diskussioner kring nya investeringsobjekt. Dessutom träffas man ett par gånger i veckan för att diskutera nya statistik som olika analysbolag förser AP4 med. Makroekonomiska faktorer är en viktig grundbult i förvaltningens sätt att titta på olika sektorer på marknaden. En viktig skillnad mot de övriga AP-fonderna är att förvaltaren som är inriktad mot småbolag har rätt att satsa upp till 50 procent av förmögenheten i övriga nordiska länder. Detta har dock utnyttjats i väldigt liten skala.

AP4 har inget bonussystem alls.

4.2 Bankernas Sverigefonder

Swedbank Robur Sverigefond

Swedbank Robur Sverigefond hade vid utgången av 2006 en total förmögenhet på 10,2 miljarder kronor. Fonden placerar huvudsakligen i stora och medelstora svenska företag i olika branscher. Fonden får även placera upp till 10 procent av förmögenheten i andra fonder, och därmed få en liten exponering utanför Sveriges gränser. Förvaltningskostnaderna uppgår till 1,41 procent.

Antalet förvaltare är tre, där en av dem har huvudansvaret. Samtliga har hand om flera fonder med liknande förvaltningsuppdrag som Sverigefonden. Förvaltningen är fördelad på så sätt att man har olika förvaltarteam indelade efter regioner och även ett antal sektorteam som är indelade efter olika branschområden. Dessa sektorinriktade team ska bistå samtliga huvudansvariga förvaltare för respektive fond med grundläggande sektoranalyser. Detta för att kunna tillgodogöra de komparativa fördelarna som var och en inom teamen har. Teamen arbetar i en matris där man dagligen har möten för att informera varandra om sina respektive områden.

För att underlätta förvaltningen inom Sverigefonden använder man sig av en modellportfölj som ligger till grund för den verkliga portföljen. Förvaltningen fokuserar på aktieurval i första hand, mycket på grund av de specialiserade sektorteamen som finns inom banken som täcker det makroekonomiska perspektivet. Vid investeringsprocessen använder fonden sig av fundamental analys och arbetar även efter riktkurser för enskilda bolags aktier. Vidare så har de inte en bestämd inriktning gällande värde- eller tillväxtorienterad strategi, utan det som avgör är deras syn på börsen.

Robur har även särskilda riskanalysteam som utvärderar fondernas risk och avkastning. Dessa bistår dagligen huvudförvaltarna med input för att säkerställa risknivån inom fonden. Utöver riskanalysteam har Robur även en placeringskommitté som i förväg bestämmer riktlinjerna för respektive fond och även en strategiavdelning som ansvarar för allt från allokeringsfrågor till den makroekonomiska bevakningen.

Roburs Sverigefond ingår således i en större organisation, där man bistår de enskilda fonderna med all nödvändig information som behövs för att få en helhetsbild av ekonomin i Sverige. Detta gör det enklare för förvaltarna att fokusera sig på huvuduppgiften, att skapa en högre avkastning än index.

Belöningsystemet är den samma som för de övriga banker, där den rörliga delen baseras på överavkastning. Även tidshorisonten på placeringarna skiljer sig väldigt lite från AP-fondernas.

Handelsbanken Reavinstfond

Handelsbankens Reavinstfond är en aktiv förvaltnad värdepappersfond som placerar 100 procent i svenska aktier, med en bred spridning av branscher och bolag. Målet är att uppnå en långsiktig värdetillväxt som överstiger genomsnittet för Stockholmbörsen. Fondförmögenheten var i slutet av mätperioden 8,9 miljarder kronor och förvaltningskostnaderna 1,50 procent.

Efter en omorganisation 2004 av Handelsbankens fondavdelning har man bildat en separat analysdel som ska bistå de svenska fonderna med analys och data. Tidigare hade varje enskild fond ett par analytiker anställda, men nu ingår bara förvaltare i dessa. Anledningen till denna omorganisation var att resultaten inte var tillfredsställande. Det var för många stora grupper och en alltför ineffektiv organisationsstruktur. Efter 2004 blev resultaten således mycket bättre till följd av mindre byråkrati och tydliga arbetsfördelning i Reavinstfonden. Förvaltarna har väldigt fria investeringsmandat och de interna restriktionerna är få. Förvaltarna har större incitament att göra ett bra jobb, då resultaten är direkt hänförliga till dem.

Antalet förvaltare för Reavinstfonden är tre. Dessutom finns som sagt ett analytikerteam som enbart tittar på den svenska marknaden på tre personer, vilka assisterar samtliga Sverigefonder inom banken, inklusive Reavinstfonden. Dessa analytiker är fördelade efter sektorer. Till det gör man varje vecka bolagsbesök för att få närmare kontakt med ledning och styrelse. Samtidigt använder analytikerteamet databaser med estimat för respektive bolag, som de kompletterar med sina egna fundamentala

prognostiserade värderingsfaktorer. Förvaltarna har även egna utarbetade värderingsmodeller som de använder vid investeringsbesluten, som ett komplement till analytikernas siffror.

Tidshorizonten för placeringarna är från 6-12 månader. Det är de internt satta riktkurserna på aktierna som bestämmer tidshorizonten. Skulle det dyka upp ny information revideras riktkursen och därmed ändras även tidshorizonten.

Det är bankens fondstyrelse som sätter de interna restriktionerna och målsättningarna för bonussystemen. Styrelsen har även rätt att avskeda förvaltare om resultaten uteblir. Reavinstfonden har en tydlig hierarkisk struktur internt. Det är en huvudförvaltare som har yttersta ansvaret och sista ordet innan investeringsbeslut. Denna har också ansvaret att delegera arbetsuppgifter och roller inom fonden. Dock har Reavinstfonden en relativt platt organisation med decentraliserat ansvarsfördelning. Samtliga 3 förvaltare har ungefär samma arbetsuppgifter och fria investeringsmandat.

Reavinstfonden har, i likhet med de andra bankernas Sverigefonder, inga restriktioner utöver de som beskrivs i Lagen (1990: 1114) om värdepappersfonder⁸. Vidare använder sig Handelsbanken av ett tvådelat lönesystem, där den rörliga delen bestäms utifrån fondens resultatutveckling. Förvaltarna kan få mellan 6-12 månadslöner som bonus i slutet av året.

Nordea Sverigefond

Fondens förmögenhet var den 31 december 2006 7,0 miljarder kronor. Förvaltningskostnaden för fonden uppgår till cirka 1,42 procent av den genomsnittliga fondförmögenheten. Nordeas Sverigefond investerar i likhet med de andra fonderna i vår studie enbart i Sverige. Dock har man ett uttalat mål om att till största del investera i storföretag med internationell inriktning, allt för att minska den inhemska marknadsrisken och minska risken med illikviditet på kort sikt. Ungefär 80-85 procent av portföljen är indexrelaterad.

Organisationsmässigt har Nordea Sverigefond förändrats väsentligt under tidsperioden 2002-2006. De första två åren hade man ett par sektorinriktade analytiker anställda inom fonden, som komplement till de två förvaltarna. Därefter flyttade hela ledningen för Nordea Fonder till Köpenhamn i Danmark, utom Sverigedelen. Samtidigt skar man ner på kostnaderna inom fondgrupperna, vilket ledde till att analysdelen avvecklades. Istället tog man in externa estimat och analysmodeller i sina bedömningar. Idag förvaltas Sverigefonden av två förvaltare med delat ansvar. Dessa är generalister med fria investeringsmandat. Informationsflödet är dessutom helt öppet mellan de olika Sverigefonderna inom banken, men de ansvariga för respektive fond har sista ordet och yttersta ansvaret.

Förvaltningen fokuseras mycket på sektorurval och makroekonomiska trender. När det gäller mindre bolag gör man en fundamental underbyggd värdering där man får fram olika nyckeltal som sedan ställs mot jämförbara bolag. Därefter har man en målsättning att försöka träffa ledningen och bolagets

⁸ Se appendix 12.B.

styrelse, innan ett beslut fattas. Den aktiva risken ökar betydligt vid investeringar i dessa småbolag, därför finns ett internt uppsatt mål om att Tracking Error inte ska överstiga 3 procent på rullande 12 månaders basis. Samtidigt är tidshorizonten längre för småbolagen, just för att det tar längre tid att implementera affärsmodellen och strategierna. I vanliga fall gäller 6-12 månader för stora bolag.

Nordea anser också att det tvådelade lönesystemet med en fast och en rörlig del, skapar fler incitament att göra ett bra jobb, samtidigt som det blir lättare att rekrytera erfaren personal.

SEB Sverigefond 1

SEB Sverigefond 1 hade en total förmögenhet på 16,4 miljarder kronor vid slutet av år 2006, med förvaltningskostnader på 1,3 procent årligen. Fonden har rätt att maximalt placera 10 procent av fondvärdet i övriga nordiska länder. Dock är detta inget som utnyttjats i större utsträckning. Det explicita målet är att uppnå en avkastning som över tiden placerar fonden bland de 25 procent bästa av jämförbara fonder.

SEB fonder har gjort en del omorganisationer under 2002-2006. Omorganisationens syfte var att minska byråkratin och komma fram till beslut snabbare. Ett led i denna satsning var att inför år 2005 dela upp förvaltningen av de svenska fonderna till flera separata delar, istället för som tidigare där förvaltarna hade ansvar för flera fonder samtidigt. En plattare organisation och ett mer decentraliserat system har skapat en tydligare hierarkisk struktur och tydligare ansvarsfördelning. Vad gäller Sverigefond 1 har fonden haft tre olika huvudförvaltare under vår mätperiod. Dessa har rekryterats internt och ingått i SEB fonder en längre tid. I de flesta fall har det handlat om att förvaltarna bytt fonder med varandra. Orsaken har varit otillfredsställande resultat.

Idag förvaltas SEB:s bredaste Sverigefond av tre förvaltare, där en har det yttersta ansvaret. Dessutom har man till sin hjälp tre analytiker som alla har en lång erfarenhet inom finansbranschen. Samtliga förvaltare är generalister. En av förvaltarna har mer fokus på småbolag, medan de andra tittar mer på större indextunga aktier. Däremot är analytikerna sektorspecialister och bistår förvaltarna med dagliga analyser av respektive bransch. Dessa har egna utarbetade värderingsmodeller där faktorer såsom tillväxt, lönsamhet och framtida konkurrenssituation är noga bearbetade. Informationsflödet mellan Sverigefond 1 och SEB Enskildas⁹ analysavdelning är öppen, vilket bidrar till ett effektivare nyhetsflöde och uppdaterade makroanalyser. De interna restriktionerna ligger främst på Tracking Error, som inte får överstiga 4 procent. Annars har varje förvaltare fria investeringsmandat och således mycket eget ansvar. Dock har huvudförvaltaren alltid sista ordet för sin fond.

⁹ SEB Enskilda är koncernens investmentbank där en analysavdelning, aktiemäkleri och finansiell företagsrådgivning (Corporate Finance) ingår.

Investeringsprocessen är en sammanvägning av många olika faktorer. I grunden träffar de bolag så ofta som möjligt för att bilda sig en bra uppfattning av ledningen. Därefter gör man egna fundamentalt underbyggda vinstprognoser som sedan jämförs med marknadens. Avviker dessa prognoser markant kan man se köp/sälj möjligheter. Man tar även externa analytikeres estimat till hjälp, för att få en bättre bild av marknadsvärderingen. Förvaltningens fokus ligger på framförallt aktieurval inom attraktiva sektorer. Tidshorisonten är, som för övriga banker, 6-12 månader.

Även hos SEB använder man sig av ett tvådelat lönesystem. Den rörliga delen av lönen är direkt kopplad till hur fondavkastningen har varit jämfört med index samt hur fonden står sig mot konkurrenterna.

5. Portföljförvaltningsteorier och hypoteser

Nedan presenteras fyra relevanta organisatoriska teorier som vi ska undersöka närmare i vår studie. Ur dessa teorier lyfts hypoteser fram som vi ska testa för AP-fondernas Sverigeportföljer och bankernas Sverigefonder. Syftet är att titta på vilka skillnaderna varit i förvaltningen hos dessa två fondgrupper och även intern mellan varje fondgrupp, för att sedan dra slutsatser kring varför resultaten avvikit från varandra och om detta kan kopplas till hur organisationerna varit strukturerade.

5.1 Fondförmögenhetens storlek

Skalfördelar uppkommer i takt med en fonds storlek, exempelvis när det gäller resurser för letande av rätt företag att investera i men även för lägre kostnader i förvaltningen. Problem med för stora fonder kan dock uppstå på grund av mindre flexibilitet. Små fonder kan lättare förflytta och placera sina tillgångar där de ser positiva avkastningsmöjligheter medan större fonder kan tvingas nöja sig med (på grund av brist på kortsiktig aktielikviditet) att investera i sådana företag som inte är optimalt ur ett avkastningsperspektiv. Stora fonder kan även tvingas hålla större positioner än det optimala i sådana företag. Exempelvis finner Chen et al. (2004) bevis för att ju större fonden är, desto mer kommer förvaltarens prestation erodera. Denna teori stöds också av Dahlquist et al. (1999) som kom fram till att små aktivt förvaltrade fonder hade en bättre avkastning än stora aktivt förvaltrade fonder i sin studie av svenska fonder mellan 1993-1997.

En annan studie skriven av Ambachtsheer et al. (1998) bekräftar ovannämnda forskning av Dahlquist et al. (1999). Här lyfts också skalfördelar fram som en stor fördel för stora fonder, jämfört med små. Med större fonder kommer möjligheten till att understöda de professionella förvaltarna i deras arbete till en positiv avkastning och en lägre förvaltningskostnad kan samtidigt uppnås. Dock blir stora fonder trögare i sin investeringsprocess då det tar längre tid att implementera köp/sälj- strategier.

Grinblatt och Titman (1989) fann i sin undersökning av 279 amerikanska fonder och 109 passiva portföljer en relation mellan fondstorlek, selektivitets- och timingförmåga. Ju större fonden blir, desto sämre blir timingförmågan vid investeringar. Timingförmåga är viktig då man ska avgöra när man ska investera tungt på marknaden eller välja att avvakta. Dock visar studien att större fonder uppvisar högre träffsäkerhet när det gäller att hitta undervärderade aktier.

***Hypotes 1:** Bankernas Sverigefonder torde ha uppvisat en bättre absolut- och aktivavkastning totalt sett under 2002-2006 på grund av betydligt mindre förvaltrad förmögenhet och därav högre grad av flexibilitet vid investeringsbeslut. Detta gäller även internt inom båda fondgrupperna. De fonderna med störst förvaltrad förmögenhet har uppvisat sämst resultat.*

5.2 Hierarki och ansvarsfördelning

Hur pass stor frihet har varje enskild förvaltare i respektive fond vid investeringsbeslut som direkt påverkar fondens avkastning? Detta blir intressant att följa i syfte att hitta ett samband som stödjer Perrows teori, vilken pekar på att ju mer frihet och ansvar en individ har, desto större incitament har individen att maximera sin arbetsinsats och en högre effektivitet kan uppnås (Perrow, 1986). Teorin kan användas även för organisationer med relativt få medarbetare, såsom våra fonder i studien.

Hierarkin i en förvaltningsavdelning torde ha stor påverkan på framförallt ansvarsfördelningen bland förvaltarna samt även hur kommunikation kan effektiviseras. Enligt Perrow kommer alla organisationer som har arbetsfördelning, vare sig de är professionella eller inte, att vara hierarkiskt uppbyggda. Den främsta kritiken som riktas mot hierarkiska organisationer är att de som befinner sig på de lägre nivåerna hindras från att ta effektivitetshöjande beslut. En alltför hierarkisk organisation leder oftare till att det skapas klyftor mellan de anställda på de olika nivåerna. Gruppsammansättningen blir inte effektiv och kompetensnivån tenderar att planas ut i det långa loppet, då det är svårt att avancera uppåt i systemet och visa framfötterna. Motsatsen till en sådan hierarkisk uppbyggnad är en decentraliserad organisation där medarbetarna får mandat till att besluta om områden där de har komparativa fördelar gentemot kollegorna. Detta leder till att beslut tas snabbare och att man minskar de byråkratiska mellanhänderna. Man kan till exempel titta på hur pass decentraliserad kontra centraliserad organisationsstrukturen är för att få en känsla för hur ansvarsfördelningen ser ut inom fonden. Ju mer decentraliserad organisation, desto mer ansvar har var och en av förvaltarna.

Perrow (1986) skriver vidare om antalet nivåer och dess effekt på organisationen. När det är många personer som ska vara med och bestämma, tar det längre tid att komma fram till ett konsensusbeslut. Risk för byråkratiska stoppklossar är därmed ett faktum i organisationer som är uppbyggda på ett mer hierarkiskt sätt. Med en plattare organisationsform kan kommunikationen förbättras och kunskapsflödet internt ökas, och nytänkande skapas på ett effektivare sätt. Jämför man AP-fonderna med bankfonder som grupp kan man konstatera att AP-fonderna är generellt mer hierarkiskt uppbyggda. Här finns en styrelse som först bestämmer riktlinjerna för aktuell fond. Därefter finns en tydlig aktiechef, som delegerar ansvar och har yttersta ansvaret. Denne har direkt inblick i förvaltningen, trots att förvaltarna har fria investeringsmandat.

Hypotes 2: AP-fonderna, som är hierarkiskt uppbyggda, har sämre uppvisade nyckeltal och avkastning jämfört med bankernas Sverigefonder. Detta gäller även intern inom båda fondgrupperna i vårt urval.

5.3 Belöningsystem

Blakemore et al. (1987) menar att en organisation med ett starkt belöningsystem maximerar arbetarnas arbetsinsats och skapar mervärde för organisationen. Detta ska vi således också undersöka hos AP-fonderna samt bankfonderna och se huruvida dessa system skiljer sig åt i syfte att finna en orsak till de blandade resultaten. Det är förvisso reglerat från staten att inga bonussystem får finnas hos de olika AP-fonderna (max 2 månadslöner), men däremot råder fri lönesättning. Hos bankerna finns inga sådana externa restriktioner.

En studie av Ippolito (1989) pekar på att bonuskontrakt är ett effektivt sätt att behålla befintlig personal och minska risken för att utomstående aktörer ska locka till sig dessa. En rigid fast lön och ett flexibelt bonussystem kan reducera personalomsättningen. Bonusbetalningar är ett populärt sätt att öka effektiviteten hos arbetarna och fungerar även som ett redskap för att hålla kvar arbetarna hos företaget.

Blakemore et al. (1987) kommer även fram till att branscher som är konjunktur känsliga ska använda sig av tvåparts lönesystem. Ett tvåparts lönesystem innebär att en fast lön utbetalas till den anställde, samtidigt som denne har möjlighet att få ut en extra kompensation i form av en bonusutdelning som baseras på arbetsinsats och hur mycket denna insats bidragit positivt till företagets resultat. Finansbranschen är relativt konjunktur känslig, då investeringar tenderar minska till förmån för ökat sparande vid lågkonjunkturer. Fondbranschen påverkas indirekt genom att börsklimatet tenderar hårdna vid sämre perioder, vilket påverkar fondens innehav negativt. Samtidigt påverkas förvaltarens kompensation, då ett allmänt kompensationssystem i Sverige grundar sig på hur mycket den specifika fonden överavkastat i jämförelse med relevant index. Studien av Blakemore et al. pekar också på att med ett bonussystem som komplement till den fasta ersättningen kommer personalomsättningen att minska.

Hypotes 3: I avsaknad av belöningsystem har förvaltarna inom AP-fonderna mindre incitament att maximera sin arbetskapacitet, vilket indikeras av både sämre total avkastning och nyckeltal jämfört med kollegorna på bankfonderna.

5.4 Antalet portföljförvaltare och förvaltningsinriktning

En annan intressant teori är den som tittar närmare på huruvida resultaten i olika fonder har ett samband med antalet förvaltare. Ju fler förvaltare, desto högre grad av specialisering och fokus på aktieurval. Samtidigt kan bättre riskspridning skapas. Men samtidigt tenderar förvaltningskostnaderna att öka med antalet förvaltare. Här gäller det att göra en avvägning av vad som är optimalt. Lakonishok et al. (1992) finner bevis för att tidigare prestationer är en nyckelfaktor vid rekrytering av portföljförvaltare och Del

Guercio & Tkac (2000) finner bevis för att pensionsfondernas val av förvaltare är starkt förknippad med tidigare prestationer och historik. Perrows (1989) menar att en organisation, med bra stödfunktioner, skapar tydligare arbetsuppgifter och klarare målsättningar inom organisationen, och enligt Ambachtsheer et al. (1998), är organisationsstrukturen väldigt viktig för framgångsrika företag. Organisationer som har tydliga verksamhetsmål, har en stark styrelse, är klara och tydliga i sina delegeringar i arbetsuppgifter, kommer i slutändan att prestera bättre. Till exempel kan detta appliceras i vår studie genom att titta på om förvaltarna är internt indelade efter sektorer (sektorspecialister) eller storlekssegment. Vissa fonder arbetar med aktieurval (stock-picking) som huvudfokus, vilket innebär att man i högre grad bortser från makrotrender och lägger mer fokus på att hitta undervärderade aktier. Andra har sektorurval som prioritet, där man försöker finna attraktiva och undervärderade sektorer, och därigenom investera tungt i de största bolagen inom aktuell sektor.

***Hypotes 4:** De fonder med flest antal förvaltare har bäst förutsättningar att skapa bättre aktiv avkastning och slå sitt jämförelseindex. De fonder som har aktieurval som huvudfokus i sin förvaltning uppvisar också bättre avkastning jämfört med dem som arbetar med sektorurval.*

6. Utvärderingsmått

Hur kan vi utvärdera en portföljförvaltares prestationer? Att enbart jämföra portföljens avkastning med genomsnittsavkastningen för de övriga portföljerna är inte tillfredsställande. Man måste justera för olika riskfaktorer. Till vår hjälp finns det ett par nyckeltal som vi kommer att använda i vår utvärdering av samtliga fonder i studien, som kan ge oss indikationer på hur förvaltningen skötts internt.

6.1 Sharpekvoten

Ett sätt att utvärdera portföljens prestation i jämförelse med andra portföljer står Sharpekvoten för. Sharpekvoten är ett sätt att riskjustera avkastningen och talar om hur mycket avkastning per total risk som förvaltaren åstadkommit. En högre Sharpekvot indikerar en bättre riskjusterad utveckling för fonden i fråga. Om en portfölj är väl diversifierad kommer kvoten att likna marknadens (Amenc & Le Sourd, 2003). Det är viktigt att man kan jämföra Sharpekvoten mellan fonder med ungefär samma placeringsinriktning, såsom i vårt fall med AP-fondernas svenska portföljer och bankernas Sverigefonder.

$$\text{Sharpekvoten} = \frac{\bar{r}_p - r_f}{\sigma_p}$$

\bar{r}_p = Total förväntad portföljavgkastning

r_f = Riskfria räntan

σ_p = Portföljens standardavvikelse

6.2 Jensens Alfa

En portföljs prestation beror på två saker, dels hur portföljförvaltaren lyckas med att öka avkastningen genom att lokalisera de ”rätta” värdepapperna och dels portföljförvaltarens förmåga att minimera risken genom ”rätt” diversifiering. När vi analyserar en portföljs prestation är det viktigt att avkastningen är justerad för risk. Jensens Alfa ger uttryck för den faktiska, uppnådda riskpremien i den aktuella portföljen i relation till den förväntade (enligt Capital Asset Pricing Model) (Jensen (1968)). Ett positivt tal innebär att portföljen har presterat bättre än vad som kan förväntas, givet den marknadsrisk portföljen har haft historiskt. Hos en passiv förvaltd portfölj antas Alfa vara noll. Jensens Alfa kan därmed ses som den aktiva avkastningen.

$$\alpha_p = \bar{r}_p - [r_f + \beta_p (\bar{r}_m - r_f)]$$

\bar{r}_p = Total förväntad portföljavgkastning

r_f = Riskfria räntan

β_p = Portföljens beta

\bar{r}_m = Förväntad avkastning för index

6.3 Tracking Error

Tracking Error benämns även aktiv risk och mäter storleken på avvikelserna mellan portföljens avkastning och avkastningen för jämförelseindex. Ett högt Tracking Error indikerar att förvaltaren avviker mycket från den övriga marknaden. Tracking Error beskriver variationerna i avkastningsdifferensen mellan portföljvärdet och portföljens jämförelseindex, dvs hur stor risken är i en portföljplacering i förhållande till portföljens jämförelseindex. För aktivt förvaltade fonder innebär det att förvaltare måste ta aktiva risker genom att strukturera fonden på ett annat sätt än index, i syfte att uppnå högre avkastning. Hur stora dessa risker är kan mätas av Tracking Error. Ju högre tal, desto större risker tar förvaltaren. Oftast har fonderna en i förväg bestämd Tracking Error som helst inte ska överstigas. För att möta detta krav krävs det att fondförvaltaren gör en del justeringar i sina placeringar, allteftersom börsen rör sig uppåt eller nedåt. Det är dock nödvändigt att hitta en bra balans mellan dessa portföljusteringar (som medför transaktionskostnader) och en siffra på Tracking Error som inte avviker alltför mycket från målsättningen. Den extra avkastning som fås av förvaltarens egna placeringar och som avviker från jämförelseindex, måste vara så pass stora att de ska kompensera för den ökade risken som uppstår vid avvikelser i placeringarna för fonden jämfört med referensindex (Amenc & Le Sourd, 2003).

$$TE = \sigma(r_p - r_m)$$

r_p = Avkastning för förvaltaren/ Fonden

r_m = Avkastning för index

σ = Portföljens standardavvikelse

6.4 Informationskvoten

Informationskvoten är ett mått på förvaltarens skicklighet i förhållande till risken. Nyckeltalet ställer portföljens uppnådda överavkastning (jämfört med index) i relation till den aktiva risken. Kvoten anger

alltså hur mycket extra avkastning som uppnåtts per enhet extra risk som förvaltaren tagit. Generellt kan sägas att värden kring 1 är mycket bra, värden kring 0,5 är bra medan värden kring 0 och därunder inte är godkända (Hewitt Wassum Investment Partners). Det är bra att kolla på Informationskvoten och Tracking Error tillsammans. Givet Informationskvoten, ju lägre Tracking Error är desto högre är chanserna att förvaltarens prestationer kommer att vara uthålliga över tiden. Informationskvoten kan ses som en indikator till hur mycket information förvaltaren har jämfört med marknadens offentliga information. (Amenc & Le Sourd, 2003).

$$IK = \frac{r_p - r_m}{\sigma(r_p - r_m)}$$

Där nämnaren är Tracking Error.

7. Analys

I denna sektion presenteras tekniska data för de fyra AP-fondernas Sverigeportföljer samt för de fyra Sverigefonderna som ska kopplas till teorierna och hypoteserna i vår uppsats. Analysen börjar med en direkt jämförelse mellan AP-fondernas Sverigeportföljer och bankernas Sverigefonder, för att därefter gå in djupare i varje fondgrupp och undersöka interna skillnader.

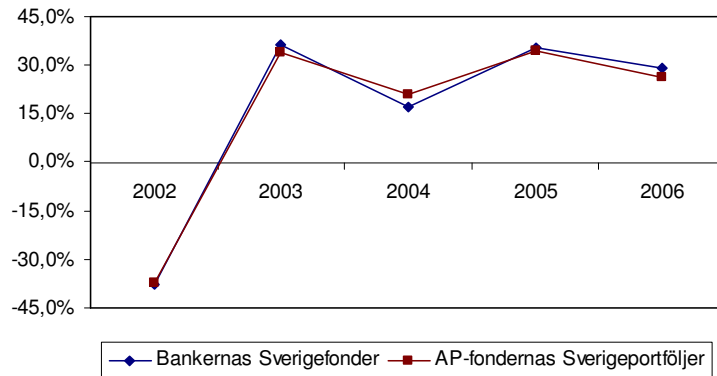
Absolut avkastning 2002-2006

Vid en jämförelse mellan AP-fondernas Sverigeportföljer och bankernas Sverigefonders genomsnittliga absolutavkastning före kostnader, kan man konstatera att dessa haft ungefär samma resultat under 2002-2006 (graf 1). AP2 och Swedbank uppvisar bäst genomsnittlig avkastning hos respektive grupp (16,5 procent samt 19,54 procent) (tabell 3). Detta kan kopplas till hur deras förvaltningsorganisation är uppbyggd. AP2 är den AP-fond som haft störst exponering mot den svenska marknaden och således också satsat mest resurser i uppbyggnaden av en stark organisation inom Sverigeportföljen. Hela sex förvaltare finns anställda här och dessa är internt fördelade efter storlekssegment. Aktieurval har därför varit fondens kännetecken redan från början. AP2 har också haft mindre problem med illikviditet på kort sikt på grund av den höga diversifieringen, man har överlägset flest innehav i sin portfölj. Swedbanks organisationsstruktur påminner mycket om AP2: Sverigefonden ingår i en större organisation, där specialiserade analysteam förser förvaltarna med daglig sektorinformation och data, så att dessa enbart har fokus på aktieurval. En hög grad av specialisering leder till att förvaltarna kan lägga ner mest tid på det de är duktiga på, och därigenom skapa högre avkastning.

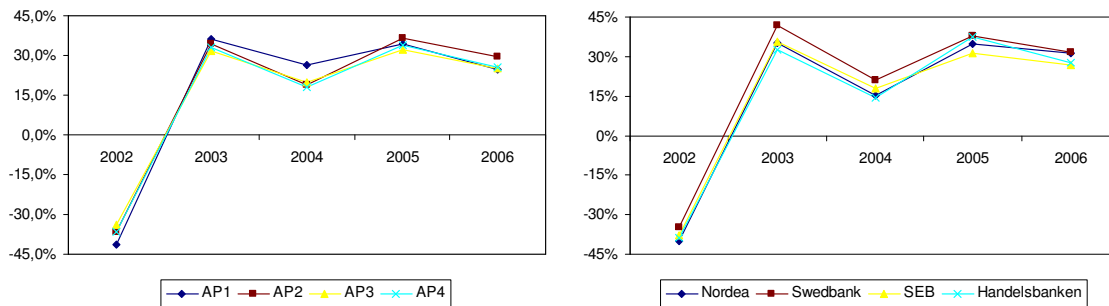
Samtidigt konstateras att AP3 och AP4, samt Handelsbanken och SEB, gått sämst av AP-fonderna respektive bankerna. AP3 och AP4 har relativt få anställda förvaltare och fokus inom förvaltningen ligger på sektorurval. Detta medför att tiden för att göra noggranna aktieanalyser minskar och man förlitar sig i högre grad på externa estimat. För Handelsbanken och SEB finns inte sådana ursäkter dock. Båda bankerna har stora organisationer inom Sverigefonderna, med kompletterande analysteam. Däremot kännetecknas organisationerna hos dessa två av historiska strukturförändringar, med huvudansvariga förvaltare som kommit och gått under mätperioden 2002-2006. Detta torde ha skapat en osäkerhet och turbulens, som indirekt påverkat förvaltarnas prestationer och därigenom fondernas totala avkastning.

Arbets sättet hos AP-fonderna och bankerna skiljer sig annars inte mycket åt. Samtliga fonder i vår studie använder sig av fundamentala värderingsmodeller som grund för aktievärdering. Däremot har vissa fonder mer fokus på aktieurval framför sektorurval. Ju fler förvaltare man är och ju fler analytiker som ingår i organisationen, desto mer fokus på enskilda aktier. Analytikerna specialiserar sig på makroekonomiska faktorer och avbelastar förvaltarna så att dessa får mer utrymme att lägga sin tid på

aktieurval. Det har visat sig att de fonder i studien som har mer fokus på aktieurval framför sektorurval, också haft högst absolutavkastning under perioden (Swedbank, AP1, AP2).



Graf 1. Genomsnittsavkastning för AP-fonderna vs Bankfonderna 2002-2006



Graf 2-3. Absolutavkastning för AP-fondernas Sverigeportföljer och bankfondernas Sverigefonder från 2002-2006

(%)	2006	2005	2004	2003	2002	Genomsnitt 2002-2006
AP1	24,9	34,4	26,6	36,1	-41,5	16,1
AP2	29,4	36,5	19,0	34,2	-36,6	16,5
AP3	25,6	31,7	20,3	32,4	-33,9	15,2
AP4	25,8	34,4	18,1	33,2	-36,5	15,0
Swedbank	31,7	37,7	21,2	41,8	-34,7	19,5
Handelsbanken	27,6	37,5	14,5	32,6	-38,8	14,7
Nordea	31,1	34,6	15,5	35,4	-39,9	15,3
SEB	26,9	31,3	18,0	35,9	-37,8	14,9

Tabell 3. AP-fondernas absolutavkastning för Sverigeportföljerna före förvaltningskostnader

Aktiv (relativ) avkastning 2002-2006

Det som är viktigt att titta på är hur den genomsnittliga avkastningsavvikelsen från index varit under mätperioden. Det är detta mått som ger en bild av hur pass bra förvaltningen varit, och hur den aktiva risken förvaltarna tagit har belönats. Återigen kan man finna en koppling till hur förvaltningsstrukturen är uppbyggd hos respektive fond när man undersöker siffrorna närmare.

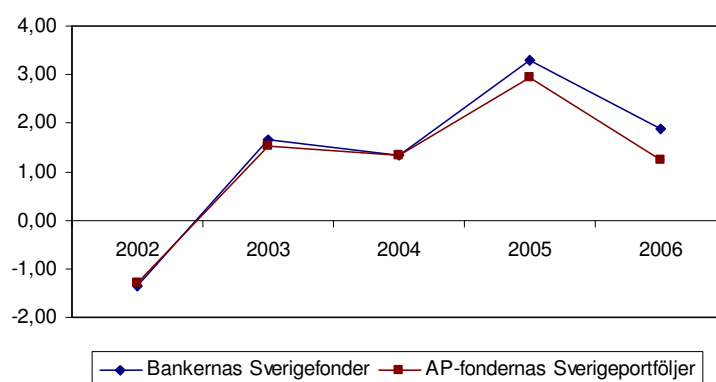
Tittar man närmare på den aktiva avkastningen per enskild fond kan vi konstatera att alla fonder, med undantag för AP1 och Swedbank, avkastat sämre än deras jämförelseindex (tabell 4). Den relativa avkastningen visar samma indikationer som absolutavkastningen. De fonder som lagt ner mest resurser på aktieurval har också haft minst avvikelse från sin jämförelseindex under mätperioden. AP2, som hade högst absolutavkastning av AP-fonderna, placerar sig på tredje plats när det gäller den aktiva avkastningen. Orsaken är enkel, den jämförelseindex AP2 använt sig av har haft överlägset bäst avkastning under de fem åren. Detta har även bidragit till att absolutavkastningen legat på en hög nivå, då en betydande del av förvaltningen (cirka 75 procent) är indexrelaterad. Fondens ledning har således varit skicklig på att utforma en referensportfölj och identifiera de aktiesektorer som gav bäst avkastning. Swedbank placerar sig återigen på topp med överlägset bäst aktiv avkastning på i genomsnitt 2,8 procent årligen. Fonden har en klar decentraliserad förvaltningsstruktur med tydlig fokus på aktieurval. Samtidigt har man kompletterande riskanalys- och sektorteam som bistår huvudförvaltarna med nödvändig input i det dagliga arbetet. Detta skiljer sig från övriga storbanker, vars fonder till största del förvaltas separat av enskilda förvaltare tillsammans med kompletterande sektorfördelade analytiker.

Fond (%)	Total avkastning	Total indexavkastning	Avvikelse från index	Genomsnittlig avvikelse från index
AP1	80,5	79,5	1,0	0,2
AP2	82,8	88,8	-6,0	-1,2
AP3	75,4	79,8	-4,4	-0,9
AP4	74,4	83,5	-9,1	-1,8
Swedbank	97,6	83,5	14,1	2,8
Handelsbanken	73,3	79,8	-6,5	-1,3
Nordea	76,6	83,5	-6,9	-1,4
SEB	74,4	83,5	-9,1	-1,8

Tabell 4. Ackumulerad avkastning och avvikelse från index för alla åtta fonder 2002-2006

Sharpekvoten

Sharpekvoten för bankernas Sverigefonder och AP-fondernas Sverigeportföljer har varit ungefär densamma från 2002-2004. Därefter har bankerna uppvisat en högre avkastning per enhet risk, fram till 2006 (graf 4). AP2 och Swedbank uppvisar högst Sharpekvot, vilket bekräftar bilden av en hög genomsnittlig absolutavkastning. Detta kan återigen kopplas till hur pass många förvaltare det är inom dessa fonder. Som tidigare sagt har AP2 och Swedbank, organisatoriskt sett, en stark fokus på aktieurval i deras förvaltning. Detta leder till att man som förvaltare får mer utrymme att analysera enskilda bolag närmare, och därav uppnå en högre Sharpekvot.



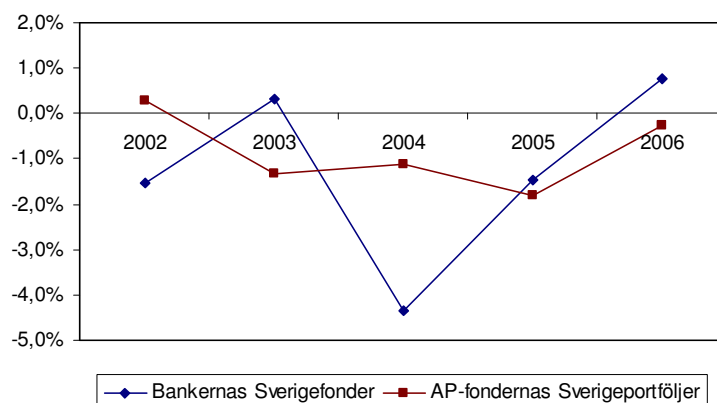
Graf 4. Genomsnittet av Sharpekvoten för 2002-2006

	2006	2005	2004	2003	2002	Genomsnitt 2002-2006
AP1	1,3	3,0	1,4	1,6	-1,3	1,2
AP2	1,2	3,2	1,7	1,6	-1,3	1,3
AP3	1,2	2,8	1,2	1,5	-1,4	1,1
AP4	1,2	2,8	1,1	1,5	-1,3	1,1
Swedbank	2,1	3,5	1,9	2,1	-1,3	1,7
Handelsbanken	2,0	3,6	0,8	1,0	-1,3	1,2
Nordea	1,8	3,1	1,1	1,8	-1,5	1,3
SEB	1,6	3,0	1,6	1,8	-1,3	1,3

Tabell 5. Sharpekvoten för alla åtta fonder 2002-2006

Jensens Alfa

När det gäller Jensens Alfa (aktiv avkastning) kan man konstatera att det har varit rätt blandade resultat för bankernas Sverigefonder under 2002-2006. AP-fondernas Sverigeportföljer har däremot haft en relativt stabil genomsnittlig Jensens Alfa (graf 5), om än negativ från 2003 och framåt. Detta kan man tolka som att båda grupperna de facto presterat sämre än vad som förväntades (enligt CAPM), givet den marknadsrisk portföljerna haft historiskt. Ju mer passiv förvaltning, desto närmare tenderar Jensens Alfa gå mot noll. Vi kan se att bankerna tagit mer risk och avvikit från index i högre grad än AP-fonderna, vilket kanske kan ses som naturligt, givet AP-fondernas mer försiktiga och långsiktiga förvaltningsuppdrag. Dock har bankerna inte alls kunnat skapa en god aktiv avkastning. Detta är till nackdel för förvaltarna som arbetar på bankerna, då Jensens Alfa indirekt visar hur pass skickliga de varit vid val av rätt bolag att investera i. Tittar man närmare på vilka som skött sig bäst placerar sig återigen Swedbank på topp av bankfonderna, samtidigt som AP1 är den enda av AP-fonderna som haft en positiv genomsnittlig aktiv avkastning under 2002-2006. Jensens Alfa är en av de nyckeltal som har starkast förklaringsgrad till hur pass skicklig en förvaltare är på att hitta de "rätta" aktierna att investera i. När det gäller AP2, som haft bäst absolutavkastning av AP-fonderna under dessa år, ser vi att Jensens Alfa varit negativ (-1,3 procent) i genomsnitt under mätperioden. En tolkning av detta är att AP2 varit duktiga på att välja referensindex och därefter matchat den verkliga portföljen efter det. Handelsbanken och AP4 är de som haft sämst Jensens Alfa under mätperioden. Båda fonderna har haft en svag organisationsstruktur under en lång period. Handelsbanken genomförde stora förändringar 2004, vilket fick Jensens Alfa att förbättras avsevärt jämfört med tidigare år. En mer tydlig hierarki och ansvarsfördelning kan tänkas ha skapat större incitament för de enskilda förvaltarna att göra ett bra resultat. AP4 har haft en hög exponering mot den svenska marknaden jämfört med övriga AP-fonder. Dock har antalet förvaltare varit få historiskt. Idag är man två stycken, vilka förlitar sig i hög grad till makroekonomiska analyser. Förvaltningsinriktningen är som en följd av detta inriktad på sektorurval, framför aktieurval.



Graf 5. Genomsnittet av Jensens Alfa för 2002-2006

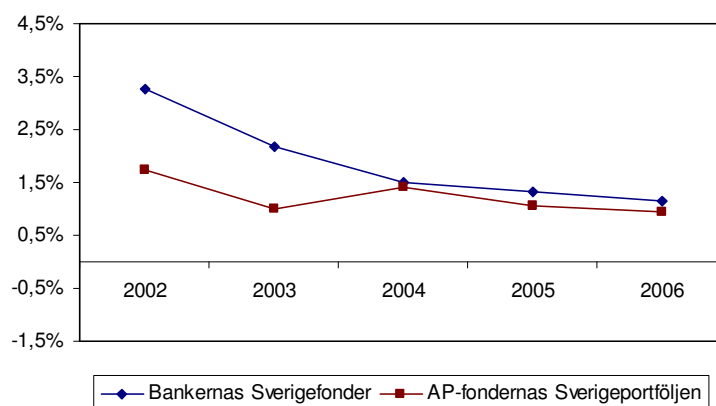
(%)	2006	2005	2004	2003	2002	Genomsnitt 2002-2006
AP1	0,6	1,1	-0,2	-1,1	0,7	0,2
AP2	0,2	-3,0	-1,3	-1,4	-0,9	-1,3
AP3	0,3	-3,6	-0,4	-2,0	1,9	-0,8
AP4	-2,1	-1,8	-2,6	-0,8	-0,6	-1,6
Swedbank	1,0	1,0	-2,0	2,0	-1,0	1,0
Handelsbanken	0,6	-1,7	-6,2	-4,1	-0,4	-2,4
Nordea	0,8	-1,1	-4,7	0,2	-2,6	-1,5
SEB	0,6	-4,0	-4,6	3,2	-2,1	-1,4

Tabell 6. Jensens Alfa för alla åtta fonder 2002-2006

Tracking Error

Tittar man närmare på Tracking Error ser vi att bankfonderna haft en högre siffra under mätperioden (graf 6). Detta innebär att förvaltarna på bankerna i högre utsträckning avvikit från referensindex, i syfte att uppnå en högre aktiv avkastning. Genomsnittliga Tracking Error har dock minskat för båda grupperna på senare år. Bankfondernas högre Tracking Error siffra under mätperioden har även medfört att absolutavkastningen varit något högre för bankfonderna, jämfört med AP-fonderna. AP-fonderna har som grupp haft en relativ jämn och låg Tracking Error, vilket indikerar att de till högre grad följer sitt referensindex. AP4 och Nordea har haft en hög aktiv risk som inte belönats. Båda fonderna hamnar långt ner i listan när man tittar på den aktiva avkastningen (Jensens Alfa). Detta är inget bra betyg om man tittar på skicklighetsgraden hos förvaltarna. En ökad Tracking Error bör kompenseras av en högre Jensens Alfa. För AP-fonderna, som har ett mer långsiktigt förvaltningsuppdrag än bankerna, innebär det att man ibland indirekt varit tvungna att ha en indexnära förvaltning, eftersom utvärderingen sker efter hur väl man

lyckats relativt sitt valda index. Fördelen med indexförvaltning är uppenbar i en kraftigt uppåtgående marknad, då en förvaltare till låg kostnad samtidigt kan investera i många olika bolag som annars inte skulle ha varit möjliga att bevaka. Svagheten med passiv indexförvaltning visar sig vid en neutral eller neråtgående börs, i synnerhet på en aktiemarknad där några få stora bolags utveckling har stor påverkan på index.



Graf 6. Genomsnittet av Tracking Error för 2002-2006

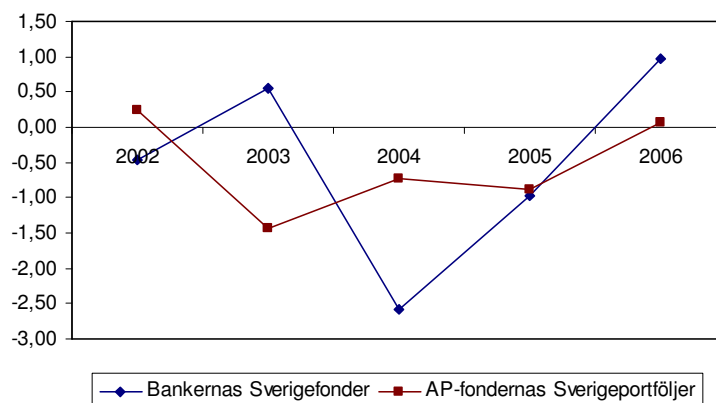
(%)	2006	2005	2004	2003	2002	Genomsnitt 2002-2006
AP1	0,7	0,4	0,4	0,6	0,8	0,6
AP2	0,9	1,5	1,3	1,2	1,8	1,3
AP3	0,6	1,2	1,9	1,0	2,1	1,4
AP4	1,6	1,2	2,1	1,2	2,2	1,7
Swedbank	1,2	0,9	1,7	1,6	1,1	1,3
Handelsbanken	0,6	1,1	1,2	2,6	4,3	2,0
Nordea	2,2	2,1	1,7	2,6	5,8	2,9
SEB	0,6	1,3	1,5	1,9	1,9	1,4

Tabell 7. Tracking Error för alla åtta fonder 2002-2006

Informationskvoten

Bankfondernas informationskvot har varit mer volatil under mätperioden, medan AP-fonderna legat på en negativ nivå under större delen av perioden (graf 7). Man kan inte dra några direkta slutsatser kring avvikelser mellan de två fondgrupperna, men tittar man närmare på vilka enskilda fonder som gått bäst ser vi att Swedbank och AP1 återigen toppar listan. Dessa är de enda som haft en positiv genomsnittlig

informationskvot. AP4 och Handelsbanken intar bottenplaceringarna, precis som för Tracking Error och Jensens Alfa. Det innebär att dessa tar, relativt de andra fonderna, rätt aktiva positioner i förvaltningen, men att man inte fått belöning för det.



Graf 7. Genomsnittet av Informationskvoten för 2002-2006

	2006	2005	2004	2003	2002	Genomsnitt 2002-2006
AP1	0,9	3,0	-0,5	-1,8	0,9	0,5
AP2	0,2	-2,0	-1,0	-1,2	-0,5	-0,9
AP3	0,5	-3,0	-0,2	-2,0	0,9	-0,8
AP4	-1,3	-1,5	-1,3	-0,7	-0,3	-1,0
Swedbank	1,4	2,8	0,5	2,2	0,1	1,4
Handelsbanken	1,0	-1,5	-5,2	-1,6	-0,1	-1,5
Nordea	1,3	-1,3	-3,4	0,7	-1,0	-0,7
SEB	0,2	-3,9	-2,2	0,9	-0,9	-1,2

Tabell 8. Informationskvoten för alla åtta fonder 2002-2006

8. Test av hypoteserna

Av analysen ovan kan vi testa våra fyra hypoteser vi la fram i avsnitt 5.

8.1 Fondförmögenhetens storlek

H1: *Bankernas Sverigefonder torde ha uppvisat en bättre absolut- och aktivavkastning totalt sett under 2002-2006 på grund av betydligt mindre förvaltnad förmögenhet och därav högre grad av flexibilitet vid investeringsbeslut. Detta gäller även internt inom båda fondgrupperna. De fonderna med störst förvaltnad förmögenhet har uppvisat sämst resultat.*

Jämför man AP-fonderna som grupp med bankfonder, kan vi konstatera att absolutavkastningen varit ungefär densamma under 2002-2006, med lite fördel för bankfonder. Samtidigt har den relativa avkastningen varit bäst totalt sett för AP-fondernas Sverigeportföljer med mindre variationer i avkastningen jämfört med index (tabell 4). Grinblatt och Titman (1989) visade också i sin undersökning att större fonder uppvisar större träffsäkerhet i jakten på undervärderade aktier, det vill säga en högre Jensens Alfa. Detta stöds inte av vår undersökning. Visserligen har AP-fonderna uppvisat en stabilare Jensens Alfa genom åren, men den har varit negativ stora delar av perioden.

AP2 är den fond som har mest pengar förvaltnade, 43,5 miljarder kronor, före AP4, 41,5 miljarder kronor. AP1 är den fond som har minst pengar investerat i Sverigeportföljen, 26,6 miljarder kronor, medan bankernas största fond är SEB med sina 16,4 miljarder kronor. Enligt teorin borde således AP-fonderna ha haft en lägre avkastning genom åren, på grund av att det är svårare för större fonder att implementera köp/sälj strategier på kort sikt. Detta kan inte bevisas i vår studie, då avkastningen legat på ungefär samma nivåer för de båda grupperna.

Den första hypotesen kan därmed inte styrkas.

8.2 Hierarki och ansvarsfördelning

H2: *AP-fonderna, som är hierarkiskt uppbyggda, har sämre uppvisade nyckeltal och avkastning jämfört med bankernas Sverigefonder. Detta gäller även intern inom båda fondgrupperna i vårt urval.*

Perrow (1989) menar att en mer decentraliserad organisationsstruktur skapar en tydligare ansvarsfördelning och därigenom mer incitament för enskilda medarbetare att maximera arbetskapaciteten. Detta skulle innebära i vårt fall att dessa fonder med liknande organisation uppvisar en

högre aktiv avkastning än andra fonder med mer hierarkisk uppbyggnad. Denna teori kan inte styrkas om man tittar på fonderna som två grupper. Däremot finns tydliga tecken på att enskilda fonder som har en högre grad av decentraliserat system också skapat högre avkastning.

Perrows teori som pekar på att skalfördelar kan nås med en plattare organisationsstruktur, via ökad kommunikation och kunskapsutbyte, verkar stämma i vår studie. Handelsbanken och SEB har under mätperioden gjort omorganiseringar för att komma ifrån en mer hierarkisk struktur, till en mer öppen och platt. Detta har gjort att resultaten förbättras jämfört med tidigare år (Handelsbanken från år 2004 och SEB från år 2005).

Hypotes 2 kan därmed styrkas för enskilda fonder, dock är det svårt att dra en slutsats kring hypotesen vid jämförelse mellan de två fondgrupperna som helhet.

8.3 Belöningsystem

H3: *I avsaknad av belöningsystem har förvaltarna inom AP-fonderna mindre incitament att maximera sin arbetsförmåga, vilket indikeras av både sämre total avkastning och nyckeltal jämfört med kollegorna på bankfonderna.*

Samtliga AP-fonder har även pekat på att den uteblivna bonusen i ersättningen inte främjat rekryteringen av duktiga förvaltare. Man har kompenserat för detta genom att ge en högre fast ersättning, vilket i oroligare tider är mer förmånligt än den mer riskfyllda bonusdelen i ett tvådelat ersättningssystem. Personalomsättningen har generellt varit väldigt låg hos AP-fonderna, medan vissa bankfonder har fått se nya förvaltare komma och gå under 2002-2006. Dock finns det andra faktorer som i viss mån kan kompensera för den uteblivna rörliga bonusdelen hos AP-fonderna. Dessa är främst det extremt långsiktiga perspektivet, att man slipper arbeta med marknadsföring och annat säljarbete samt att den fasta ersättningen är väsentligt högre hos AP-fonderna. Bankernas fonder är mer utsatta för mediala insyner, dagligen analyseras fonderna och jämförs med index och konkurrenterna. Dessutom är in- och utflödet av fondmedel betydligt stabilare hos AP-fonderna också, vilket leder till att man kan planera mer långsiktigt.

Vi har inte kunnat hitta bevis för att AP-fonderna påverkats negativt av de externa restriktioner som finns kring bonussystem. Ett ersättningssystem med en rörlig del inkluderad kan tänkas skapa större incitament för bankernas förvaltare när det gäller att avvika från referensindex och försöka uppnå en högre avkastning. Tracking Error har också visat sig ligga på högre nivåer för bankerna, jämfört med AP-fonderna, vilket är naturligt med tanke på att bonussystemet är direkt kopplat till överavkastningen gentemot index och konkurrenter. Den ökade Tracking Error har dock inte kompenserats fullt ut av bankfonderna totalt sett, utan legat på ungefär samma nivå som AP-fondernas.

Hypotes 3 kan således också delvis avvisas. Den högre Tracking Error visar förvisso att förvaltarna på bankerna försöker skapa högre avkastning genom att ta större aktiv risk jämfört med AP-fonderna, men att dessa inte belönats för detta.

8.4 Antalet portföljförvaltare

H4: *De fonder med flest antal förvaltare har bäst förutsättningar att skapa bättre aktiv avkastning och slå sitt jämförelseindex. De fonder som har aktieurval som huvudfokus i sin förvaltning uppvisar också bättre avkastning jämfört med dem som arbetar med sektorurval.*

AP3 och AP4 är de AP-fonder med minst antal förvaltare inom Sverigeportföljen (2). Inom bankfonderna är det Nordea, med två förvaltare, som har minst personal. Resten av bankfonderna har alla tre förvaltare, där en av dem har huvudansvaret. Jämför man AP-fonderna med bankfonderna kan vi konstatera att det är en mer decentraliserad organisation hos bankerna, samtidigt som förvaltarnas frihetsgrader inte avviker något nämnvärt. Dock är det svårt att dra några slutsatser kring frågan om antalet förvaltare har en direkt påverkan på resultatet. I vissa fall, som för AP1 och AP2, stämmer denna teori. Båda fonderna har överlägset flest (jämfört med de andra AP-fonderna) förvaltare anställda, och har också presterat bäst under mätperioden, räknat i absolutavkastning. Däremot är det inte säkert att detta är kopplad till hur pass skickliga förvaltarna varit, då till exempel avvikelser från jämförelseindex (relativa avkastningen) var hela -6 procent för AP2. Samma argument gäller för bankfonderna då samtliga, med undantag för Nordea, har tre förvaltare.

De fonder som gått bäst har en förvaltning vars fokus är på aktieurval. För att kunna ha denna förvaltningsinriktning krävs att man har en bred förvaltningsorganisation, oftast med kompletterande stödfunktioner såsom riskanalysteam och sektoranalytiker, som förser huvudförvaltarna med nödvändig input. Både AP1 och AP2 arbetar på det sättet, medan AP3 och AP4 har mer fokus på sektorer i sin urvalsprocess. AP1 och AP2 är de AP-fonder som uppvisat högst absolutavkastning. Samma gäller för Swedbank. Ett gemensamt kännetecken för dessa tre fonder är att de har resurser för att bedriva sådan förvaltning. Swedbanks Sverigefond ingår i en större organisation, med analytiker till förfogande och ett eget riskanalysteam, vilket skapar utrymme för en sådan fokus inom förvaltningen. AP1 och AP2 har samtidigt flest förvaltare på Sverigeportföljen.

Hypotes 4 kan således styrkas.

9. Slutsatser

Uppsatsen syfte var att jämföra avkastning och nyckeltal mellan AP-fondernas Sverigeportföljer och storbankernas bredaste Sverigefonder under tidsperioden 2002-2006, för att därefter härleda resultatavvikelser till organisatoriska faktorer genom att presentera en deskriptiv analys av förvaltningsstruktur och uppbyggnad för varje enskild fond.

I den analys vi genomfört kan vi konstatera att absolutavkastningen legat på ungefär samma nivå för båda grupperna totalt sett. Däremot uppvisar enskilda fonder sinsemellan olika resultat. Vi har inte heller funnit bevis för att större fonder (räknat i förmögenhet förvaltat) haft en bättre avkastning.

Några direkta orsaker till resultatavvikelseerna fonderna sinsemellan, är hur pass skickliga förvaltarna varit när det gäller att hitta "rätt" bolag att investera i, samt även hur förvaltningsavdelningarna varit uppbyggda. Vi har i vår uppsats funnit empiriska fakta för att en mer decentraliserad organisation skapat tydligare ansvarsfördelning och därigenom högre avkastning. De fonder som gått relativt bäst är också de fonder vars förvaltning har huvudfokus på aktieurval. Ju fler förvaltare man är och ju fler analytiker som ingår i organisationen, desto mer fokus på enskilda aktier och därigenom högre specialiseringsgrad. Detta stöds även av de nyckeltal som vi har med i studien.

Avsaknaden av belöningsystem hos AP-fonderna har inte påverkat avkastningen nämnvärt. Dock har bankfonderna försökt skapa högre avkastning genom att ta större aktiv risk jämfört med AP-fonderna, men att dessa inte belönats för detta.

Det är viktigt att påpeka att bankfonderna har större press på sig att prestera på kort sikt på grund av den hårda konkurrensen på marknaden. AP-fonderna har ett annorlunda förvaltningsuppdrag, som är betydligt mer långsiktig och där det viktigaste är att den totala portföljrisken ska vara så låg som möjligt, för att inte äventyra de offentliga medlen som förvaltas. Man kan sammanfattningsvis konkludera att AP-fonderna trots allt kunnat hävda sig relativt bra resultatmässigt med bankfonderna under 2002-2006. Dock är det viktigt för AP3 och AP4 att se över förvaltningsstrukturen inom deras Sverigeportföljer, för att skapa bättre möjligheter för förvaltarna att prestera bättre resultat framgent. Det kan innebära att man skapar ett bredare förvaltarteam eller ändrar förvaltningsinriktningen till att få mer fokus på aktieurval.

10. Framtida forskning

Man kan i framtiden även inkludera privata svenska pensions- och försäkringsfonder i urvalet, för att jämföra resultat och förvaltningsorganisation med AP-fonderna. Längre fram i tiden är det också möjligt att titta på en längre tidsperiod för att få större mängd data att arbeta med.

En annan intressant studie vore att jämföra de svenska AP-fondernas totala resultat och förvaltningsuppdrag, med utländska motsvarigheter. Vi tänker främst på den norska oljefonden, amerikanska California Public Employees, nederländska ABP och japanska Government Pension Investment (GPI).

11. Referenslista

Vetenskapliga artiklar

Ambachtsheer, K., Capelle, R. & Scheibelhut, T., 1998. Improving Pension Fund Performance. *Financial Analysts Journal*, Vol. 54, no 6, pp. 15-21.

Blakemore, A. E., Low, S. A. & Ormiston, M. B., 1987. Employment Bonuses and Labor Turnover. *Journal of Labor Economics*, Vol. 5, No. 4, pp. 124-135.

Chen, J., Hong, H., Huang, M. & Kubik, J. D., 2004. Does Fund Size Erode Mutual Fund Performance? The Role of Liquidity and Organization. *The American Economic Review*, Vol. 94, No. 5, pp. 1276-1302.

Chen, H-L., Narasimhan, J., & Wermers, R., 2000. An examination of the stockholdings and trades of fund managers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35, 343-368.

Dahlquist, M., Engström, S., & Söderlind, P., 1999. Performance and characteristics of Swedish mutual funds 1993-1997. *SSE/EFI Working Paper Series in Economics and Finance No 312*.

Del Guercio, D. & Tkac, P.A., 2000. The determinants of the flow of funds of managed portfolios: Mutual funds vs. pension funds. *Journal of financial and qualitative analysis*, 37, 523-557.

Engström, S., 2000, Costly information, diversification and international mutual fund performance. *SSE/EFI working paper series in economics and finance No 385*.

Engström, S., 2004. Does Active Portfolio Management Create Value? An Evaluation of Fund Managers' Decisions. *SSE/EFI Working Paper Series in Economics and Finance No 553*.

Flam, H., 2007. Reformera AP-fondsystemet. *Ekonomisk debatt, årgång 35, nr 4 2007*.

Ippolito, R.A., 1989. Efficiency With Costly Information: A Study of Mutual Fund Performance, 1965-1984. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 104, No. 1, pp. 1-23.

Jensen, M. C., 1968. Problems in selection of security portfolios - The performance of the mutual fund in the period 1945-1964. *Journal of Finance*, 23, pp. 389-416.

Lakonishok, J., Shleifer, A. & Vishny, R., 1992. The structure and performance of the money management industry. *Brooking Papers: Microeconomics*, 339-391.

Wermers, R., 2000. Mutual fund performance: An empirical decomposition into stock-picking talent, style, transaction costs, and expenses. *Journal of Finance* 85, 1655-1695.

Litteratur

Amenc, N. & Le Sourd, V., 2003. Portfolio Theory and Performance Analysis. *Wiley*.

Grinblatt, M. & Titman, S., 2001. Financial markets and corporate strategy. *McGraw-Hill international editions*.

Perrow, C., 1986. Complex Organizations- A Critical Essay. *McGraw-Hill, Inc.*

Elektroniska källor

www.ap1.se

www.ap2.se

www.ap3.se

www.ap4.se

www.seb.se

www.nordea.se

www.handelsbanken.se

www.swedbank.se

www.morningstar.se

www.regeringen.se; sökord: AP-fonderna

Intervjuer

Per Lundborg, Aktiechef för Sverigeportföljen AP1 (2007-11-23)

Ossian Ekdahl, Ansvarig för ägarstyrning och taktisk allokering, AP1 (2007-11-23)

Mikael Grunditz, Chef för Riskenheten, AP1 (2007-11-23)

Göran Styrman, Chef för resultatuppföljningen, AP1 (2007-11-23)

Clas Rosén, Ansvarig för ägarstyrning och information, AP2 (2007-11-27)

Eskil Svensson, Portföljförvaltare Sverigeportföljen, AP3 (2007-11-22)

Jens Barnevik, Portföljförvaltare Sverigeportföljen, AP4 (2007-11-22)

Ann Grevelius, Huvudförvaltare Handelsbanken Reavinstfond (2007-11-27)

Jan Särllvik, Portföljförvaltare Nordea Sverigefond (2007-11-23)

Ingemar Syhrén, Huvudförvaltare Swedbank Robur Sverigefond (2007-12-03)

Peter Norhammar, Huvudförvaltare SEB Sverigefond 1 (2007-11-30)

Övrigt

Regeringen: skrivelse 2006/07:130

Lag (2000: 192) om allmänna pensionsfonder

Lag (1990: 1114) om värdepappersfonder

Regeringens proposition 1999/2000:46

Hewitt Wassum Investment Partners: *Resultatutvärdering av de allmänna pensionsfonderna, för perioden t.o.m. 2006-12-31.*

12. Appendix

A. Placeringsregler för AP1-AP4

Typ av instrument m.m.	Tillåtna placeringar
Generellt	Fondens placeringsregler är flexibla och ger fonden möjlighet att placera i flertalet tillgångslag.
Onoterade värdepapper	Högst fem procent av fondens tillgångar får placeras i onoterade värdepapper. Dessa placeringar måste ske indirekt via värdepappersfonder eller riskkapitalföretag.
Räntebärande instrument	Minst 30 procent av fondens tillgångar ska placeras i räntebärande värdepapper med låg kredit- och likviditetsrisk.
Valutarisk	Högst 40 procent av fondens tillgångar får exponeras för valutarisk.
Extern förvaltning	Minst 10 procent av tillgångarna ska förvaltas av utomstående förvaltare genom köp av fondandelar eller diskretionär förvaltning.
Aktier	Högst 70 procent av fondens tillgångar får vara placerade i aktier. Innehav av aktier i noterade svenska bolag får högst motsvara 2 procent av det totala värdet av svenska aktier på auktoriserad svensk börs- eller marknadsplats.
Utländska tillgångar	Det finns ingen begränsning för hur stor andel som får placeras utomlands.
Röstandelar	Fonden får äga högst 10 procent av rösterna i ett enskilt börsnoterat bolag. Fonden får äga högst 30 procent i onoterade riskkapitalbolag.
Råvaror	Fonden får inte investera i råvaror.

Källa: Lag (2000:192) om allmänna pensionsfonder

B. Placeringsregler för bankernas Sverigefonder

Typ av instrument m.m.	Tillåtna placeringar
Generellt	Varje fond skall ha en lämplig fördelning av sina placeringar med hänsyn till den riskspridning som är förenad med fondens placeringsinriktning.
Aktier	I en värdepappersfond får det ingå andra fondpapper och finansiella instrument, dock högst till 10 procent av fondens värde.
Utländska tillgångar	I en värdepappersfond får upp till 5 procent av fondens värde ingå andelar i andra värdepappersfonder eller i utländska fondföretag.
Röstandelar	Fonden får äga högst 10 procent av rösterna i ett enskilt börsnoterat bolag.

Källa: Lag (1990:1114) om värdepappersfonder

C. Intervjufrågor

1. Hur har Sharpekvoten för perioden 2002-2006 utvecklats och hur har den stått sig gentemot era konkurrenter?
2. Hur har Jensens Alfa för perioden 2002-2006 utvecklats och hur har den stått sig gentemot era konkurrenter?
3. Hur har Tracking Error för perioden 2002-2006 utvecklats och hur har den stått sig gentemot era konkurrenter?
4. Hur har Informationskvoten för perioden 2002-2006 utvecklats och hur har den stått sig gentemot era konkurrenter?
5. Hur stor andel av tillgångarna investeras i Sverige?
6. Hur ser de interna placeringsreglerna ut, har ni några restriktioner gällande exempelvis hur mycket som får investeras i stora/små bolag och/eller hur mycket som får investeras i en viss sektor?
7. Hur har organisationen förändrats under denna period? Har ni märkt av någon skillnad av denna omorganisation?
8. Hur ser investeringsprocessen ut när det gäller val av aktier att investera i och hur går sällningen av bolag till?
9. Hur har fondförmögenhetens storlek påverkat ert arbete? Vilka för- och nackdelar finns med större fonder jämfört med mindre fonder?
10. Hur är förvaltningsteamet uppbyggt hos er? Skulle ni beskriva organisationsstrukturen som hierarkisk eller platt? Hur ser ansvarsfördelningen ut internt?
11. Vilka är det som styr er ovanifrån? Vem bestämmer placeringsreglerna och jämförelseindex? Hur löses eventuella konflikter?

12. Hur hög är förvaltarnas frihetsgrad i er organisation jämfört med konkurrenternas, det vill säga möjligheterna att själva hitta investeringsobjekt och investera?
13. Hur fungerar belöningsystemet hos er och hur är den kopplad till avkastningen? Om det inte existerar ett sådant system hur skulle ni se på att en sådan implementeras i er organisation?
14. Använder ni er av externa förvaltare, och i sådana fall hur stor andel förvaltas externt?

D. Räkneexempel

Datum	Sverigefond Gross of fee	Sverigefond Net of fee	Sverige1 index Return Index	Sverige1 Price Index	Stibor 30 dgr
2001-12-31	100	100		100	100
2002-01-31	94,66871341	94,56437544		94,93447831	100,3296
2002-02-28	94,64370878	94,44537994		95,70882557	100,6288
2002-03-29	97,10716034	96,80396053		98,36692147	100,9546
2002-04-30	88,13062148	87,75581226		89,83669215	101,3309
2002-05-31	82,56848464	82,12710066		84,26734836	101,7079
2002-06-28	76,76206797	76,27611446		77,94599424	102,0516
2002-07-31	68,50662542	67,99357873		69,40831927	102,4569
2002-08-30	66,22863738	65,66306312		67,51712499	102,8256
2002-09-30	55,74020297	55,20380786		57,36374466	103,2084
2002-10-31	63,46064475	62,78135138		64,75479003	103,5922
2002-11-29	71,16667372	70,33307514		73,05668619	103,9383
2002-12-31	62,20854509	61,41075175	100	63,91591383	104,299
2003-01-31	60,19322272	59,35662341	96,33362186	61,57053509	104,6456
2003-02-28	59,41667044	58,53334182	94,80338815	60,53807207	104,9582
2003-03-31	58,37602344	57,44572511	92,73525411	59,07376154	105,2905
2003-04-30	66,68791366	65,55627152	106,5722765	66,22406433	105,6064
2003-05-30	66,90258176	65,69833708	106,3806109	65,81951752	105,9166
2003-06-30	69,30297599	67,98186638	110,8600223	68,58433436	106,2005
2003-07-31	73,94732883	72,45926062	118,6286633	73,38429465	106,4649
2003-08-29	76,249028	74,63915192	122,9195004	76,00268043	106,7115
2003-09-30	74,31901086	72,66886556	118,9841721	73,56547205	106,9842
2003-10-31	81,6429926	79,74419649	129,5999753	80,13005063	107,249
2003-11-28	81,73797756	79,75933463	130,1378756	80,45765909	107,4879
2003-12-31	84,5437359	82,40273132	134,1690367	82,94946888	107,7716
2004-01-30	89,56710546	87,20812857	142,0675158	87,82636752	108,0264
2004-02-27	92,25845213	89,74151289	146,772598	90,67308647	108,2471
2004-03-31	90,74239926	88,16609074	145,2578212	89,43462722	108,4973
2004-04-30	92,03351265	89,32787466	147,3846915	89,21125782	108,6922
2004-05-31	90,58880967	87,8315833	145,5545938	87,71468282	108,8935
2004-06-30	94,10530156	91,14668394	150,3184123	90,45964459	109,0886
2004-07-30	91,90648045	88,92502698	148,0184246	89,07723618	109,2841
2004-08-31	91,52892244	88,46223174	147,3475949	88,63049737	109,493
2004-09-30	93,4364001	90,21270079	151,7064424	91,24640127	109,6892
2004-10-29	93,43255836	90,11918258	152,343267	91,63109302	109,8778
2004-11-30	98,97197547	95,35740129	161,2804501	97,00188623	110,0849
2004-12-31	99,79065766	96,04408379	162,7055769	97,84820808	110,2859
2005-01-31	99,78360292	95,9354173	164,0410535	98,64985605	110,4859
2005-02-28	103,9011746	99,79857208	171,9889947	103,3604686	110,6644
2005-03-31	103,765693	99,56292452	172,6505503	103,62603	110,8618
2005-04-29	102,7373493	98,47870156	170,6720663	100,126576	111,0468
2005-05-31	108,2651266	103,6641688	179,8874737	104,7900328	111,2513
2005-06-30	112,073738	107,2013241	187,1645851	109,0290877	111,424
2005-07-29	117,4907862	112,27202	196,5284167	114,4748261	111,5693
2005-08-31	115,4199394	110,1695066	193,9513622	112,9263241	111,7354

2005-09-30	120,8527815	115,2377605	204,515685	119,0683688	111,8867
2005-10-31	119,5186645	113,8458526	201,7945715	117,4782963	112,0441
2005-11-30	123,9412268	117,9385501	209,3656695	121,4067107	112,1965
2005-12-30	131,0686399	124,5941772	221,5946734	128,4944848	112,3513
2006-01-31	132,6258406	125,9381049	224,523872	130,1884836	112,5326
2006-02-28	136,953985	129,9250488	231,6467866	134,1896464	112,7074
2006-03-31	145,880726	138,2489308	247,3972315	142,8986708	112,915
2006-04-28	147,9720629	140,0985439	250,5025021	141,7035183	113,1025
2006-05-31	136,147022	128,7595216	230,2702234	129,6480668	113,325
2006-06-30	137,1092807	129,5387556	231,6787997	130,4379067	113,5465
2006-07-31	135,8343298	128,2005611	229,181778	129,0349016	113,7807
2006-08-31	142,2960268	134,1594101	240,6104544	135,4055841	114,0237
2006-09-29	149,7977253	141,0948482	252,9995239	142,3686466	114,2649
2006-10-31	156,4188134	147,1733835	264,8283641	148,999145	114,5445
2006-11-30	154,190502	144,9311756	260,602635	146,6296252	114,8199
2006-12-29	166,3047174	156,166407	280,8349137	158,0095557	115,104

Data är från SEB: s fondmarknadsgrupp. All data i studien är månatlig.

- Först räknas standardavvikelsen (Standard Deviation) och portföljens beta fram.

Standardavvikelse: Beräknas utifrån medelvärdet för de månadsobservationer vi har fått från fonderna. Standardavvikelsen är ett riskmått som mäter de enskilda månadsobservationernas spridning från medelvärdet. Måttet mäter avkastningens totala variation (risk), ju högre siffra, desto större variation (risk):

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2} = \sqrt{\frac{\sum(X - \mu)^2}{N}}$$

Beta (via CAPM): visar sambandet i avkastning mellan marknaden (representerad av jämförelseindex) och den aktuella portföljen. Då Beta är nära 1 så tenderar portföljens avkastning vara stark korrelerad med marknadens avkastning. Benämns även marknadsrisk:

$$E(r_i) = r_f + \beta_{im}(E(r_m) - r_f)$$

$$\beta_{im} = \frac{Cov(r_i, r_m)}{Var(r_m)}$$

- $E(r_i)$ är den förväntade avkastningen hos tillgången

- r_f är den riskfria räntan
- β_{im} (beta) känsligheten hos tillgångens avkastning gentemot marknadsportföljens avkastning
- $E(r_m)$ förväntade avkastningen hos marknadsportföljen
- $(E(r_m) - r_f)$ kallas för marknadspremien eller riskpremien

ÅR	Beta (12mån)	STD (12mån)
2006	1,03	15,15%
2005	1,05	11,92%
2004	1,04	15,53%
2003	1,06	28,53%
2002	1,10	30,70%

Exempelvis år 2006:

STD: 15,15 %

Beta: 1,03

- **Sharpekvoten** kan därefter beräknas fram genom formeln:

$$\text{Sharpekvoten} = \frac{\bar{r}_p - r_f}{\sigma_p}$$

Sharpe-kvoten år 2006: 1,64

- Då kan även **Jensens Alfa** beräknas ganska enkelt:

$$\alpha_p = \bar{r}_p - [r_f + \beta_p (\bar{r}_m - r_f)]$$

För 2006: 0,6 %

- **Tracking Error** blir då:

$$TE = \sigma(r_p - r_m)$$

2006: 0,61 %

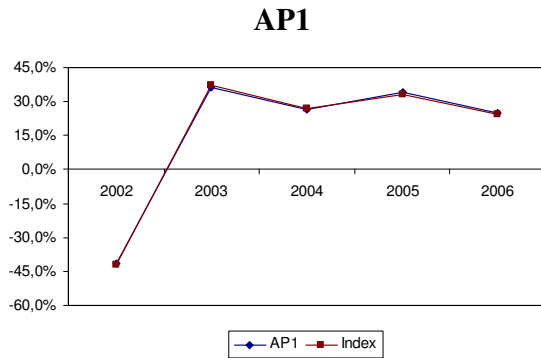
- **Informationskvoten** erhålls via:

$$IK = \frac{r_p - r_m}{\sigma(r_p - r_m)}$$

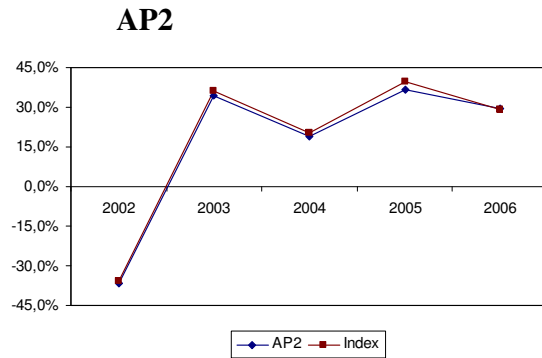
2006: 0,24

På liknande sätt har beräkningar gjorts för samtliga fonder. Därefter har verifieringar gjorts med respektive fonds marknads- och riskavdelning.

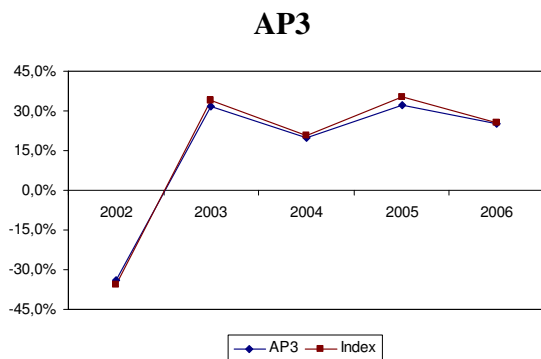
E. Grafer på relativ avkastning och nyckeltal



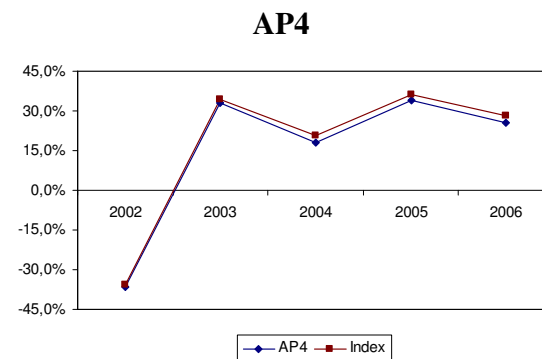
Graf 8. Relativ avkastning 2002-2006¹⁰



Graf 9. Relativ avkastning 2002-2006¹¹



Graf 10. Relativ avkastning 2002-2006¹²



Graf 11. Relativ avkastning 2002-2006¹³

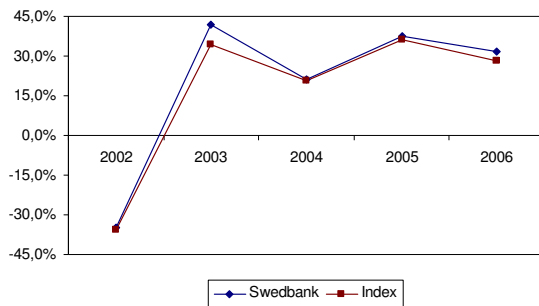
¹⁰ AP1 använder MSCI Sweden som referensindex. Detta är en bred marknadsindex som även tar hänsyn till aktieutdelningar.

¹¹ AP2: s svenska aktieförvaltning utvärderas genom en kombination av tre separata delar med tillhörande benchmarkindex. Indexet består av SBX (67 procent), OSX (23 procent) samt en småbolagsdel med benchmarkindex CSRX (10 procent). Samtliga dessa justeras för aktieutdelningar.

¹² AP3 använder SBX som referensindex, vilket innehåller Stockholmbörsens 80-100 mest omsatta aktier och representerar samtliga branscher. SBX tar hänsyn till aktieutdelningar.

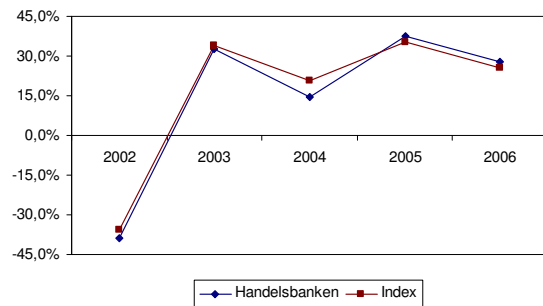
¹³ AP4 använder SIX PRX som speglar marknadsutvecklingen av alla bolag inregistrerade hos Stockholmsbörsen. Man tar hänsyn till den avkastning som aktieägare erhåller i form av utdelning.

Swedbank Robur Sverigefond



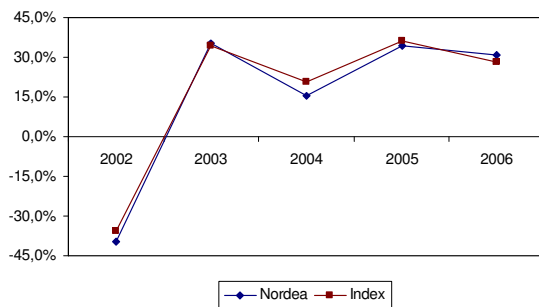
Graf 12. Relativ avkastning 2002-2006¹⁴

Handelsbanken Reavinstfond



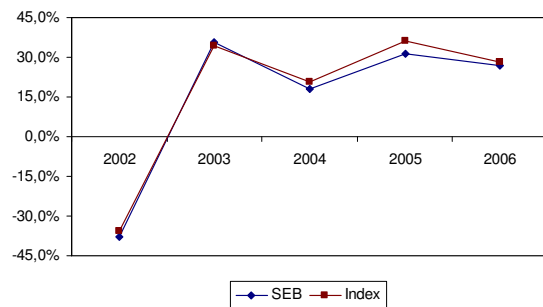
Graf 13. Relativ avkastning 2002-2006¹⁵

Nordea Sverigefond



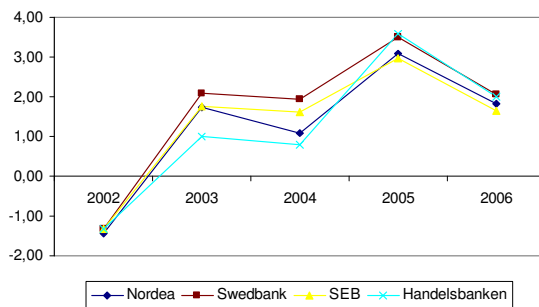
Graf 14. Relativ avkastning 2002-2006¹⁶

SEB Sverigefond 1



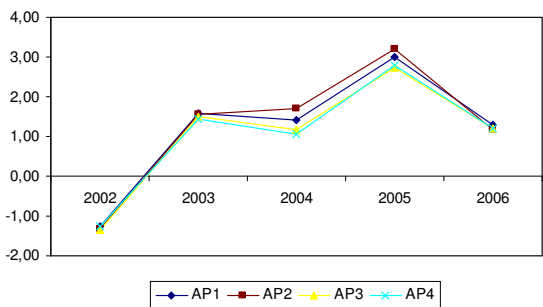
Graf 15. Relativ avkastning 2002-2006¹⁷

Sharpekvot Bankerna



Graf 16. Sharpekvoten för bankfonderna 2002-2006

Sharpekvot AP-fonderna



Graf 17. Sharpekvoten för AP-fonderna 2002-2006

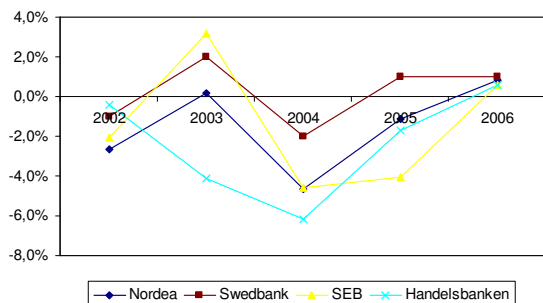
¹⁴ Swedbank använder SIX PRX som referensindex.

¹⁵ Handelsbanken använder SBX som referensindex.

¹⁶ Nordea använder SIX PRX som referensindex.

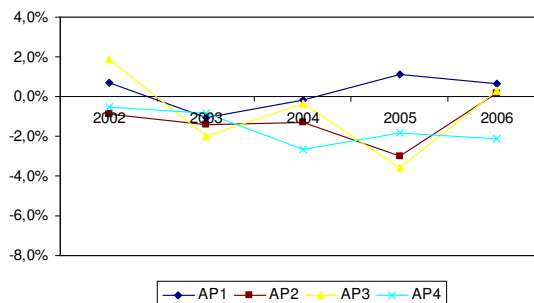
¹⁷ SEB använder SIX PRX som referensindex.

Jensens Alfa Bankerna



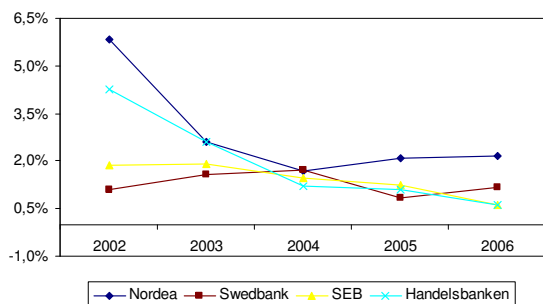
Graf 18. Jensens Alfa för bankfonderna 2002-2006

Jensens Alfa AP-fonderna



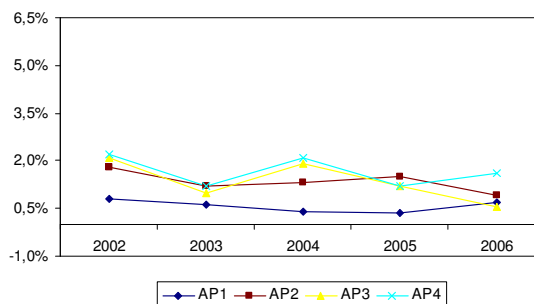
Graf 19. Jensens Alfa för AP-fonderna 2002-2006

Tracking Error Bankerna



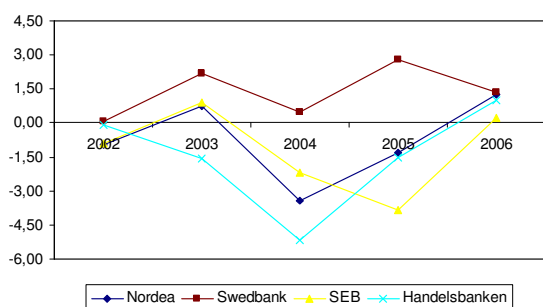
Graf 20. Tracking Error för bankfonderna 2002-2006

Tracking Error AP-fonderna



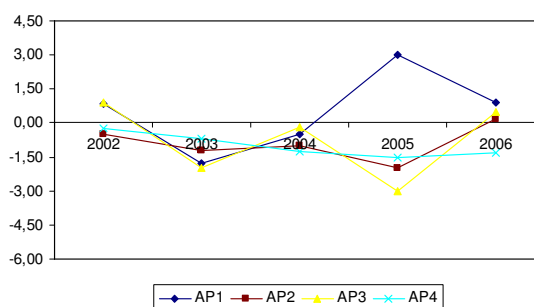
Graf 21. Tracking Error för AP-fonderna 2002-2006

Informationskvoten Bankerna



Graf 22. Informationskvoten för bankfonderna 2002-2006

Informationskvoten AP-fonderna



Graf 23. Informationskvoten för AP-fonderna 2002-2006