

FONDSPECIAL

Fördjupning om fonder från Fondbolagens förening

AKTIV FÖRVALTNING & INDEXFÖRVALTNING

På den svenska fondmarknaden finns fonder som förvaltas aktivt och fonder som förvaltas passivt, s.k. indexfonder. Vid aktiv förvaltning väljer förvaltaren ut de företag som bedöms ge bäst avkastning i framtiden. Vid indexförvaltning görs inte den analysen, i stället köps vanligtvis samtliga värdepapper som representerar en marknad eller utgör ett index.

Syftet med denna fondspecial är att förklara hur aktiv förvaltning respektive indexförvaltning fungerar så att spararen kan ta ett informerat beslut vid val av fond.

Frågor vi besvarar är:

Hur fungerar en aktivt förvaltd fond?

Hur fungerar en indexfond?

Hur har sparandet utvecklats?

Vad ska sparare tänka på vid val av fond?

Vad säger forskningen?

Det finns fördelar med såväl aktiv förvaltning som indexförvaltning och för en sparare kan de båda alternativen komplettera varandra.

Denna Fondspecial ingår i en serie av rapporter som vänder sig till alla som vill få en fördjupad kunskap i frågor om fondsparande.
Uppdaterad 2014-01-16

Innehåll

Val av fonder – Aktiv förvaltning och indexförvaltning	2
Så fungerar en aktivt förvaltd fond	3
Så fungerar en indexfond	4
Sparandets utveckling	7
Viktiga begrepp	10
Motiv för att välja indexförvaltning	12
Motiv för att välja aktiv förvaltning	13
Olika förvaltningsformer och risk	15
Att tänka på vid val av en indexfond	16
Att tänka på vid val av aktivt förvaltd fond	17
Vad säger forskningen?	18
Både aktiv förvaltning och indexförvaltning behövs	20
Källförteckning	21

Rapportförfattare



Fredrik Pettersson, chefsanalytiker
fredrik.pettersson@fondbolagen.se



Fredrik Hård af Segerstad, ekonom
fredrik.hard@fondbolagen.se



Val av fonder – Aktiv förvaltning och indexförvaltning

Valet mellan aktivt förvaltade fonder och indexfonder bör inte ses som det första valet vid en investering. Vid val av fonder bör man som sparare först och främst fundera över vilken placeringshorisont och riskbenägenhet man har.

Placeringshorisont och riskbenägenhet styr vilken typ av fonder som passar för sparandet, exempelvis aktiefonder, blandfonder eller räntefonder, och ger vägledning om vilka marknader som är lämpliga att placera på. Först när man valt fondtyper är det dags att börja jämföra enskilda fonder som har samma placeringsinriktning. Då kan det vara intressant att fundera kring vilken typ av förvaltning man vill att fonden ska ha. Två olika typer av förvaltningsmetoder är aktiv förvaltning respektive indexförvaltning.

Aktiva fonder respektive indexfonder förekommer bland nästan alla fondtyper. I denna fundspecial ligger dock fokus på aktiefonder och förvaltningen av dessa.

Indexförvaltning

Förvaltaren investerar utifrån en förutbestämd modell, ofta ett börsindex. Förvaltaren behöver därmed inte lägga resurser på att analysera företag, varför indexfonder i genomsnitt har en lägre förvaltningsavgift. Indexfonder har som målsättning att avkastningen ska överensstämma med utvecklingen för det index som följs, alltså den genomsnittliga utvecklingen på den marknad som valts.

Aktiv förvaltning

I aktiv förvaltning avviker placeringarna från index. Förvaltaren väljer placeringar som bedöms ha störst chans att ge bra avkastning. Tid och resurser läggs ned på att analysera företag för att på så sätt kunna bedöma utvecklingsmöjligheterna. Aktiv förvaltning innebär inte nödvändigtvis att tillgångarna i fonden omsätts i en hög hastighet, utan främst menas att förvaltaren fattar aktiva placeringsbeslut, oberoende av sammansättningen i ett visst index.



Så fungerar en aktivt förvaltnad fond

Vid aktiv förvaltning baseras valet av tillgångar (exempelvis aktier) som fonden investerar i på förvaltarens syn på dessa tillgångars möjlighet att ge framtida avkastning.

I motsats till indexförvaltning görs vid aktiv förvaltning avvikelser från referensindexets sammansättning i syfte att överträffa dess avkastning. Större kapital placeras i tillgångar som väntas ge god avkastning medan mindre, eller inget, kapital placeras i de tillgångar som inte bedöms kunna ge en konkurrenskraftig värdeutveckling.

Aktiv fondförvaltning bygger på en övertygelse om att det med hjälp av analys och via olika investeringsprocesser är möjligt att skapa högre avkastning än vad som är möjligt med indexförvaltning. Alltså en möjlighet att överträffa marknadens genomsnittliga utveckling.

Vid aktiv förvaltning är det också vanligt att förvaltarna engagerar sig som ägare i de företag fonden investerar i. Exempelvis kan detta ske genom att fondbolagen deltar i valberedningar, träffar företagsledningarna och styrelser.

Two vanligt förekommande strategier vid aktiv förvaltning är värdeförvaltning och tillväxtförvaltning. En värdeförvaltare försöker hitta undervärderade företag, alltså företag vars aktiekurs av någon anledning är lägre än vad som kan förklaras av ekonomisk analys. Ofta ligger fokus på bolag med starka balansräkningar och där en strukturomvandling i någon form kan tänkas resultera i en uppvärdering av bolagets värde. Tillväxtförvaltning går ut på att hitta företag med en positiv utveckling och hög vinsttillväxt som förmodas vara ihållande. Lite generaliserat kan man säga att en tillväxtförvaltare letar efter redan populära bolag, medan en värdeförvaltare letar efter "impopulära" företag med en särskild utvecklingspotential.

Olika fonder uppvisar olika grad av aktivitet. Vissa fonder väljer ut ett fåtal företag, vilket ofta innebär högre risk och högre aktivitet (sett som avvikelse från index). Andra fonder väljer att sprida risken genom att investera i ett stort antal företag, vilket oftast gör dem mindre aktiva eftersom avvikelse mot index försvåras.



Så fungerar en indexfond

Fonder som tillämpar indexförvaltning har som mål att värdeutvecklingen ska följa en förutbestämd referensportfölj (index).

Indexfondens tillgångar speglar sammansättningen av det index fonden avser att följa. Indexet kan exempelvis vara ett globalt aktieindex, eller ett mer geografiskt begränsat index såsom Stockholmsbörsens utveckling.

Det vanligaste sättet vid indexförvaltning är att köpa företag efter hur stor andel de utgör av ett börsindex. Det index man följer är då kapitalviktat. En aktieindexfond med Sverigeinriktning investerar exempelvis störst kapital i Hennes & Mauritz eftersom det bolaget har det största marknadsvärdet på Stockholmsbörsen. Eftersom förvaltningen av en indexfond inte innefattar någon egentlig analys av vare sig olika marknader eller olika bolag, kan denna ske på ett mer mekaniskt vis och, i regel, till en lägre kostnad.

Trots att indexförvaltning inte ställer några krav på analyser eller prognoser om framtida utveckling för olika tillgångar är förvaltningsmodellen ändå förenad med ett löpande förvaltningsarbete. Innehaven i en indexfond måste kontinuerligt justeras för att överensstämma med tillgångarna i det index som skuggas. Det mest påtagliga i detta avseende är omplaceringar som fonden måste göra på grund av att indexets sammansättning förändras. Exempelvis justeras index som endast innehåller de största företagen på marknaden varje halvår. Indexfonder måste också hantera bolagshändelser, såsom utdelningar och nyemissioner, liksom fondens dagliga flöden (spararnas insättningar och uttag).

Metoder för replikering av index

Fysisk replikering

Det absolut vanligaste sättet för indexfonder att replikera (spegla) ett index, och på så vis uppnå önskad marknadsexponering, är genom så kallad fysisk replikering. Med detta menas vanligtvis att fonden investerar i samtliga tillgångar, och i motsvarande utsträckning, som de som ingår i det underliggande indexet. Tillvägagångssättet benämns fullständig replikering.

Fysisk replikering kan dock också göras genom så kallad sampling, vilket innebär att fonden investerar i ett representativt urval av indexets komponenter. Vid sampling investerar fonden i ett noga utvalt antal av indexets tillgångar så att en statistisk kopia av indexet uppnås. Om indexet exempelvis innehåller två innehav vars utveckling i mycket hög grad följer varandra kan en fond som tillämpar sampling välja att investera i enbart det ena av dessa, företrädesvis det största. Motivet till att använda sampling istället för fullständig replikering är att fondens förvaltning kan skötas mer effektivt och att transaktionskostnaderna kan hållas lägre. Samplingsmetoden kan i synnerhet vara att föredra då indexet som följs innehåller många tillgångar eller representerar marknader som präglas av illikviditet och höga transaktionskostnader. Sampling förutsätter att en avvägning



hela tiden görs mellan risken (att avvika för mycket från indexavkastningen) och kostnadsbesparingen.

Syntetisk replikering

En annan metod att spegla ett index är så kallad syntetisk replikering. Det innebär att exponeringen mot underliggande index uppnås via investeringar i derivatinstrument. Exempel på sådana derivatinstrument är så kallade SWAP-kontrakt, via vilka fonden erhåller samma avkastning som index ger. Denna replikeringsmetod är i princip obefintlig hos traditionella indexfonder, men relativt vanlig vid förvaltning av ETF:er (börshandlade indexfonder).

Det finns både fördelar och nackdelar med respektive tillvägagångssätt för replikering av underliggande index. Fördelen med syntetisk replikering är att risken för "tracking error" minskar, dvs. avvikelsen gentemot referensindexet bör bli mindre eftersom man köper indexets avkastning. Nackdelen är att ansvaret läggs över på en extern part, vilket leder till en ökad motpartsrisk¹.

Andra "passivt" förvaltade fonder

Börshandlade fonder (Exchange traded funds, ETF)

En ETF är en fond som till skillnad från traditionella fonder handlas i realtid till känd kurs via en börs, på samma sätt som aktier. En ETF kan därmed sägas kombinera aktiers fördel vad gäller handelsmöjligheter och likviditet, med fonders fördelar avseende investerarskydd och riskspridning. ETF:er är, i princip, uteslutande passivt förvaltade fonder.

Exponeringen via ETF:er omfattar såväl aktieindex som ränteindex och råvaruindex. En klar majoritet (ca 75 %) av ETF:erna, globalt sett, följer ett aktieindex. Dessa kan utgöras av allt ifrån globala aktieindex till mycket smala branschindex.

Ett ökande antal ETF:er erbjuder en inbyggd hävstång på avkastningen (leveraged ETF) alternativt ger en negativ avkastning gentemot det underliggande indexet (inversed ETF). Det finns även ETF:er som kombinerar dessa båda egenskaper. Med hävstång menas att fonden avkastar en viss multipel, exempelvis 1,5 gånger eller 2 gånger avkastningen på det underliggande indexet. Negativ exponering innebär att fonden utvecklas tvärt emot sitt underliggande index, fonden uppvisar alltså positiv avkastning om det underliggande indexet faller och, som en följd, negativ avkastning i de fall indexet har en positiv utveckling. Hävstång och negativ exponering kan exempelvis fås genom att investera i derivat. På den svenska marknaden har två av de största ETF:erna hävstång, varav den ena dessutom har negativ exponering.

¹ Risken att motparten i en affär inte kan fullgöra sina förpliktelser.



Smart beta, faktorfonder och hållbarhetsfonder

Det finns även andra indexfonder än de som investerar efter hur stor andel ett företag utgör i ett visst index. Kritiker till kapitalviktade index påpekar att metodiken tenderar att medföra att man köper mest av de aktier som är högst värderade. Det medför att man riskerar att köpa in sig i bubblor såsom finansbubblan på 1980-talet eller IT-bubblan under 1990-talet då exempelvis Ericssonaktien som mest utgjorde uppemot 40 procent av Stockholmsbörsens totala värde. Därför har det utvecklats index utifrån andra kriterier än just marknadsvärde. Exempelvis kan företag väljas utifrån hur stor direktavkastning (utdelning) bolagen har, eller utifrån kassaflödesanalyser. Dessa kallas ibland faktorfonder eller smart beta. Det är ju i sig ett aktivt val att besluta om en modell, men förvaltningen kan, efter att selekteringen är gjord, skötas relativt maskinellt. Ju mer komplicerad modell och ju oftare den behöver justeras, desto mer närmar sig förvaltningen aktiv förvaltning.

Det finns även fonder som följer index vars sammansättning bestäms utifrån särskilda kriterier såsom hållbarhet och samhällsansvar. Dessa fonder följer i och för sig index, men kan samtidigt indirekt påverka genom att vara med i samhällsdebatten om vilka kriterier som är lämpliga. Alternativt utgår fonder från ett marknadsviktat index, men screenar sedan själva bort företag som inte anses lämpliga ur ett hållbarhetsperspektiv.

Det kan diskuteras om indexfonder verkligen är passiva. Indexförvaltning är visserligen passiv såtillvida att inga analyser eller ställningstaganden görs angående olika tillgångars potentiella värdeutveckling. Däremot har det ovan redogjorts för att även indexfonder har en förvaltning som präglas av "aktivitet". Det gäller dels val av metod för att efterlikna jämförelseindexet, dels det löpande arbetet för att underhålla/efterleva denna. Det kan också argumenteras för att valet av ett specifikt referensindex i sig är ett aktivt beslut fattat av fondens förvaltare.

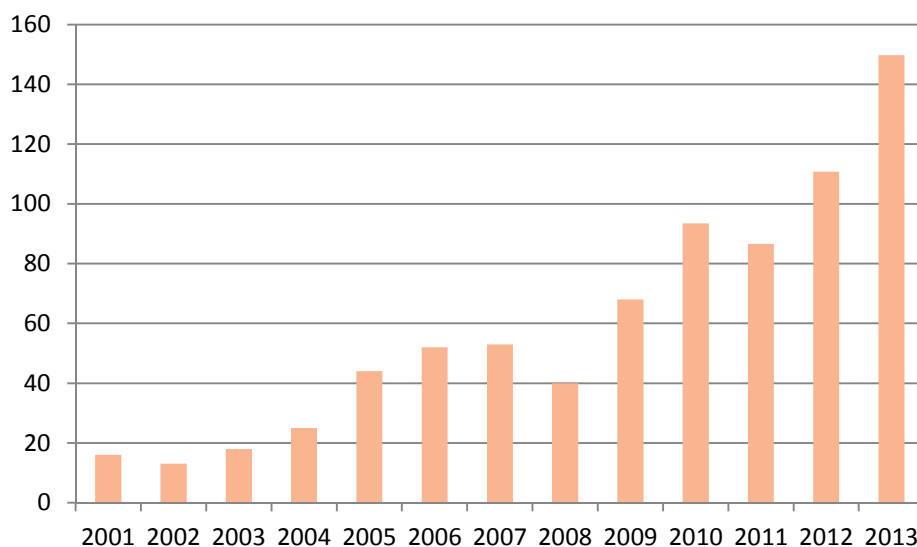
Sparandets utveckling

Den svenska fondmarknaden domineras av aktivt förvaltade fonder.

Av det totala antalet fonder, ca 2 500, som finns tillgängliga för privatpersoner på den svenska fondmarknaden är cirka 120 indexfonder². Den absoluta majoriteten är aktiefonder och de flesta placeras i Sverige (23), branscher (22) Europa (18), USA (12) och globalt (10) medan placeringar på tillväxtmarknader är mer ovanliga.

Sett till förmögenheten är andelen indexfonder något högre än sett till antalet, men fortfarande dominerar de aktivt förvaltade fonderna. Av det samlade kapitalet i aktiefonder utgör de aktivt förvaltade fondernas andel cirka 89 procent, medan indexfonderna följaktligen står för en andel på 11 procent. Indexfonder har ökat konstant under de senaste åren, från cirka 15 mdkr för tio år sedan till dagens 150 mdkr.

Fondförmögenheten i aktieindexfonder i Sverige, mdkr

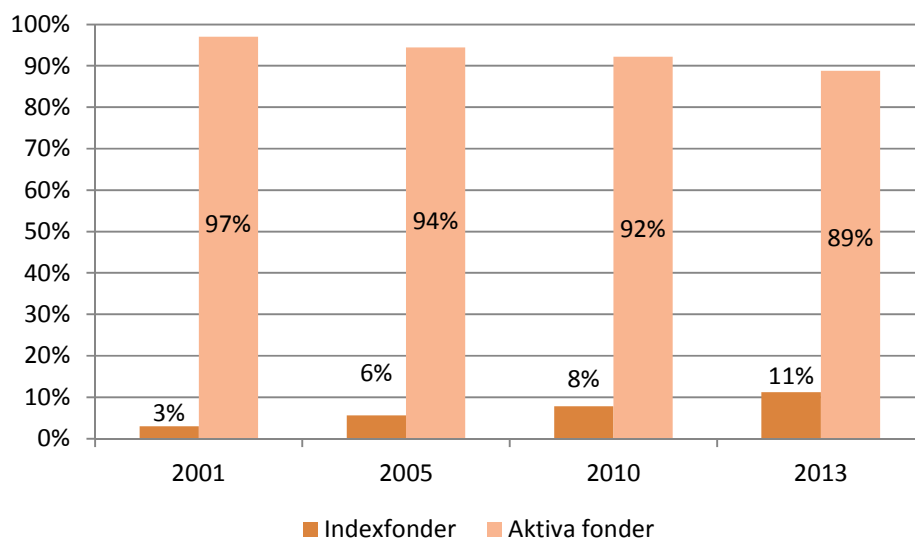


Källa: MoneyMate, Fondbolagens förening

I relation till den totala fondförmögenheten för aktiefonder har andelen indexfonder ökat från 4 till 11 procent. Största delen av indexfonderna utgörs av Sverigefonder och ser man till andelen indexfonder av samtliga Sverigefonder utgör dessa cirka 18 procent av fondförmögenheten.

² Källa: Morningstar. Fonder som säljs aktivt till småsparare, en andelsklass per fond.

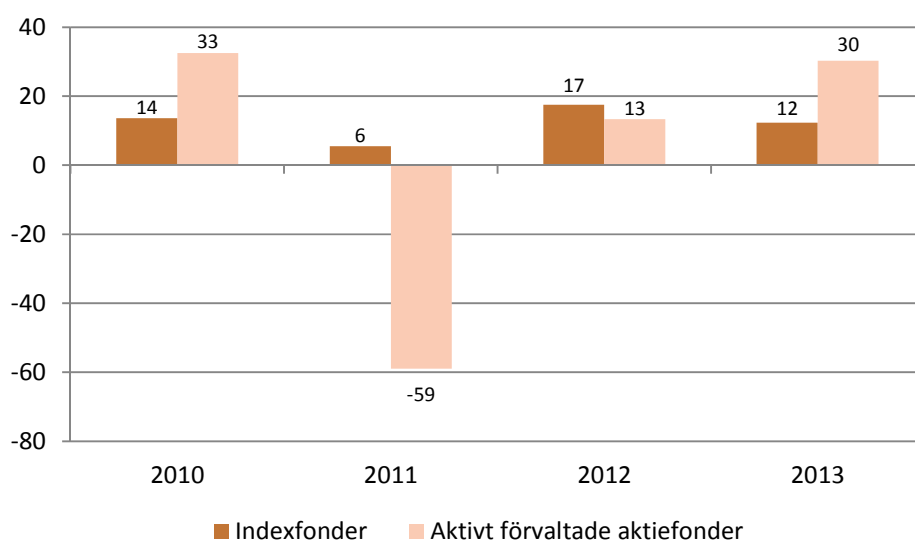
Aktiefonder: Andelen indexfonder respektive aktivt förvaltade fonder i Sverige



Källa: MoneyMate, Fondbolagens förening

Det ökande intresset för indexfonder märks särskilt tydligt om man ser till nettosparandet (insättningar minus uttag) i aktiefonder under de senaste åren. Sedan 2010 har aktivt förvaltade fonder uppvisat ett nettoinflöde på 17 mdkr, medan passivt förvaltade fonder haft nettoinsättningar på hela 49 miljarder kronor.

Nettosparandet i aktiefonder i Sverige, 2010-2013 uppdelat på aktivt förvaltade fonder och indexfonder, mdkr





Källa: Fondbolagens förening

***Aktiv förvaltning och indexförvaltning
– i ett viktigt samspel för en effektiv marknad***

Forskning, exempelvis Cremers m.fl. (2013), visar att marknader som erbjuder kostnadseffektiv indexförvaltning har en bättre funktionalitet än marknader som saknar konkurrens från sådana alternativ. Förekomsten av indexförvaltning bidrar till en ökad marknadseffektivitet. Det är dels en följd av den prispress som uppstår, dels en följd av att aktiva förvaltare, för att nå konkurrenskraftig avkastning, måste våga göra avvikelser från index.

Samtidigt är det så att indexförvaltning, för att fungera optimalt, förutsätter att också aktiv förvaltning förekommer på marknaden. Om all förvaltning skulle ske utifrån index riskerar dynamiken i marknaden och därmed i indexen att försämrans. En trögrörlighet skulle automatiskt uppstå om samtliga investeringar endast sökte sig till tillgångar som redan utgör vikt i index, utan att vara grundade i aktiva placeringsbeslut. Marknadens prissättningsfunktion skulle bli nedsatt och tillgången på riskvilligt kapital för små och nystartade företag skulle begränsas dramatiskt.

Aktiv förvaltning är alltså betjänt av konkurrens från indexförvaltning för att fungera optimalt, samtidigt som indexförvaltning förutsätter att en viss del av kapitalet på marknaden förvaltas aktivt.

Förhållandet mellan aktiv förvaltning och indexförvaltning kan också beskrivas som en växelverkan mellan två av varandra beroende motpoler. Domineras marknaden av aktiv förvaltning är konkurrensen hög och prissättningen effektiv. Det är då svårt för den enskilde förvaltaren att hitta undervärderade tillgångar som slår marknadens genomsnitt, varför kostnadseffektiv indexförvaltning växer i popularitet. I takt med att andelen indexförvaltning växer och blir större öppnas åter möjligheter för aktiva förvaltare att upptäcka felprissättningar på marknaden, exempelvis bubblor. Fler aktiva förvaltare kan då förväntas lyckas bättre än genomsnittet och aktiv förvaltning ökar, varefter det återigen blir svårare att slå indexförvaltning. Och så vidare.



Viktiga begrepp

Alfa och beta

Beta är ett mått på marknadsutvecklingen, index.

Alfa mäter å andra sidan avvikelsen från den genomsnittliga marknadsutvecklingen. Alfa beskriver den extra risk och extra avkastning som uppnås genom att det i förvaltningen görs avsteg från index.

Tracking error (aktiv risk)

Tracking error, eller aktiv risk, visar variationen i förvaltningsresultatets avvikelse mot sitt jämförelseindex. För fonder beräknas den aktiva risken som standardavvikelsen hos skillnaden mellan fondens och jämförelseindexets avkastning. Ju lägre aktiv risk fonden uppvisar desto bättre följsamhet har denna haft gentemot indexet. Ju högre aktiv risk desto mer har fondens avvikelser gentemot index varierat. Redovisas i procent.

Active share

Active share är ett mått som kan sägas mäta graden av aktivitet hos en fondförvaltare. Mättet varierar från noll till 100 och anger i procent hur stor andel av fondens innehav som avviker från dess jämförelseindex. Noll procent active share innebär att fonden har exakt samma innehav och samma fördelning av innehaven som jämförelseindexet. 100 procent active share innebär att inga av fondens innehav finns representerade i indexet.

I forskningen delas de fonder som inte uttryckligen är indexfonder upp i två grupper. Den första gruppen (<60% active share) benämns "closet index-fonder" och den andra gruppen (>60%) benämns "truly active".

En invändning mot den gräns som sätts för epitetet "truly active" är att fonder som investerar på små marknader, dominerade av ett flertal stora bolag (såsom i Sverige), i kombination med riskspridningskravet (se s.13) i lagen om värdepappersfonder, har mycket svårt att uppfylla kriterierna även om förvaltningen uteslutande grundar sig i aktiva placeringsbeslut.

Informationskvot

Informationskvoten är ett riskjusterat avkastningsmått som visar den aktiva avkastningen (överavkastningen gentemot jämförelseindexet) i förhållande till den aktiva risken. Med det menas hur stor den aktiva avkastningen är med hänsyn tagen till den risk med vilken denna avkastning uppnåtts. Informationskvoten beräknas genom att den aktiva avkastningen divideras med den aktiva risken.



Effektiva marknadshypotesen

Den effektiva marknadshypotesen (EMH) kan sägas utgöra den teoretiska grundstenen för indexförvaltning. Teorin säger att all tillgänglig information redan finns avspeglad i det aktuella priset på ett värdepapper. Enligt EMH finns det inga värdepapper som är över- respektive undervärderade. Teorin framhåller därmed att det inte är möjligt att förutspå tillgångars värdeutveckling. Utan överavkastning i förhållande till index beror i stället antingen på ett större risktagande eller på tur. Innebörden av detta är att det inte går att slå marknaden på riskjusterad basis eftersom några felprissättningar inte existerar.

Teorin om effektiva marknader har dock utstått viss kritik, främst till följd av att forskningen kunnat ta fram empiriska bevis på att så kallade anomalier förekommer. Ett exempel på en sådan är den så kallade januarieffekten, att aktiemarknaderna tenderar att ge högre avkastning i januari jämfört med andra månader. På en effektiv marknad ska inte en sådan "felprissättning" kunna existera. Även veckodags- och småbolagseffekten är exempel på sådana anomalier.

Några index på den svenska aktiemarknaden

OMXS30	Visar utvecklingen för de 30 största (omsättning) företagen.
MSCI Sweden	Visar utvecklingen för de ca 30 största (omsättning) företagen.
OMXSB	Visar utvecklingen för de 80-100 största (omsättning) företagen.
SIXRX	Visar utvecklingen för alla företag på Stockholmsbörsen, ca 250 bolag.
SIXPRX	Visar utvecklingen för alla företag på Stockholmsbörsen, ca 250 bolag, dock får inget bolag utgöra mer än 10 procent av indexets totala värde.

Avkastning och avgifter

När avkastning redovisas för fonder, är alltid alla avgifter och kostnader frändragna (förutom eventuella insättnings- och uttagsavgifter).



Motiv för att välja indexförvaltning

Det argument som oftast förs fram för indexförvaltning är priset. Eftersom en betydande del av arbetet för förvaltaren försvinner, nämligen analys av företag, kostar indexfonder i genomsnitt väsentligt mindre än aktivt förvaltade fonder.

Förvaltningsavgift för aktiefonder som placerar i Sverige, %

	Medel	Lägst	Högst
Aktivt förvaltade fonder	1,28	0,20	1,75
Indexfonder	0,44	0,00	0,70

Källor: AMF och Morningstar

Den lägre förvaltningsavgiften gäller dock i genomsnitt, det finns exempel på aktivt förvaltade fonder som är billigare än vissa indexfonder.

Ett annat argument som också förs fram till indexfonders fördel är att det på lång sikt skulle vara omöjligt att slå marknaden (index). Enligt den effektiva marknadshypotesen (EMH) finns nämligen all information redan i priset på alla tillgångar, varför det inte borde löna sig att försöka förutsäga vilka som bör köpas. EMH verkar dock inte hålla till hundra procent. Det finns exempel på aktiva förvaltare som lyckats överträffa index även över långa perioder. Argumentet för indexfonder blir då i stället att det är nästintill omöjligt att i förväg veta vilka aktivt förvaltade fonder som kommer att avkasta bättre än index.

Ytterligare ett argument för indexförvaltning skulle kunna vara att "du vet vad du får". Även om man aldrig i förväg vet vad index kommer att ge, är det i princip säkert att fonden avkastar som index minus avgiften. Man riskerar alltså inte att välja den sämsta fonden på marknaden, men man har å andra sidan inte heller chansen att välja den bästa fonden.



Motiv för att välja aktiv förvaltning

Det finns fonder som går bättre än marknaden i stort och det finns fonder som går sämre. En indexfond avkastar precis som marknadens avkastning minus fondens avgift, så de som vill ha chans till en högre avkastning än genomsnittet måste som en följd av detta välja en aktivt förvaltd fond.

Även när det gäller risknivån är flexibiliteten större vid val av aktivt förvaltda fonder. Aktivt förvaltda fonder kan på ett helt annat sätt än indexfonder välja att avvika från marknadens genomsnittliga risknivå.

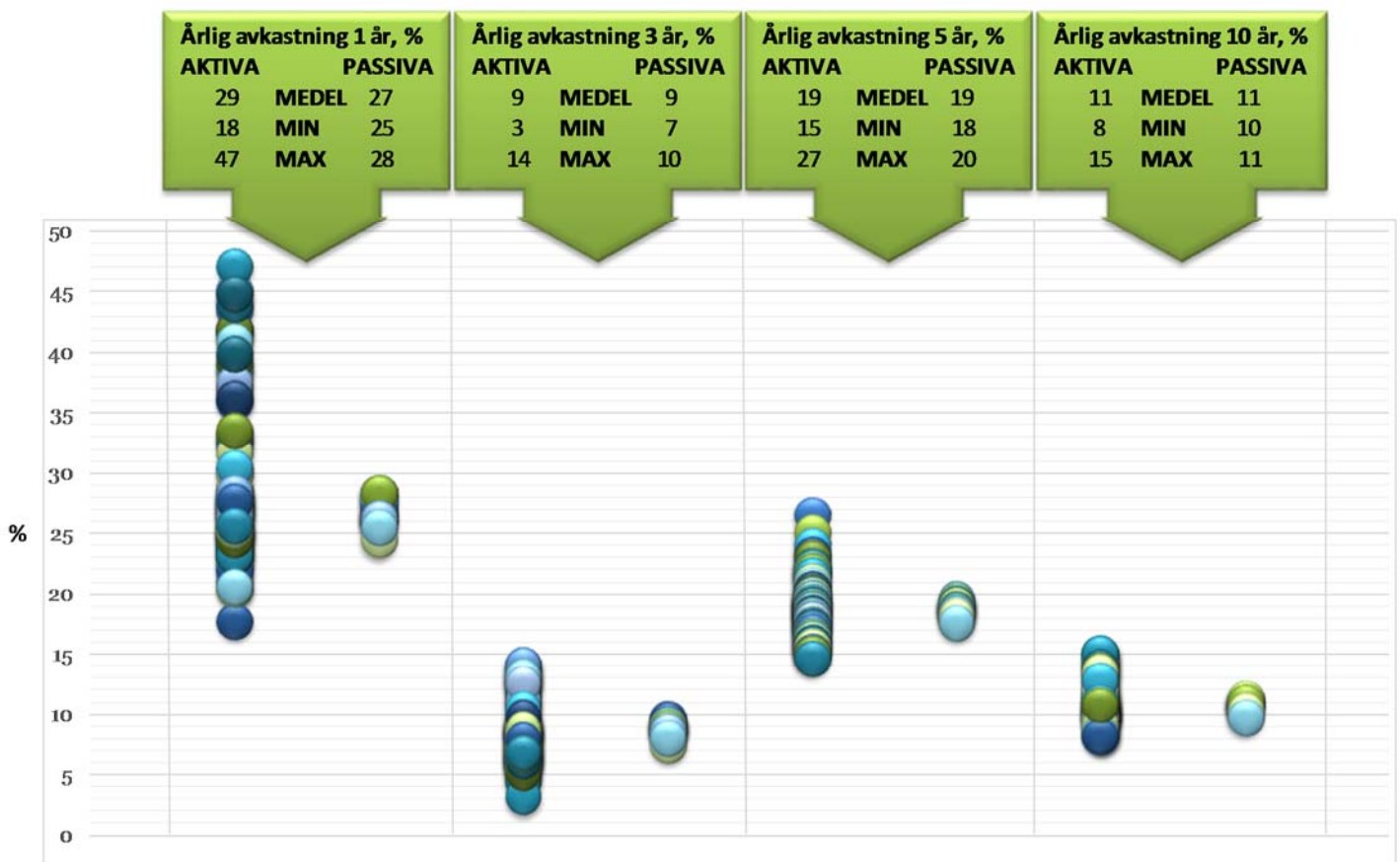
Olika marknader präglas av olika grader av effektivitet. Ju mindre effektiv en marknad är, desto större är skälet att välja en aktivt förvaltd fond. Förutsättningar för att en marknad ska vara effektiv är att informationen finns tillgänglig för alla aktörer och att företagen är välanalyserade. Det bör även finnas stabila spelregler på marknaden. Exempel på sådana är borsregler med tillhörande övervakning, skydd för individuellt ägande, fungerande rättsväsende samt låg korruption. Generellt kan man säga att den amerikanska aktiemarknaden är den mest effektiva följd av andra mogna marknader såsom de västeuropeiska. Tillväxtmarknader präglas av en lägre effektivitetsgrad. Detta illustreras väl genom att indexfonder är betydligt vanligare på den amerikanska marknaden än på de europeiska och mycket ovanliga på tillväxtmarknader.

Fördelar respektive nackdelar med aktiv förvaltning och indexförvaltning

	Aktiv förvaltning	Indexförvaltning
Fördelar	Möjlighet att överträffa index Väljer innehav baserat på analys Möjlighet att anpassa risknivån	Lägre avgifter Ger avkastning i nivå med marknadsgenomsnittet (index) Kräver mindre analys
Nackdelar	Risk för underavkastning mot index Högre avgifter Kräver mer analys	Kan ej överträffa index Köper/säljer oberoende av framtidsutsikter Risknivån ej påverkbar (som index)

Nedan görs ett försök att utifrån spridningen i avkastning visa på fördelarna respektive nackdelarna med aktiv förvaltning och indexförvaltning. Den första kolumnens cirklar visar 1 års avkastning för alla aktivt förvaltade Sverigefonder, en cirkel per fond. Nästa kolumn visar 1 års avkastning för alla indexfonder som placerar i Sverige, en cirkel per fond. Därefter visas på motsvarande sätt utvecklingen för perioderna 3 år, 5 år och 10 år.

Årlig avkastning för enskilda aktiva respektive passiva (indexfonder) Sverigefonder för olika placeringshorisonter, % per år



Källa: Morningsstar. Sverigefonder med minst fem års historik som säljs aktivt till småsparare, en andelsklass/fond, t o m 131112

Diagrammet illustrerar tydligt att spridningen i avkastning mellan aktivt förvaltade fonder med samma placeringsinriktning är stor. Exempelvis var avkastningen 47 procent för den bästa och 18 procent för den sämsta fonden på ett års sikt. Samtliga indexfonder hamnar mellan dessa ytterligheter och skillnaden mellan den bästa (28 %) och den sämsta (25 %) är mycket liten³.

³ Liknande resultat framkom även vid motsvarande analys av bredare marknader.



En fördel med att välja aktivt förvaltade fonder är alltså att spararen har chansen att välja en av de bästa fonderna medan fördelen med indexfonder är att spararen inte riskerar att välja någon av de sämsta fonderna.

Olika förvaltningsformer och risk

Investeringar i fonder är alltid förenade med någon form av risk. Detta är inte av ondo, utan tvärtom är risktagande en förutsättning för att kunna erhålla avkastning över en viss nivå.

Indexfonders utveckling är visserligen förutsägbar såtillvida att denna överensstämmer med marknadens genomsnittliga utveckling. Men det är viktigt att komma ihåg att även risken i dessa placeringar är densamma som för marknaden i genomsnitt.

Tittar vi exempelvis på den genomsnittliga risken hos indexfonder som placerar i Sverige är denna, mätt som standardavvikelsen (utifrån de senaste 3 åren), 15,0, vilket överensstämmer väl med den genomsnittliga risken för samtliga Sverigefonder (såväl aktivt- som passivt förvaltade) på 15,7. Skillnaden i genomsnittlig risk hos samtliga fonder jämfört med risken hos indexfonderna är alltså mycket liten.

Risken (standardavvikelse, 3 år) för aktiefonder som placerar i Sverige, %

	<i>Snitt</i>	<i>Lägst</i>	<i>Högst</i>
<i>Indexfonder</i>	15,0	14,1	16,9
<i>Samtliga fonder</i>	15,7	11,1	20,6

Källa: Morningstar ("fundsök") oktober 2013

Spannet mellan fonderna vad gäller risken är betydligt större för de aktiva fonderna än för indexfonderna. En sparare som vill ha en annan risk än marknadens (index) i sin Sverigefond har alltså större valmöjligheter vid val av aktiva fonder.

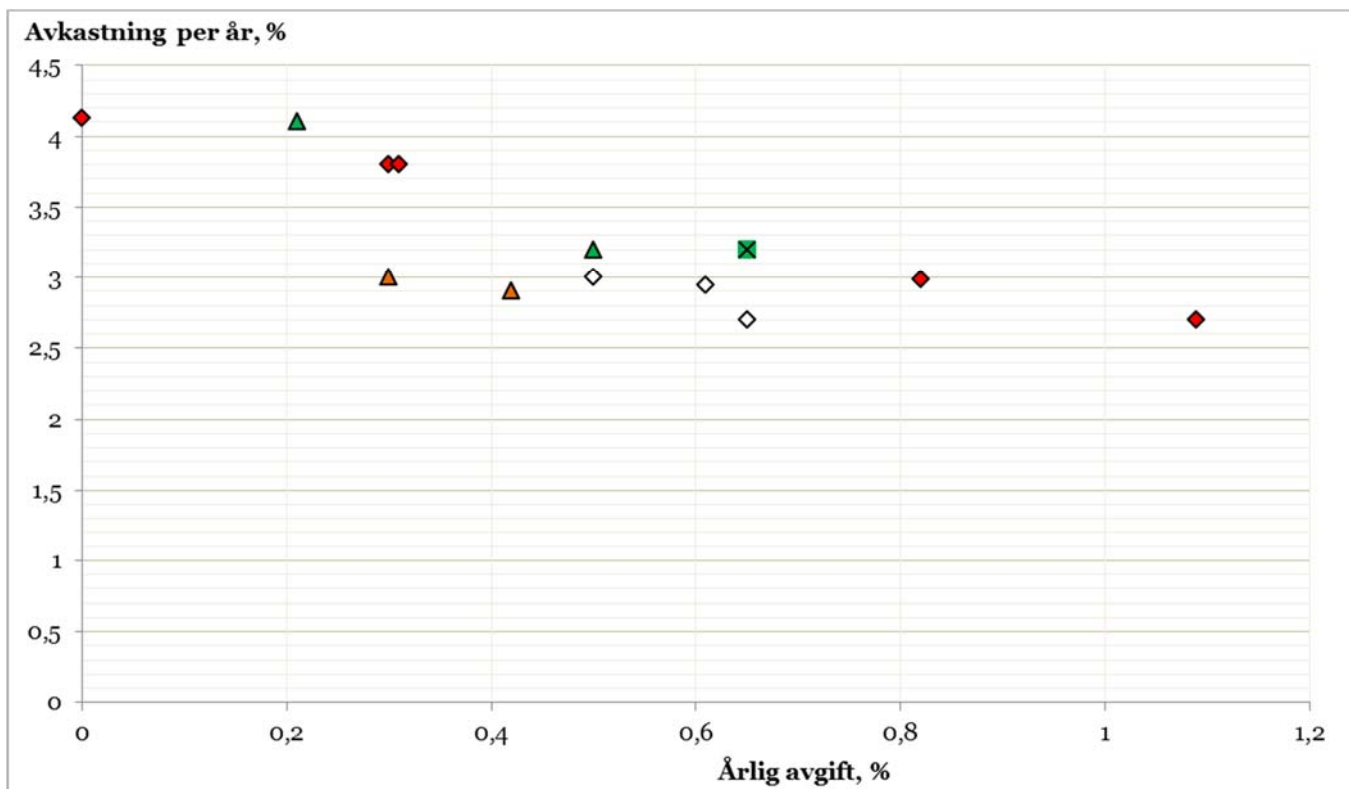
Även när det gäller kravet på riskspridning för fonder finns en skillnad mellan indexfonder och övriga fonder. För värdepappersfonder (UCITS) finns en begränsning i lagen som innebär att ett enskilt innehav maximalt får utgöra 10 procent av fonden. För indexfonder medges dock undantag, de kan i särskilda fall investera upp till 35 procent i enskilda innehav.

Att tänka på vid val av en indexfond

Om en sparare bestämt sig för en viss typ av fond, exempelvis en Sverigefond, och dessutom bestämt sig för en indexfond, vad bör då denne titta på? Ska spararen välja den billigaste fonden, eller den fond som avkastat bäst? Eller är det rentav samma sak?

För att försöka svara på detta har ett antal indexfonder med samma placeringsinriktning (Sverigefonder) jämförts utifrån avgifter och avkastning. Varje symbol i nedanstående diagram utgörs av en specifik indexfond.

Avkastning och avgifter för indexfonder som placerar i Sverige, %



Källor: Urval: Morningstar indexfonder som investerar i Sverige med 5 års historik, Årlig genomsnittlig avkastning 2008-2012: Fondernas årsredovisningar.

Av diagrammet framgår ett tydligt negativt samband mellan fondernas avgifter och avkastning, ju högre avgift desto lägre avkastning i genomsnitt.

En slutsats utifrån detta är att, man som sparare när man väljer indexfond ska ta hänsyn till avgiften. Skillnader i avgift påverkar resultatet i större utsträckning än vid aktiv förvaltning. Men det är också viktigt att undersöka vilket index fonden följer. Trots att samtliga fonder ovan är Sverigefonder, kan de följa helt olika index.



Figurerna i diagrammet symboliserar vilket index de följer, exempelvis investerar fonderna som symboliseras av röda kvadrater endast i de 30 största bolagen, medan fonderna som symboliseras av vita kvadrater investerar i samtliga bolag på Stockholmsbörsen. En indexfond som placerar i Sverige kan alltså investera i alltifrån 30 till 250 aktier beroende på vilket index som följs.

I och med att målsättningen med indexförvaltning är att uppnå samma avkastning (vare sig lägre eller högre) som indexet man följer, utvärderas dessa placeringar främst utifrån det man kallar aktiv risk eller "tracking error". Tekniskt beräknas den aktiva risken som standardavvikelsen hos skillnaden mellan fondens och jämförelseindexets avkastning. Ju lägre aktiv risk fonden uppvisar desto bättre följsamhet har denna haft gentemot indexet.

Att tänka på vid val av aktivt förvaltnad fond

Vid aktiv förvaltning avviker man medvetet från index. Det kan vara i syfte att minska risken (svängningarna i värdet), men oftast är syftet att uppnå bättre avkastning än marknaden i genomsnitt. Som sparare bör man därför ställa sig frågan om huruvida fonden har möjlighet att klara av det.

I första hand kan man som sparare undersöka fondernas tidigare värdeutveckling. Även om historisk avkastning inte är någon garanti för framtida förvaltningsresultat, så ger den viktig information om hur fonderna har lyckats hittills och är en indikation på hur väl förvaltningen sköts. Även fondernas avgifter och risknivå är viktiga parametrar att ta hänsyn till.

Tidigare har vi visat att spridningen, såväl vad gäller avkastning som risk och avgifter, är större mellan aktivt förvaltnade fonder än mellan indexfonder. Med anledning av detta kan det vid val av aktivt förvaltnade fonder vara intressant att göra en lite grundligare utvärdering. Exempelvis kan man titta närmare på vilken placeringsstrategi fonderna har och på vilket sätt de avviker från index.

För den initierade spararen finns det en rad olika nyckeltal tillhands för att undersöka fondernas aktivitetsgrad, såsom aktiv risk (tracking error) och active share. Dessutom finns det mått som beskriver om fondernas aktiva placeringsbeslut varit lyckosamma eller ej. Exempel på sådana utvärderingsmått är aktiv avkastning (alfa/Jensens alfa) och informationskvot.



Vad säger forskningen?

Argumenten för indexförvaltning bygger till stor del på forskning som visar att aktiva förvaltare, i genomsnitt och på lång sikt, inte kan prestera bättre än marknaden (index).

Exempel är Sharpe (1966), Jensen (1967) och Malkiel (1995). Wermers (2000), som undersökt fonder under perioden 1975-1994, kommer visserligen fram till att aktiva fonder i genomsnitt kunde välja ut aktier som slog marknaden. Dock gav fonderna ändå i genomsnitt inte bättre avkastning än index, vilket förklaras av fondernas avgifter samt det faktum att likviditet måste hållas i fonden för att möta spararnas insättningar/uttag.

Majoriteten av forskningen är gjord på den amerikanska aktiemarknaden, men några få studier gjorda på europeiska marknader finns. Otten & Bams (2002) har exempelvis undersökt 506 fonder på fem europeiska marknader 1991-1998. I motsats till de amerikanska studierna kommer Otten & Bams fram till att aktivt förvaltade fonder, i synnerhet småbolagsfonder, genererar överavkastning (positiv alfa efter avgifter). I en uppföljning kommer dock Otten & Thevissen (2011) fram till att för perioden 1992-2006 har inte fonderna lyckats bättre än marknaden. En förklaring de för fram är att fondmarknaden, som andel av aktiemarknaden, blivit större sedan första studien vilket gör det svårare för aktiva förvaltare att skapa meravkastning. Samtidigt slår man fast att aktivt förvaltade fonder i genomsnitt avkastat bättre än indexfonder under perioden.

Under senare år har forskningen utvecklats. Från att enbart ha sett på de aktivt förvaltade fonderna som en homogen grupp, vars genomsnitt jämförs med marknadsindex, har utvecklingen gått mot att särskilja dessa och undersöka vilka faktorer som påverkar de olika aktiva fondernas avkastning.

Cremers m.fl. (2013) delar exempelvis upp de aktivt förvaltade fonderna utifrån graden av aktivitet (active share) hos dessa. De finner i sin forskning att fonder med hög active share, i genomsnitt, konsekvent ger en högre avkastning än aktivt förvaltade fonder vars placeringar i mindre utsträckning avviker ifrån index. Studien visar alltså att hög en active share kan indikera bättre förvaltningsresultat och en större möjlighet till överavkastning i förhållande till index. Av denna studie att döma kan en förklaring till att aktivt förvaltade fonder, i genomsnitt, har svårt att överträffa sina jämförelseindex vara att för många av dessa inte är tillräckligt aktiva.

Även avseende den svenska aktiemarknaden finns några studier som undersöker om aktiva fonder kan skapa meravkastning. Dahlquist m.fl. (2000) undersökte 210 fonder under perioden 1993-1997 och kommer fram till att aktiefonder generellt varken över- eller underpresterade medan räntefonder underpresterade. De undersökte även vilka faktorer som påverkar fondernas avkastning positivt och kommer fram till att dessa är avgifter (låga avgifter är bättre), storlek på fonden (små fonder är bättre) samt omsättningshastighet (hög omsättning är bättre). Engström (2004), som undersökt 112 svenska fonder under perioden 1996-2000,



visar också på ett positivt samband mellan avkastning och portföljsättning. Engström visar dessutom, i motsats till Dahlquist, att fonderna i genomsnitt genererar positiv alfa, det vill säga överträffar marknadens genomsnittliga avkastning.

Nobelpriset 2013: Indexförvaltning och aktiv förvaltning

Sveriges Riksbanks pris i ekonomisk vetenskap till Alfred Nobels Minne 2013 tilldelades Eugene F. Fama, Robert J. Shiller och Lars Peter Hansen. I synnerhet Famas och Shillers forskning har haft stor inverkan på diskussionen om aktiv förvaltning och indexförvaltning. De visar bland annat att det är omöjligt att veta om aktiekurserna kommer att gå upp eller ner imorgon eller i nästa vecka, medan det finns större chans att förutspå hur det kommer att gå på längre sikt.

Fama – ger stöd åt indexförvaltning

Fama är upphovsman till den effektiva marknadshypotesen. Hypotesen säger att aktiemarknaden reagerar på all information så snabbt att det därför inte är möjligt för en förvaltare att välja aktier som är bättre än genomsnittet.

Shiller – öppnar upp för aktiv förvaltning

Shillers forskning motsäger inte Famas teori om att aktiemarknaden är effektiv på kort sikt, men visar att det på längre sikt finns möjligheter för en aktiv förvaltare att utnyttja överreaktioner på aktiemarknaden. Begreppet "Irrational exuberance" används idag för att beskriva när aktiekurserna avviker från vad som anses vara en rimlig nivå. Avvikelsen kan gälla såväl övervärdering (bubblor) som undervärdering (depression).



Både aktiv förvaltning och indexförvaltning behövs

I denna fondspecial har aktiv förvaltning respektive indexförvaltning främst beskrivits och analyserats utifrån skillnaderna hos de olika förvaltningsmodellerna. Som sparare är det emellertid viktigt att tänka på att det finns fördelar med båda förvaltningssätten och att det inte nödvändigtvis är en fråga om antingen eller.

Vi har ovan redogjort för att de olika förvaltningsmodellerna, i viss mån, rent av är beroende av varandra för att fungera på ett optimalt sätt. Inte bara i stort, utan även för den enskilde spararen kan aktivt förvaltade fonder och indexfonder komplettera varandra mycket väl i en portfölj.

Exempelvis kan man som sparare välja aktivt förvaltade fonder för vissa marknader (regioner) och indexfonder för andra. Det är självklart också möjligt kombinera aktivt förvaltade fonder och indexfonder inom samma marknader. Till exempel skulle man kunna använda indexfonder som bas i sina investeringar och därutöver låta aktivt förvaltade fonder utgöra ett komplement i syfte att antingen ge lite högre avkastning, eller i syfte att balansera risken.

Det är också viktigt att förstå att det eventuella valet mellan aktiva fonder och indexfonder kommer mycket sent i beslutsprocessen vid ett val av fond. Långt viktigare är att dessförinnan göra valet av placeringsinriktning, alltså vilken/vilka övergripande fondtyper som passar spararen utifrån dennes mål, spartid och riskbenägenhet.



Källförteckning

AMF Fonder AB (2013). Rapport: "Avgifterna på fondmarknaden 2012".

http://www.amf.se/Documents/PDF/Rapporter/Avgifter_fondmarknaden_2012.pdf

Cremers, Martijn, Miguel Ferreira, Pedro Matos, Laura Starks (2013 Sept.). "The Mutual Fund Industry Worldwide: Explicit and Closet Indexing, Fees, and Performance". http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1830207

Dahlquist, Magnus, Stefan Engström & Paul Söderlind (2000). "Performance and Characteristics of Swedish Mutual Funds". Journal of Financial and Quantitative Analysis vol. 35 No. 3 September, 409-423.

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

Jensen, Michael C. (1967). "The Performance Of Mutual Funds". Journal of Finance, Vol. 23, No. 2, 389-446.

Malkiel, Burton G. (1995). "Returns from investing in equity mutual funds 1971-1991". Journal of Finance, Vol. 50. 549-572.

Otten, Dennis & Roger Bams (2002). "European Mutual Fund Performance". European Financial Management, Vol 8, No. 1, 75-101.


Otten, Dennis & Kilian Thevissen (2011). "Does Industry Size Matter? Revisiting European Mutual Fund Performance". <http://ssrn.com/abstract=1741197>

Sharpe, William F., (1966). "Mutual Fund Performance", Journal of Business, 39, No. 1, (Jan.), 119-138.

Wermers, Russ (2000). "Mutual Fund Performance: An Empirical Decomposition into Stock-Picking Talent, Style, Transactions Costs, and Expenses". Journal of Finance, 55, 1655-1703.

Lag (2004:46) om värdepappersfonder 5 kap. 6-7§§

Fondstatistik: www.morningstar.se samt www.fondbolagen.se



Den här rapporten är en del i en serie fördjupningar om fonder och fondsparande.

Fler Fondspecial finns på:

fondbolagen.se/Studier/Fondspecial/

För mer information kontakta:

Fredrik Pettersson, chefsanalytiker, Fondbolagens förening
fredrik.pettersson@fondbolagen.se
08-506 988 03

Fredrik Hård af Segerstad, ekonom, Fondbolagens förening
fredrik.hard@fondbolagen.se
08-506 988 08



Fondbolagens förening

SWEDISH INVESTMENT FUND ASSOCIATION