

# **Skillnader i avkastningen mellan en indexfond och aktivt förvaltade fonder åren 2000–2014**

Marknadsutvecklingen av aktiefonder som placerar sina medel  
på Helsingforsbörsen

Oscar von Bonsdorff

EXAMENSARBETE	
Arcada	
Utbildningsprogram:	Företagsekonomi, Financial Management
Identifikationsnummer:	4989
Författare:	Oscar von Bonsdorff
Arbetets namn:	Skillnader i avkastningen mellan en indexfond och aktivt förvaltade fonder åren 2000–2014
Handledare (Arcada):	Maj-Britt Granström
Uppdragsgivare:	
<p>Sammandrag:</p> <p>Forskningen undersöker hur en indexfond klarat sig under åren 2000–2014 i förhållande till sju aktivt förvaltade fonder på den finska aktiemarknaden. Forskningen är främst riktad till investerare som inte vet ifall de fördelaktiga indexfonderna är jämförbara med de betydligt dyrare aktivt förvaltade fonderna. I teoridelen behandlas de grundläggande elementen för fonder så som fondernas stadgar, hur vinsterna som uppkommer beskattas samt vilka kostnader som uppstår då man investerar i fonder. Teoridelen tar även upp vilka olika typer av fonder det finns på marknaden och vilka tillgångsslag dessa placerar sina medel i. Därefter förklaras indexfondernas grunder, hur de skiljer sig från aktivt förvaltade fonder samt vilka för- och nackdelar de har gentemot aktivt förvaltade fonder. En beskrivning av den effektiva marknadshypotesen och dess tre dimensioner förklaras och i kapitlet behandlas även kritik av hypotesen. Volatilitet och sharpe-talet, som är viktiga element i den empiriska delen, får också en teoretisk förklaring. Det avslutande kapitlet i teoridelen behandlar marknadsutvecklingen för undersökningsperioden där IT-bubblan, finanskrisen 2007–2008 samt börsfallet 2011 går igenom då dessa i stor grad påverkat de inkluderade fondernas utveckling. I den empiriska delen granskas utvecklingen av fondernas avkastning samt hur deras volatilitet och sharpe-tal påverkats under granskningsperioden. I den empiriska delen ligger fokus på att förklara hur eventuella skillnader mellan indexfonden och de aktivt förvaltade fonderna uppstått. Resultatet från undersökningen bör inte användas som en investeringsrekommendation men kan vara ett hjälpmedel i jämförandet av olika marknadsinstrument.</p>	
Nyckelord:	Aktiefond, indexfond, avkastning, kostnader, marknadsutveckling, volatilitet, sharpe-talet, den effektiva marknadshypotesen
Sidantal:	52
Språk:	Svenska
Datum för godkännande:	

DEGREE THESIS	
Arcada	
Degree Programme:	Business Administration, Financial Management
Identification number:	4989
Author:	Oscar von Bonsdorff
Title:	A comparison in yield between an index fund and actively managed mutual funds between 2000 and 2014
Supervisor (Arcada):	Maj-Britt Granström
Commissioned by:	
<p><b>Abstract:</b></p> <p>This research is a comparison of how an index fund has managed against seven actively managed mutual funds on the Finnish stock market between 2000 and 2014. The research is mainly directed to investors who are interested in how the cheap index fund has managed against the funds with active management, which have considerably higher fees. The theoretical part describes the basic elements of funds like their regulations, the taxation for possible profits and what kind of costs that occur when investing in mutual funds. The theory part also covers the different types of mutual funds that are available on the market and in which asset classes they invest in. Thereafter, the index funds are explained, how they differ from the actively managed funds and what the pros and cons are between the two different types of funds. An explanation of the efficient market theory is included with its three dimensions and followed up by criticism against the theory. Volatility and the sharpe ratio are explained as they play major parts in the research. The last chapter of the theory part covers the market development during the research years, with the dot-com bubble, the financial crisis of 2007–2008 and the Eurozone crisis of 2011 in focus. The empirical part compares how the index fund actually has managed against the other funds in yield, volatility and sharpe ratio parameters. The focus is set to explain the background to why the possible differences have occurred. The research is not meant to be used as an investment recommendation but as a tool to compare different types of financial instruments.</p>	
Keywords:	Mutual fund, index fund, yield, costs, market development, volatility, sharpe ratio, efficient market theory
Number of pages:	52
Language:	Swedish
Date of acceptance:	

# INNEHÅLL

<b>Figurer .....</b>	<b>6</b>
<b>1 Inledning.....</b>	<b>7</b>
1.1 Problemområde .....	8
1.2 Syfte .....	9
1.3 Forskningsmetod .....	10
<b>2 Fondernas verksamhet i Finland .....</b>	<b>11</b>
2.1 Fondernas struktur .....	12
2.2 Fondens stadgar.....	13
2.3 Beskattning av fonder.....	14
2.4 Fondernas kostnader .....	14
<b>3 Olika typer av fonder .....</b>	<b>16</b>
3.1 Korta räntefonder.....	16
3.2 Långa räntefonder .....	16
3.3 Aktiefonder .....	17
3.4 Blandfonder .....	17
3.5 Specialplaceringsfonder .....	18
3.5.1 <i>Hedgefonder</i> .....	18
<b>4 Indexfonder .....</b>	<b>19</b>
4.1 Vad är ett index? .....	19
4.2 Innehållet i en aktiebaserad indexfond.....	20
4.3 Indexfondernas fördelar .....	21
4.4 Nackdelar med indexfonder .....	21
4.5 Börshandlade fonder – en annan typ av indexfonder .....	23
<b>5 Den effektiva marknadshypotesen .....</b>	<b>23</b>
5.1 Tre former av effektiva marknader .....	24
5.2 Kritik mot den effektiva marknadshypotesen .....	25
<b>6 Parametrar för jämförandet av fonder .....</b>	<b>26</b>
6.1 Volatilitet .....	26
6.2 Sharpe-talet.....	27
6.3 Aktiv risk .....	28
6.3.1 <i>Passiv aktiv förvaltning</i> .....	28
<b>7 Marknadsutvecklingen 2000–2014.....</b>	<b>29</b>

7.1	IT-bubblan .....	30
7.2	Finanskrisen 2007–2008 .....	31
7.3	Börsfallet 2011 .....	33
7.4	En motsvarande jämförelse från Sverige .....	34
<b>8</b>	<b>Empirisk Analys .....</b>	<b>34</b>
8.1	Suomen Sijoitustutkimus .....	35
8.2	Fondernas avkastning 2000–2014 .....	35
8.2.1	<i>Avkastningen under ett kortare tidsperspektiv .....</i>	<i>37</i>
8.2.2	<i>Besvarande av huvudforskningsfråga .....</i>	<i>38</i>
8.3	Volatiliteten för fonderna .....	39
8.3.1	<i>Underforskningsfrågan angående volatiliteten .....</i>	<i>40</i>
8.4	Analys av sharpe-talet .....	41
8.4.1	<i>Underforskningsfrågan gällande sharpe-talet .....</i>	<i>42</i>
8.5	Sammanfattning av analysen .....	42
<b>9</b>	<b>Slutdiskussion .....</b>	<b>43</b>
	<b>Källor .....</b>	<b>46</b>
	<b>Bilaga 1.</b>	
	<b>Bilaga 2.</b>	
	<b>Bilaga 3.</b>	
	<b>Bilaga 4.</b>	
	<b>Bilaga 5.</b>	
	<b>Bilaga 6.</b>	

## FIGURER

Figur 1. Intressenternas triangel för en placeringsfond. ....	12
Figur 2. Formeln för att räkna ut Sharpe-talet för en fond (Statpro 2012). ....	27
Figur 3. OMXH25 indexet åren 2000 – 2014 (Yahoo! Finance 2015). ....	30
Figur 4. Försäljningskedjan för CDO-produkterna. ....	32
Figur 5. Fondernas utveckling 1.1.2000– 31.12.2014. ....	36
Figur 6. Fondernas utveckling 1.1.2005–31.12.2014. ....	38

## Tabeller

Tabell 1. Kostnaderna för fonderna som ingår i undersökningen, uppgifterna tagna från fondernas produktblad. ....	15
Tabell 2. Resultatet ur Kauppalehtis undersökning om Finlands tio största fonder (Hämäläinen 2015). ....	29
Tabell 3. IT-bolagens toppnoteringar (Kauppalehti 2015a, 2015b, 2015c, 2015d & 2015e). ....	31
Tabell 4. Topppnoteringar före finanskrisen (Kauppalehti 2015f, 2015g, 2015h, 2015i & 2015j). ....	33
Tabell 5. Fondernas utveckling 2000–2014 med fem års intervall. ....	36
Tabell 6. Medeltal på volatiliteten under 2000–2014. ....	39
Tabell 7. Medeltalet av sharpe-talet för fonderna under 2000–2014. ....	41

# 1 INLEDNING

Att spara på lång sikt är det bästa sättet att spara. Tack vare ränta på ränta-effekten belönas långsiktigt sparande med en kumulativ avkastning vilket under en längre tid skapar förmögenheter. Då man sparar under en längre tid spelar även marginella skillnader på den årliga avkastningen stor roll, eftersom ränta på ränta-effekten ökar gapet mellan sämre och bättre prestationer för varje år som går.

Det finns flera sätt för privatpersoner att spara men dessa skiljer sig enormt mycket från varandra gällande värdeutvecklingen av kapitalet. Ifall man har pengarna på ett sparkonto kan man inte förvänta sig att kapitalet ska växa märkbart. Andra ränteinstrument, så som räntefonder, ger en ökad möjlighet att få kapitalet att växa med en större risktagning. Historien tyder dock på att aktier skapat den största värdeutvecklingen under ett långt tidsperspektiv.

För att göra lönsamma direkta aktieinvesteringar förutsätter det att man aktivt följer med marknaden och är väl insatt i de bolag man investerar i. Startkapitalet för en privatperson måste även vara rätt stort så att man får en tillräcklig riskspridning och inte placerar alla ägg i samma korg. Därför har aktiefonder många fördelar som kan gynna privatpersoner som placerar i dessa. Genom aktiefonderna kan en privatperson med ett litet startkapital få en diversifierad aktieportfölj samtidigt som han inte själv aktivt behöver följa med enskilda bolag på marknaden.

Ju tidigare man börjar spara, desto lättare är det att bli förmögen. Tyvärr är det bara 12 % av oss finländare som aktivt sparar för pensionsdagarna. Samtidigt ökar medellivslängden och våra pensionärer är allt friskare och behöver därmed resurser för att kunna finansiera sina aktiviteter. Det som många inte inser är att pensionen i medeltal utgör 50 % av det som man under sin tid i arbetslivet haft i lön. Därför finns det tunga skäl att börja spara redan som ung, vilket gör det viktigt att välja rätt produkt för det långsiktiga sparandet. (Puttonen & Repo 2011 21-22)

Det finns många olika typer av aktiefonder ute på marknaden, vilka har olika strategier för hur de förvaltas. Dessa gör sina placeringar inom olika geografiska områden, inom olika industrisektorer och i företag i olika faser av sin utveckling. Ingen kan med säkerhet säga ifall det lönar sig i ett 20-års perspektiv att göra placeringar i Europa,

Amerika eller kanske Asien. Genom att placera globalt går man inte miste om de områden där utvecklingen är som starkast, samtidigt som man även kan ha sådana marknader där utvecklingen är mindre gynnsam i sin portfölj. Det som den enskilda investeraren dock kan påverka i hög grad är kostnaderna som uppkommer i samband med fonden. Även små procentuella skillnader i avkastningen, som påverkas av de löpande kostnaderna, kan i ränta på ränta-effekten skapa märkbara skillnader.

Den stora variationen i ränta på ränta-effekten går lätt att påvisa med ett exempel. I det ena fallet placeras 10 000€ för 20 år med en årlig avkastning på 4 %. Efter 20 år kommer placeringen att vara värd 21 911€. I ett annat fall placeras samma summa för samma tid men med en årlig avkastning på 6 %. Med skillnaden på bara två procentenheter kommer kapitalet efter 20 år att vara 32 071€, alltså är den totala avkastningen nästan dubbelt så stor (11 911€ jämfört med 22 071€). I anknytning till detta gäller det i långsiktigt sparande, liksom en av våra inhemska banker har som slogan, att ”spara på rätt ställe”.

Aktiefonderna kan delas in i två kategorier beroende på hur de förvaltas. Det finns aktivt förvaltade aktiefonder samt passivt förvaltade aktiefonder. De aktivt förvaltade fonderna har som mål att nå en högre avkastning än marknaden i allmänhet genom att förvaltaren av fonden aktivt följer med marknaden och gör placeringar som denna bedömer ge en högre avkastning än marknaden i genomsnitt. De passivt förvaltade fonderna har som uppgift att, i stället för att klara sig bättre än marknaden, bara avspegla utvecklingen av en given marknad i så hög grad som möjligt.

De två fondtypernas strategier ger upphov till märkbara skillnader i kostnaderna för dessa. De aktivt förvaltade fonderna har betydligt högre kostnader än de passiva då det ofta finns ett team som hjälper fondförvaltaren att gå igenom marknader i jakten på lönsamma aktier. De passiva fonderna kan styras med betydligt lägre kostnader då de bara allokerar sina medel enligt sina jämförelseindex.

## **1.1 Problemområde**

Problemområdet blir här frågan ifall det lönar sig för en privat konsument att placera sina pengar på en aktivt förvaltnad fond eller en passivt förvaltnad fond. Det



underliggande argumentet till förmån för de passivt förvaltade fonderna är den effektiva marknadshypotesen. Hypotesen påstår att man inte med hjälp av aktiv förvaltning i längden kan klara sig bättre än marknaden eftersom förvaltaren inte har sådan information som andra inte heller har. Förvaltaren kan alltså inte veta bättre än de övriga spelarna på marknaden ifall kurserna går upp eller ner. Tvärtom kommer de högre kostnaderna på sikt att försämra den årliga avkastningen i jämförelse med de passivt förvaltade fonderna.

Undersökningen kommer tyvärr inte att ge svar på vilken fondtyp som i framtiden kommer att generera högre avkastning men genom att undersöka en längre tidsperiod på femton år, 2000–2014, kommer man att se hur trenden varit och kan möjligen dra vissa slutsatser angående fondtyperna. Under tidsperioden har marknaden genomgått flera faser, både starka uppgångar och nedgångar, och utifrån dessa kan den privata konsumenten skaffa sig argument för valet mellan aktivt eller passivt förvaltade fonder.

## **1.2 Syfte**

Syftet med denna undersökning är att få svar på ifall de aktivt förvaltade fonderna har skapat det mervärde som kunderna betalat för åren 2000–2014. Orsaken till att just den tidsperioden valts är, för det första, eftersom femton år blir en tillräckligt lång period för att få jämförbara resultat mellan fonderna. Den andra orsaken är det faktum att den första passivt förvaltade aktiefonden i Finland grundades först 1998 och att en längre jämn tidsperiod därför inte är möjlig att undersöka.

Frågan är viktig eftersom över 90 % av det kapital som är placerat i fonder i Finland ligger i de aktivt förvaltade fonderna (Lounasmeri 2015). Ifall de aktivt förvaltade fonderna inte har nått upp till en högre avkastning än den passiva indexfonden finns det skäl att ifrågasätta om det är lönsamt att ha en så stor del av alla placeringar allokerade i de aktivt förvaltade fonderna. Både på en individuell nivå, men även på en nationalekonomisk nivå, är det till allas fördel ifall att man uppnår en så hög avkastning som möjligt i förhållande till vad man placerat i. En högre avkastning för privatpersoner leder till en ökad förmögenhet med större möjligheter att konsumera, vilket i sin tur gynnar nationalekonomin då det skapas en högre efterfrågan på produkter och tjänster.

För att hitta jämförbara fonder för min studie var jag tvungen att ställa vissa kriterier för fonderna. Först och främst måste dessa ha grundats före år 2000 så att en jämförelse för hela tidspersonden 2000–2014 skulle vara möjlig. Vidare måste de vara rena aktiefonder, alltså inte placera sina medel i andra instrument än på aktiemarknaden. Dessutom måste fonderna allokera sina medel endast på Helsingforsbörsen. En fond som gör placeringar på den europeiska aktiemarknaden är inte jämförbar med en fond som endast placerar inom Finland då man jämför avkastningen mellan fonderna. Efter att ha lagt upp dessa tre kriterier var det sju aktivt förvaltade aktiefonder som passerade granskningen samt en passivt förvaltat indexfond.

De åtta fonderna som uppfyllde kraven och som därmed inkluderas i denna undersökning är Aktia Capital, Alfred Berg Finland, Danske Invest Suomi Osake, Evli Suomi Select, OP-Delta, Nordea Suomi, SEB Finlandia och Seligson & CO Suomi indeksirahasto.

För undersökningen av dessa fonder kommer huvudforskningsfrågan att lyda:

*”Har de aktivt förvaltade aktiefonderna, som gör placeringar på den finländska markaden, gett en högre avkastning under de 15 senaste åren (2000–2014) än en passivt förvaltat indexfond med syftet att återspegla utvecklingen av Helsingforsbörsen?”*

Dessutom kommer den empiriska delen att behandla två underfrågor:

*”Har volatiliteten (kurssvängningarna) för de aktivt förvaltade fonderna skiljt sig märkbart från den passiva indexfonden?”*

*”Har sharpe-talet, vilket anger avkastningen i förhållande till risktagning, varit högre eller lägre för de aktivt förvaltade fonderna än för den passiva indexfonden?”*

### **1.3 Forskningsmetod**

Enligt Bryman och Bell (2011 26) är kvantitativ forskning fokuserad på data som går att samla och användas i jämförande syfte. Författarna menar att kvantitativ forskning är deduktiv, vilket innebär att den insamlade datan testas på en existerande teori. Forskningsmetoden för denna undersökning kommer att basera sig på kvantitativ

metodik. Eftersom jag i den empiriska delen kommer att använda mig av historisk data gällande både avkastning och riskmätare för de åtta fonderna blir arbetet en kvantitativ forskning. Därtill kommer arbetet att vara en deduktiv studie då den insamlade datan testas på den existerande teorin gällande effektiva marknader.

Bryman och Bell (2003 78) menar även att en jämförande analys, eller komparativ design, undersöker de särskiljande dragen mellan två eller flera fall. Studien innefattar teoretiska reflektioner vilka blir prövade mot praktiska resultat. I studien kommer jag att gå igenom teori, som grundar sig på litteratur och annan existerande fakta, vilken bland annat belyser för- och nackdelar gällande fondtyperna. Den här teorin kommer att användas i analysen där fondtypernas verkliga prestationer jämförs mot varandra. Den kvantitativa studien får alltså en design som blir en deskription, då teorin förklaras och en jämförande analys då resultaten jämförs.

## **2 FONDERNAS VERKSAMHET I FINLAND**

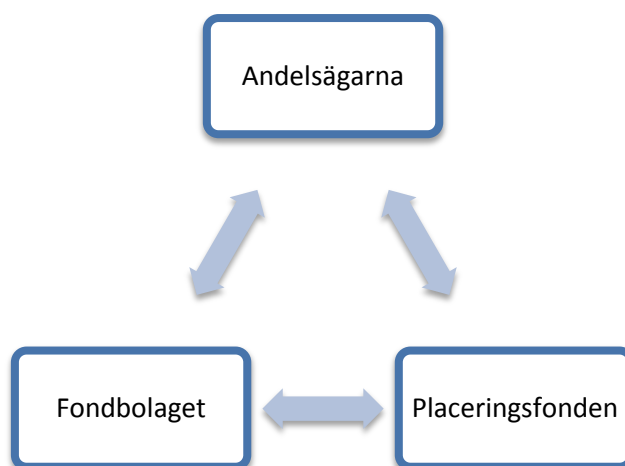
En placeringsfond kan man se som en samlingsplats där olika investerare (privatpersoner, företag, institutionella placerare) samlar ihop sina medel, som sedan placeras i olika tillgångsslag (aktier, räntepapper, fastigheter etc.) enligt fondens stadgar. Fondens medel delas upp i fondandelar, vilka är lika mycket värda, och som delas ut till andelsägarna i proportion till hur mycket de placerat. Då värdet på placeringarna stiger på marknaden stiger även värdet på ägarnas andelar. Då nya investerare placerar nytt kapital i fonden bildas nya fondandelar i proportion till de nya placeringarnas storlek och då existerande ägare löser in sina andelar så försvinner andelarna ur fonden. (Puttonen & Repo 2011 30)

I Finland är de publika placeringsfonderna ett relativt nytt fenomen. Lagen om placeringsfonder klubbades igenom så sent som 1987 och först då öppnades fondmarknaden för allmänheten. Under 90-talet växte fondkapitalet stadigt och nådde upp till 66 miljarder euro 2007 men i och med finanskraschen 2008 krympte kapitalet till 41 miljarder. År 2010 var ca hälften av det totala kapitalet placerat i räntefonder (28,7 % i långräntefonder och 21,0 % i korträntefonder) medan aktiefonderna som tillgångsslag hade 35,5 % av kapitalet. (Finanssialan Keskusliitto 2010 3-4).

Sedan 2008 har fondkapitalet dock återhämtat sig och förra året (2014) sattes ett nytt rekord då det totala kapitalet steg över 85 miljarder euro. Av placeringarna står de privata hushållen för cirka en femtedel medan institutionella placerare så som banker, företag, försäkrings- och pensionsförsäkringsbolag står för resten (Pesonen 2013 117-118). Idag är över en miljon finländare andelsägare i någon placeringsfond och våra fondbolag har registrerat kring 470 olika fonder i Finland. (Herrala 2015)

## 2.1 Fondernas struktur

Strukturen för en placeringsfond kan ses som en triangel där intressenterna är andelsägarna, fondbolaget och placeringsfonden, vilka alla har olika roller. Andelsägarnas uppgift är att mot kapital teckna fondandelar. De betalar en förvaltningsprovision (och möjligen andra kostnader) för skötseln av sina andelar. Andelsägarna har dock inte rätt att påverka placeringsbesluten och allokeringen av fondens medel. (Möttölä 2008 22)



Figur 1. Intressenternas triangel för en placeringsfond.

Fondbolaget tar emot nya fondteckningar, sköter inlösen av gamla andelar och administrerar fonden. De marknadsför fonden för nya potentiella placerare och utser en fondförvaltare för placeringsfonden. Fondbolagen är därmed inte ägare av fondandelarna utan fungerar som en mellanhand mellan placeringsfonden och andelsägarna. För att ett fondbolag ska ha legitimitet att samla pengar av privatpersoner och institutioner måste de få tillstånd av Finansinspektionen för sin verksamhet (Finansinspektionen 2012). (Möttölä 2008 22)

Den tredje parten, själva placeringsfonden, allokerar andelsägarnas medel mellan olika tillgångsslag på marknaden. Placeringsbesluten tas av fondförvaltaren som dock måste göra placeringarna inom ramarna för fondens stadgar. På engelska kallas placeringsfonder väl beskrivande för ”Open End Fund” eftersom det hela tiden uppstår nya andelar samtidigt som gamla försvinner i takt med att ägarskaran förändras (Puttonen & Repo 2011 30). (Möttölä 2008 22)

## 2.2 Fondens stadgar

Varje fond har sina stadgar, stipulerade av fondbolaget, där det beskrivs i hurdana värdepapper fondens medel ska allokeras. Stadgarna godkänns av Finansinspektionen. Det finns två typer av regulation för fonder. De flesta fonder har stadgar enligt UCITS-standard (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities) vilket förutom fondens egna stadgar lägger ytterligare regler för riskspridningen av fondens medel. Fonder som inte följer UCITS direktiven är typiskt specialfonder, som förutom aktie- och räntemarknaden, använder sig av derivatainstrument, valutor etc. och har en mera komplex riskspridning. (Börsstiftelsen 2012 9)

I fondens stadgar framgår det ifall fonden placerar i aktier eller räntepapper. Ifall fonden placerar i båda typer av medel sätts det gränser för den neutrala vikten av aktie- och räntepapper samt för vad fördelningen maximalt får uppnå. Man beskriver även på vilka geografiska områden placeringarna görs samt i vilka valutor. Därtill framgår det vilken fondens jämförelseindex är och ifall fondförvaltaren får använda sig av olika derivatainstrument. (Puttonen & Repo 2011 31)

Ifall fondens stadgar lyder under UCITS-direktivet ställs vissa krav på riskspridningen av fondens medel. Ett värdepapper får maximalt ha 10 % av fondens medel samtidigt som maximalt 40 % av medlen får bestå av värdepapper med över 5 % tyngd i fonden. Det betyder att resterande 60 % av medlen inte kan placeras med över 5 % tyngd. Summan blir att en UCITS-fond måste ha åtminstone 16 enskilda placeringar (4 x á 10% + 12 á 5 %). Specialplaceringsfonderna som inte regleras av UCITS har inte sådana begränsningar men följer dock sin egen stadgade riskspridning. (Puttonen & Repo 2011 64)

Ur fondens stadgar framgår även ifall fonden består av avkastningsandelar eller tillväxtandelar. Med avkastningsandelar avses att fonden, oftast en gång per år på våren, betalar ut några procent av placeringen till andelsägaren. Fenomenet kan jämföras med hur ett börsnoterat bolag årligen kan betala ut dividender till sina aktieägare. Avkastningen som betalas ut är beskattningsbar kapitalinkomst för andelsägaren. Tillväxtandelarna betalar inte ut någon årlig vinst utan andelsägaren får hela vinsten först vid inlösen av fondandelar. I stället omplaceras fonden kassaflödet av räntor och dividender vilket ökar investerarnas andelsvärden. För småplaceringar rekommenderas tillväxtandelarna starkt eftersom fondbolagen inte är skyldiga att betala skatt på t.ex. dividender, utan kan därmed skattefritt omplacera dessa pengar, vilket blir en betydlig ekonomisk fördel för andelsägarna. (Möttölä 2008 24)

## **2.3 Beskattning av fonder**

Fondbolagen är befriade från att betala skatt på placeringsfondernas överlåtelsevinster, ränteinkomster och dividendinkomster (Ålandsbanken). För privatpersoner gäller dock den allmänna beskattningen för kapitalinkomster, vilka uppstår som överlåtelsevinst då andelsägaren löser in sina fondandelar. Ytterligare kan beskattningsbara inkomster uppstå ifall placeraren tecknat avkastningsandelar. Kapitalinkomsten är för närvarande 30 % på inkomster ända upp till 30 000€. För kapitalinkomster som överskrider gränsen måste man betala 33 % skatt. Ifall förluster uppkommer i samband med inlösen av fonder är dessa förluster avdragningsbara på andra kapitalinkomster samma år som förlusterna uppkommit samt för de fem följande åren. (skatt.fi 2015a)

En viktig gräns för småplaceringar, vilken lönar sig att ha i minnet i sin skatteplanering, är ifall en privatperson sålt kapitalegendom för under 1000€ under skatteåret. Då är den möjliga uppkomna avkastningen inte beskattningsbar. I detta fall spelar det ingen roll vad avkastningsprocenten är utan det enda som bör tas i beaktande är att den totala försäljningen av kapitalegendom inte överskrider tusen euros gränsen. (skatt.fi 2015b)

## **2.4 Fondernas kostnader**

Då man jämför olika fonder är det viktigt att ta i beaktande även deras olika kostnader. Vid långsiktigt sparande kan även små procentuella skillnader i kostnaderna spela en

markant roll i fondägarens totala vinst. Det finns fyra typer av kostnader som kan uppstå i samband med fondsparande. Dessa är teckningsprovision, inlösenprovision, förvaltningsprovision och prestationsbaserad avgift. (Möttölä 2008 85-86)

Tabell 1. Kostnaderna för fonderna som ingår i undersökningen, uppgifterna tagna från fondernas produktblad.

Placeringsfond	Teckningsprovision	Inlösningsprovision	Löpande kostnader
Aktia Capital B	1,00 %	1,00 %	1,80 %
Alfred Berg Finland B	0,00 %	0,00 %	1,80 %
Danske Invest Suomi Osake K	1 % / min 8€	1 % / min 8 €	1,90 %
Evli Suomi Select B	0,00 %	1 % / min 20 €	1,80 %
Nordea Suomi K	1,00 %	1,00 %	1,61 %
OP-Delta A	1,00 %	1,00 %	2,00 %
SEB Finlandia B	1,00 %	1,00 %	1,30 %
Seligson & CO Suomi Indeksirahasto A	0,10 %	0,1-0,5 %	0,50 %

Teckningsprovisionen är en typ av förmedlingsavgift som fondbolaget uppbär då man blir andelsägare. Provisionen dras omedelbart bort från kapitalet då placeringen görs. Den typiska provisionsprocenten rör sig mellan 0 % - 1 %. Inlösningsprovisionen är en liknande kostnad som uppstår då andelsägaren vill lösa in sina fondandelar. Även den brukar vara mellan 0 % – 1 % av det sparade kapitalet och uppbärs automatiskt av fondbolaget vid inlösen av fondandelar. I vissa fonder kan inlösningsprovisionen vara sjunkande graderad beroende på hur längre andelsägaren haft sin placering i fonden. (Möttölä 2008 86-87)

Förvaltningsprovisionen eller förvaringsavgiften är en årlig procentuell avgift som uppbärs av fondbolaget. Provisionen ska täcka de marknadskostnader som uppkommit vid allokeringen av fondens medel, stå för fondförvaltarens och övriga medarbetares lön samt inbringa vinst åt fondbolaget. Förvaltningsprovisionens storlek kan variera stort bland olika typer av placeringsfonder. En korträntefond kan ha en provision på 0,5 % medan en aktiefond som placerar i Fjärran Östern kan ha en provision på flera procentenheter. Den procentuella avgiften är alltså årlig men räknas dagligen bort från andelarnas värde då dessa räknas ut. (Möttölä 2008 87)

Den prestationsbaserade provisionen uppbärs mest av specialplaceringsfonder så som hedge-fonder där fondförvaltarens roll för fondens prestation är speciellt stor (olika

fondtyper förklaras i nästa kapitel). Vanliga ränte- och aktieplaceringsfonder brukar vanligtvis inte uppbära någon sådan kostnad. (Möttölä 2008 88)

För en fondsparare som vill jämföra olika fonders kostnader är TER-talet (total expense ratio) speciellt viktigt. TER-talet berättar i procentenheter hur mycket av placeringsfondens nettokapital som årligen går till utgifter. Talet omfattar förvaltningsprovisionen, förvaringsavgiften, den prestationsbaserade provisionen samt andra möjliga löpande kostnader som fondbolaget uppbär. Tecknings- och inlösningsavgifterna måste man dock ta i beaktan skilt då dessa inte är årligen uppkommande. (Salkunraketaja 2013)

### **3 OLIKA TYPER AV FONDER**

Det finns flera olika typer av fonder, vilka delas in i grupper beroende på i vilka tillgångsslag de placerar sina medel. Fonderna har olika riskprofil samt olika rekommenderade placeringshorisonter och därför är det viktigt att veta vilka olika typer av fonder som marknaden har att erbjuda.

#### **3.1 Korta räntefonder**

Korta räntefonder placerar vanligtvis sina medel på penningmarknaden i ränteinstrument vars maturitet är under ett år. Sådana instrument kan vara certifikat utgivna av banker, företag och kommuner eller också kan det vara staters skuldförbindelser. Avkastningsförväntningarna för korträntefonderna är vanligtvis låga och brukar återspegla tre månaders euriborränta (Puttonen & Repo 2011 65). (Börsstiftelsen 2012 9)

#### **3.2 Långa räntefonder**

Långa räntefonder allokerar sina medel på ränteinstrument med en löptid på över ett år och dessa kan vara utgivna av stater, den offentliga sektorn och företag. Långa räntefonder som enbart placerar i ränteinstrument utgivna av stater kallas även för obligationsfonder. Övriga grupperingar för långräntefonder är vanligen obligationsfonder som enbart placerar i ränteinstrument utgivna av euroländer



alternativt fonder som använder sig av obligationer från övriga länder vilket leder till en valutarisk. Långa räntefonder är även räntefonder som placerar i företagslån med högt kreditbetyg inom euroområdet och utanför euroområdet samt räntefonder som placerar i företagslån med hög avkastning (high yield) innanför och utanför euroområdet. I valet av räntefond måste man därmed ta i beaktande företagsrisk och valutarisk, förutom själva ränterisken. (Puttonen & Repo 2011 65)

### **3.3 Aktiefonder**

Aktiefonderna allokerar sina medel huvudsakligen på aktier enligt fondens stadgar. Vanligen brukar en aktiefond ha placeringar i 50-100 börsnoterade aktiebolag för att få en tillräcklig riskspridning (Möttölä 2008 55). Den vanligaste allokeringen bland aktiefonder är att fonden placerar medel inom ett visst geografiskt område, vilket bestäms i fondens stadgar. I Finland har fondbolagen vanligen aktiefonder som placerar inom industrialiserade länder (t.ex. Finland, Norden, Europa, USA, Japan, Asien) eller på utvecklingsmarknader (t.ex. Ryssland, Öst- och Centraleuropa, Kina, Brasilien, Indien). Placeringsstrategin brukar direkt framgå ut fondens namn. (Möttölä 2008 48-52)

Andra teman som aktiefonder kan ha är placeringar enligt aktiebolagets sektor (t.ex. teknologi, medicin, skog, telekommunikation) eller också enligt aktiebolagets storlek. Aktieplaceringsfonder som enbart placerar inom små företag, vilket räknas ut från företagets totala marknadsvärde, brukar ha benämningen Small cap i sitt namn medan fonder som bara placerar inom stora aktiebolag utmärks med benämningen Blue chip. Ytterligare en placeringsstrategi använd av fondbolagen är att placera i växande aktiebolag eller stabila bolag. Med växande bolag anses företag som i framtiden kan växa kraftigt och i fondnamnet brukar Growth framkomma medan stabila värdebolag förväntas ge en stabil och jämn avkastning och känns igen med det engelska ordet Value. (Möttölä 2008 53-55)

### **3.4 Blandfonder**

Blandfonder placerar sina medel både på ränte- och aktiemarknaden. Tanken är att få en diversifierad riskspridning genom att använda sig av olika marknadsinstrument. I

fondens stadgar bestäms hur stor andel som i normalläge placeras på aktier och räntepapper samt var maximalgränserna går, alltså hur mycket fonderna får avvika från normalläget beroende på marknadssituationen. Det finns även blandfonder där stadgarna inte ställer sådana gränser utan fondförvaltaren får fritt enligt marknadsrådet bestämma fördelningen. (Börsstiftelsen 2012 10)

Fördelen som blandfonderna för med sig till investeraren är att denne inte själv aktivt behöver realisera och omplacera sin egendom då marknadsrådet ändrar. Ifall denne skulle vilja sälja aktier och köpa mera räntepapper så skulle det vid varje omplacering uppstå skattepliktiga kapitalinkomster, med förutsättning att placeringen gått med vinst. En blandfond kan skattemässigt göra omallokeringen mycket effektivare. Då aktiemarknaden går uppåt försöker fondförvaltaren lägga tyngdpunkten på aktieplaceringar och då aktiemarknaden börjar gå utför försöker denne flytta över placeringarna på ränteinstrument med lägre risk. Ifall fördelningen lyckas blir det ett skatteeffektivt sätt för investeraren att omallokera sina besparingar, men för att det ska vara möjligt måste fondförvaltaren lyckas med sitt jobb. (Pesonen 2013 146-147)

### **3.5 Specialplaceringsfonder**

Specialplaceringsfonderna är fonder som inte regleras av UCITS-direktivet och är därmed inte förpliktigade till en likadan riskspridning som ”vanliga” placeringsfonder. Under benämningen ingår en hel del olika fonder med olika riskklasser. Vissa fonder kan ha en låg risk och placera i skog eller fastigheter medan andra kan innehålla väldigt mycket risk så som vissa hedgefonder.

#### **3.5.1 Hedgefonder**

Hedgefonder är ett samlingsbegrepp för en brokig skara fonder. Hedgefondernas strategier kan vara mycket olika och de kan använda sig av diverse derivatainstrument (t.ex. optioner, futurer, warranter). Vissa hedgefonder kan ha en mycket riskfylld strategi medan andra kan ha en betydligt lägre riskprofil. Det gemensamma med hedgefonder är att de försöker uppnå en positiv avkastning, en så kallad absolut avkastning, oberoende av ifall världsmarknaden går upp eller ner. Det verställs man

genom en aktiv användning av de olika derivatainstrumenten, dock med varierande resultat. (Börsstiftelsen 2012 12)

## **4 INDEXFONDER**

Indexfonderna fick sin start i USA på 1970-talet och idag finns det miljontals småsparare som är andelsägare i dessa. Det är uppskattat att upp till en tredjedel av de institutionella investerarnas portföljer i USA förvaltas med hjälp av någon indexstrategi. I Europa, och därmed även i Finland, har utvecklingen av indexfonder varit betydligt långsammare. (Möttölä 2008 109, Puttonen & Repo 2011 115)

Finlands första indexfond grundades 1998 av kapitalförvaltningsbolaget Seligson & Co, som även har en central roll i detta forskningsarbete (Seligson & Co). Seligson & Co har dock inte fått någon stor konkurrens av andra finländska banker eller fondförvaltare bland indexfonderna. En orsak är att aktivt förvaltade fonder är en mycket lönsam produkt för fondförvaltarna och därför har de inte velat skapa en marknad för indexfonderna, vars marginaler är betydligt lägre. I en undersökning gjord av Cremers, Ferreira, Matos och Starks 2013 kom det fram att endast kring två procent av de finländska fondplaceringarna blivit gjorda i indexfonder (Lounasmeri 2015). (Möttölä 2008 108-109)

### **4.1 Vad är ett index?**

Ett index är en samling eller en korg av olika produkter eller värdepapper. Indexet är till för att lätt kunna följa med den totala prisutvecklingen av de produkter som finns i korgen. I detta arbete kommer jag att tala om olika index på aktiemarknaden men index används också bl.a. som jämförelsetal för räntefonder och för att räkna ut inflationen (konsumentprisindex). Enkelt sett plockar man ihop de produkter vars prisutveckling man vill undersöka, ger dessa produkter ett värde från utgångsdagen (t.ex. 100) och kan därefter skildra den sammanlagda utvecklingen av de produkter som finns i korgen. (Nasdaq OMX 2011 23)

Utvecklingen av börsen i Helsingfors, OMX Helsinki, följs efter enligt generalindexet OMXH. Indexets utgångsdag är den 28.12.1990 och då gavs värdet 1000 som

utgångspunkt. Idag, drygt 25 år senare, rör sig indexet på ett värde kring 8500. OMXH-indexet är inte kapitalviktat vilket betyder att det procentuella marknadsvärdet för varje bolag på börsen återspeglar deras procentuella andel av indexet. (Nasdaq OMX 2011 23)

Bland aktieplaceringsfonderna lämpar det sig oftast bättre att ha ett så kallat kapitalviktat index som de jämför sin avkastning med. I ett kapitalviktat index, t.ex. OMX Helsinki Benchmark, kan ett bolag inte stå för över 10 % av indexets totala vikt. Det följer alltså samma principer som placeringsfonder som regleras av UCITS-direktivet och kan därmed avspegla den genomsnittliga avkastningen på marknaden av en portfölj med bred riskspridning. (Nasdaq OMX 2011 23-24)

Liksom det finns avkastnings- och tillväxtandelar i placeringsfonderna så finns det även pris- och avkastningsindex. Då ett bolag på börsen betalar ut dividender så tar ett prisindex inte detta i beaktande, utan återspeglar endast börskursens utveckling, medan ett avkastningsindex inte sjunker i värde då bolagen betalar ut dividender. Det är viktigt i utvärderingen av placeringsfonder att man kopplar ihop avkastningsandelarna med ett prisindex och tillväxtandelarna med ett avkastningsindex så att jämförelsen blir så rättvis som möjligt. (Nasdaq OMX 2011 24)

## **4.2 Innehållet i en aktiebaserad indexfond**

Då man förstår vad ett index är så är det även lätt att greppa taget om vad en aktiebaserad indexfond är. Indexfonden fungerar som en vanlig aktieplaceringsfond. Den har stadgar som den följer, den placerar i aktier och de som placerar i fonden får fondandelar. Det som skiljer indexfonderna från de aktivt förvaltade fonderna är deras placeringsstrategi. En indexfond har inte som mål att uppnå en högre avkastning än någon given marknad utan tvärtom har indexfonden som uppgift att så noga som möjligt följa ett givet marknadsindex. (Pesonen 2013 148)

För att avspegla ett marknadsindex allokerar indexfonden sina medel i samma företagsaktier som ingår i jämförelseindexet och enligt samma förhållanden som de har i indexkorgen. Fondbolaget, eller om det finns en utsedd fondförvaltare, kontrollerar med jämna mellanrum att fonden korrelerar med indexet och ifall indexet har ändrat görs det ändringar i fonden. (Pesonen 2013 148)

Indexfonden som ingår i denna forskning, Seligson & Co Suomi Indeksirahasto, har indexet OMX GES Sustainability Finland GI som utgångspunkt för sin allokering. I indexet ingår 39 noterade bolag på Helsingforsbörsen, vilka har blivit valda på basen av mått på stabilitet samt hållbar utveckling. 39 bolag ger en bred riskspridning på den finska aktiemarknaden och återspeglar i stort sett den allmänna utvecklingen av Helsingforsbörsen. (Seligson & Co 2015)

### **4.3 Indexfondernas fördelar**

Indexfondernas trumfkort är deras låga kostnader. Då indexfonden inte är aktivt förvaltd betyder det att det inte behövs något fondförvaltarteam som ständigt går igenom marknader i jakt på aktier som de tror kommer prestera bättre än marknaden i genomsnitt. (Möttölä 2008 107)

Genom att förklara skillnaden i ett exempel kan logiken för indexfonder bli klarare. Då en indexfonds förvaltningsprovision är 0,5 % och en aktivt förvaltd aktieplaceringsfonds provision 2 % betyder det att den aktivt förvaltda fonden årligen måste prestera 1,5 % högre än indexfonden bara för att nå upp till samma resultat. Först efter att den aktivt förvaltda fonden nått upp till samma resultat som indexfonden kan den försöka nå ett bättre resultat än själva marknadsindexet.

En annan fördel som tillskrivs indexfonder är att en som placerar i dessa inte behöver lägga sin tro på en fondförvaltares kunskaper. Misslyckade prognoser och analyser av förvaltaren kan leda till märkbara förluster gentemot indexet, vilket kan undvikas genom att spara i indexfonder. En fondförvaltares tidigare lyckade prestationer garanterar inte sådana i framtiden. En framgångsrik förvaltare blir även populär bland konkurrerande fondbolag som kan försöka locka denne till sig, vilket leder till byte av fondförvaltare. Sådana problem behöver inte den som sparar i indexfonder ta i beaktande. (Pesonen 2013 149)

### **4.4 Nackdelar med indexfonder**

En realitet vilken placerare som väljer indexfonder måste svälja, är att indexfonden inte klarar sig bättre än marknaden över lag. Den kan alltså inte nå en högre avkastning än

jämförelseindexet. Oftast är avkastningen en aning lägre än jämförelseindexet eftersom det uppkommer courtage-avgifter för fondbolaget då de köper och säljer aktier för att matcha jämförelseindexet. Ju mer indexet ändrar, desto mera avgifter blir det för indexfonden. Även då indexfonden får mycket nya placeringar eller då flera andelsägare vill lösa in sina andelar uppstår kostnader. Fondbolaget måste då antingen placera ut det nya kapitalet eller lösa in positioner för att betala ut andelarna. (Pesonen 2013 149)

Då det står klart att ett aktiebolag blir bortdraget från eller stiger upp till ett index kan det uppkomma ofördelaktig aktiehandel för indexfonderna. Flexibla aktiehandlare kan hinna sälja eller köpa aktien före indexfonden gör det, vilket gör att värderingen för bolaget blir överdrivet lågt eller högt. Men då bolaget försvinner från indexet är indexfonden tvungen att sälja alla dessa aktier. Det samma gäller även åt andra hållet, då ett bolag stiger upp till ett nytt index. Så gick det t.ex. för indexfonder som följer indexet FTSE 100 (de 100 största bolagena på Londonbörsen enligt marknadsvärde). I november 2014 blev bolaget Petrofac petat från det aktivt följda indexet vilket tvingade många fonder som var bundna till FTSE 100 att göra sig av med sina Petrofac aktier, detta till ett lågt pris då många aktiva investerare redan hunnit göra sig av med den positionen. (Martin 2014)

Indexfonder är inte det ideala placeringsinstrumentet för alla investerare. Parametrar som den personliga placeringshorisonten samt riskprofilen är faktorer som påverkar indexfondernas lämplighet för var och en. En indexsparare godkänner också det faktum att denne inte kan påverka vad som ingår i portföljen. Ifall det blir en teknologiboom och värdena på teknologiaktier skjuter i höjden kommer även indexet att fyllas av dessa aktier. (Puttonen & Repo 2011 117)

En ytterligare faktor som är värd att nämna då man talar om negativa följder av indexsparande är vad som skulle hända ifall alla sparade i indexfonder. Marknaderna skulle bli extremt olikvida och hela marknadsstrukturen, gällande effektiva marknader, skulle förstöras. Därför är det till allas fördel att det, förutom indexsparande, också finns gott om aktivare placerare på marknaderna. (Puttonen & Repo 2011 115-116)

## 4.5 Börshandlade fonder – en annan typ av indexfonder

Börshandlade fonder, även kallade ETF:are (Exchange Traded Fund), är fonder som är noterade som värdepapper på börsen. Köpet av en ETF fungerar på motsvarande sätt som köpet av en aktie. Man betalar inte pengar till ett fondbolag för att få andelar utan köper sina andelar direkt på marknaden av en annan säljare. Priset står alltså i direkt korrelation mellan efterfrågan och utbud, liksom aktierna. (Börsstiftelsen 2008)

Det är viktigt att förstå att det finns en skillnad mellan ETF värdepapper ("indeksiosuusrahasto" på finska) och indexfonder ("indeksirahasto" på finska) fastän deras marknadsutveckling i stort sett ser likadan ut. Tyvärr fanns det ingen ETF som kvalificerade kraven på att komma med i denna undersökning eftersom den första i Finland grundades så sent som 2002. För småsparare är det viktigt att märka att fastän ETF:are oftast har aningen lägre förvaltningsavgifter än indexfonder så brukar de vanligtvis ha högre anskaffnings- och försäljningsutgifter eftersom de handlas på samma sätt som aktier. Dessa courtage-avgifter kan procentuellt sett bli höga då det gäller mindre placeringar. (Börsstiftelsen 2008)

## 5 DEN EFFEKTIVA MARKNADSHYPOTESEN

Grundtanken med att aktivt förvaltade fonder inte i längden klarar sig bättre än indexet har sin bakgrund i den effektiva marknadshypotesen. Hypotesen menar att börsen och enskilda värdepapper rör sig slumpmässigt och inte enligt något mönster. Därmed kan ingen på basen av analyser veta åt vilket håll kursen rör sig i framtiden. Teorin menar att all data som finns tillgänglig redan är tagen i beaktan och inräknad i priset på värdepapprena. Då all tillgänglig data redan är inräknad i priset på en aktie blir chansen lika stor att förustpå en kurs uppgång eller nedgång, som att gissa på krona eller klave då man kastar ett mynt. (Brealey et al. 2011 342-345)

Ifall den effektiva marknadshypotesen stämmer skulle inte de aktivt förvaltade fonderna klara sig bättre i längden jämfört med passiva indexfonder. Tvärtom skulle de aktiva fondernas avgifter äta upp på på avkastningen och i längden skulle dessa fonder därmed förlora mot indexet (Brealey et al. 2011 348). Med ränta på ränta-effekten skulle skillnaden bli större ju längre tidsperspektivet är. I USA har man gjort en mängd

undersökningar där man jämfört dessa två typer av fonder. I en jämförelse hade S&P 500-indexet (de 500 största börsnoterade bolagena i USA) under år 2005 klarat sig bättre än 48 % av de jämförbara aktivt förvaltade fonder. Under en fem års tidsperiod, med 2005 som slutår, hade indexet vunnit 68 % av fonderna och under 20 år hade indexet klarat sig bättre än 82 % av de aktivt förvaltade fonderna. (Malkiel 2007 276)

## 5.1 Tre former av effektiva marknader

I den effektiva marknadshypotesen har man delat in marknaden i tre olika stadier beroende på hur effektivt den utnyttjar den data och information som finns tillgänglig. Stadierna benämns svagt, halvstarkt, och starkt effektiv. Ifall marknaden är svagt effektiv är endast all historisk data beräknad i värdepapprets nuvarande pris. Därmed kan ingen på basen av historisk data och gamla nyheter avgöra ifall värdepappret kommer att ha en positiv eller negativ utveckling på marknaden. (Brealey et al. 2011 345)

Den halvstarka effektiviteten inkluderar även att ingen på basen av tidigare data, så som resultaträkning eller balansräkning, kan räkna ut framtidsanalyser för att utnyttja framtidsutsikterna för företaget och därmed uppskatta en under- eller övervärdering på börsen. Utgående från teorin kan man hävda att de framtidsutsikter som kan uppskattas utifrån den tillgängliga information som finns, och de kommentarer som företaget givit, redan är inbakade i värdepapprets pris och därmed kan analyser av företagets framtidsutsikter inte skapa något mervärde. (Malkiel 2007 178)

Det längst gående stadiet av den effektiva marknadshypotesen med stark effekt hävdar att ingen tillgänglig data angående företaget kan hjälpa någon att generera bättre vinster än andra. Enligt teorin innebär detta i praktiken att inte ens insiderinformation kan hjälpa en investerare att klara sig bättre än andra. Teorin är bristfällig eftersom det i praktiken är bevisat att insiderinformation visst kan skapa förmögenheter, men som teori kan den ändå fungera. Detta eftersom lagstiftningen förpliktigar företag att dela ut all väsentlig information så att den samtidigt är tillgänglig för alla investerare och eftersom användningen av insiderinformation bryter mot lagen och därmed är brottsligt. De som innehar information som inte är tillgänglig för allmänheten får alltså inte



använda sig av denna och kan i teorin därför inte skapa förmögenheter med hjälp av informationen. (Malkiel 2007 178-179)

## **5.2 Kritik mot den effektiva marknadshypotesen**

Den effektiva marknadshypotesen är inte helt vattentät utan har sina brister. Det finns flera fenomen som uppstår på marknaden, vilka inte kan förklaras genom den effektiva marknadshypotesen. Anomalier är mönster på börsen som korrelerar med vissa tidpunkter och inte har någon rationell förklaring till varför de sker. Genom historisk data kan man se att kurserna i regel har stigit under januari, i början av månaderna samt på fredagar i slutet av veckan. Dessa kursuppgångar sker dock inte varje gång och kan därmed inte garantera några riskfria vinster i framtiden. Därtill är marginalerna så små att kostnaderna som uppstår i handeln lätt åter upp den marginella vinsten. (Puttonen & Repo 2011 114)

Ett annat fenomen som inte går hand i hand med den effektiva marknadshypotesen är iveren till nya bolag som introducerar sig på börsen. Ofta brukar dessa bolag skapa intresse bland nya investerare som vill bli ägare i bolagen och efter introduceringen på börsen brukar kursutvecklingen i början av tiden vara gynnsam. Den positiva trenden bland dessa bolag brukar dock svänga mot en sämre kursutveckling än för motsvarande företag som varit en längre tid på börsen. Historisk data från USA visar att placerare som höll dessa nyintroducerade bolag i fem år efter att de kommit på börsen under tiden 1970–2007 förlorade i medeltal 3,8 % i jämförelse med deras konkurrenter på börsen. (Brealey et al. 2011 351)

Ett grundantagande gällande den effektiva marknadshypotesen är att de som är verksamma på marknaden handlar rationellt. I vissa marknadsbubblor som uppstått är det svårt att motivera handlingarna som rationellt beteende. Tvärtom kan händelser som IT-bubblan vid millennieskiftet och den japanska börsuppgången i slutet av 1980-talet verka mycket irrationella. Under dessa bubblor lösgjorde sig aktiepriserna från sina reella värden och handlade inte mera om uppskattning av framtida dividender och ökade vinster. Kursuppgångarna byggde på spekulationer av investerarnas förväntningar på att andra spelare på marknaden skulle vara färdiga att betala ett ännu högre pris för aktierna i framtiden. I båda fallen korrigerade sig marknaderna till slut och resultaten

blev kraftiga kursnedgångar då priserna på aktier föll ner till deras reella värden. (Brealey et al. 2011 353–354)

## **6 PARAMETRAR FÖR JÄMFÖRANDET AV FONDER**

I valet av fond kommer det ofta ett skede då man ska jämföra olika fonder för att kunna ta ett investeringsbeslut. Att endast jämföra den historiska avkastningen är inte så givande eftersom framgångar i det förgångna inte är någon garanti för kommande höga avkastningar (Puttonen & Repo 2011 79-80). Mätare som det kan finnas skäl att ta i beaktande, förutom avkastningen, är fondernas volatilitet samt sharpe-tal. Dock bygger dessa mätare även på historisk data, men de kan ge en bild av hur bra fondförvaltaren lyckats med risktagning i förhållande till avkastningen. Därtill kan det även vara bra att ta en titt på fondens aktiva risk, vilken är en mätare som visar ifall fondförvaltaren placerar enligt sin egen vision eller om denne egentligen gör fondens allokering på basen av jämförelseindexet.

### **6.1 Volatilitet**

Risk kan förklaras som osäkerhet och ovisshet. Ju högre risk ett värdeinstrument har, desto osäkrare är den framtida prisutvecklingen och desto mera kan produktens värde fluktuera. Risk är även något man räknar att få bättre avkastning för. Ifall en investerare tar på sig mycket risk förväntar sig denna att på lång sikt nå en högre avkastning än någon som inte accepterar samma mängd av risk. För att kunna mäta risken har man utvecklat ett mätningssystem som räknar ut volatiliteten på placeringarna. (Puttonen & Repo 2011 85)

Volatiliteten är alltså en mätare som man ska kunna mäta risken med. Ifall en fond har hög volatilitet betyder det att den kompositionen av värdepapper som fonden har placerat i fluktuerar kraftigt på marknaden, samtidigt som man förväntar sig att fonden på lång sikt ska ge en högre avkastning. Volatiliteten räknas ut genom historisk data och fonderna brukar månatligen rapportera om volatiliteten för de senaste tolv månaderna. En bred diversifiering i flera värdepapper på olika marknader och sektorer ger i regel en lägre volatilitet än en fond som t.ex. bara placerar i ett litet antal värdepapper på endast en marknad eller inom en sektor. (Puttonen & Repo 2011 86)

Matematiskt handlar volatiliteten om hur mycket fondens värdeutveckling varierar från medelutvecklingen av marknaden och den räknas ut genom variansen på standardavvikelsen (Puttonen & Repo 2011 88). Ifall en fond har volatiliteten 15 betyder det att på två år av tre (med 67 % sannolikhet) kommer värdeutvecklingen att hållas inom en 15 % avvikelse från den förväntade utvecklingen. I klarspråk betyder det att om en placeringsaktiefond, vilken placerar globalt i industrialiserade länder, kan tänkas ha en förväntad årlig avkastning på 8 %, så kommer den årliga avkastningen med 67 % sannolikhet att vara mellan 23 % (8 % + 15 %) och -7 % (8 % - 15 %).

## 6.2 Sharpe-talet

Sharpe-talet är en mätare för att kunna jämföra fonders prestationer i förhållande till den risk de tagit. William Sharpe kom på formeln för sharpe-talet 1966, där tre parametrar ingår för att kunna räkna ut en riskjusterad avkastning med vilken man neutralt ska kunna jämföra fonders prestationer. Parametrarna i formeln är fondens avkastning, en riskfri avkastning samt fondens volatilitet. Ju högre sharpe-talet blir, desto bättre har fonden avkastat i förhållande till den risk fonden tagit, dvs. den volatilitet som fonden haft. I praktiken betyder det att man beaktar hur mycket fonden avkastat för varje procentenhet volatilitet i jämförelse med vad en riskfri investering skulle ha gett. (Puttonen & Repo 2011 105)

$$Sharpe\ Ratio = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$$

$R_p =$	fondens avkastning
$R_f =$	den riskfria räntan
$\sigma_p =$	fondens volatilitet

Figur 2. Formeln för att räkna ut Sharpe-talet för en fond (Statpro 2012).

Ett praktiskt exempel skulle vara Seligsons indexfond Suomi Indeksirahasto, vilken år 2014 hade en avkastning på 7,6 % och vars volatilitet var 16,8 %. För tillfället är räntorna väldigt låga så vi kan anta att man på ett 12-månaders placeringskonto kunde få 1 % ränta. Då siffrorna läggs in i formeln blir det (7,6 % - 1 %) / 16,8 % = 0,39. Sharpe-talet brukar skrivas endast med en decimal, alltså skulle sharpe-talet för fonden vara 0,4. Talet berättar att för varje procentenhet volatilitet, dvs. risk som fonden haft, har fonden

gett 0,4 % högre avkastning än vad den riskfria placeringsdepositionen skulle ha gett under år 2014.

### **6.3 Aktiv risk**

Den aktiva risken, eller den engelska benämningen tracking error som även används, är en mätare som visar hur aktivt fondförvaltaren tagit egen ställning till allokeringen av fondens medel eller ifall denne gjort allokeringen enligt jämförelseindexets fördelningar. Den aktiva risken räknas på basen av den dagliga skillnaden mellan fondens och jämförelseindexets utveckling. Ju högre siffran är, desto mera litar fondförvaltaren på sina egna analyser och marknadsförväntningar. (Möttölä 2008 82)

Det är dock viktigt att komma ihåg att en högre aktiv risk inte automatiskt betyder en högre avkastning, utan avspeglar bara fondens allokeringar i jämförelse till indexet. Ifall en aktivt förvaltnad fond har en mycket låg aktiv risk men samtidigt har höga förvaltningskostnader kan det handla om passiv aktiv förvaltning, sådana fonder bör undvikas. (Puttonen & Repo 2011 102-103)

#### **6.3.1 Passiv aktiv förvaltning**

Passiv aktiv förvaltning, dolda indexfonder eller på engelska closet index funds är aktivt förvaltnade placeringsfonder som egentligen allokerar sina medel enligt jämförelseindexet men marknadsför sig som aktivt förvaltnade fonder. Genom marknadsföringen kan de uppbära betydligt högre avgifter av de investerare som sparar i fonderna, jämfört med ifall de skulle kalla sig för passiva indexfonder. På lång sikt kommer de högre avgifterna att återspeglas som en lägre avkastning i jämförelse med passiva indexfonder med låga kostnader. I en undersökning gjord av Cremers, Ferreira, Matos och Starks 2013 framgick det att upp till 40 % av de placeringar som är gjorda i placeringsfonder i Finland ligger i så kallade dolda indexfonder. (Lounasmeri 2015)

I januari 2015 publicerade *Kauppalehti* en undersökning där man räknat ihop placeringarna gjorda av de tio största aktivt förvaltnade aktiefonderna som allokerar sina medel på Helsingforsbörsen. I undersökningen framgick det att dessa fonder främst placerar sina medel i de största börsnoterade bolagen. Då man räknade ihop dessa

fonders innehåll och gjorde en rangordning på basen av vilka företag fonderna placerat mest i, framkom det att rangordningen gav en viss återspeglning av listan på de största noterade företagen på Helsingforsbörsen. Av de tio bolag som fonderna placerat mest i, hörde åtta av dessa till de tio största bolagen på hela börsen, räknat enligt marknadsvärde. Samtidigt hörde endast två av dessa tio bolag, som fonderna tillsammans placerat mest i, till aktieanalytikernas högst rekommenderade aktier. Resultatet tyder starkt på att fondförvaltarna, i alla fall i viss mån, inte vågar eller vill placera enligt sina egna och analytikernas förväntningar, utan hellre gör placeringar i de stora noterade företagen som även har den högsta tyngden i borsindexet. (Hämäläinen 2015)

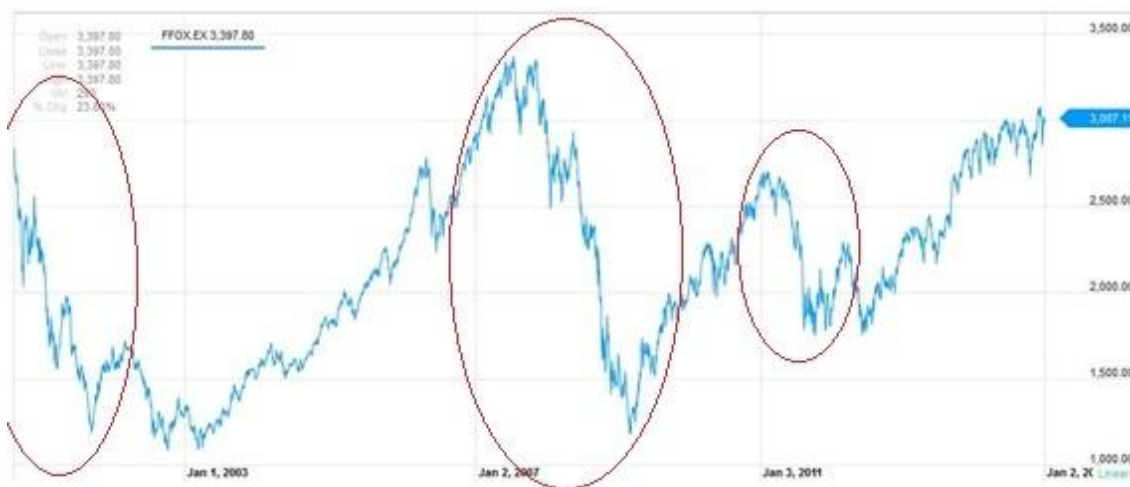
Tabell 2. Resultatet ur Kauppalehtis undersökning om Finlands tio största fonder (Hämäläinen 2015).

Finlandfondernas största placeringar, miljoner €	Finns i antal fonder bland 10 största	Placering enligt marknadsvärde	Analytikernas ranking bland de 30 största bolagen
Nokia	262	10	2
Sampo	255	10	4
Kone	245	9	5
Fortum	151	8	6
Nordea	143	10	1
Wärtsilä	127	8	7
Amer Sports	82	7	19
Stora Enso	77	7	9
Metso	75	6	13
TeliaSonera	60	3	3

## 7 MARKNADSUTVECKLINGEN 2000–2014

Under de femton åren mellan 2000–2014 har marknaden gått igenom några omtumlande faser. Förutom tider med ekonomisk tillväxt och jämna kursuppgångar har vi genomgått tre större kursnedgångar. Den första nedförsbacken började i samband med att IT-bubblan sprack. Som det framgår i grafen nedan så började fallet i början av år 2000 och fortsatte ända fram till mars 2003. Därpå följde en återhämtning och kursuppgång som pågick ända till september 2007. Finanskraschen lade käppar i hjulen för en fortsatt positiv marknadsutveckling och i stället fick investerare se kurserna sjunka fram till februari 2009. En tredje rejäl nedgång för aktiepriserna, dock inte lika skarp som de två tidigare fallen, inträffade under det andra och tredje kvartalet år 2011. Då bekymrade

man sig inom euroområdet för huruvida den moneräta unionen skulle hålla ihop eller inte och vad som skulle hända med den gemensamma valutan.



Figur 3. OMXH25 indexet åren 2000 – 2014 (Yahoo! Finance 2015).

## 7.1 IT-bubblan

Enligt Burtom Malkiel (2007 81 & 84) kan IT-bubblan ha varit den största marknadsbubblan i historien. Då den byggdes upp förblindades spelarna på marknaden för realistiska förväntningar samt aktiernas fundamentala värden. Man såg den nya IT-sektorn som något som skulle förändra världen och skapa möjligheter för rikedomar som aldrig förr upplevts. Medierna fylldes av investeringsrekommendationer för de nya IT-företagen och aktiepriserna sköt upp i skyn. En namnändring innehållande någon benämning som ”tronics”, ”.com” eller ”internet” kunde vara en tillräcklig orsak för att få aktien för ett bolag att stiga märkbart. Kursuppgången inom IT-sektorn fick även kurserna för övriga bolag att stiga. Det teknologibetonade Nasdaq-indexet steg tredubbelt i värde från slutet av 1998 till mars 2000.

Då kursuppgången frodades som bäst på marknaden gjorde investerare inte mera sina aktieköpt med utgångspunkt i en lång placeringshorisont, utan det handlade om kortsiktiga köp där man förväntade sig att någon annan inom kort skulle köpa aktien till ett ännu högre pris. I början av år 2000 skedde dock förändringar, då investerare inte längre trodde på en gynnsam marknadsutveckling. Flera bolag visade sig ha haft en mycket kreativ bokföring med klara regelbrott och t.ex. USA:s sjunde största bolag mätt i marknadsvärde, Enron, gick i konkurs. Flera av de nya IT-bolagen som introducerats

på börsen visade sig ha affärsplaner som över huvud taget inte var lönsamma. Då IT-bubblan sprack och kurserna sjönk gick ofattbara 8 biljoner dollar i marknadsvärde upp i rök. (Malkiel 2007 81 & 95).

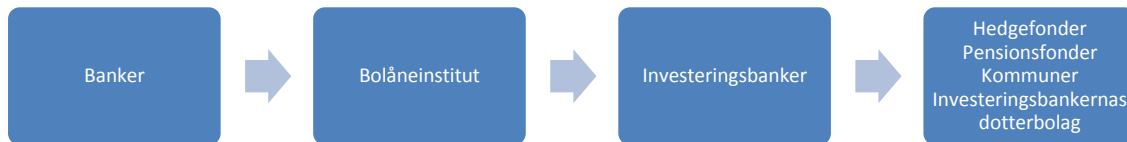
I Finland fick vi också känna på verkningarna av IT-bubblans fall. Ur grafen som visar utvecklingen av de 25 största bolagen på Helsingforsbörsen kan man skönja hur kraftig kursnedgången var. Flera av våra IT-bolag har sina toppnoteringar i början av år 2000, just innan nedgången började. Några exempel skildras i tabellen nedan. Börsen fick fast mark under sina fötter först i början av år 2003 och kunde därefter börja klättra uppåt igen.

Tabell 3. IT-bolagens toppnoteringar (Kauppalehti 2015a, 2015b, 2015c, 2015d & 2015e).

Bolag	Datum för toppnotering	Toppnotering	Kursen 2.3.2015
Comptel	13.3.2000	28,90 €	0,93 €
Elisa	10.3.2000	58,00 €	24,41 €
F-Secure	10.3.2000	19,40 €	2,80 €
Nokia	20.6.2000	65,00 €	7,28 €
Tieto	6.3.2000	85,00 €	23,72 €

## 7.2 Finanskrisen 2007–2008

Grunderna till finanskrisen lades under 90-talet då USA:s administration ville göra det möjligt för låginkomsttagare att ta lån för att köpa en egen bostad. Granskningen av bolånen var mycket bristfällig och låntagarna behövde ibland varken garantera sin betalningsförmåga eller ställa någonting i pant för lånet. Dessa lån började säljas vidare från bankerna för att möjliggöra en ökad utgivning av lån. Bankerna sålde bolånen till bolåneinstitut som i sin tur sålde lånen till investeringsbanker. Investeringsbankerna började pussla ihop olika slags lån som de köpt för att omvandla fordringarna till marknadsinstrument kallade CDO (collateralized debt obligation). Dessa produkter såldes i sin tur vidare på ett globalt plan till investeringsbankernas kunder så som hedgefonder, pensionsfonder och kommuner. Dessa CDO-produkter var mycket komplexa och ansågs ha en mycket låg risk eftersom risken var fördelad på många lån. I början av 2000-talet gav sig även försäkringsjätten AIG med i spelet och sålde försäkringar för CDO-produkterna. (Jarnestad 2009)



Figur 4. Försäljningskedjan för CDO-produkterna.

Allting gick som en dröm så länge huspriserna i USA steg. Låginkomsttagarna med bolån hade fått njuta av låga räntor, styrräntan sjönk gradvis i eftersvallet av IT-bubblan från 6,5 % till 1,75 %, så majoriteten hade råd med sina lån. Under 2005 började de stigande huspriserna sakta avta och i slutet av året hade styrräntan i USA stigit till 5,25 %. Några år tidigare hade bankerna börjat sälja CDO produkterna till sina dotterbolag för att undvika att exponera sig för den risk de hade i sin balans. År 2004 hade även fem investeringsbanker blivit befriade från reglering gällande CDO-produkter, så de kunde enligt eget tycke ta på sig så mycket risk de ville. En av dessa fem var Lehman Brothers. (Jarnestad 2009)

Vid slutet av 2006 hände det värsta möjliga scenariot, huspriserna började sjunka. Kunder med stora bolån var inte mera kapabla att amortera på lånen på grund av de höjda räntorna och då banken var tvungen att lösa in bostaden kunde de inte mera få tillbaka den utlånade summan eftersom bostadspriserna sjunkit. Under hösten år 2007 började börskurserna kraftigt gå ner. Den breda spridningen av de komplexa CDO-instrumenten skapade ovisshet på marknaden eftersom ingen visste vem som satt med mest av de värdelösa lånefordringarna. En av de största investeringsbankerna, Lehman Brothers, försattes i konkurs i september 2008 och skapade stor misstro till det finansiella systemet runtom hela världen. (Jarnestad 2009)

Som det framgår ur grafen så tappade indexet för de 25 största börsnoterade bolagen på Helsingforsbörsen över hälften av sitt värde. Den negativa trenden kom att räcka nästan 1,5 år innan börsen började sin klättring uppåt igen. En del av våra stora börsnoterade bolag har inte nått samma höjder som de gjorde före finanskrisen. Speciellt många toppnoteringar, från tiden innan finanskrisen utbröt, hittas bland bygg- och industriföretagen.



Tabell 4. Topppnoteringar före finanskrisen (Kauppalehti 2015f, 2015g, 2015h, 2015i & 2015j).

Bolag	Datum för toppnotering	Toppnotering	Kursen 3.3.2015
Lemminkäinen	10.5.2007	52,25 €	11,10 €
Metso	11.10.2007	39,23 €	28,32 €
Outotec	1.11.2007	13,69 €	5,37 €
SRV Yhtiöt	15.6.2007	10,79 €	3,44 €
YIT	26.4.2007	21,59 €	5,60 €

### 7.3 Börsfallet 2011

Eurokrisen, som det utdragna fenomenet kallas, började växa fram efter finanskrisen. Den globala tillväxten avtog efter finanskrisen, vilket även sänkte euroländernas BNP och minskade staternas skatteintäkter. För att finansiera underskottet i statsbudgeten tog vissa länder, proportionellt sett till sin storlek, stora lån i stället för att skära ner på statens utgifter. Detta ledde till en ohållbar skuldsättningsgrad för länder som Grekland, Irland och Portugal. (Savela 2013)

Skuldsättningen ingick i en ond spiral som man på grund av politiska skäl inte kunde få en ordentlig lösning på. Bankerna i de länder där det gick förhållandevis bra så som Tyskland, Storbritannien, Frankrike och Belgien hade enorma fordringar på de skuldsatta länderna. En skuldsanering skulle ha kunnat ge problemet en snabb men smärtsam lösning men detta var inte politiskt möjligt eftersom man i så fall skulle ha socialiserat de skuldsatta ländernas lån. Därtill fruktade man att bankerna med fordringar till dessa problemländer inte skulle klara av en stor nedskrivning i sina fordringar, vilket skulle kunna vara starten till en ny finanskris i stil med den vi såg 2007–2008. (Hurri 2011)

År 2011 fick vi se ett stort fall på börsen. Marknadsvärdet sjönk inte i samma mån som efter IT-bubblan eller finanskrisen, men som man kan utläsa från grafen sjönk kurserna med ca 30 % under året. Ovissheten om hur eurokrisen skulle fortlöpa och ifall den monetära unionen skulle hålla ihop skapade stor nervositet på marknaden. En vändpunkt i krisen skedde i juli 2012 då Europeiska centralbankens ordförande Mario Draghi i en intervju sade att ECB skulle göra allt inom organisationens mandat för att bevara euron (Dunkley 2012).

## 7.4 En motsvarande jämförelse från Sverige

Magnus Eriksson gjorde 2011 en jämförelse i Sverige mellan aktivt förvaltade fonder och indexfonder vilka placerar sina medel på den svenska aktiemarknaden. Eriksson granskade hur fondtyperna i medeltal klarat sig jämfört med varandra i ett fem-års och ett tre-års perspektiv.

I fem-års perspektivet fanns det 64 aktivt förvaltade fonder och tio indexfonder som kunde tas med i undersökningen. De aktivt förvaltade fonderna hade i medeltal gett en 38 % avkastning medan indexfonderna i medeltal hade genererat en 40 % avkastning. Under den kortare tre års perioden ingick 72 aktivt förvaltade fonder och 13 indexfonder i jämförelsen. Även under den kortare perioden hade indexfonderna genererat en högre avkastning på 23 % i medeltal jämfört med de aktivt förvaltade fonderans medeltal på 21 % i avkastningen. Enligt Eriksson var en bidragande orsak till indexfondernas bättre prestation deras lägre kostnader. Medeltalet på förvaltningsavgiften för indexfonderna låg på 0,43 % medan den samma var betydligt högre, 1,32 %, för de aktivt förvaltade fonderna. (Eriksson 2011)

## 8 EMPIRISK ANALYS

I den empiriska analysen kommer jag först att granska forskningens huvudfråga, alltså göra en jämförelse mellan fondernas avkastning samt dryfta orsakerna till den skedda utvecklingen. Därefter kommer jag att fortsätta med de två underfrågorna gällande volatilitet samt sharpe-talet och även i dessa fall försöka hitta orsaker till möjliga avvikelser bland fonderna.

Huvudforskningsfrågan löd ifall de aktivt förvaltade fonderna genererat en högre avkastning än indexfonden under åren 2000–2014, och därmed skapat det mervärde som investerarna betalat för. Den första underforskningsfrågan om volatilitet granskar ifall indexfonden haft en avvikande volatilitet gentemot de aktivt förvaltade fonderna och den andra underforskningsfrågan undersöker ifall indexfonden haft ett högre eller lägre sharpe-tal än de aktivt förvaltade fonderna.

All den data jag använder mig av gällande avkastning, volatilitet samt sharpe-talet är tagen ur Suomen Sijoitustutkimus fonddrapporter. I årsrapporterna ingår datan för alla de fonder som ingår i undersökningen och rapporterna finns listade bland källorna för arbetet. Datan är sammanställd i exceltabeller och alla tal är dubbelgranskade för att undvika misstag som uppstått under överföringen. För att framhäva datans tillförlitlighet ger jag först en förklaring till vad organisationen Suomen Sijoitustutkimus, som ger ut fonddrapporterna, står för.

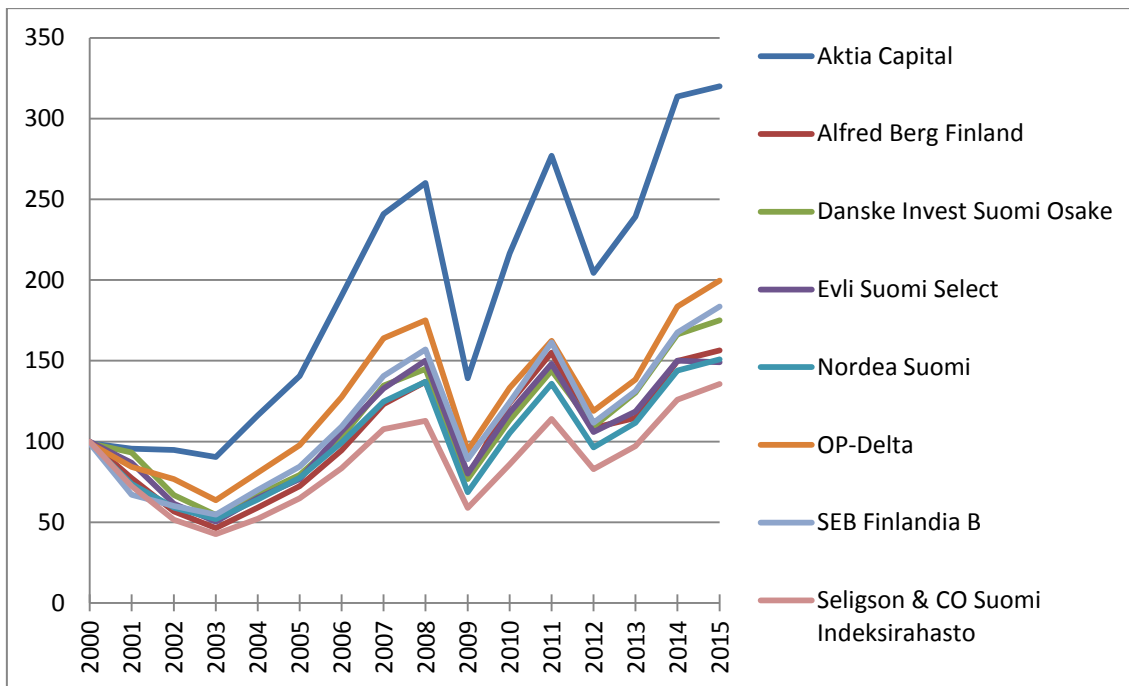
## **8.1 Suomen Sijoitustutkimus**

Suomen Sijoitustutkimus är ett företag som erbjuder experttjänster för placeringsverksamhet. Företaget hjälper med planering av placeringar samt placeringarnas uppföljning, konkurrensutsättning av kapitalförvaltning samt utbildning inom finanssektorn. Vad företaget betonar i sin verksamhet är att de inte är kopplade till någon kapitalförvaltare eller något fondbolag och att de inte heller har sådana egna tjänster. Därmed kan de erbjuda opartiska tjänster till sina kunder för att hitta neutrala lösningar för kundernas kapitalförvaltning. (Suomen Sijoitustutkimus a)

Suomen Sijoitustutkimus ger månatligen ut så kallade fonddrapporter. I dessa rapporter ingår alla i Finland aktiva fonder. I rapporterna sker en uppföljning av fondernas utveckling både gällande avkastning för olika tidsintervall samt diverse riskmätare. Månadsrapporterna är tillgängliga på deras internetsidor ända från år 1997 (Suomen Sijoitustutkimus 2015).

## **8.2 Fondernas avkastning 2000–2014**

I jämförelsen av fondernas avkastning fick alla fonder börja med värdet 100. Från grundvärdet drog jag bort teckningsprovisioner som skulle ha uppstått enligt fondernas nuvarande tariffer. I bilagorna hittas en tabell där alla enskilda årsavkastningar är sammanställda. Från avkastningen har de löpande kostnaderna givetvis räknats bort eftersom kostnaderna subtraheras från fondkapitalet av fondbolagen varje gång fondens värde räknas ut.



Figur 5. Fondernas utveckling 1.1.2000– 31.12.2014.

I grafen ovan kan man utläsa att utvecklingen av fonden Aktia Capital har varit rätt så överlägsen med en värdeökning från 99 till 320. På andra plats kommer OP-Delta med en värdeökning till 200 och på tredje plats kommer SEB Finlandia med ett slutvärde på 184. Den mest olönsamma fonden är den enda indexfonden, Seligson & CO Suomi Indeksirahasto, med en värdeökning till endast 136. De övriga fyra fondernas utveckling under de 15 åren har placerat sig mellan 149 och 175.

Tabell 5. Fondernas utveckling 2000–2014 med fem års intervall.

	1.1.2000	31.12.2004	31.12.2009	31.12.2014	Avkastnings %
Aktia Capital	99	141	216	320	220 %
Alfred Berg Finland	100	72	124	156	56 %
Danske Invest Suomi Osake	99	79	113	175	75 %
Evli Suomi Select	100	77	118	149	49 %
Nordea Suomi	99	78	105	151	51 %
OP-Delta	99	98	133	200	100 %
SEB Finlandia B	99	84	124	184	84 %
Seligson & CO Suomi Indeksirahasto	99,9	65	86	136	36 %

I tabellen ovan visas fondernas utveckling med fem års intervall. Vi kan se att Aktia Capital direkt under de fem första åren tog en suverän ledning som enda fond med en värdeökning. Seligsons indexfond hade efter fem år tappat närmare hälften av sitt

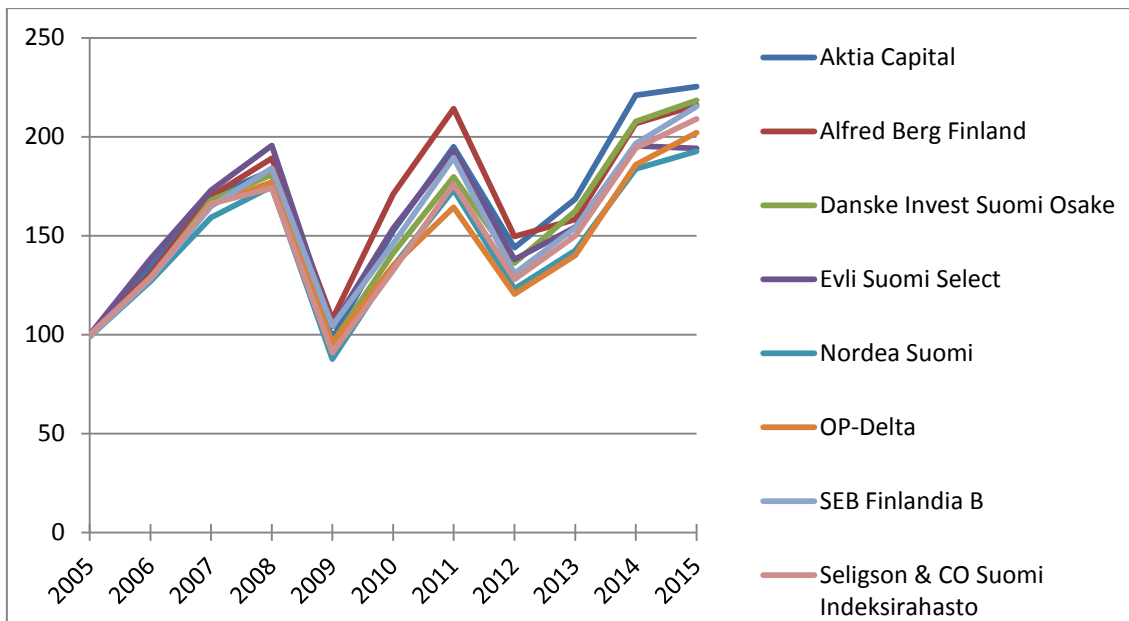
ursprungsvärde. Efter tio år, i efterdyningarna av finanskrisen, landade indexfonden åter under sitt utgångsvärde, medan de andra fonderna hade fått njuta av en värdeökning. Aktia Capital hade efter tio år redan fördubblat sitt värde.

En stor orsak till att skillnaderna mellan den totala avkastningen av fonderna vuxit sig så stor efter 15 år är ränta på ränta-effekten. Ju längre bak i tiden en skillnad uppstått, desto större växer sig klyftan med ränta på ränta-effekten och därför skulle övriga fonder ha varit tvugna att prestera märkbart bättre än Aktia Capital för att komma i kapp indexfonden.

Granskningsperioden som börjar år 2000, då IT-bubblan sprack, tyder på att vissa fonder klarat av att skydda sig mot bubblan bättre än andra. De börsnoterade IT-bolagen var då värderade upp i skyarna och då indexfonden har som uppgift att återspegla börsindexet var fonden givetvis fylld av dessa IT-företag. Detta kan vara en viktig orsak till att det gått så märkbart dåligt för indexfonden jämfört med de övriga fonderna. I slutet av år 2002, då marknaden sjunkit till botten efter IT-bubblan, hade indexfonden endast värdet 43 medan Aktia Capital hade 95 och OP-Delta 77.

### **8.2.1 Avkastningen under ett kortare tidsperspektiv**

För att bevisa att de stora avvikelserna gällande avkastningen mellan fonderna har att göra med skillnaderna som uppstod under de första åren av granskningsperioden som ett resultat av ränta på ränta-effekten, kan vi granska hur resultaten sett ut ifall granskningsperioden endast varit tio år. Ur grafen nedan framgår det att indexfonden faktist klarat sig bättre än tre av de aktivt förvaltade fonderna (Evli Suomi Select, Nordea Suomi och OP-Delta) mellan åren 2005–2014. Aktia Capital har fortfarande klarat sig bäst av fonderna men skillnaden till Danske Invest Suomi Osake som kommer tvåa är betydligt mindre än under den femton år långa perioden, 225 respektive 218.



Figur 6. Fondernas utveckling 1.1.2005–31.12.2014.

Man kan även utläsa ur datan att ingen av fonderna klarat sig avsevärt bättre än någon annan med att skydda sig under finanskraschen 2007–2008, i förhållande till skillnaderna som uppstod då IT-bubblan sprack. En bakomliggande orsak kan vara att ingen speciell bransch under finanskraschen var mera övervärderad än någon annan, utan att marknaden efter finanskrisen föll i sin helhet till skillnad från IT-bubblan då det speciellt var en sektor som stod för den största övervärderingen. Därmed var inte indexet fullpumpat av någon viss bransch utan tappade sitt värde i samma proportioner som de aktivt förvaltade fonderna.

### 8.2.2 Besvarande av huvudforskningsfråga

Huvudforskningsfrågan löd: *”Har de aktivt förvaltade aktiefonderna, som gör placeringar på den finländska marknaden, gett en högre avkastning under de 15 senaste åren (2000–2014) än en passivt förvaltnad indexfond med syftet att återspegla utvecklingen av Helsingforsbörsen?”*.

Svaret på frågan är att de aktivt förvaltade fonderna definitivt gett en högre avkastning och skapat ett mervärde för de som placerat i fonderna jämfört med indexfonden. Indexfondens avkastning på 35 % under 15 år kan ses som en väldig underprestation för en aktiefond under en så lång tid.

Den effektiva marknadshypotesen var inte gällande under början av granskningsperioden då IT-bubblan frodades och de fonder som lyckades upptäcka det irrationella beteendet på börsen har därför fått njuta av en betydligt högre avkastning. Trots skillnader i fondernas kostnader så var det inte tillräckligt för indexfonden för att under denna tidsperiod nå upp till de aktivt förvaltade fondernas nivå.

I den jämförande statistiken under ett 10-års perspektiv kan vi dock se hur stor inverkan tidpunkten för en undersökning kan ha. Under de ifrågavarande åren har inte likadana irrationella fenomen som IT-bubblan förekommit på marknaden och därför har de aktivt förvaltade fonderna inte haft möjlighet att dra ifrån indexfonden, vilket tyder på att den effektiva marknadshypotesen gällt under perioden 2005–2014. Denna undersökning ville dock beakta ett så långt tidsperspektiv som möjligt och under den perioden kunde indexfonden inte stoltsera i avkastning tillsammans med de aktivt förvaltade fonderna.

### 8.3 Volatiliteten för fonderna

Aktia Capital, som hade den högsta avkastningen, har haft det överlägset lägsta medeltalet på volatiliteten under granskningsperioden med endast 16,9. De övriga aktivt förvaltade fondernas medeltal för volatiliteten har uppvisat en rätt så liten varians, mellan 20,2 och 21,7. Indexfonden har haft den högsta volatiliteten med ett medeltal på 22,9 för de 15 åren.

Tabell 6. Medeltal på volatiliteten under 2000–2014.

	Medeltal på volatilitet	Placering enligt avkastning
Aktia Capital	16,9	1
Alfred Berg Finland	21,7	5
Danske Invest Suomi Osake	21,3	4
Evli Suomi Select	20,6	7
Nordea Suomi	20,2	6
OP-Delta	21,5	2
SEB Finlandia B	21,7	3
Seligson & CO Suomi Indeksirahasto	22,9	8

Resultatet är spännande med tanke på att den allmänna uppfattningen om volatilitet, alltså risken, är att en högre risk ska belönas med en högre avkastning. Paradoxen kan dock förklaras genom de exceptionella förhållanden som rådde under början av

granskningsperioden. Då indexfonden hade en kraftig allokering inom IT-sektorn och denna sektor i sin helhet sjönk ledde det även till mycket hög volatilitet. Samtidigt gynnades de aktivt förvaltade fonderna, vars innehav inom IT-sektorn inte var lika betonat, av en stabilare utveckling som resulterade i en lägre volatilitet.

I en granskning av de övriga fonderna kan man dock urskilja ett mönster av att en högre risk blivit belönad med en högre avkastning. De fonder som placerade sig mellan andra och femte plats per avkastning har alla ett medeltal över 21 för volatiliteten. Samtidigt har de två övriga fonderna, vilka blev tredje, respektive näst sist på basen av avkastningen, ett medeltal av volatiliteten under 21. Därmed kan man sammanfatta resultatet, bortsett från Aktia Capital och Seligsons indexfond, med att de fonder som haft en större risk även genererat en högre avkastning.

### **8.3.1 Underforskningsfrågan angående volatiliteten**

Den första underforskningsfrågan för arbetet löd: *”Har volatiliteten (kurssvängningarna) för de aktivt förvaltade fonderna skiljt sig märkbart från den passiva indexfonden?”*. Svaret på frågan blir ett entydigt ja. Medeltalet för volatiliteten under perioden 2000–2014 har varit märkbart högre för indexfonden än för de aktivt förvaltade fonderna.

Grunden till skillnaden ligger än en gång bakom IT-bubblan som fick indexfonden att genast från början av tidsintervallet bete sig avsevärt annorlunda än de övriga fonderna. Även under krisåret 2008 hade indexfonden den högsta volatiliteten. Under eurokrisen 2011 hade dock indexfonden inte längre en avvikande volatilitet i förhållande till de andra fonderna. Indexfondens volatilitet kan trots allt inte kopplas ihop med att vara extra hög endast då marknaden sjunkit. Under periodens högsta uppgångsår 2009 hade fonden den näst högsta volatiliteten. Resultatet tyder på att under kraftiga upp- och nedgångar på marknaden rör sig de största bolagen mest i sin värdeutveckling.

En orsak till att indexfondens volatilitet skiljer sig från de aktivt förvaltade fondernas kan vara att dessa fonder under kriser samt oroliga tider, då det råder stor volatilitet på marknaden, kan allokera sina medel inom sektorer som vid tidpunkten inte anses vara så flukturerande. Det är inte sagt att de aktivt förvaltade fonderna lyckas med detta men



dessa har i alla fall möjligheten att sträva till lägre kurssvängningar samtidigt som indexfonden är tvungen att återspegla sitt jämförelseindex oavsett vilka omständigheter som råder på marknaden.

## 8.4 Analys av sharpe-talet

Sharpe-talet som berättar om den riskjusterade avkastningen blir ett slags sammanställning av resultaten från avkastningen samt volatiliteten. De fonder som haft en låg volatilitet, samtidigt som de gett en hög avkastning, kommer även att ha en hög riskjusterad avkastning. Tvärtom går det för de fonder som haft kraftiga kurssvängningar samtidigt som de inte gett en avkastning i relation till den risk de innehållit.

Tabell 7. Medeltalet av sharpe-talet för fonderna under 2000–2014.

	Medeltal för Sharpe	Placering enligt avkastning
Aktia Capital	0,83	1
Alfred Berg Finland	0,59	5
Danske Invest Suomi Osake	0,55	4
Evli Suomi Select	0,61	7
Nordea Suomi	0,57	6
OP-Delta	0,61	2
SEB Finlandia B	0,59	3
Seligson & CO Suomi Indeksirahasto	0,52	8

Som det framgår i tabellen har Aktia Capital ett rätt så överlägset sharpe-tal då fonden både hade den lägsta volatiliteten samtidigt som den uppnådde den högsta avkastningen. Fonden har alltså presterat bäst i förhållande till vilken risk den haft. Lika självklart blir det att indexfonden har det lägsta talet då fonden uppvisade sämst avkastning samtidigt som den hade den högsta volatiliteten.

De övriga fondernas sharpe-tal ligger inom en rätt liten intervall mellan 0,55 och 0,61. Både OP-Delta samt SEB Finlandia, vilka båda gav en god avkastning, har därför ett lite högre tal på 0,61 respektive 0,59. Evli Suomi Select som avkastade sämst av de aktivt förvaldade fonderna har likaså ett högt sharpe-tal på 0,61. Detta eftersom fondens volatilitet (20,6) i medeltal var snäppet lägre än de två föregående under perioden, alltså presterade fonden förhållandevis bra till den risk som fonden innehöll.

### **8.4.1 Underforskningsfrågan gällande sharpe-talet**

Den andra underforskningsfrågan gällande sharpe-talet löd: *”Har sharpe-talet, vilket anger avkastningen i förhållande till risktagning, varit högre eller lägre för de aktivt förvaltade fonderna än för den passiva indexfonden?”*.

Även denna fråga får ett positivt svar då sharpe-talet varit betydligt lägre för indexfonden än för de aktivt förvaltade fonderna. Svaret hänger ihop med resultaten från avkastningen samt volatiliteten och därmed har indexfonden inte en möjlighet att klara sig mot de aktivt förvaltade fonderna.

Orsaken kan förklaras med att de aktivt förvaltade fonderna lyckats i sin aktieanalys genom att välja placeringar med lägre risk vilka de ansett generera en bättre avkastning än marknaden i allmänhet. Därmed är den effektiva marknadshypotesen inte gällande för denna tidsperiod i jämförelsen mellan de aktivt förvaltade fonderna och indexfonden.

## **8.5 Sammanfattning av analysen**

Sammanfattningsvis kan man utifrån analysen konstatera att de aktivt förvaltade fonderna under den givna tidsperioden varit en betydligt bättre investering än vad indexfonden varit. Resultatet har visat vilka fördelar en aktivt förvaltd fond kan medföra ifall fondförvaltaren lyckas med sina analyser och placeringar. Då dennes strategi fungerar kan den generera en märkbart högre avkastning än vad indexfonderna gör, vilket framgår då man jämför Aktia Capital med Seligsons indexfond.

Ur resultatet framgår även att trots att indexfonden är märkbart kostnadseffektivare än de aktivt förvaltade fonderna så räcker inte skillnaden till att kompensera den högre avkastningen för de övriga fonderna. Ifall att de aktivt förvaltade fonderna skulle förvaltas som passivt aktiva så skulle kostnadsskillnaderna märkas bättre, men då de aktivt förvaltade fonderna faktiskt förvaltats med en egen strategi och lyckats med detta så har dessa trots sina högre pris varit mera lönsamma.

Som en tredje punkt vill jag lyfta fram betydelsen av händelserna som inträffar i början av en dylik undersökning, vilket i denna forskning blir de stora skillnaderna som

uppstod mellan fondernas prestationer då IT-bubblan sprack. Med ränta på ränta-effekten blir skillnaderna i avkastningen med tiden större ju längre bak i tiden de inträffat. Det framgår tydligt ifall man jämför fonderna under 15 år med deras prestationer under de senaste tio åren. Fastän indexfonden varit överlägset sämst i ett 15-års perspektiv har den ändå klarat sig bättre än tre av de aktivt förvaltade fonderna under de tio senaste åren.

Johan Haglund, placeringschef på Aktia Bank Abp:s kontor i Hagalund, besvarade några skriftliga frågor angående resultatet på undersökningen. Enligt honom var det förvånansvärt att indexfonden hade klarat sig så dåligt jämfört med de aktivt förvaltade fonderna. Haglund skulle ha uppskattat att, i alla fall några av de aktivt förvaltade fonderna, inte hade klarat sig bättre än indexfonden. Han tyckte även det var överraskande att indexfonden hade det högsta medeltalet på volatiliteten, vilket ledde till att fonden hade det sämsta sharpe-talet.

Trots indexfondens dåliga resultat ansåg dock Johan Haglund att indexfonder är instrument som bör beaktas då man planerar sin förmögenhetsförvaltning. Eftersom indexfonderna inte ställer krav på att fondförvaltaren måste lyckas med sina placeringsval ger dessa en jämnare utveckling i jämförelse med marknaden över lag. Haglund poängterade även att det finns flera undersökningar som visar att aktivt förvaltade fonder på lång sikt inte klarar av att överprestera mot sitt jämförelseindex eftersom deras högre kostnader tär på avkastningen.

## **9 SLUTDISKUSSION**

Resultatet från denna undersökning visar att det faktist rådde stora skillnader mellan de aktivt förvaltade fonderna och indexfonden under åren 2000–2014. Det skulle ha varit intressant att göra undersökningen utgående från en ännu längre tidsperiod, men då den allmänna fondverksamheten blev möjlig först 1987 och den första indexfonden grundades 1998 så fanns inte den möjligheten. Men då jag nu har datan och kalkylerna för fondernas utveckling kommer det att vara lätt att i framtiden fylla i de årliga resultaten och således fortsätta uppföljningen.

Det skulle även ha varit intressant att ha flera indexfonder inkluderade i jämförelsen men då Seligsons indexfond är den enda av sitt slag som grundats före år 2000 var detta inte möjligt. Avkastningen för indexfonderna, som alltså endast ska följa jämförelseindexets utveckling, torde dock inte skilja sig från varandra på samma sätt som de aktivt förvaltade fonderna vilka kan ha mycket olika investeringsstrategier. Därför skulle ett flertal indexfonder i undersökningen troligtvis inte ha spelat en så stor roll för slutresultatet, i jämförelse med de aktivt förvaltade fonderna, utan skulle snarare ha tillfört en dimension i arbetet där indexfonderans resultat skulle ha jämförts sinsemellan.

Fastän det i dagens läge finns ett begränsat antal indexfonder för Helsingforsbörsen så tror jag ändå deras popularitet kommer att öka i framtiden. I det bankarbete som jag är verksam i kommer det ofta förfrågningar angående indexfonder och ofta ligger de låga kostnaderna som grund för intresset. Personer som vill investera i dessa fonder bör dock känna till indexfondernas brister och förstå att lägre kostnader inte automatiskt för med sig en högre avkastning, vilket denna undersökning bevisat.

Genom internethandeln av värdepapper har fondbolag och mäklare fått nya marknadskanaler genom vilka dessa kan nå ut till sina kunder och dessa företag kan specialisera sig på vissa marknadsnischer, vilket kan skapa ett större urval av indexfonder. Då de traditionella fondbolagen inte vill ge vika för sina lönsamma, aktivt förvaltade fonder skapar det spelutrymme för nya aktörer. Ett exempel på detta är från sommaren 2014 då en av dessa aktörer lanserade den första helt kostnadsfria indexfonden som varken har tecknings-, inlösen- eller förvaltningsprovisioner.

Denna forskning har visat att det inte finns någon fullständig sanning ifråga om större lönsamhet gällande aktiva eller passiva fonder. Undersökningen bör inte ses som en rekommendation för något marknadsinstrument utan är snarare ämnad att öppna ögonen för olika lösningar. Det finns skäl att minnas att jämförelser mellan aktivt förvaltade fonder och indexfonder alltid kan manipuleras genom tidsintervallet för vilket fonderna jämförs. I slutändan kan ingen vara säker på vilken placeringsmetod som i framtiden kommer att klara sig bättre.

Slutligen vill jag påpeka att denna undersökning i alla fall för mig har varit mycket informativ. Utifrån det material som jag tidigare läst hade jag en mera absolut tilltro till

den effektiva marknadshypotesen och de passiva indexfonderna. Jag tänkte mig att indexfondernas låga kostnader inte kunde matchas med de aktiva fondförvaltarnas placeringsstrategier. Jag försökte dock göra en fullständigt objektiv forskning som visade sig bli mycket lärorik, i alla fall för skribenten.

## KÄLLOR

- Brealey, Richard A.; Myers Stewart C.; Allen, Franklin. 2011, *Principles of Corporate Finance*, 10 uppl., New York: McGraw-Hill/Irwin, 944 s.
- Bryman, Alan; Bell, Emma. 2003, *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, Malmö: Liber Ekonomi, 621 s.
- Bryman, Alan; Bell, Emma. 2011, *Business Research Methods*, 3 uppl., New York: Oxford University Press Inc, 765 s.
- Börsstiftelsen. 2008, *Mikä ihmeen ETF? Indeksiosuusrahasto hajauttaa tehokkaasto*, Tillgänglig: <http://www.porssisaatio.fi/blog/2008/08/01/mika-ihmeen-etf-indeksiosuusrahasto-hajauttaa-tehokkaasti/> Hämtad 5.2.2015.
- Börsstiftelsen. 2012, *Sijoitusrahasto-opas 2012*, Helsingfors, Tillgänglig: <http://www.multimagazine.fi/index.php?id=sijoitusrahasto-opas-2012> 43 s. Hämtad 2.2.2015.
- Dunkley, Jamie. 2012, *Debt crisis: Mario Draghi pledges to do 'whatever it takes' to save euro*, The Telegraph, Tillgänglig: <http://www.telegraph.co.uk/finance/financialcrisis/9428894/Debt-crisis-Mario-Draghi-pledges-to-do-whatever-it-takes-to-save-euro.html> Hämtad 4.3.2015.
- Eriksson, Magnus. 2011, *Så bra är indexfonderna*, Privata Affärer, Hämtad 9.5.2015, Tillgänglig: <http://www.privataaffarer.se/borsguiden/fonder/sa-bra-ar-indexfonderna-182272>
- Jarnestad, Johan. 2009, *Finanskrisen steg för steg*, Dagens Nyheter, Tillgänglig: <http://www.bonnier.se/sites/default/files/1148/attached/Finanskrisen.pdf> Hämtad 4.3.2015.
- Kauppalehti. 2015a, *Comptel Oyj (CTL)*, Tillgänglig: <http://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/porssikurssit/osake/?klid=1039> Hämtad 3.3.2015.
- Kauppalehti. 2015b, *Elisa Oyj (ELI)*, Tillgänglig: <http://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/porssikurssit/osake/index.jsp?klid=1143> Hämtad 3.3.2015.
- Kauppalehti. 2015c, *F-Secure Oyj (FSC)*, Tillgänglig: <http://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/porssikurssit/osake/?klid=1049> Hämtad 3.3.2015.
- Kauppalehti. 2015d, *Nokia Oyj (NOK)*, Tillgänglig: <http://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/porssikurssit/osake/?klid=1050> Hämtad 3.3.2015.
- Kauppalehti. 2015e, *Tieto Oyj (TIE)*, Tillgänglig: <http://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/porssikurssit/osake/?klid=1033> Hämtad 3.3.2015.
- Kauppalehti. 2015f, *Lemminkäinen Oyj (LEM)*, Tillgänglig: <http://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/porssikurssit/osake/?klid=1016> Hämtad 4.3.2015.
- Kauppalehti. 2015g, *Metso Oyj (MEO)*, Tillgänglig: <http://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/porssikurssit/osake/index.jsp?klid=1031> Hämtad 4.3.2015.
- Kauppalehti. 2015h, *Outotec Oyj (OTE)*, Tillgänglig: <http://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/porssikurssit/osake/index.jsp?klid=1934> Hämtad 4.3.2015.

- Kauppalehti. 2015i, *SRV Yhtiöt Oyj (SRV)*, Tillgänglig: <http://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/porssikurssit/osake/index.jsp?klid=1946>  
Hämtad 4.3.2015.
- Kauppalehti. 2015j, *YIT Oyj (YTY)*, Tillgänglig: <http://www.kauppalehti.fi/5/i/porssi/porssikurssit/osake/?klid=1119>  
Hämtad 4.3.2015.
- Finansbranschens Centralförbund. 2010, *Sijoitusrahastotutkimus tutkimusraportti maaliskuu 2010*, Helsingfors, Tillgänglig: [http://www.fkl.fi/materiaalipankki/tutkimukset/Dokumentit/Sijoitusrahastotutkimus\\_2010.pdf](http://www.fkl.fi/materiaalipankki/tutkimukset/Dokumentit/Sijoitusrahastotutkimus_2010.pdf) 20 s. Hämtad 2.2.2015
- Herrala, Olli. 2015, Investium: Suomi surkea osakemaa, *Kauppalehti*, 22.1.2015.
- Hurri, Jan. 2011, *Katso, miksi eurokriisi venyy ja paukkuu*, Taloussanommat, Tillgänglig: <http://www.taloussanommat.fi/kansantalous/2011/02/06/katso-miksi-eurokriisi-venyy-ja-paukkuu/20111740/12> Hämtad 4.3.2015.
- Hämäläinen, Karo. 2015, Suomi-rahastoissa piilottelee indeksi, *Kauppalehti*, 16.1.2015.
- Lounasmeri, Sari. 2015, *Sijoitatki Kaappi-Indeksirahastoihin?*, Börsstiftelsen, Tillgänglig: <http://www.porssisaatio.fi/blog/2015/01/05/sijoitatko-kaappi-indeksirahastoon/> Hämtad 5.2.2015.
- Malkiel, Burton G. 2007, *Sattuman kauppaa Wall Streetillä*, 3 uppl., Helsingfors: Talentum, 408 s.
- Martin, Ben. 2014, *Petrofac set to drop out of FTSE 100*, The Telegraph, Tillgänglig: <http://www.telegraph.co.uk/finance/markets/11263067/Petrofac-set-to-drop-out-of-FTSE-100.html> Hämtad 5.2.2014.
- Möttölä, Matias. 2008, *Rahaa rahastoilla*, Helsingin Sanomat, 136 s.
- Pesonen, Mika. 2013, *Sijoituspökkari – säästäjä sijoittajaksi*, Jyväskylä: Docendo Oy, 245s.
- Puttonen, Vesa & Repo, Eljas. 2011, *Miten sijoitan rahastoihin*, 5 uppl., Helsingfors: WSOYpro Oy, 208s.
- Salkunrakentaja. 2013, *Mitä sijoitusrahastojen kuluja mittaava TER-luku kertoo?*, Tillgänglig: <http://www.salkunrakentaja.com/2013/09/mit-sijoitusrahastojen-kuluja-mittaava-ter-luku-kertoo/> Hämtad 4.2.2015.
- Savela, Olli. 2013, *Eurokriisi ja tulokehitys*, Tilastokeskus, Tillgänglig: [http://www.stat.fi/ajk/tapahtumia/2013-06-11\\_tampere\\_savela.pdf](http://www.stat.fi/ajk/tapahtumia/2013-06-11_tampere_savela.pdf) Hämtad 4.3.2015.
- Seligson & Co. *Uuden ajan ratkaisut*, Tillgänglig: <http://www.seligson.fi/suomi/yritys/edellakavija.htm> Hämtad 5.2.2015.
- Seligson & Co. 2015, *Avaintietoesite – Seligson & Co Suomi Indeksirahasto*, Tillgänglig: [http://www.seligson.fi/suomi/esitteet/Esitteet\\_20150119/KIID\\_SUOMI\\_20150119.pdf](http://www.seligson.fi/suomi/esitteet/Esitteet_20150119/KIID_SUOMI_20150119.pdf) Hämtad 5.2.2015.
- Skatt.fi. 2015a, *Placeringsfondsandelar*, Tillgänglig: <http://www.skatt.fi/sv-FI/Personkunder/Placeringar/Placeringsfondsandelar%2814749%29> Hämtad 2.2.2015.
- Skatt.fi. 2015b, *Placeringar*, Tillgänglig: <http://www.skatt.fi/sv-FI/Personkunder/Placeringar> Hämtad 2.2.2015.
- Statpro. 2012, *Sharpe ratio*, Tillgänglig: <http://www.statpro.com/glossary/sharpe-ratio/> Hämtad 2.3.2015.
- Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry. 2001, *Rahastoraportti*, Suomeen sijoittavien sijoitusrahastojen tuotto ja riski 1.2.2000 – 29.12.2000. Tillgänglig:

- <http://www.sijoitustutkimus.fi/wp-content/uploads/2001/01/rr0101.pdf> Hämtad 6.4.2015.
- Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry. 2002, *Rahastoraportti*, Suomeen sijoittavien sijoitusrahastojen tuotto ja riski 1.1.2001 – 31.12.2001. Tillgänglig: <http://www.sijoitustutkimus.fi/wp-content/uploads/2002/01/rr0201.pdf> Hämtad 6.4.2015.
- Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry. 2003, *Rahastoraportti*, Suomeen sijoittavien sijoitusrahastojen tuotto ja riski 1.1.2002 – 31.12.2002. Tillgänglig: <http://www.sijoitustutkimus.fi/wp-content/uploads/2003/01/rr0301.pdf> Hämtad 6.4.2015.
- Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry. 2004, *Rahastoraportti*, Suomeen sijoittavien sijoitusrahastojen tuotto ja riski 1.1.2003 – 31.12.2003. Tillgänglig: <http://www.sijoitustutkimus.fi/wp-content/uploads/2004/01/rr0401.pdf> Hämtad 6.4.2015.
- Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry. 2005, *Rahastoraportti*, Suomeen sijoittavien sijoitusrahastojen tuotto ja riski 31.12.2003 – 31.12.2004. Tillgänglig: <http://www.sijoitustutkimus.fi/wp-content/uploads/2005/01/rr0501.pdf> Hämtad 6.4.2015.
- Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry. 2006, *Rahastoraportti*, Suomeen sijoittavien sijoitusrahastojen tuotto ja riski 31.12.2004 – 31.12.2005. Tillgänglig: <http://www.sijoitustutkimus.fi/wp-content/uploads/2006/01/rr0601.pdf> Hämtad 6.4.2015.
- Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry. 2007, *Rahastoraportti*, Suomeen sijoittavien sijoitusrahastojen tuotto ja riski 31.12.2005 – 31.12.2006. Tillgänglig: <http://www.sijoitustutkimus.fi/wp-content/uploads/2007/01/rr0701.pdf> Hämtad 6.4.2015.
- Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry. 2008, *Rahastoraportti*, Suomeen sijoittavien sijoitusrahastojen tuotto ja riski 1.1.2007 – 31.12.2007. Tillgänglig: <http://www.sijoitustutkimus.fi/wp-content/uploads/2008/01/rr0801.pdf> Hämtad 6.4.2015.
- Suomen Sijoitusrahastoyhdistys ry. 2009, *Rahastoraportti*, Suomeen sijoittavien sijoitusrahastojen tuotto ja riski 1.1.2008 – 31.12.2008. Tillgänglig: <http://www.sijoitustutkimus.fi/wp-content/uploads/2009/01/rr0901.pdf> Hämtad 6.4.2015.
- Suomen Sijoitustutkimus. 2009, *Rahastoraportti*, Suomeen sijoittavien sijoitusrahastojen tuotto ja riski 31.12.2008 – 31.12.2009. Tillgänglig: <http://www.sijoitustutkimus.fi/wp-content/uploads/2010/01/rr1001.pdf> Hämtad 6.4.2015.
- Suomen Sijoitustutkimus. 2010, *Rahastoraportti*, Suomeen sijoittavien sijoitusrahastojen tuotto ja riski 31.12.2009 – 31.12.2010. Tillgänglig: <http://www.sijoitustutkimus.fi/wp-content/uploads/2011/01/rr1101.pdf> Hämtad 6.4.2015.
- Suomen Sijoitustutkimus. 2011, *Rahastoraportti*, Suomeen sijoittavien sijoitusrahastojen tuotto ja riski 31.12.2010 – 31.12.2011. Tillgänglig: [http://www.sijoitustutkimus.fi/wp-content/uploads/2012/01/Rahastoraportti\\_201112.pdf](http://www.sijoitustutkimus.fi/wp-content/uploads/2012/01/Rahastoraportti_201112.pdf) Hämtad 6.4.2015.
- Suomen Sijoitustutkimus. 2012, *Rahastoraportti*, Suomeen sijoittavien sijoitusrahastojen tuotto ja riski 31.12.2011 – 31.12.2012. Tillgänglig:



- [http://www.sijoitustutkimus.fi/wp-content/uploads/2013/01/Rahastoraportti\\_201212.pdf](http://www.sijoitustutkimus.fi/wp-content/uploads/2013/01/Rahastoraportti_201212.pdf) Tillgänglig: 6.4.2015.
- Suomen Sijoitustutkimus. 2013, *Rahastoraportti*, Suomeen sijoittavien sijoitusrahastojen tuotto ja riski 31.12.2012 – 31.12.2013. Tillgänglig: [http://www.sijoitustutkimus.fi/wp-content/uploads/2014/01/Rahastoraportti\\_201312.pdf](http://www.sijoitustutkimus.fi/wp-content/uploads/2014/01/Rahastoraportti_201312.pdf) Hämtad 6.4.2015.
- Suomen Sijoitustutkimus. 2014, *Rahastoraportti*, Suomeen sijoittavien sijoitusrahastojen tuotto ja riski 31.12.2013 – 31.12.2014. Tillgänglig: [http://www.sijoitustutkimus.fi/wp-content/uploads/2015/01/Rahastoraportti\\_201412.pdf](http://www.sijoitustutkimus.fi/wp-content/uploads/2015/01/Rahastoraportti_201412.pdf) Hämtad 6.4.2015.
- Suomen Sijoitustutkimus. 2015, *Rahastoraporttiarkisto*, Tillgänglig: <http://www.sijoitustutkimus.fi/palvelut/instituutiosijoittajille/rahastoraportti/rahastoraporttiarkisto/> Hämtad 30.3.2015
- Suomen Sijoitustutkimus. a, Tillgänglig: <http://www.sijoitustutkimus.fi/> Hämtad 30.3.2015
- Yahoo! Finance. *OMX Helsinki* 25, Tillgänglig: <http://finance.yahoo.com/echarts?s=FFOX.EX+Interactive#{%22range%22%3A{%22start%22%3A%222000-01-01T10%3A00%3A00.000Z%22%2C%22end%22%3A%222014-12-31T10%3A00%3A00.000Z%22}%2C%22scale%22%3A%22linear%22}> Hämtad 3.3.2015.
- Ålandsbanken. *Rahastojen verotus Suomessa*, Tillgänglig: [http://www.alandsbanken.fi/info/opencms/Finland/fi/pankkipalvelut/saasta\\_ja\\_sijoita/rahastot/verotus/](http://www.alandsbanken.fi/info/opencms/Finland/fi/pankkipalvelut/saasta_ja_sijoita/rahastot/verotus/) Hämtad 15.2.2015

## BILAGA 1. FONDERNAS UTVECKLING ÅR FÖR ÅR

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Aktia Capital	-3,5 %	-0,8 %	-4,6 %	28,4 %	21,1 %	35,4 %	26,5 %	8,0 %	-46,5 %	55,6 %	27,9 %	-26,2 %	17,1 %	31,1 %	2,0 %
Alfred Berg Finland	-22,7 %	-26,6 %	-18,4 %	27,7 %	22,5 %	30,5 %	30,3 %	11,2 %	-43,0 %	58,7 %	25,2 %	-30,1 %	5,7 %	30,7 %	4,4 %
Danske Suomi Osake	-5,9 %	-28,4 %	-18,4 %	23,0 %	18,5 %	29,5 %	31,0 %	7,7 %	-47,1 %	47,6 %	27,2 %	-24,2 %	19,3 %	27,8 %	5,2 %
Evli Suomi Select	-13,2 %	-29,3 %	-18,0 %	29,2 %	18,1 %	38,3 %	25,0 %	13,1 %	-46,7 %	47,5 %	25,5 %	-28,5 %	11,9 %	26,6 %	-0,7 %
Nordea Suomi	-25,5 %	-19,8 %	-12,2 %	23,3 %	21,0 %	28,2 %	25,4 %	9,9 %	-49,9 %	53,3 %	29,0 %	-29,0 %	15,7 %	29,0 %	4,8 %
OP-Delta	-14,9 %	-8,9 %	-17,1 %	26,7 %	21,3 %	30,3 %	28,7 %	6,8 %	-46,1 %	41,2 %	21,8 %	-26,7 %	16,3 %	32,7 %	8,7 %
SEB Finlandia B	-32,3 %	-10,3 %	-9,0 %	28,0 %	20,5 %	29,4 %	28,7 %	11,7 %	-43,3 %	39,7 %	29,8 %	-30,9 %	17,7 %	27,6 %	9,6 %
Seligson Indeksirahasto	-27,6 %	-28,8 %	-17,4 %	22,6 %	24,2 %	28,9 %	29,0 %	4,8 %	-47,8 %	45,8 %	32,8 %	-27,3 %	17,2 %	29,6 %	7,6 %

## BILAGA 2. FONDERNAS KUMULATIVA UTVECKLING 2000–2014

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Aktia Capital	99,00	95,54	94,77	90,41	116,09	140,58	190,35	240,79	260,05	139,13	216,49	276,88	204,34	239,28	313,70	319,97
Alfred Berg Finland	100,00	77,30	56,74	46,30	59,12	72,43	94,52	123,15	136,95	78,06	123,88	155,10	108,41	114,59	149,77	156,36
Danske Suomi Osake	99,00	93,16	66,70	54,43	66,95	79,33	102,74	134,58	144,95	76,68	113,17	143,96	109,13	130,20	166,38	175,05
Evli Suomi Select	100,00	86,80	61,37	50,32	65,02	76,78	106,19	132,74	150,13	80,02	118,03	148,12	105,91	118,51	150,04	148,98
Nordea Suomi	99,00	73,76	59,14	51,94	64,06	77,52	99,38	124,61	136,94	68,64	105,21	135,70	96,40	111,54	143,93	150,81
OP-Delta	99,00	84,25	76,75	63,63	80,61	97,78	127,39	163,92	175,00	94,38	133,28	162,35	118,95	138,35	183,57	199,54
SEB Finlandia B	99,00	67,02	60,12	54,71	70,03	84,38	109,19	140,53	156,97	89,00	124,34	161,39	111,52	131,26	167,49	183,57
Seligson Indeksirahasto	99,90	72,33	51,50	42,54	52,15	64,77	83,49	107,70	112,87	58,92	85,90	114,08	82,94	97,20	125,97	135,55

## BILAGA 3. FONDERNAS VOLATILITET ÅR FÖR ÅR

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Aktia Capital	17,6	16,0	15,1	12,2	8,4	9,1	14,3	16,9	27,2	22,1	18,3	28,5	18,1	14,4	15,3
Alfred Berg Finland	37,6	33,6	24,8	18,7	12,1	10,7	15,9	16,1	32,8	28,7	20,5	27,8	20,2	12,5	13,3
Danske Suomi Osake	32,7	29,4	22,0	16,7	11,2	10,9	15,9	19,9	34,9	28,1	20,4	28,2	19,6	14,6	14,9
Evli Suomi Select	36,9	30,0	22,4	17,0	9,9	9,9	13,5	15,6	29,6	24,8	19,5	29,8	22,1	14,0	13,8
Nordea Suomi	29,0	26,2	21,9	15,0	11,0	10,0	14,0	15,0	32,2	27,8	21,2	29,4	22,0	14,4	14,0
OP-Delta	34,4	26,8	24,3	18,6	11,4	11,1	15,4	18,9	32,4	27,0	19,8	29,9	22,4	14,7	14,7
SEB Finlandia B	38,5	26,6	21,4	17,2	12,0	11,1	15,8	18,6	31,3	25,5	21,4	33,2	20,8	15,7	16,2
Seligson Indeksirahasto	39,9	34,5	24,7	19,7	12,4	11,4	16,0	19,9	33,3	28,0	20,3	29,3	21,6	15,8	16,8

## BILAGA 4. FONDERNAS SHARPE-TAL ÅR FÖR ÅR

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Aktia Capital	-0,4	-0,4	-0,5	2,1	2,2	3,6	1,6	0,2	-1,9	2,4	1,5	-1,0	0,9	2,1	0,1
Alfred Berg Finland	-0,7	-0,9	-0,9	1,3	1,7	2,7	1,7	0,4	-1,5	2,0	1,2	-1,1	0,2	2,4	0,3
Danske Invest Suomi Osak	-0,3	-1,1	-1,0	1,2	1,4	2,5	1,8	0,2	-1,5	1,6	1,3	-0,9	0,9	1,9	0,3
Evli Suomi Select	-0,5	-1,1	-1,0	1,6	1,6	3,7	1,6	0,6	-1,8	1,8	1,3	-1,0	0,5	1,9	-0,1
Nordea Suomi	-1,0	-0,9	-0,7	1,4	1,7	2,6	1,6	0,4	-1,7	1,9	1,3	-1,0	0,7	2,0	0,3
OP-Delta	-0,5	-0,5	-0,8	1,3	1,7	2,5	1,7	0,1	-1,6	1,5	1,1	-0,9	0,7	2,2	0,6
SEB Finlandia B	-0,9	-0,6	-0,6	1,5	1,5	2,5	1,6	0,4	-1,6	1,5	1,4	-1,0	0,8	1,7	0,6
Seligson & CO Suomi Inde	-0,8	-1,0	-0,8	1,0	1,8	2,3	1,6	0,0	-1,6	1,6	1,6	-1,0	0,8	1,9	0,4

## BILAGA 5. FONDERNAS KUMULATIVA UTVECKLING 2005-2014

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Aktia Capital	99	134	170	183	98	152	195	144	169	221	225
Alfred Berg Finland	100	131	170	189	108	171	214	150	158	207	216
Danske Suomi Osake	99	128	168	181	96	141	180	136	162	208	218
Evli Suomi Select	100	138	173	196	104	154	193	138	154	195	194
Nordea Suomi	99	127	159	175	88	134	173	123	142	184	193
OP-Delta	99	129	166	177	96	135	164	120	140	186	202
SEB Finlandia B	99	128	165	184	104	146	189	131	154	196	215
Seligson Indeksirahasto	100	129	166	174	91	132	176	128	150	194	209

## BILAGA 6. SKRIFTLIG INTERVJU MED PLACERINGSCHEF JOHAN HAGLUND

Frågorna besvarades skriftligen på Aktia Bank Abp:s kontor i Hagalund den 6.5.2015.

1. Hur skulle du på förhand ha gissat att resultatet sett ut?

” Att de aktivt förvaltade fonderna inte skulle klara sig så bra jämfört med den indexbaserade. Åtminstone inte att indexfonden skulle vara sämst av de alla.”

2. Var det en överraskning att indexfonden klarat sig så märkbart mycket sämre än de aktivt förvaltade fonderna?

”Överraskande är att volatiliteten på den indexbaserade är så mycket högre än de aktiva fonderna, vilket leder till det klart sämsta Sharpe-talet. I ögon fallande är Aktia

Capitals goda prestation, de övriga aktiva fonderna är klart mera i linje med indexfonden.”

3. Trots indexfondens dåliga prestation under 2000–2014, anser du att indexfonderna är produkter att ta i beaktande i privatpersoners förmögenhetsförvaltning?

”Ja, i en indexfond är placeraren inte beroende av att förvaltaren lyckas med sina val av placeringar, utan avgörande är mera hur marknaden klarar sig överlag. Många undersökningar visar också att de aktivt förvaltade fonderna inte i det långa loppet klarar av att ge överavkastning jämfört med indexfonder. En stor del av den eventuella överavkastningen brukar ätas upp av de aktiva fondernas kostnader.”