



Sveriges lantbruksuniversitet
Fakulteten för naturresurser och lantbruksvetenskap
Institutionen för ekonomi

Analysmetoden value investing

– ett stöd för aktieinvestorer att nå en riskjusterad överavkastning på börsen

The method for analysis value investing – a support for investors to achieve a risk adjusted excess return on the stock market

Danilo Eriksson Cordeschi
Niklas Sävås

Analysmetoden value investing - ett stöd för aktieinvestorer att nå en riskjusterad överavkastning på börsen

The method for analysis value investing – a support for investors to achieve a risk adjusted excess return on the stock market

Danilo Eriksson Cordeschi
Niklas Sävås

Handledare: Carl Johan Lagerqvist, SLU,
Institutionen för ekonomi

Examinator: Karin Hakelius, SLU,
Institutionen för ekonomi

Omfattning: 15 hp

Nivå och fördjupning: Grund C

Kurstitel: Självständigt arbete i företagsekonomi

Kurskod: EX0538

Program/utbildning: Ekonomi – kandidatprogram

Utgivningsort: Uppsala

Utgivningsår: 2011

Serienamn: Examensarbete

Nr: 667

ISSN 1401-4084

Elektronisk publicering: <http://stud.epsilon.slu.se>

Nyckelord: aktie, fond, value investing, värdeaktie, finansiell teori, risk, avkastning.



Sveriges lantbruksuniversitet
Fakulteten för naturresurser och lantbruksvetenskap
Institutionen för ekonomi

Förord

Till en början skulle vi vilja tacka Gustav Johed från Stockholms Universitet för att han har figurerat som ett bollplank i vårt arbete. Han har gett oss kloka råd och varit bidragande till att föra uppsatsarbetet framåt. Vi vill även tacka vår handledare Carl Johan Lagerqvist för att ha hjälpt oss att förbättra arbetet. I övrigt skulle vi vilja tacka de personer som ställde upp på intervjuer med oss. Först och främst skulle vi vilja rikta ett stort tack till Per Håkan Börjesson, VD på Spiltan AB, som var vår största inspirationskälla i arbetet. Han hjälpte oss med att i ett tidigt skede ge oss tips på hur vi kunde utveckla arbetet. Det gäller även Jörgen Wärmlöv från Spiltan Fonder. Vi skulle även vilja tacka Erik Brändström på Spiltan Fonder som gav oss en intressant och empirisk infallsvinkel i arbetet. Detsamma gäller för Henrik Didner från fondbolaget Didner & Gerge samt Thomas Ramsälv från Odin Fonder. Vidare skulle vi vilja tacka Jonas Lindmark från Morningstar för hans hjälp med att ta fram kvantitativa data gällande fondernas risk och avkastning.

Niklas Sävås

Danilo Eriksson Cordeschi

2011-05-20

Summary

Different methods have been used over the years by investors to analyze the value of businesses and stocks. Value investing is one of these methods. The method for analysis of value investing is based on the fundamental value of a business. Many professional investors have shown that the method can outperform the index of the market despite financial theories say that that isn't possible. The aim of this essay is to illustrate if the method of value investing can be used, with success, on the Swedish stock market. With the answer of that, the aim is to support investors to make good choices regarding their investments in Swedish equity funds.

The approach of the study is to discuss the theories in the specific area of value investing and financial theories which has emphasis in academic research. A qualitative study on the three Nordic fund companies Spiltan Fonder, Didner & Gerge Fonder and Odin Fonder is implemented. The concept of risk in financial theory is taken into account from an academic approach and also linked together with the method for analysis of value investing and the risk taking in the different funds. A quantitative study is made over the funds results and risk taking.

After the analysis of the equity funds it emerges that all of the funds have a method of analysis which is similar to value investing. That is mostly based on the approach which the equity funds have, to analyze the businesses from different fundamental parameters. From the starting points of the funds, they have all outperformed the market index of Stockholmsbörsen before taken account to the charges of the funds. It leads to the assumption that the equity funds of Spiltan, Didner & Gerge and Odin could be recommended as better choices for investors than an equity fund that follows the market index of Stockholmsbörsen. Question marks have been raised about how high the risks in the funds have been during the period of study. That's because the risk variables are dissimilar over different time periods and also between the funds. It's seems like the risk adjusted return is higher than the market index but more research in the area of study is needed to confirm that hypothesis.

Sammanfattning

Olika strategier har genom åren använts av investerare för att analysera värdet av företag och aktier. Value investing är en av dessa metoder. Analysmetoden utgår ifrån ett företags fundamentala värden vid aktieanalys. Flera professionella investerare har visat att metoden kan skapa högre avkastning än marknadsgenomsnittet trots att finansiella teorier påstår att det inte är möjligt. Syftet med uppsatsen är att belysa huruvida investeringsmetoden value investing med framgång kan appliceras på den svenska marknaden. Målet med det är att ge stöd för investerare att göra goda val med sina investeringar avseende val av svenska aktiefonder. Finansiella teorier undersöks för att notera om teorierna kan ge svar på aktiemarknadens rörelser.

Undersökningen utgår från teorier som finns inom området value investing samt finansiella teorier, som har stor tyngd i forskarvärlden. En kvalitativ studie på de tre nordiska fondbolagen, Spiltan Fonder, Didner & Gerge Fonder samt Odin Fonder genomförs. Hänsyn tas till begreppet risk ur ett teoretiskt perspektiv för att sedan kopplas samman med analysmetodens och fondernas risktagande. Det skapar en översikt över hur hög den riskjusterade avkastningen är inom value investing och även hur hög den har varit för fonderna. En kvantitativ undersökning görs över fondernas resultat och risktagande.

Efter att ha analyserat fonderna framkommer det att alla fonder har en placeringsstrategi som påminner om analysmetoden value investing. Det beror huvudsakligen på att de är inriktade på att analysera företag utifrån olika fundamentala riktvärden vilket är grundpelaren inom value investing. Räknat från fondernas start har samtliga fonder presterat en överavkastning kontra marknadsindexet för Stockholmsbörsen. Det medför att Spiltans, Didner & Gerges samt Odins fonder skulle kunna rekommenderas som bättre val än de fonder som endast följer ett index för Stockholmsbörsen. Frågetecken ställs kring hur högt risktagandet har varit i fonderna under mätperioden då resultaten för fondernas risknivå skiljer sig åt över tid samt mellan fonderna. En hel del talar för att den riskjusterade avkastningen har varit högre än marknadsgenomsnittet men ytterligare forskning inom området krävs för att bekräfta den hypotesen.

Definition av termer

Aktiefond är en fond där fondinnehavet består av minst 75 % aktier eller aktierelaterade värdepapper.

Direktavkastning (utdelning per aktie/ aktiekurs) visar en akties avkastning baserat på bolagets utdelning.

Diskontering beräkning av nuvärdet av framtida in- eller utbetalningar, bl.a. vid investeringskalkylering.

Emission betyder utgivande av värdepapper

Index beskrivs normalt som den genomsnittliga värdeförändringen för ett bestämt urval värdepapper på en specifik marknad. Många fonder använder specifika jämförelseindex för att mäta fondens prestationer.

Korrelation är termen för statistiskt samband mellan två enheter.

NAV-kurs ”net asset value” är värdet på fondandelen. Värdet beräknas genom att dividera fondförmögenheten med antal fondandelar.

P/e-talet (aktiekurs/vinst per aktie) är ett finansiellt nyckeltal som visar hur högt/lågt värderat en aktie är. Nyckeltalet beräknas genom att dividera den aktuella aktiekursen med bolagets senaste vinst per aktie (bolagets senaste redovisade vinst dividerat med antal aktier). Om P/e-talet är högt innebär det bolagets senaste redovisade vinst är låg i förhållande till aktiekursen.

P/b-talet (aktiekurs/eget kapital per aktie) visar skillnaden mellan marknadsvärdet per aktie och det redovisade värdet (det redovisade värdet är normalt lägre). Om talet är högt innebär det att aktiekursen är hög i förhållande till bolagets redovisade värde.

Portfölj är en vanlig benämning inom finansvärlden för en samling av olika värdepapper.

Räntebärande värdepapper är en gemensam benämning på de värdepapper som erbjuder en fast ränta samt återbetalning av insatt summa.

Substansvärde är värdet på skillnaden mellan ett bolags tillgångar och skulder (nettovärde).

Sverigefond är en fond som endast placerar i svenska värdepapper.

TER (total kostnadsandel) är fondens samtliga kostnader per år, anges i procent. Kostnader som inkluderas är förvaltningsavgifter, administrativa avgifter, transaktionsavgifter och skatter.

Tillväxtaktie kan definieras som de aktier vars vinst förväntas stiga snabbt av placerarna.

Utdelning är den kontant ersättning innehavaren av värdepappret erhåller.

Volatilitet är ett begrepp som beskriver hur avkastningen varierat över tiden. Hög volatilitet innebär både hög risk och större chans till hög avkastning.

Värdeaktie beskrivs som lågt värderade aktier uppmätta med nyckeltal som exempelvis P/e och P/b.

Innehållsförteckning

1 INTRODUKTION	1
1.1 PROBLEMBAKGRUND	1
1.2 PROBLEM	3
1.3 SYFTE	4
1.4 AVGRÄNSNING	4
2 METOD	5
2.1 PRIMÄRDATA OCH SEKUNDÄRDATA	5
2.2 KVALITATIV METOD KONTRA KVANTITATIV METOD	5
2.3 LITTERATURGENOMGÅNG	6
2.3.1 Källkritik	7
2.4 EMPIRISK UNDERSÖKNING	8
2.4.1 Validitet och reliabilitet	9
2.5 DISPOSITION	9
3 TEORI	10
3.1 TEORIN OM VALUE INVESTING	10
3.1.1 Bakgrund till analysmetoden value investing	10
3.1.2 Tillvägagångssätt vid val av aktier	11
3.1.3 Framgång med analysmetoden value investing	12
3.2 RISKEXPONERING MED VALUE INVESTING	12
3.2.1 Risk och osäkerhet	12
3.2.2 Risk genom avvikelser	13
3.2.3 Systematisk risk med betavärde	13
3.2.4 Effekten av diversifiering	13
3.2.5 Riskjusterad avkastning med value investing	14
3.3 KRITIK OCH STÖD TILL NYTTAN AV VALUE INVESTING UR FINANSIELL TEORI	15
3.3.1 Den effektiva marknadshypotesen ur ett historiskt perspektiv	15
3.3.2 Den effektiva marknadshypotesen ur ett modernt perspektiv	16
3.3.3 Behavioral finance – dagens förklaring till marknadsanomalier	16
4 EMPIRI	18
4.1 SPILTAN MED FONDEN AKTIEFOND STABIL	18
4.1.1 Bakgrund	18
4.1.2 Tillvägagångssätt vid val av aktier	18
4.1.3 Fondens utveckling kontra Stockholmsbörsen	20
4.1.4 Fondens risktagande	21
4.2 DIDNER & GERGE MED SVERIGEFONDEN	21
4.2.1 Bakgrund	21
4.2.2 Tillvägagångssätt vid val av aktier	22
4.2.3 Fondens utveckling kontra Stockholmsbörsen	23
4.2.4 Fondens risktagande	24
4.3. ODIN FONDER MED SVERIGEFONDEN	25
4.3.1 Bakgrund	25
4.3.2 Tillvägagångssätt vid val av aktier	25
4.3.3 Fondens utveckling kontra Stockholmsbörsen	27
4.3.4 Fondens risktagande	28
5 ANALYS	29
5.1 AVKASTNING SAMT TILLVÄGAGÅNGSSÄTT VID VAL AV AKTIER	29
5.2 FINANSIELL TEORI OCH RISK	31
6 SLUTSATS	33
7 DISKUSSION	35
KÄLLFÖRTECKNING	37
Internet	37
Litteratur	38
Personliga meddelanden	40
BILAGA 1 – INTERVJUFRÅGOR	41

1 Introduktion

I detta avsnitt presenteras bakgrunden till ämnet aktieanalys och analysmetoden value investing. En kortare bakgrund till dagens finansiella teorier ges även. Inom ämnet aktieanalys och fondsparande finns olika problem som kommer att belysas i kapitlet. I övrigt kommer syftet med uppsatsen att preciseras och till sist görs en avgränsning inom ramen för undersökningen.

1.1 Problembakgrund

Handel med företagsandelar började redan på 1600-talet (Ferguson, 2008, s. 123-130). Handelsföretaget ”det förenade ostindiska kompaniet (VOC)” blev det första offentligt ägda företaget då de emitterade aktier på marknaden när de behövde få in mer pengar till sin verksamhet. En andrahandsmarknad uppstod sedan där aktieägare kunde sälja vidare sina aktier till högstbjudande. Eftersom andrahandshandeln av VOC aktier var så pass livlig ledde detta till utvecklingen av en handelsplattform, eller såkallad börs.

Idag har i princip alla utvecklade länder en handelsplats som möjliggör handel med aktier. Börser bidrar till en effektiv resursfördelning genom att de pengar som finns i samhället snabbt och smidigt överförs till de företag som har mest användning för pengarna (Blennow, 2009, s. 45 & 65-66). Den mest populära sparformen bland den svenska befolkningen är aktiefonder. En aktiefond innehåller många olika aktier, ofta från flera branscher, vilket sänker risken på den sammanlagda portföljen. Det beror på att bolagsrisken, att det ska ske något negativt för ett specifikt bolag, minskar. Många teorier förespråkar att sparandet ska ske i omkring tio olika bolag från olika branscher för att bolagsrisken ska bli så låg som möjligt. En normal aktiefond måste innehålla minst 16 olika aktier vilket skapar den efterfrågade riskspridningen.

För privatpersoner är det svårt att välja rätt bland alla typer av fonder som finns (pers. medd., Börjesson, 2011). Enligt fondsjten Morningstar finns det 99 stycken aktiefonder att välja mellan som är inriktade på den svenska marknaden (www, morningstar 1, 2011). Därutöver finns det 57 stycken svenska aktiefonder som är inriktade på små- och medelstora bolag. En aktiefond ska innehålla minst 75 procent aktier (Blennow, 2009, s. 116). Den resterande delen kan bestå av andra typer av värdepapper, som exempelvis räntebärande värdepapper. Bland aktiefonder talas det om att det finns aktiva och passiva fonder (Börjesson, 2008, s. 98-105). De aktiva fonderna strävar efter att ge en avkastning som är högre än ett särskilt marknadsindex, medan de passiva fonderna, indexfonderna, ska följa ett specifikt index. Ett index väger samman den utveckling som sker i flera olika aktier, ofta på en hel börs, och används därför som ett jämförelsetal. Det vanligaste aktieindexet i Sverige är OMXSPI (Blennow, 2009, s. 65). Detta index gör en sammanvägning av alla noterade aktier på Stockholmsbörsen.

Olika strategier har genom åren använts för att analysera värdet av företag och aktier (Blennow, 2009, 100-107). Det finns två generella metoder för att analysera om ett företags

aktie är felaktigt prissatt, fundamental analys respektive teknisk analys (Nilsson, *et al*, 2002, s. 20). I stora drag innebär fundamental analys att ett bolag eller en aktie värderas på basis av information om företaget och dess framtidsutsikter (Nilsson, *et al*, 2002, s. 20). Teknisk analys tar hänsyn till statistik och hur den historiska utvecklingen av börskursen har sett ut.

Value investing är en analysmetod som utgår ifrån grundtanken med fundamental analys (Bernhardsson, 2002, s. 192-193). I stort kan value investing sägas vara en strategi som favoriserar investeringar i undervärderade aktier, vilka kallas för värdeaktier (Sörensen & Thum, 1992, s. 51-58). Metoden har visat sig kunna skapa monetära värden över tid. Några som har bevisat det och skapat en överavkastning på börsen internationellt sett är bland annat Benjamin Graham, som brukar kallas för ”fadern av value investing” samt Warren Buffett, världens genom tiderna mest framgångsrika aktieinvestorare (Schroeder, 2008, s. 123-150, Börjesson, 2009, s. 17-24). Graham (2003) menade att det med jämna mellanrum uppstår avvikelser på marknaden mellan en akties värde och dess pris, så kallade marknadsanomalier (Graham, 2003, s. 12-17). Om en investerar ständigt koncentrerar sig på att utnyttja dessa avvikelser när de nått en viss nivå, är det möjligt att över långa tidsperioder överträffa marknads utveckling med låg risk.

Fundamental analys, value investing och teknisk analys är inte de enda strategierna som används som aktiva analysmetoder för att värdera aktier (Malmer & Pettersson, 2009, s. 7-18). Ytterligare en aktiv strategi som förekommer är en analysstrategi med inriktning mot tillväxtaktier. Med den strategin är den viktigaste parametern tillväxt, det vill säga att företagets omsättning växer i en hög takt. Däremot är det så att den ena parametern inte utesluter den andra. Det finns så kallade värdeaktier som visar upp en tillväxt på liknande sätt som tillväxtaktier. Andra förekommande aktiva strategier är att följa insynspersoner i deras handelsmönster då dessa personer har god insyn i hur det går för ett företag. Därför brukar det ses som en köp- eller säljsignal när insynspersonerna köper eller säljer aktier. Gemensamt för de aktiva strategierna är att de försöker överträffa ett särskilt marknadsindex.

En av de teorier som beskriver att det inte går att överträffa index över tid är den effektiva marknadshypotesen (Nilsson, *et al*, 2002, s. 28). Den utgår från att aktiemarknaden är effektiv och att aktier som är noterade på en marknadsplats ständigt är rätt prissatta. Det sägs därför vara statistiskt omöjligt att överträffa index på denna marknadsplats över tid. Teorin utgår från att alla investerar ständigt agerar rationellt. Ett historiskt exempel på tanken om rationalitet finns att hämta så sent som åren kring millennieskiftet. Prissättningen på främst IT-aktier var inte normal utan dessa aktier var kraftigt övervärderade. Det tyder på att det finns psykologiska eller andra spekulativa faktorer som kan störa prissättningen. Inom det psykologiska ämnesområdet finns en teori som heter behavioral finance. Denna teori kan enligt många förklara en del marknadsanomalier som löpande förekommer på finansmarknaderna (Baker & Wurgler, 2007, s. 129).

På den svenska marknaden finns det fondbolag som säger sig använda analysmetoden value investing (pers. medd., Börjesson, 2011). Spiltan Fonder samt det norska fondbolaget Odin Fonder är två exempel på sådana bolag. Ett annat fondbolag som använder sig av en metod

med inspiration från value investing är den uppländska fondkommissionären Didner & Gerge. Alla dessa fondbolag är aktiva i sina investeringsval och strävar efter att överträffa ett visst marknadsindex.

1.2 Problem

Det är generellt svårt för investerare att bedöma vilka investeringar i aktier och andra värdepapper som passar en person bäst (Börjesson, 2008, s. 38-44, 101-103). Människor tar inte reda på vad alternativen är och vet senare inte vad de har köpt. För privatpersoner är pensionssparandet samt det individuella sparandet två viktiga sparformer. Inom båda dessa grenar är fonder och då särskilt aktiefonder intressanta. Landets banker ska vara institutioner som hjälper konsumenterna att göra bra val för deras privatekonomi. Bankerna har dock sedan en tid kritiserats för att ge bristfälliga råd till sina kunder vilket uppmärksammas av Börjesson (2008). Han kritiserar bankerna för att ge råd till sina kunder att spara i fonder som tar ut oproportionerligt höga avgifter i förhållande till bankernas insats. Då många privatpersoner saknar den kunskap som krävs inom området, och därför litar blint på banken, medför detta svårigheter för dem att göra goda placeringsval.

Något som förstärker problematiken är att fondsparandet har ökat och blivit den mest frekventa sparformen i Sverige (www, fondbolagen, 2010). Av den svenska befolkningen sparar 83 procent av männen och 80 procent av kvinnorna mellan 18 och 74 år i fonder. Inräknas även pensionssparande genom premiepensionen är andelen 99 procent av den svenska befolkningen. I fråga om risktagande skiljer sig det ganska kraftigt mellan kvinnor och män där männen är mer riskbenägna. Andelen svenska män som prioriterar låg risk i sitt fondsparande är 26 procent mot 42 procent för kvinnor. Detta betyder att en stor del av den svenska befolkningen prioriterar låg risk i sitt fondsparande.

Gällande fonder finns det sådana som är passiva, som följer ett särskilt index, och de som är aktiva och försöker överträffa ett index (Börjesson, 2008, s. 98-105). Kunder som väljer en aktiv fond betalar en avgift för att fonden ska försöka överträffa index. Ett problem är att vissa fonder marknadsförs som aktiva trots att de i själva verket är passiva. Dessa passiva fonder kallas för dolda indexfonder. Avgiften motsvarar den för de aktiva fonderna trots att de inte försöker skapa något mervärde. De passiva fonderna växte fram under en tid då den effektiva marknadsteorin uppmärksammades. Enligt denna teori är det över tid omöjligt att slå index, varför aktiva fonder inte ska kunna skapa något monetärt värde. Enligt Björn Wilke, med långvarig erfarenhet från aktiemarknaden som börsjournalist för Dagens Industri, är det också väldigt få fonder som lyckas överträffa index över tid (pers. medd., Wilke, 2011).

Den effektiva marknadshypotesen har utmanats av investerare och teoretiker som anser att det över tid är möjligt att prestera bättre än ett visst marknadsindex (Nilsson, *et al*, 2002, s. 28). En investeringsmetod som sägs kunna skapa överavkastning på börsen över tid är value investing (Börjesson, 2009, s. 17-24). Ett flertal internationella investerare har uppmärksammats genom att med denna metod ha överträffat index över tid. Det finns inga tidigare undersökningar över hur svenska fonder och investerare har presterat genom metoden

i jämförelse med Stockholmsbörsen. Däremot finns undersökningar som analyseras om value investing används av fondförvaltare på den svenska (Möller & Wärmlöv, 2010). En fråga att analysera är därför kopplingen till om de nordiska fondförvaltarna Spiltan Fonder, Odin Fonder och Didner & Gerge Fonder använder metoden value investing samt om de har lyckats med den och uppnått en överavkastning på Stockholmsbörsen.

1.3 Syfte

Huvudsyftet med uppsatsen är att analysera om investeringsmetoden value investing kan generera överavkastning på den svenska marknaden. Detta genom en undersökning på Spiltans fond, Aktiefond Stabil, Odins Sverigefond samt Didner & Gerges Sverigefond, som alla sägs använda sig av metoden value investing. Dessa investerare analyseras för att ge svar på om de verkligen har använt sig av metoden value investing och uppnått en överavkastning på Stockholmsbörsen. Undersökningen leder även till frågan om det finns någon anledning för svenska privatpersoner att välja en fond som aktivt försöker överträffa index genom value investing. Värde med det är att bidra till att få dessa personer att välja bättre fonder för sitt privatsparande.

Teorier inom det finansiella området undersöks för att besvara huruvida de kan förklara om value investing skapar ett mervärde. Meningen med det är att undersökningen ska svara på om fondbolagen tar hänsyn till finansiella teorier i sina analysmetoder. För att möjliggöra en analys på hur risktagande och avkastning hänger ihop med analysmetoden tas även begreppet risk upp. Något som analyseras är om en investerare måste vara mer riskmedveten för att spara i aktiefonder med placeringsstrategin value investing jämfört med den generella risken som finns på den svenska aktiemarknaden.

1.4 Avgränsning

Undersökningen om value investing avgränsas till den svenska aktiemarknaden. Den empiriska studien omfattar fondförvaltare med placeringsinriktning mot Sverige. De fondbolag som analyseras är Spiltan Fonder, Didner & Gerge Fonder samt Odin Fonder. Valet av dessa fondbolag beror på att de sägs ha en strategi som sägs påminna om value investing.

Eftersom det förekommer många olika teorier inom det undersökta ämnet har en avgränsning behövt göras. Teorimaterialet som används inom aktieanalys har avgränsats till att innefatta fundamental analys och value investing då dessa analysmetoder påminner om varandra. Inom ämnesområdet risk har en avgränsning gjorts inom teorin till att innefatta mått som är standardiserade för mätning av aktiers och fonders risktagande. En undersökning av de finansiella teorierna behavioral finance samt den effektiva marknadshypotesen görs för att få svar på om det finns någon koppling mellan dagens finansiella teorier med inriktningen value investing. Dessutom görs detta för att notera om teorierna kan ge svar på aktiemarknadens rörelser. Trots att den empiriska ansatsen är inriktad mot svenska fondbolag bygger den

teoretiska ansatsen endast på resultat som har uppkommit internationellt. Anledningen till det är att det saknas undersökningar över resultat på den svenska aktiemarknaden.

2 Metod

I denna del beskrivs hur författarna har gått tillväga i arbetet med uppsatsen. Förklaringar ges till uppsatsens upplägg, vilka teorier som har använts samt vilka personer som har intervjuats. De kanaler och den metod som har använts för att få fram det material som har använts i uppsatsen presenteras. Slutligen beskrivs uppsatsens disposition.

2.1 Primärdata och sekundärdata

Primärdata består av information som tagits fram för ett speciellt syfte (Bryman, 2008, 296-300). Denna information är tidskrävande att ta fram då den kräver egna undersökningar. Fördelen med primärdata är att den är direkt kopplad till det studerade forskningsområdet samt att det är enkelt att kontrollera kvaliteten på informationen som används i undersökningen. Sekundärdata är information som tagits fram tidigare till ett annat syfte. Denna information är inte lika tidskrävande att ta fram då den består av redan gjorda undersökningar. Andra fördelar med användning av sekundärdata är bland annat att den består av kvalitetsdata som har tagits fram genom rigorösa forskningsmetoder av erfarna forskare. Användning av tidigare undersökningar kan leda till nya tillämpningsområden. I denna uppsats består primärdatan av intervjuer som har gjorts med företrädare för fondbolagen Spiltan Fonder, Odin Fonder samt Didner & Gerge Fonder. Sekundärdatan har legat till grund för det teorimaterial som tagits fram i uppsatsen. Denna information består även av de siffror som används i beräkningen av fondbolagens avkastning samt risknivå i empiriavsnittet.

2.2 Kvalitativ metod kontra kvantitativ metod

Kvantitativ respektive kvalitativ metod skiljer på att allt inte kan mätas på ett objektivt sätt (Starrin & Svensson, 1994, s. 55 & 63). En kvantitativ metod brukar sägas vara en grund för objektivitet genom analys av hårddata medan fenomen som undersöks med en kvalitativ metod anses utgöras av mjukdata. Skillnaden mellan metoderna är alltså att kvantitativa forskare utför mätningar i sifferform medan kvalitativ forskning bygger på annan datainsamling (Bryman, 2008, s. 21-23 & 391). Detta utesluter däremot inte att metoderna kan komplettera varandra. Att kvalitativ forskning inte analyserar siffror och på grund av att omfattningen av en kvalitativ studie inte är tillräckligt stor bidrar till svårigheter med att generalisera ett resultat för en hel population. En kvalitativ metod har använts i uppsatsen för att få information om mjukdata i form av fondernas placeringsstrategi och fondförvaltarnas syn på aktiemarknaden i stort.

Kvalitativ forskning kan alltså sägas vara en strategi som analyserar ord istället för insamling och analys av hårddata (Bryman, 2008, s. 22). Den kvalitativa metoden kan sägas vara en induktiv metod som används för att hitta likheter och skillnader mellan teori och empiri samt

där fokus ligger på det teorimaterial som tagits fram över tid. Metoden innebär även att tyngd läggs på hur individer ser på deras sociala värld och hur synen är på den ständigt skiftande sociala verklighet som de upplever. Den kvalitativa metoden har genomförts med personliga intervjuer då det är ett kraftfullt verktyg för den som vill ha reda på kunskap om människors kunskap och upplevelser (Kvale, 1997, s. 72 & 97). Intervjuformen med öppna frågor var väl anpassad eftersom frågorna var av sådan karaktär att det inte förelåg några klara svarsalternativ (Andersen & Schwencke, 1998, s. 94). Fördelar med användning av öppna frågor är bland annat att de är användbara för att få fram information där forskaren har begränsad kunskap samt att de leder till svar som inte påverkats av flervalsalternativ (Bryman, 2008, s. 231-232). Nackdelar med intervjuformen är att den är tidskrävande för både intervjuaren och respondenten. Det finns även möjlighet att intervjuaren inte uppfattar alla svar på ett korrekt sätt. På grund av detta ställdes kompletterande frågor som bekräftade det som sades under intervjuerna. Respondenternas svar skrevs även ner av båda intervjuarna. Ett annat problem som kan förekomma i intervjusammanhang är att intervjuer med experter kan föra med sig svårigheter i fråga om att intervjuaren måste ha tillräcklig kunskap om ämnet för intervjun för att kunna föra ett samtal (Andersen & Schwencke, 1998, s. 94). Det medförde att inläsning om teori och respektive fondbolag var nödvändig innan intervjutillfällena med de professionella investerarna.

2.3 Litteraturgenomgång

Denna uppsats har utgått från teorier som finns inom området value investing. Dessa teorier har diskuterats för att identifiera om metoden kan skapa överavkastning samt om de undersökta fonderna använder analysmetoden value investing för att skapa överavkastning. Den första personen som införde begreppet value investing var Graham (2003) med boken "Intelligent Investor – the definite book on value investing". Den kom i sin första upplaga år 1949 men reviderades av honom själv fram till 1973. Efter det har en man vid namn Zweig bearbetat boken till den senaste formen. För att utöka den teori som Graham framförde har en del modernare ansatser, med andra perspektiv, använts som underlag i undersökningen. Återkommande författare och forskare inom ämnet visar sig vara Bartov & Kim (2004), Hoover (2005), Fama & French (1998) samt Basu (1977). Användning av dessa forskares studier och resultat har bidragit till att ge uppsatsen en mer aktuell ansats.

För att skapa ett perspektiv till analysen mot value investing har modern finansiell teori studerats. Begreppet risk är viktigt för placerare vid val av investeringar. De riskmått som är enklast att tillgå för en investerare är standardavvikelse och betavärde. Detta eftersom fonderna rangordnas efter dessa mått enligt bland annat det mest kända oberoende ratinginstitutet för fonder, morningstar (www.morningstar.com, morningstar 1, 2011). Därför har teorimaterialet inom risk inriktats mot dessa riskmått. Det teorimaterial som diskuterar ämnet risk kommer från boken Financial Economics som är skriven av Bodie, *et al*, (2009). Denna bok används eftersom det är en modern bok som förklarar finansiella teorier. Denna bok dyker även upp som källa i andra avsnitt på grund av att det är en övergripande bok om finansområdet som bidrar till att skapa förståelse för ämnet. Ett annat mått som visar sig vara betydande i fråga om riskhantering är diversifiering. Den man som först analyserade detta

hette Markowitz (1952). Uppsatsens avsnitt om diversifiering grundar sig på hans forskningsresultat eftersom dagens teori om diversifiering fortfarande använder dessa resultat.

Vissa riskmått som är vanligt förekommande i teorin har inte använts i uppsatsen. Ett exempel på det är value at risk som hade varit enkelt att koppla till uppsatsens syfte om riskjusterad avkastning. Detta eftersom det är precis vad det mäter. Däremot kräver måttet en kvantitativ undersökning varför det inte varit möjligt att utföra någon sådan i denna undersökning. Istället har riskmåten standardavvikelse och betavärde kopplats till investeringsinriktningen value investing för att skapa en bild av vilken risknivå som är kopplad till analysmetoden.

Kopplingen som görs med hjälp av riskmåten är om value investing kan skapa en riskjusterad överavkastning. Teorimaterial som har använts inom ramen för den frågeställningen har tagits fram från en undersökning av forskarna Lakonishok, Shleifer och Vishny (1994) som undersöker detta. Förutom riskbegreppet har vissa moderna finansiella teorier tagits upp som uppges kunna förklara det resultat som kan fås av en aktiv investerare. Dessa är inriktade mot den effektiva marknadshypotesen samt behavioral finance. Båda dessa teorier har dominerat forskningen om skeendet på den finansiella marknaden. Anledningen till att de har fått utrymme inom detta arbete beror på att en av frågeställningarna som tas upp är huruvida finansiella teorier kan svara på om metoden value investing skapar överavkastning.

Återkommande sökträffar inom den effektiva marknadshypotesen visar sig komma från Fama (1970) och Malkiel (2003) varför de har fått en betydande roll i denna uppsats. Angående behavioral finance visar sig Slovic (1972), Kahneman & Tversky (1979) samt De Bondt & Thaler (1985) vara betydande forskare. Kahneman och Tversky (1979) fick exempelvis nobelpriset i ekonomi år 2002 för sin forskning inom ämnet ([www, dailyprincetonian](http://www.dailyprincetonian.com), 2002). Då deras forskningsresultat härrör sig från åren mellan 1970 till 1990 har även andra nyare forskarresultat från Prechter (2001), Hunton (2001), Qawi (2010) samt Baker & Wurgler (2007) använts i teoriavsnittet.

Tidigare examensarbeten inom liknande ämnen som denna uppsats från både Möller och Wärmlöv (2010) och Malmer & Pettersson (2009) har även studerats för att hitta lämpliga källor inom ramen för uppsatsens syfte. För att hitta akademiska undersökningar har söksidorna J-Stor, Emerald Insight samt Libhub-search använts. Sökorden har varit "value investing", "fundamental analysis", "risk", "risk adjusted return", "diversification", "behavioral finance", "efficient market theory" samt "aktieanalys strategier".

2.3.1 Källkritik

I det teorimaterial som har använts i uppsatsen har fokus legat på att utgå ifrån ursprungskällan för att sedan sammankoppla den med mer moderna ansatser inom ämnet. Detta eftersom ursprungskällorna ansågs vara säkrare källor baserat på att andra källor kan vara vinklade och därigenom ge felaktig fakta. Förutom böcker har den mesta litteratur som använts i uppsatsen baserats på akademiska tidskrifter på engelska. Att inte fakta från internet eller tidningsartiklar har använts i teorikapitlet beror på att detta material kan vara vinklat (Andersen & Schwencke, 1998, s. 92). Då uppsatsen så långt möjligt ska vara objektiv har information hämtats från flera olika källor, med olika ståndpunkter, för att nå en kritisk

bild av det samlade materialet. Ett exempel på detta är de finansiella teorierna om den effektiva marknadshypotesen respektive behavioral finance.

2.4 Empirisk undersökning

Den empiriska undersökningen har gjorts genom kvalitativa intervjuer med svenska fondförvaltare som påstås använda sig av investeringsmetoden value investing. Fondbolagen som har valts i uppsatsen har valts ut genom samråd med investmentbolaget Spiltans VD tillika författare Per Håkan Börjesson samt fondförvaltarna Erik Brändström och Jörgen Wärmlöv. Urvalet av fondbolag har även inspirerats av det tidigare genomförda examensarbetet ”Kan svenska fondbolag slå index” av Möller och Wärmlöv (2010). I det arbetet drogs jämförelser mellan placeringsfilosofin utifrån investeringsmetoden value investing med svenska fondförvaltares placeringsstrategi. En annan person som använts som stöd i uppsatsen är börsjournalisten Björn Wilke från Dagens Industri som föreläste om fondsparande på en aktieanalysdag i Stockholm arrangerad av Aktiespararna. Något som ska nämnas är att kontakterna med fondförvaltarna samt resten av intervjupersonerna i uppsatsen togs genom både e-mail och telefon.

Att undersökningen endast har omfattat tre fondbolag beror på att kvalitet är viktigare än kvantitet (Kvale, 1997, s. 97-99). Det leder till att det är bättre att ha färre men välförberedda intervjuer. Syftet med de kvalitativa intervjuerna har varit att få insyn i hur och varför företagen har lyckats bra med investeringsmetoden. De har även haft som syfte att ge uppsatsen en dagsaktuell ansats angående förvaltarnas tankar om aktiemarknaden. Frågor ställdes angående hur förvaltarna tar hänsyn till begreppet risk samt vad de har för syn på aktiemarknaden i fråga om dess beteende och effektivitet. Frågorna återfinns i bilaga 1. Alla i projektgruppen har medverkat vid intervjutillfällena vilket har minskat risken för missförstånd.

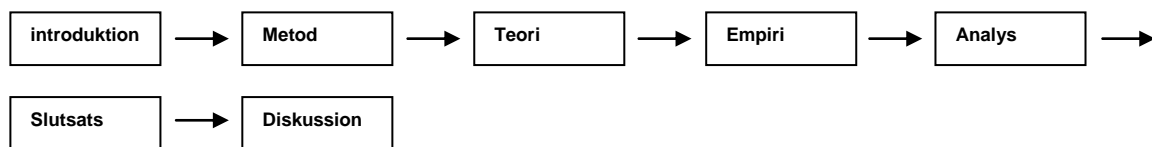
Förutom den kvalitativa studien som har genomförts har även en kortare analys gjorts av kvantitativa data. Detta för att skapa en uppfattning över hur fonderna har presterat över tid samt för att få en inblick i hur hög risk fonderna har i sin förvaltning. Det ska även visa om fonderna har lyckats prestera en överavkastning på den svenska aktiemarknaden, vilket i sin tur leder till svaret på frågan om investerare skulle ha tjänat på att investera i dessa fonder. Något som läsaren ska ta hänsyn till är att den kvantitativa undersökningen inte har blivit utsatt för en statistisk granskning, varför denna del endast ska ses som ett komplement. En svaghet är även att det saknas mått som visar risktagandet i fonderna över hela mätperioden. Diagrammen som har framställts i uppsatsen har skapats genom programmet Excel. Siffrorna till diagrammen och tabellerna har tagits fram från ratinginstitutet för fonder Morningstar, genom uppgifter från analyschefen på Morningstar Jonas Lindmark samt från de olika fondbolagens årsrapporter. Eftersom Didner & Gerge har sammanfattat årsavkastningen av jämförelseindexet Six Return inklusive utdelning sedan starten 1994 i sina årsredovisningar har dessa siffror legat till grund för jämförelsen av alla fonders avkastning. Siffrorna har även jämförts med siffror från Morningstar. Då siffror har tagits från flera olika källor och även överensstämmt mellan dessa källor har de utsatts för objektiv granskning.

2.4.1 Validitet och reliabilitet

För denna studie har den primärdata som används samlats in genom en kvalitativ intervjustudie. För att få en hög reliabilitet eller objektivitet i undersökningen av fondbolagen har fokus legat på att undvika ledande frågor i intervjuerna (Kvale, 1997, s. 213-215). Validiteten hänför sig till att en metod ska undersöka det den är avsedd att göra till den grad där observationerna speglar de fenomen eller det som är intressant inom ramen för uppsatsens syfte. Det innebär att kvalitativa undersökningar kan leda till valid akademisk kunskap. Validiteten i uppsatsen har säkerställts i intervjuerna genom att intervjupersonerna har fått samma frågor vilka sedan har kopplats till uppsatsens syfte.

2.5 Disposition

Uppsatsens disposition beskrivs överskådligt i figur 1. I det första kapitlet introduceras läsaren till ämnet aktieanalys och fondsparande. Det utmynnar i en problemformulering och syfte varefter en avgränsning görs för uppsatsen. Studiens tillvägagångssätt beskrivs i kapitel 2. I detta kapitel presenteras hur teorimaterial har tagits fram samt hur den empiriska informationen har samlats in. I kapitel 3 presenteras den teori som studien har täckt samt som ligger till grund för analys och slutsats. De intervjuer som har gjorts med fondförvaltare presenteras i kapitel 4. Fondernas avkastningsnivå och risk beskrivs även över tid. I kapitel 5 analyseras likheter och skillnader mellan teorin och empirin. Slutsatsen av detta presenteras i kapitel 6. Slutligen diskuteras slutsatsen i kapitel 7.



Figur 1. Flödesschema över uppsatsens disposition (egen bearbetning).

3 Teori

I denna del förklaras analysmetoden value investing ingående. Stöd och kritik till analysmetoden diskuteras utifrån den samlade finansiella teori som finns inom området. Genom detta skapas en omfattande bild om området samt en bakgrund för att kunna identifiera förklaringar till det mervärde som uppges kunna skapas med value investing. Begreppen risk och osäkerhet tas upp ur ett perspektiv kopplat till value investing för att skapa förståelse för hur stort risktagande som är kopplat till placeringsstrategin. Vidare presenteras finansiella teorier för att skapa förståelse för hur aktiemarknaden fungerar.

3.1 Teorin om value investing

Fundamental analys är en av de mest använda metoderna som används för aktieanalys (Bernhardsson, 2002, s. 192-193). Metoden har sitt ursprung ur Benjamin Grahams och David Dodds tankar på 1930-talet. Grundtanken bakom deras analysmetod, som kallas för value investing i dagligt tal, var att finna en rationell metod för att bestämma värdet på olika företag. I denna del presenteras tillvägagångssättet med analysmetoden value investing samt den framgång som förekommit med metoden.

3.1.1 Bakgrund till analysmetoden value investing

Det finns två övergripande analysmetoder för aktier som används av professionella investerare (Hoover, 2005, s. 8-11). Dessa är value investing samt growth investing. Value investors, värdeinvestorer, och growth investors, tillväxtinvestorer, har gemensamt att båda typer letar efter undervärderade aktier inom sin kategori. Analysmetoden growth investing används av en investerare som investerar i aktier som växer snabbare än marknaden, så kallade tillväxtbolag. Denna investerare tror att marknaden är för pessimistisk när den utvärderar företag i höga tillväxtfaser. Tillväxtaktierna har per definition höga P/E tal, pris/vinst multiplar, eftersom att tillväxten är konsoliderad i marknadspriset. Motsatsen till en tillväxtinvestor är en värdeinvestor som tror att marknaden tenderar att undervärdera värdeaktier med låga P/E tal. Den enda egentliga skillnaden mellan de olika investeringstyperna är att aktieurvalet skiljer sig åt i fråga om värdeaktier och tillväxtaktier. I övrigt kan tillvägagångssättet sägas vara likadant mellan strategierna.

Teoretiskt är det möjligt att räkna ut ett exakt värde på en aktie genom matematiska modeller (Bodie, *et al*, 2009, s. 245). Det exakta värdet på en aktie kan tas fram genom att räkna ut nuvärdet av summan från bolagets framtida årliga kassaflöde dividerat med antalet utestående aktier. En annan metod för så kallad ”exakt värdering” är diskonterade utdelningsmodellen. Den innebär att värdet på en aktie räknas ut med hjälp av att diskontera framtida utdelningsnivåer med justering för tillväxt. Båda dessa teorier används inom finansvärlden till beräkningar av aktievärdet. Värdeinvestoren anser att dessa matematiska modeller är svåra att använda i praktiken eftersom att det ofta råder stor osäkerhet angående framtida kassaflöden och utdelningsnivåer (Bernhardsson, 2002, s. 192-193).

3.1.2 Tillvägagångssätt vid val av aktier

När aktieanalys görs utifrån value investing är som tidigare nämnts aktieurvalet inriktad på så kallade värdeaktier med höga P/E tal (Hoover, 2005, s. 8-11). En grundtanke är dock även att analytikern ska förstå det underliggande företags verksamhet (Graham, 2003, s. 175-178 & 197-200). Analysen ska inriktas på bolagets redovisning och dess resultaträkning och balansräkning. Det beror på att medan ett bolags värde är förhållandevis stabilt, fluktuerar värdet av en aktie på grund av spekulativa faktorer, vilka inte alltid är kopplade till verksamheten i bolaget (Bartov & Kim, 2004, s. 353 & 373). Rörelserna sägs bland annat bero på överoptimism samt överpessimism men även kortsiktig spekulation. Enligt värdeinvestorer är dessa rörelser nästintill omöjliga att följa på kort sikt. Strategin inom value investing är livslång vilket i stort sett gör att de kortsiktiga rörelserna inte har någon slutgiltig inverkan på resultatet.

Värderingsmetoden handlar alltså om att analysera olika fundamentala riktvärden i ett företag (Bartov & Kim, 2004, s. 353-355). Detta innefattar vinster, kassaflöden, utdelningar samt substansvärde. Analysen bör även vara kritisk till ett bolags sätt att redovisa, vilket medför att det är viktigt att granska bolagsledningen. Även kvaliteten på bolagsledningen är en viktig urvalsparameter vid val av aktier (Graham, 2003, s. 302). Det innebär bland annat att ledningen ska informera om vad de ska göra och sedan utföra det de har sagt att de ska göra.

En investering ska, enligt value investing, ske i aktier när dess pris är lågt relativt de bokförda värdena (Bartov & Kim, 2004, s. 353-355 & 373). Investeringen ska alltså bestämmas om aktien är övervärderad eller undervärderad genom att analysera dess aktiekurs och sätta det i relation till de olika parametrarna. Viktigt är även att det ska finnas en säkerhetsmarginal som Graham kallade för ”the margin of safety” (Graham, 2003, s. 199 & 512-524). Detta innebär att en aktieinvestering ska köpas först när det finns en signifikant marginal mellan dess marknadspris och dess inneboende värde. Graham (2003) hade riktlinjer som utgick från att substansvärdet per aktie inte skulle vara lägre än 70 procent av aktiens pris. Det framställs med ett så kallat p/b-tal. Denna marginal bör finnas då det kan ha begåtts fel i analysen eller på grund av att framtida händelser kan komma att bidra till att analysen som gjordes vid investeringstillfället är felaktig. Dessa framtida händelser leder även till att investeringen bör diversifiera sina investeringar för att sänka den specifika bolagsrisken, att ett specifikt bolag ska gå i konkurs.

Dagens fundamentala analysmetoder har samma utgångspunkt som Graham och Dodd hade i sina modeller men är något anpassade till dagens redovisningssystem (Bernhardsson, 2002, s. 192-193). I dagens modeller tas större hänsyn till immateriella värden som goodwill, varumärken och kompetens vid värderingen. Det fokuseras även mer på potentiella framtida vinster än historiska resultat. På lång sikt anser fundamentalisten att det är företagets nuvarande vinster och potentiella vinstutveckling som är mest avgörande för aktiekursens utveckling.

3.1.3 Framgång med analysmetoden value investing

Under de senaste decennierna har ett flertal professionella investerare följt Grahams (2003) metod och varit eniga med honom om att value investing kan skapa extraordinära avkastningar (Börjesson, 2009, s. 10 & 17-24). En av dessa investerare är Warren Buffett som anses vara världens genom tiderna mest framgångsrika investerare. Tillika är han en av världens rikaste män. Över en period av 50 år har han i genomsnitt lyckats prestera en avkastning på över 20 procent per år, vilket är unikt. Buffett började sin professionella investerarkarriär med att följa Grahams metod att identifiera bolag som har ett underliggande värde överstigande dess pris. Det behövde inte röra sig om några kvalitetsbolag som visat goda resultat över en lång tidsperiod. Buffett lämnade dock senare denna metod och började istället välja ut kvalitetsbolag vars aktier hade lite högre prismultiplar. Detta efter att ha influerats av sin partner Charlie Munger, som förespråkade denna metod.

Vid sidan av stora internationella placerares investeringsresultat med metoden value investing har flera undersökningar gjorts för att undersöka om metoden skapar överavkastning. I en undersökning av Fama och French (1998) analyseras huruvida investeringar i värdebolag som kan identifieras med value investing skapar högre avkastning än investeringar i tillväxtbolag (Fama & French, 1998, s. 1997). Undersökningen visar att aktier i värdebolag tenderar att skapa högre avkastning än aktier i tillväxtbolag. På tolv av världens tretton största aktiemarknader visade det sig i undersökningen att värdeaktier skapat högre avkastning än tillväxtaktier under perioden 1975 till 1995. I undersökningen framkom det att värdeaktierna hade nästan 8 procent högre avkastning än tillväxtaktierna.

I en undersökning utförd av Basu (1977, s. 680), under perioden april 1957 till och med mars 1971, visade det sig att aktier med låga P/E-tal (värdeaktier) i genomsnitt haft högre absolut avkastning än de med höga P/E-tal (tillväxtaktier). Detta bekräftar på sätt och vis att de fundamentala värdena inte reflekteras i aktiepriserna omedelbart. Både undersökningen av Basu (1977, s. 680) samt undersökningen av Fama och French (1998, s. 1997) visar därmed att det verkar existera en avkastningspremie för värdeaktier vilket medför att det kan vara möjligt att skapa mervärde med analysmetoden value investing.

3.2 Riskexponering med value investing

Enligt finansiell teori är risk och avkastning två nära sammankopplade variabler (Bodie, *et al*, 2009, s. 269). Hög risk innebär hög förväntad avkastning medan låg risk innebär låg förväntad avkastning. Något som är uttalat inom value investing är att denna metod kan skapa en hög avkastning till en låg risk, vilket är unikt (Graham, 2003, s. 512-524). I detta avsnitt presenteras risk ur ett perspektiv med inriktning mot traditionell finansiell teori för att sedan kopplas samman med det risktagande som förekommer med analysmetoden value investing.

3.2.1 Risk och osäkerhet

För att förstå innebörden av risk är det viktigt att kunna särskilja mellan begreppen osäkerhet och risk (Bodie, *et al*, 2009, s. 268-269). Osäkerhet kan uppstå i situationer då någon inte vet

vad som kommer att ske i framtiden. Risk är en typ av osäkerhet att räkna med, som eventuellt kan komma att påverka en individs välbefinnande. Det kan alltså finnas osäkerhet utan risk. Det är vanligt att de möjliga utfallen i riskfyllda situationer kan delas in i vinster och förluster. Ett exempel på det är en person som investerar i aktier. Minskar värdet av aktieportföljen kan det betraktas som en förlust. Om värdet på portföljen istället stiger är det en vinst.

Riskaversion är en egenskap rörande en individs preferenser vid beslut i riskfyllda situationer (Bodie, *et al*, 2009, s. 269). Det är ett mått på vad en person är villig att betala för att reducera sin riskexponering. En riskavers person föredrar det alternativ där risken är som lägst vid en situation där kostnaden för alternativet är densamma som för de övriga. En person som är riskavers är generellt sett mer villig att acceptera en lägre avkastning gällande sina investeringar. Det gäller utifrån den förväntade avkastningen är mindre riskfylld jämfört med andra alternativ. Är den förväntade avkastningen densamma för olika investeringsalternativ kommer den riskaversa personen därmed att välja investeringen med lägst risk. Den riskaversa personen kräver en riskpremie, det vill säga högre avkastning, för att ta på sig den högre risken.

3.2.2 Risk genom avvikelser

Det vanligaste riskmättet som används inom finansvärlden för att mäta volatiliteten, det vill säga avvikelserna upp och ner på en tillgång, är standardavvikelse (Bodie *et al*, 2009, s. 285-287). Volatiliteten för en tillgång beror på hur stort intervall det finns av möjliga utfall samt sannolikheten för att samtliga utfall inträffar. Ju större standardavvikelse, desto högre är graden av volatilitet för tillgången. Har en fond en standardavvikelse på en procent innebär det att fonden i genomsnitt har avvikit från sitt medelvärde med en procent under mätperioden. Standardavvikelsen för förväntade avkastningar är inte ett mått på den totala risken då det alltid finns risk som inte går att diversifiera bort.

3.2.3 Systematisk risk med betavärde

Betavärde är ett annat vanligt riskmått som används i finansvärlden (Bodie *et al*, 2009, s. 364). Med betavärde går det att mäta en tillgångs marknadsrelaterade risk genom att visa hur mycket avkastningen på tillgången tenderar att fluktuera jämfört med marknaden. Marknadsportföljen har ett betavärde på ett. Därmed anses de värdepapper med ett betavärde på ett befinna sig på en risknivå som är genomsnittlig för marknaden. Värdepapper med höga betavärden, högre än ett, tenderar att stiga mer än marknaden vid uppgångar och sjunka mer än marknaden vid nedgångar. Tvärtom gäller för värdepapper med betavärden lägre än ett. De betraktas som defensiva tillgångar då de inte stiger lika högt som marknaden vid uppgångar och inte sjunker lika lågt vid nedgångar.

3.2.4 Effekten av diversifiering

Harry Markowitz (1952) utvecklade en hypotes om hur en investerare kan uppnå högsta möjliga avkastning i relation till riskexponeringen i sin investering (Markowitz, 1952, s. 77-79). Markowitz (1952) resonemang har lagt grunden för det som kallas för "portfolio theory".

Hans tankar grundar sig på två antaganden. Det första antagandet är att investerare förväntas vilja erhålla maximal avkastning till så låg risk som möjligt med sin investering. Det andra antagandet är att investeraren antas vara rationell. Om en investerare får möjlighet att välja mellan två investeringsalternativ med samma förväntade avkastning kommer investeraren att välja den investering med lägst standardavvikelse eftersom investeraren vill minimera sin riskexponering. Därmed menar Markowitz (1952) att ingen investerare kommer att välja det mer riskfyllda alternativet om investeringen förväntas ha samma avkastningspotential som alternativet med lägre risk.

Om flera investeringsalternativ med olika avkastningspotential och risk finns tillgängliga är det förmånligt att fördela investeringen bland de olika alternativen för att skapa en investeringsportfölj (Markowitz, 1952, s. 77-82). Denna strategi leder till en diversifieringseffekt, vilket innebär att investeraren kan minska portföljens risk genom att sprida sina investeringar. Ett krav för att detta ska uppstå är att investeringarna inte är 100 procent korrelerade eftersom det då inte skulle skapas någon diversifieringseffekt. Korrelation innebär hur tillgångslagens utveckling följer varandra. Diversifieringseffekten blir större ju lägre korrelationsgrad det är mellan investeringskombinationerna. Störst diversifieringseffekt erhålls om negativt korrelerade investeringar kombineras med varandra.

3.2.5 Riskjusterad avkastning med value investing

Det finns teorier som svarar på varför metoden value investing skapar överavkastning (Lakonishok, *et al*, 1994, s. 1541-1578). En av dessa teorier till varför value investing skapar överavkastning är att metoden är mer riskfylld. Anhängarna till den uppfattningen menar att aktörer som investerar i värdeaktier tenderar att bära högre fundamental risk än andra investerare. Överavkastningen som skapas ska därför endast vara en kompensation för det högre risktagandet.

Lakonishok, Shleifer och Vishny (1994, s. 1541-1578) har i sin artikel undersökt frågan om varför value investing skapar överavkastning. I artikeln utvärderar författarna teorin som nämns ovan genom att analysera hur resultaten har skiljt sig åt över perioden 1968 till 1990 mellan värde och tillväxtstrategier. De utvärderar också hur ofta värdeaktierna underpresterat jämfört med tillväxtaktierna under perioden. Därefter undersöker författarna om det är lågkonjunktur, ekonomiska nedgångar eller en svag ekonomi, under de perioder och på de marknader då värdeaktierna visade sig underprestera. Vidare jämför författarna med hjälp av traditionella riskmått som beta och standardavvikelse hur värdeaktier och tillväxtaktier utvecklats. Resultaten visar sig inte ge något stöd åt teorin om att value investing innebär högre risk än andra analysmetoder. De visar även att value investing skapat högre avkastning än tillväxtstrategier under mätperioden. Överavkastningen kan förklaras med att den verkliga tillväxten gällande vinster och kassaflöden varit mycket lägre än förväntat för tillväxtaktierna. Marknaden verkar ha överskattat tillväxtaktierna och underskattat värdeaktierna.

Betavärdet för portföljerna bestående av värdeaktier var i genomsnitt 0,1 enheter högre än portföljerna bestående av tillväxtaktier (Lakonishok, *et al*, 1994, s. 1541-1578). Skillnaden på 0,1 enheter skulle kunna skapa en skillnad i avkastning med 1 procent per år med antagandet

att marknadens riskpremie är 8 procent per år. Den skulle däremot inte kunna skapa en skillnad i avkastning på 10 procent per år som resultaten visade. Angående risktagande var skillnaden i standardavvikelse för värde och tillväxtaktierna låg, 24,1 procent respektive 21,6 procent per år. Enligt författarna går det inte att förneka det allmänt kända faktumet att högre avkastning per definition innebär högre risk. Resultaten föreslår dock en annan förklaring. Denna innebär att värdeaktier är undervärderade relativt dess risk och avkastning. Därmed leder investeringar i dessa aktier till höga riskjusterade avkastningar.

3.3 Kritik och stöd till nyttan av value investing ur finansiell teori

Det sägs kunna förekomma skillnader mellan marknadsvärdet på en tillgång och dess fundamentala värde (Bodie, *et al*, 2009, s. 198). Många aktieanalytiker arbetar genom att ständigt söka efter dessa skillnader för att försöka generera överavkastning. Att value investing och andra analysmetoder ska kunna skapa överavkastningar har dock upprört forskare som följer teorin om marknadseffektivitet (Malkiel, 2003, s. 59).

3.3.1 Den effektiva marknadshypotesen ur ett historiskt perspektiv

Anhängare av den effektiva marknadshypotesen anser att professionella investerare borde ta hänsyn till antagandet att om marknaden är konkurrenskraftig bör priset på en aktie återspegla dess fundamentala värde (Bodie, *et al*, 2009, s. 198-209). När aktiens fundamentala värde förändras bör även marknadspriset på tillgången korrigeras. Grundtanken bakom den effektiva marknadshypotesen är att om marknadspriset inte skulle reagera på dessa förändringar, avspeglas denna förändring redan i marknadspriset på tillgången.

Den effektiva marknadshypotesen grundar sig på Eugene Famas (1970) teori från 1970-talet (Fama, 1970, s. 383-417). I artikeln finner han starka empiriska bevis som stödjer hypotesen om att marknaden är effektiv. Fama (1970) menar att priset på en tillgång avspeglar all tillgänglig information som kan tänkas påverka tillgångens värde. Det innebär att marknaden är effektiv. Marknadens effektivitet är dock beroende av till vilken grad ny information reflekteras i priset på tillgången. Prissättningen på tillgången är endast effektiv och korrekt då den reflekterar all tillgänglig information.

Det finns tre villkor enligt Fama (1970, s. 387) som måste uppfyllas för att marknaden skall vara effektiv. Det första villkoret är att inga transaktionskostnader får förekomma vid handel av tillgångar. Det andra villkoret är att alla aktörer på marknaden ska ha kostnadsfri tillgång till information gällande tillgången. Det sista villkoret är att alla aktörer på marknaden ska vara eniga om att den information som finns om tillgångarna, ska avspeglas i det nuvarande priset på varje enskild tillgång. En tillgång är effektivt prissatt om dessa villkor följs. Denna marknad existerar dock inte i praktiken. Transaktionskostnader och informationsproblem finns alltid till viss grad i verkligheten, men detta innebär enligt Fama (1970) inte nödvändigtvis att marknaden är ineffektiv utan att den har potential till att bli det.

3.3.2 Den effektiva marknadshypotesen ur ett modernt perspektiv

Det är inte enbart Eugene Fama (1970) som har framfört att marknaden är effektiv. En man vid namn Burton Malkiel (2003) beskrev på 1970-talet i sin bok "A random walk down Wall Street" att ett gäng apor som kastade pil på olika börslistor kunde överträffa resultaten hos många professionella investerare (Malkiel, 2003, s. 60-61 & 80). Med random walk menade Malkiel (2003) att aktiemarknaden har sin egen gång där det inte är möjligt att generera någon överavkastning. Han menade även, liksom Fama (1970), att marknaden var effektiv. Över tid när den effektiva marknadshypotesen har utmanats av forskare har Malkiel (2003) delvis fått ändra på denna syn. I en artikel från 2003 beskriver han, att så länge aktiemarknader finns kommer gruppen av investerare utföra felvärderingar och felinvesteringar. Det finns inget som säger att alla investerare är rationella i sina beteenden. Därför kan felprissättningar och såkallade marknadsanomalier uppstå på börsen. Detta gäller dock bara på kort sikt. Om marknaden hade varit fullständigt effektiv hela tiden hade det inte funnits någon anledning för professionella investerare att ta reda på information om ett företag. Då skulle aktiepriset redan ha konsoliderat denna information. Enligt Malkiel (2003) är marknaden trots de korta avvikelser som finns i marknaden mycket effektiv över ett långt tidsperspektiv. Perioder såsom IT-bubblan år 1999 har förekommit men är undantag snarare än regler. De mönster och oregelbundenheter som i ett historiskt perspektiv har förekommit i enskilda aktier löper en låg risk att vara ihållande och kommer inte kunna skapa extraordinära resultat för aktieinvestorer i ett långt perspektiv, enligt Malkiel (2003).

3.3.3 Behavioral finance – dagens förklaring till marknadsanomalier

Över tid har många forskare valt att analysera de oregelbundenheter i aktiemarknaden som Malkiel beskriver (Malkiel, 2003, s. 60-61). År 1972 beskrev en man vid namn Paul Slovic (1972) hur oregelbundenheterna i marknaden består av psykologiska faktorer (Slovic, 1972, s. 779-783). Människan är inte alltid rationell i sitt beteende vilket visar sig även på aktiemarknaden. Efter Slovic (1972) upptäckt, som har fått benämningen behavioral finance, har detta område fått stort genomslag bland forskare (Baker & Wurgler, 2007, s. 129-134).

År 1985 beskrev Werner De Bondt (1985) och Richard H Thaler (1985) att aktiemarknaden tenderar att överreagera på information (De Bondt & Thaler, 1985, s. 804). Forskarna inriktade sig på reaktioner av en lång periods dåliga nyheter och deras utslag på den amerikanska börsen New York Stock Exchange. Deras artikel blev mycket kontroversiell i forskarvärlden på grund av styrkan som då fanns i tanken om den effektiva marknaden (Hunton, *et al*, 2001, s. 182-188). Argumentet som forskarvärlden använde var att tillgångspriser sätts av rationella investerare.

Inom behavioral finance förekommer flera förklaringar till att människan inte är rationell i sitt beteende. Grupp beteende är en sådan förklaring (Prechter, 2001, s. 121). Människor är sociala djur, som ständigt söker bekräftelse från andra individer på ett eller annat sätt. Detta sker även i investeringsvärlden. Investerare känner sig osäkra när de ska ta köpbeslut respektive säljbeslut vilket medför att de sällan vågar agera i motsats till vad gruppen tycker. I många situationer skulle investeraren tjäna på det. Att investerare följer gruppen leder till att trender

som skapas inom marknaden håller längre samt att överdrifter både uppåt och nedåt i marknaden uppstår.

Något annat som är viktigt inom behavioral finance är frågan om risktagande och riskaversion (Slovic, 1972, s. 779-783). Forskning har visat att människor tar högre risker vid investeringsbeslut än de gör i det dagliga livet. Samma forskning visar att detta fenomen beror på grupptänkande och att investerare tycker att risken inte är lika hög när andra betar sig likadant. Andra studier visar att risktagande ändrar sig i förhållande till individens referenspunkt. Detta diskuteras inom "Prospect Theory", eller "den traditionella nyttoteorin", som ursprungligen togs fram av Kahneman och Tversky (1979) på slutet av 1970-talet (Kahneman & Tversky, 1979, s. 263 & 288-289). Den traditionella nyttoteorin beskriver hur människor är indifferent mellan två alternativ som skapar samma nytta. Prospect Theory analyserar preferenserna för riskfyllt beteende kontra nyttomaximeringsfunktionen och visar att människor reagerar oproportionerligt starkt över en förlust med samma magnitud som en vinst. Hur starkt människor reagerar beror på dess referenspunkt vilken influeras av individens historia. Fenomenet som sägs uppstå inom teorin gör att människor reagerar extra starkt vid positiva nyheter samt negativa nyheter vilket gör att det skapas marknadsanomalier.

Investerare som agerar rationellt och endast koncentrerar sig på vad ett visst bolag är värt skulle inte reagera på de typer av psykologiska beteenden som radas upp (Qawi, 2010, s. 18). Extrema händelser inom aktiemarknaden har visat att investerare trots det reagerar på psykologiska faktorer och känslor vilket tyder på att de inte agerar rationellt. Det allra senaste exemplet på detta var den fastighetsbubbla som skapades och spräcktes år 2008. Traditionell finansiell teori har inte kunnat förklara det som behavioral finance kan. I och med att det inte finns några sätt att baka in begreppet i några matematiska formler är det svårt för den finansiella sfären att räkna med dessa faktorer. Behavioral finance bidrar med att skapa förståelse till att marknadsanomalier kan uppstå och varför de gör det. Det i sin tur förklarar att investerare som utnyttjar dessa onaturliga svängningar i marknaden kan dra nytta av dem.

4 Empiri

I det här avsnittet analyseras tre stycken fondbolag som förvaltar olika sorters Sverigefonder. Dessa är Spiltan Fonders Aktiefond Stabil, Didner & Gerges Sverigefond samt Odin Fonders Sverigefond. Alla dessa fonder sägs utmärka sig med att använda sig av value investing vid aktieanalys. Tillvägagångssättet för de professionella investerarna vid val av aktier till fondportföljerna och deras uppfattning om finansiella teorier beskrivs i avsnittet. Resultat och risknivå i fonderna skildras över tid. I diagrammen och tabellerna blandas jämförelseindexen OMXSPI och SIX Return. Båda dessa index mäter Stockholmsbörsens utveckling med skillnaden att SIX Return tar hänsyn till direktavkastning (www, six-telekurs, 2011).

4.1 Spiltan med fonden Aktiefond Stabil

Ett fondbolag som sägs använda sig av value investing som analysmetod är Spiltan AB och dess dotterbolag Spiltan Fonder. Spiltan Fonder startade sin verksamhet år 2002 (www, spiltanfonder 1, 2011). En fond som funnits med från starten är Aktiefond Stabil som till 50 procent investerar i värdebolag, 35 procent i investmentbolag samt 15 procent i räntebärande värdepapper.

4.1.1 Bakgrund

Aktiefond Stabil förvaltas av Erik Brändström som uttrycker sig som en sann värdeinvestor och åtföljare av strategin value investing (pers., medd. Brändström, 2011). Aktiefonden är inriktad på investeringar i små- och medelstora bolag. Det viktigaste målet med fonden är att nå en stabil positiv avkastning och en snittavkastning på omkring 7 procent. I andra hand finns ett mål som säger att fonden ska gå bättre än jämförbara index. Detta på grund av att det är marknadspraxis att agera på det sättet. Att det främsta målet är att nå 7 procent avkastning beror på att Spiltan Fonder inte vill ge för höga förhoppningar till kunderna. Aktiefond Stabil vill skapa en hög riskjusterad avkastning och i det avseendet har index inte en så stor roll. Det viktiga är att nå 7 procent avkastning till så låg risk som möjligt vilket skapar en trygghet i fonden. Fondens totala avgift, TER, ligger på 1,57 procent.

4.1.2 Tillvägagångssätt vid val av aktier

Gemensamt för Spiltans olika fonder är att de följer samma investeringsstrategi som baseras på fundamental analys och principen att alltid verkligen förstå vad de investerar i (pers., medd. Brändström, 2011). Spiltan investerar främst i värdebolag som går med vinst, redovisar goda kassaflöden och har förmåga att ge utdelning. I det avseendet är P/E tal, direktavkastning och det underliggande substansvärdet viktiga mått att undersöka. Brändström konstaterar att det inte finns någon tydlig linje i valet mellan att investera i tillväxtbolag kontra värdebolag. Att aktier i värdebolag prioriteras hos Spiltan utesluter inte faktumet att de även investerar i tillväxtbolag. Brändström påstår nämligen att de mest intressanta aktierna för honom är de aktier som har ett starkt underliggande värde men även har potentialen att växa.

Angående Spiltans placeringshorisont är den livslång vid investeringstidpunkten. Den kan dock behöva ändras efter hur bolagets förutsättningar förändras (pers. medd., Brändström, 2011). Därför anser Brändström att det är viktigt att belysa att det rör sig om en lång analysprocess och betonar att det inte fungerar att ha för bråttom. Vid de tillfällen då det har gått för fort har investeringen ofta blivit misslyckad, enligt Brändström.

Något som Brändström framhåller som viktigt att reflektera över är det analyserade bolagets produkter (pers. medd., Brändström, 2011). Det ska gärna finnas en unik egenskap hos ett företags produkter som Spiltan tror kommer att bli avgörande för framtidens efterfrågan. Det kommer att leda till en stark marknadsposition för företaget samt en framtida stark aktiekurs. I övrigt är de fundamentala värdena för aktien den avgörande faktorn inför ett investeringsbeslut. När ett investeringsval därefter ska tas görs en analys på hur aktiekursen står sig i jämförelse med Spiltans bedömning av bolaget som helhet.

Att aktiekursen är det sista som analyseras är en medveten strategi för Spiltan (pers. medd., Brändström, 2011). Brändström betonar att det är viktigt att tänka i form av vad bolaget är värt och inte hur aktien är prissatt. Brändström belyser att det annars är lätt att ha för bråttom och dras med i de psykologiska faktorer som präglar aktiekurserna. Just psykologi och teorin om behavioral finance är något som, enligt Brändström, kan förklara olika skeenden på aktiemarknaden. Många av de svängningar som förekommer på marknaden styrs av psykologiska faktorer enligt honom. Detta eftersom människor är just människor. De präglas av flockbeteende och söker ständigt bekräftelse från gruppen. Brändström anser att den effektiva marknadshypotesen inte alls stämmer med verkligheten. Det saknas enligt honom rationalitet inom aktiehandeln. Han beskriver marknaden som en ”perfekt imperfektion”. Brändström beskriver hur fonden Aktiefond Stabil kan ta vara på de marknadsanomalier som uppstår på marknaden. Det beror på att företaget inte tar några beslut som är präglade av att studera aktiekursen i sig. Sjunker aktiekursen förstärks substansvärdet per aktie, såsom direktavkastning och P/E-tal. Det medför att det blir intressantare för Spiltan att investera.

I fråga om risk och diversifiering anser Spiltan att det är viktiga begrepp att reflektera över (pers. medd., Brändström, 2011). Brändström beskriver det som att en fond kan sägas vara en enskild aktie och att risken beror på hur hela portföljen ser ut. Diversifieringseffekten är viktig för att få ner risknivån i fonden. I Spiltans fall är varken betavärde eller standardavvikelse intressanta mått. Trots det har Aktiefond Stabil den lägsta standardavvikelsen bland Sveriges alla fonder. Brändström anser att det är viktigt för fonden indirekt sätt, eftersom investerare ofta tittar på risken i fonderna i form av standardavvikelse vid deras investeringsval.

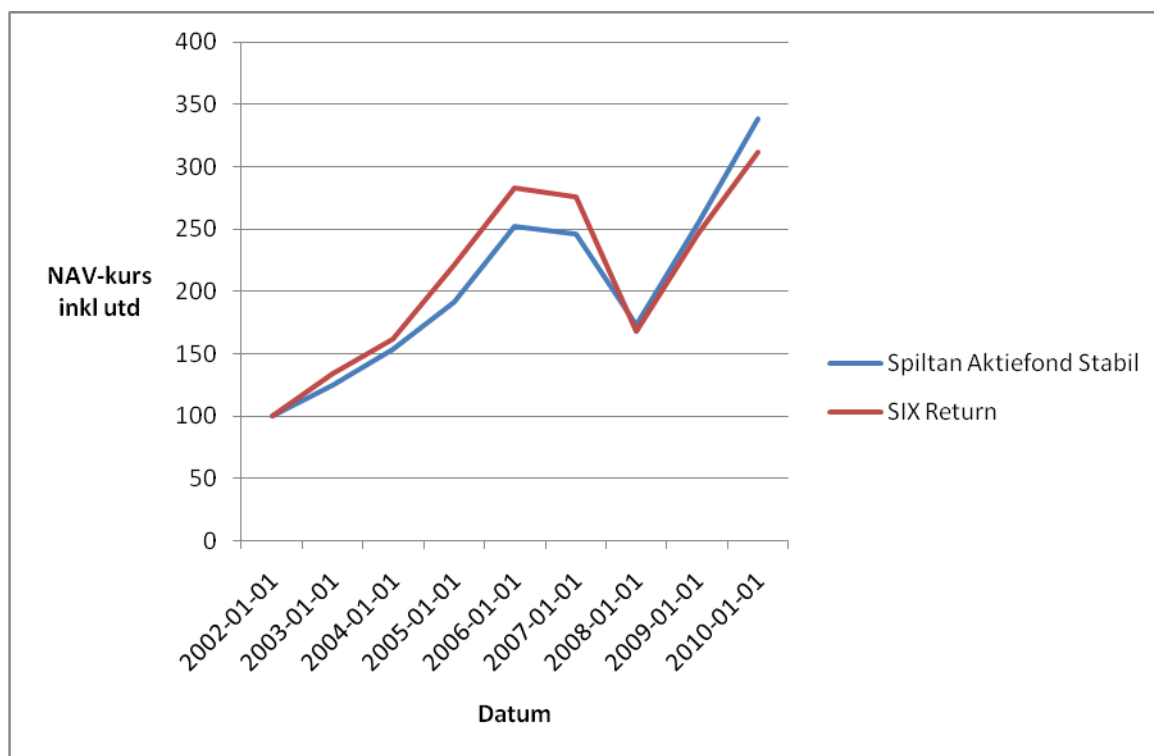
Brändström beskriver ett exempel på en specifik investering som Spiltan Fonder gjort nyligen i Tele 2 (pers. medd., Brändström, 2011). Det är ett bolag som Spiltan tidigare ratat som investering. Tidigare fanns det storslagna planer inom Tele 2 med hög tillväxt framförallt i Ryssland. Företaget har inte kunnat visa upp varken ett starkt kassaflöde, hög direktavkastning eller högt substansvärde i förhållande till aktiepriset tidigare. Konkurrensen och prispressen inom marknadsområdet telekom, ansågs dessutom vara hög. Tele 2 upplevdes

i mångt och mycket vara ett förhoppningsbolag. Spiltans modell är att rata sådana bolag. Detta medförde att en investering inte var aktuell i ett tidigt skede. Idag har Tele 2 visat att bolaget inte bara var ett förhoppningsbolag. Företaget kan klassas som ett värdebolag då det har ett starkt kassaflöde, ett högt substansvärde samt en hög utdelning i förhållande till aktiekursen. Den avgörande faktorn för att Brändström valde att investera i företaget var dock att han reflekterade över Tele 2:s produkt. Han kände att det fanns ett ”jag måste ha” tänkande bland konsumenter i fråga om de produkter som Tele 2 erbjuder. Vidare kände han att den prispress som tidigare fanns inom branschen har minskat i takt med att produktutbudet har vidgats.

4.1.3 Fondens utveckling kontra Stockholmsbörsen

Fonden Aktiefond Stabil har presterat högre snittavkastning än jämförelseindexet SIX Return sedan fondstarten (se Diagram 1 samt tabell 1). Med hänsyn tagen till avgifter har däremot jämförelseindexet högre snittavkastning. Fonden har presterat bättre snittavkastning än Stockholmsbörsen under de senaste åren med avgifter inräknat. Målet om sju procents genomsnittlig avkastning har också överträffats med marginal över alla mätperioder.

Diagram 1. Spiltan Fonder Aktiefond Stabil i jämförelse med aktieindex SIX Return från 2003-2011 (www, spiltanfonder 2,3 & 4, 2011, www, didnergerge 1 & 2, 2011).



Spiltan Aktiefond Stabil har i stort sett följt aktieindexet SIX Return sedan starten (egen bearbetning). * Fonden startades 2002-11-31, beräkningar sker från 2002-12-31

Tabell 1. Spiltan Fonders Aktiefond Stabils avkastning över tid och i jämförelse med index (www, spiltanfonder 2, 3 & 4, 2011, www, didnergerge 1 & 2, 2011).

	3 år	5 år	Sedan start*
Snittavkastning (inkl. utd.)	16,8%	15,9%	19%
Snittavkastning med TER(1,57%)	15,2	14,3%	17,4
Snittavkastning SIX Return (inkl. utd.)*	11,4%	12%	18,9%

Översikt över fonden Aktiefond Stabils resultat över tid kontra index (egen bearbetning).* Fonden startades 2002-11-31, beräkningar sker från 2002-12-31.

4.1.4 Fondens risktagande

Fonden Aktiefond Stabil har haft lägre risk än Stockholmsbörsen sedan 5 år samt 3 år tillbaka, vilket beskrivs i tabell 2. Däremot har risken varit högre under det senaste året. Betavärdet har varit mycket lägre än jämförelseindexet under den senaste treårsperioden.

Tabell 2. Spiltan Fonders Aktiefond Stabils samt Stockholmsbörsens risktagande i korta fakta (www, morningstar 2, 2011, pers., medd., Lindmark, 2011)

	1 år	3 år	5 år	10 år
Standardavvikelse	14,8%	17,64%	16,3%	-
Beta	-	0,5	-	-
Standardavvikelse OMXSPI*	13,28%	21,89%	19,68%	20,79%
Beta OMXSPI*	-	1	-	-

Fonden Aktiefond Stabils risk över en femårsperiod (egen bearbetning).

4.2 Didner & Gerge med Sverigefonden

Didner & Gerge är ett fondbolag som startades år 1994 i Uppsala (www, didnergerge, 2011). Fondbolaget står för en aktiv förvaltning som placeringsfilosofi med målet att överträffa ett index för Stockholmsbörsen. Sverigefonden startades 1994 och är bolagets äldsta fond. Minst 90 procent av investeringarna i fonden placeras i svenska bolagsaktier och aktierelaterade värdepapper.

4.2.1 Bakgrund

Sverigefonden förvaltas av Henrik Didner och Adam Gerge (pers. medd., Didner, 2011). I dagsläget uppgår det förvaltade beloppet för fonden på omkring 13,5 miljarder kronor. Alla aktier som Didner & Gerges Sverigefond innehåller är noterade på en börsplats. Fonden innehåller alltså inga onoterade aktier. Förvaltarnas portföljstrategi är att investera i välskötta kvalitetsbolag som innehar en historik av försäljning och resultat som inte varierar för mycket över tiden. Fonden är inriktad mot de personer som vill investera sina pengar på lång sikt med

en placeringshorisont på minst fem år. Målet med fonden är att på lång sikt skapa en värdeökning av fondvärdet samt generera en avkastning som överstiger Stockholmsbörsen. Fondens totala avgift, TER, ligger på 1,23 procent.

4.2.2 Tillvägagångssätt vid val av aktier

Fondförvaltarna Didner & Gerge är väldigt flexibla med sina investeringsval (pers. medd., Didner, 2011). Det viktigaste med investeringar i aktier är enligt Didner, att förstå det underliggande bolagets verksamhet. Didner & Gerge investerar på grund av det inte i läkemedelsbolag då de anser att dessa är svåra att förstå sig på. Didner understryker vikten av att fondbolaget fokuserar på bolag och inte på aktier. Det beror på att fondbolaget inte vill påverkas av de fluktuationer som förekommer på aktiemarknaden. Det framhåller Didner som en viktig framgångsfaktor. Han beskriver även hur det kan vara psykologiskt svårt vid tillfällen när det visar sig att bolaget har ett annat tankesätt än resten av marknaden. Ett exempel på det inträffade under IT-Boomen i slutet av 1990-talet då fonden inte valde att investera i IT-bolag. Didner & Gerge förstod sig inte på bolagen samt den höga värderingen av dem. Detta visade sig falla väl ut för bolaget. Didner beskriver hur det var svårt att lita på sin strategi då psykologin är en viktig faktor i aktiemarknaden, som påverkar alla.

Grupptänkande är något som präglar människans beteende och det stämmer väl överens med vad som beskrivs inom området behavioral finance enligt Didner. Han beskriver att det kan vara mycket svårt att hålla sig borta från sådana faktorer. Att lita på sin egen strategi är dock något som hittills har varit en framgångsfaktor för Didner & Gerge.

Av alla värdegrunder är vinsten och vinstutvecklingen allra viktigast för Didner & Gerges investeringsval (pers. medd., Didner, 2011). Företaget lägger inte så stor vikt på utdelningsnivåer eller det underliggande substansvärdet. Didner & Gerge tar även stor hänsyn till de människor som är ansvariga i företagen. Byts ledningen ut i ett företag kan det vara både en köpsignal och en säljsignal. Det gäller även andra typer av omstruktureringar. Något som i övrigt präglar Didner & Gerge är deras långsiktighet i sina investeringar. När bolaget köper aktier i ett företag har de ingen tidsplan för när innehavet ska säljas. Avstämning av investeringen sker löpande för att notera hur förutsättningarna förändras. Visar sig vinsterna utvecklas i prognostiserad takt hålls aktierna kvar i fondportföljen. Didner tror att det är en viktig faktor för bolagets framgång.

Finansiella teorier som diversifiering och risk lägger Didner & Gerge inte så stor vikt vid (pers. medd., Didner, 2011). Didner & Gerges Sverigefond innehåller 35-40 olika bolag trots att fonden enligt lagen bara behöver innehålla 16 bolag. Lagen säger även att inget enskilt bolag får överstiga 10 procent av fondens totala portfölj vilket kan bli ett praktiskt problem utifall fonden innehåller för få bolag. Enligt Didner är det därför optimalt att ha en portfölj på 25-30 bolag. Det underlättar det praktiska samtidigt som det ger en god riskspridning. Att fondportföljen innehåller fler aktier än kravnivån beror på att företaget gillar att ha ett fåtal små aktieinnehav för att lära sig mer om dessa bolag. Det är sedan till nytta vid ett senare val av ytterligare köp i aktien.

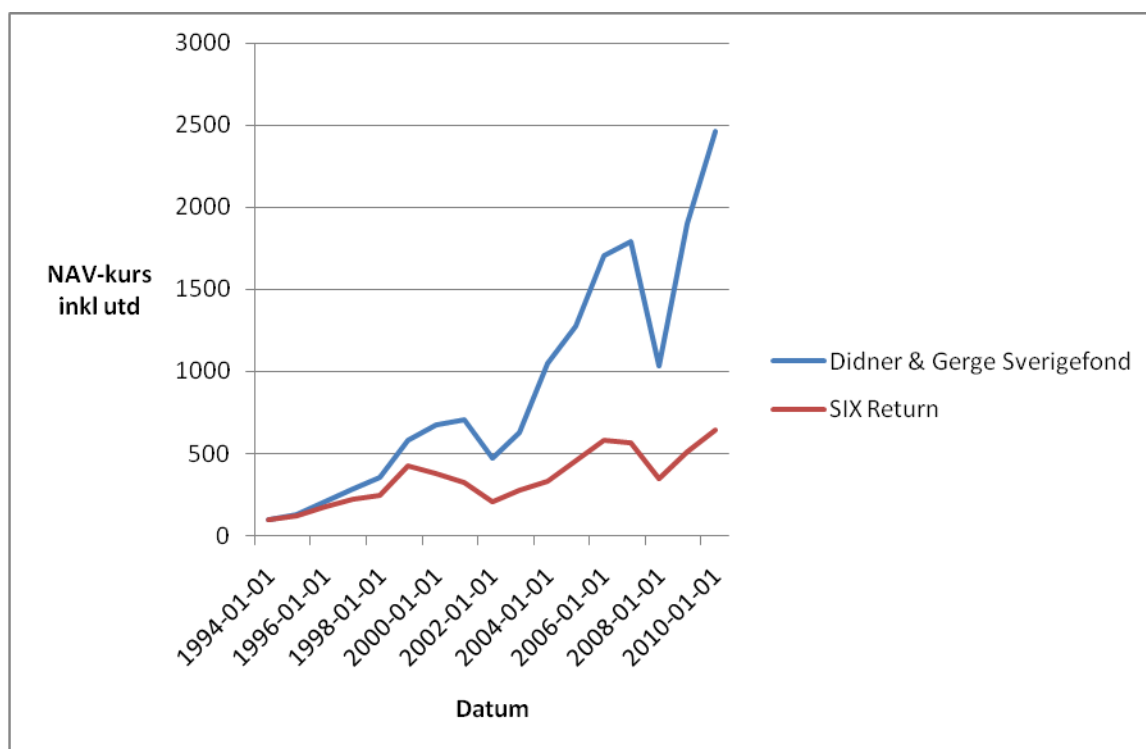
Under den senaste tiden har Didner & Gerge bland annat investerat i Danske Bank och Securitas (pers. medd., Didner, 2011). Gällande Danske Bank anser Didner att banker generellt sett har en låg värdering. Detta på grund av att investerare inte har vågat värdera upp banksektorn riktigt efter finanskrisen 2008. Under kriser är det ofta banker som drabbas hårdast vilket även gällde denna gång, enligt Didner. Att det blev just Danske Bank som Didner & Gerge satsade mest på inom banksektorn beror på att de hade det extra tufft under finanskrisen samt att det fortfarande finns problem i bolaget på grund av exponeringen mot Irland och Danmark. Didner beskriver det som att investerarna är överpessimistiska i fråga om bolagets förutsättningar och tror att det kommer att lösa sig för företaget med en uppvärdering som följd.

Angående Securitas fanns det några särskilt viktiga anledningar till att Didner & Gerge valde att satsa på företaget (pers. medd., Didner, 2011). Förvaltarna anser att företaget är lite för billigt i dagsläget. Att Securitas inte drabbas så mycket av konjunktursvängningar anses vara en fördel då det gäller att sprida innehaven i olika bolag och sektorer. Företaget Securitas har varit inne i problemfylld period vilket Didner & Gerge tror kommer att lösa sig i framtiden. Företaget har bytt till en VD som de känner förtroende för. Didner framhäver även att Securitas i grunden är ett mycket väl fungerande bolag.

4.2.3 Fondens utveckling kontra Stockholmsbörsen

Didner & Gerges Sverigefond har presterat en högre avkastning än dess jämförelseindex sedan starten (se Diagram 2 respektive tabell 3). Bäst verkar det ha gått för fonden under de senaste åren. Över alla mätperioder har fonden presterat en högre avkastning än index, även med hänsyn tagen till avgifter.

Diagram 2. Didner & Gerge Sverige fond i jämförelse med aktieindex SIX Return från 1995 – 2011 (www, didnergerge 1 & 2, 2011).



Didner & Gerges Sverigefond har presterat en högre avkastning än jämförelseindexet SIX Return sedan starten (egen bearbetning). * Start 1994-10-31, beräkning från 1994-12-31.

Tabell 3. Didner & Gerge Sverigefondens avkastning över tid och i jämförelse med index (www, didnergerge, 1 & 2).

	3 år	5 år	Sedan start*
Snittavkastning (inkl. utd.)	23,6%	18,1%	23,8%
Snittavkastning med TER (1,23%)	22,4%	16,9%	22,6%
Snittavkastning SIX Return (inkl. utd.)	11,4%	12%	16,5%

Översikt av Didner & Gerges Sverigefondens avkastning över tid jämfört med index (egen bearbetning). * Start 1994-10-31, beräkning från 1994-12-31.

4.2.4 Fondens risktagande

Didner & Gerges Sverigefond har haft högre risk, i fråga om standard avvikelse, än Stockholmsbörsen vid alla mätperioder under den senaste tioårsperioden (se Tabell 4). Betavärdet har varit lägre än index under den senaste treårsperioden.

Tabell 4. Didner & Gerges Sverigefonds risktagande i korta fakta (www, morningstar 3, 2011, pers. medd., Lindmark, 2011)

	1 år	3 år	5 år	10 år
Standardavvikelse	19,7%	29,2%	24,8%	24,6%
Beta	-	0,9	-	-
Standardavvikelse OMXSPI*	13,28%	21,89%	19,68%	20,79%
Beta OMXSPI*	-	1	-	-

Didner & Gerges Sverigefonds risk kontra index över den senaste tioårsperioden (egen bearbetning). *OMXSPI och SIX Return fungerar likadant med undantaget att SIX Return tar hänsyn till utdelning.

4.3. Odin Fonder med Sverigefonden

Odin Fonder är ett norskt fondbolag som säger sig ha en inriktning mot value investing i sina placeringar (www, odinfonder 1, 2011). Fondbolaget har ett flertal olika fonder med inriktning mot olika regioner runt om i världen. Sverigefonden startades 1994 och förvaltas av Nils Petter Hollekim. Han tar hjälp av aktieanalytikern Thomas Ramsälv vid beslut om både nyplaceringar och omplaceringar i fondportföljen (pers. medd., Ramsälv, 2011).

4.3.1 Bakgrund

Odin Fonders Sverigefond har som mål att över tid skapa högre avkastning än ett relevant jämförelseindex (www, odinfonder 1, 2011). Fonden investerar i svenska bolag och minst 80 procent av fondens förvaltade tillgångar ska bestå av aktier och aktierelaterade värdepapper. Fondens förvaltare Nils Petter Hollekim samt Thomas Ramsälv investerar i bolag som Odin anser vara solida men undervärderade. Sverigefonden innehåller i dagsläget 47 stycken bolag och förvaltar en summa på 4 miljarder NOK. Fondens totala avgift, TER, ligger på 2 procent.

4.3.2 Tillvägagångssätt vid val av aktier

Odin Fonders strategi med Sverigefonden är att investera i bolag som är vinstgivande (pers. medd., Ramsälv, 2011). Att bolagen i fråga tjänar pengar och går med vinst uppges vara den viktigaste parametern för att Odin ska investera i en aktie. Fonden tillämpar sig av vissa matematiska nuvärdesberäkningar för att bestämma ett förväntat framtida värde på en aktie. Resultatet av beräkningen är däremot inte det som är mest avgörande för om en investering ska ske. Det är mer en bas att utgå från som sedan vägs ihop med andra parametrar. Andra parametrar kan vara sådana som att Odin har tilltro till styrelsen och ledningen hos ett företag. Människorna i ledningsposition och styrelse är vitala, uppger Ramsälv. En detalj som kan sätta stopp för fonden är om bolaget i fråga är för litet. Ju mindre bolaget är desto högre måste potentialen vara. Detta eftersom fonden är så pass stor som den är.

Något som kan utläsas av aktieanalytiker Ramsälv är att vinst och vinstutveckling är mycket viktiga för Odin i fråga om ett investeringsval (pers. medd., Ramsälv, 2011). Ingen tyngdpunkt läggs på bolagens underliggande substansvärde. Mer fokus läggs istället på

företagens förmåga att ge utdelning till sina aktieägare. Det beror på två aspekter. Den ena är att företaget behöver gå med vinst över tid för att kunna ge utdelning, vilket i sig är det viktigaste måttet för Odin. Den andra aspekten är att utdelningen kan fungera ”som en kudde” för aktiekursen, enligt Ramsälv. Det är även viktigt att studera om företaget växer samtidigt som det ger utdelning. Det beror på att försäljningsutvecklingen också är en viktig parameter för Odin och om företaget inte växer är det negativt.

I fråga om Odins tidsperspektiv vid en investering är det enligt Ramsälv långsiktigt (pers. medd., Ramsälv, 2011). Han uppger att de bästa investeringarna har varit långsiktiga. Fonden behåller oftast sina aktier mellan ett till tre år i genomsnitt. En kontinuerlig bevakning görs av de olika aktieinnehaven vilket medför att de kan behållas längre om förutsättningarna för en fortsatt uppgång i aktien är goda. Enligt Ramsälv är det inte många bolag som har funnits kvar i portföljen sedan starten. Det beror mycket på att fondbolaget håller stor koll på konjunkturutveckling och marknadsläget. Fonden gör omplaceringar från cykliska bolag, som följer konjunkturutvecklingen, till såkallade defensiva bolag, som inte påverkas lika mycket av konjunkturen, när marknadsläget förändras. Att den svenska börsen har en övervikt av cykliska bolag försvårar dessa typer av omplaceringar.

Konjunkturen är inte den enda faktorn som bidrar till köp- och säljtillfällen för Odin (pers. medd., Ramsälv, 2011). Ramsälv beskriver att psykologiska faktorer har en stor roll att spela i fråga om värderingen av företagen på börsen. När ett bolag släpper en rapport, som är under marknadens förväntningar, tenderar marknadsaktörerna att reagera alltför starkt på denna. I den situationen uppstår ett investeringsläge som Odin kan ta tillvara på. Psykologin på börsen spelade en stor roll under den senaste finanskrisen vilket den har gjort även vid tidigare kriser enligt Ramsälv. Han beskriver det som en masspsykos och att många trodde att världen skulle gå under, vilket inte var fallet denna gång heller. Odin tog tillvara på situationen och investerade i bolag som fonden tyckte hade värderats ner alltför kraftigt med tanke på dess förutsättningar. Det gjorde de även under IT-boomen i slutet av 1990-talet. Vid dessa tillfällen har Odin haft framgång och kunnat skapa stora överavkastningar jämfört med index, enligt Ramsälv. Han betonar dock att ”historisk framgång inte är någon garanti för framtida framgång”. Ramsälv beskriver att marknaden kan vara långt ifrån effektiv vid dessa tillfällen. Han tror inte alls på den effektiva marknadshypotesen. Däremot upplever han att marknaden är effektiv över väldigt långa tidsperioder.

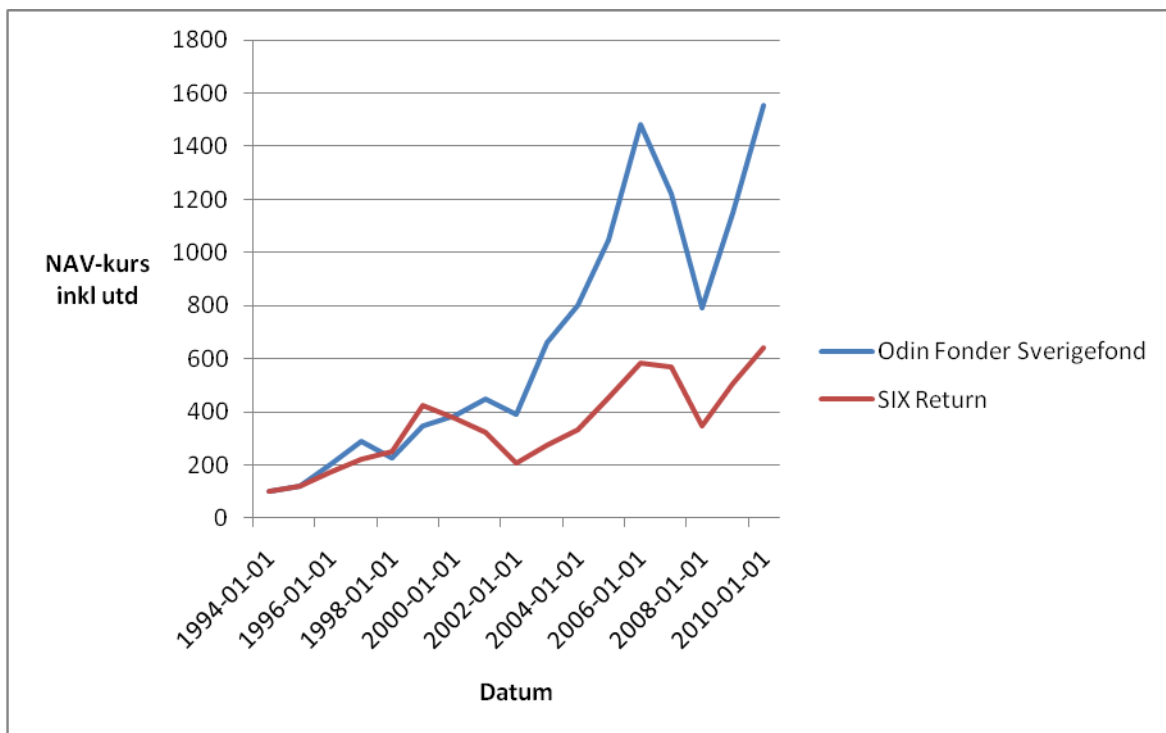
Finansiell teori i form av risktagande är något som Odin tar hänsyn till i form av standardavvikelse och betavärde (pers. medd., Ramsälv, 2011). Fonden inkluderar dessa mått i formler för att räkna ut ett avkastningskrav för en viss aktie. Ramsälv understryker dock att fonden tar riskbegreppen med en nypa salt då han tycker att diversifiering är ett viktigare begrepp gällande fondportföljens risk. Fonden eftersträvar som tidigare nämnts att få ner korrelationsgraden i portföljen genom att ha bolag som rör sig olika utefter konjunkturen. De försöker ha en stor andel cykliska bolag i fonden när konjunkturen är stark för att sedan växla om till en större andel defensiva bolag då konjunkturen viker nedåt. Att ha bägge delar i fonden löpande ger på detta sätt en lägre risk, enligt Ramsälv.

Fondens enskilt största aktieinnehav är Nordea Bank (pers. medd., Ramsälv, 2011). Ramsälv beskriver ett antal anledningar till att Odin valt att satsa stort på banken åren efter finanskrisen. Den första anledningen är att banken år 2006 satte upp ett mål att uppnå ett fördubblat resultat år 2013. Det innebär en vinst per aktie på 9 kronor. Odin anser att banken är på god väg att uppnå det målet och att aktien bör vara värd minst 90 kronor, om banken når sitt mål. Det innebär en kurspotential på omkring 30 procent från dagens aktiepris. Att Odin har tro på att Nordea ska uppnå sitt mål beror mycket på de personer som ansvarar för banken. Nordea har en styrelseordförande som prioriterar avkastning på eget kapital och lägger fokus på aktieägarvärde. Denna person har Odin stort förtroende för och det är också därför fonden har tro på att banken ska nå sitt vinstmål.

4.3.3 Fondens utveckling kontra Stockholmsbörsen

Odins Sverigefond har med hänsyn till avgifter presterat en högre avkastning än dess jämförelseindex sedan starten (se Diagram 3 samt tabell 5). Bäst verkar det ha gått för fonden under de första åren. Över den senaste femårsperioden har jämförelseindexet däremot presterat en högre avkastning än fonden med hänsyn tagen till avgifter.

Diagram 3. Odin Fonders Sverigefond i jämförelse med aktieindex SIX Return från 1995 – 2011 (www, odinfonder 2, 2011, www, didnergerge 1 & 2, 2011).



Odin Fonders Sverigefond har liksom Didner & Gerge utklassat jämförelseindexet SIX Return sedan starten 1995 (egen bearbetning). * Start 1994-11-31, beräkning från 1994-12-31.

Tabell 5. Odin Fonders Sverigefonds avkastning över tid och i jämförelse med index (www, odinfonder 2, 2011, www, didnergerge 1 & 2, 2011).

	3 år	5 år	Sedan start*
Snittavkastning (inkl. utd.)	15,2%	13,8%	22,9%
Snittavkastning med TER (2 %)	13,2%	11,8%	20,9%
Snittavkastning SIX Return (inkl. utd.)	11,4%	12%	16,5%

Översikt över Odins Sverigefonds avkastning över tid i jämförelse med index (egen bearbetning). * Start 1994-11-31. beräkning från 1994-12-31.

4.3.4 Fondens risktagande

Odin Fonders Sverigefond har haft lägre risk, i fråga om standard avvikelse, än Stockholmsbörsen under den senaste tioårsperioden (se Tabell 6). Däremot har risken, grundat på samma mått, varit högre under resten av mätperioderna. Betavärdet har varit lägre än index under den senaste treårsperioden.

Tabell 6. Odin Fonders Sverigefonds risktagande i korta fakta (www, morningstar 3, 2011, pers., medd., Lindmark, 2011).

	1 år	3 år	5 år	10 år
Standardavvikelse	18,5%	26,54%	23%	19,9%
Beta	-	0,8	-	-
Standardavvikelse OMXSPI*	13,28%	21,89%	19,68%	20,79%
Beta OMXSPI*	-	1	-	-

Översikt över Odin Fonders Sverigefonds risk kontra index (egen bearbetning). * Skillnaden mellan OMXSPI och SIX Return är att SIX Return tar hänsyn till utdelning.

5 Analys

Utifrån valda teorier och de resultat som framkommit i intervjuerna med fondförvaltarna görs i detta avsnitt en analys av likheter och skillnader. Fondernas placeringsstrategi jämförs med hur tillvägagångssättet är enligt teorin bakom value investing. För att få en bild av hur fonderna har lyckats resultatmässigt kontra index analyseras fondernas avkastning över tid. Fondernas risktagande samt likheter och skillnader mellan hur fondförvaltarna ser på risk kontra hur finansiell teori ser på begreppet analyseras. Avslutningsvis diskuteras den uppfattning som fondförvaltarna har om de finansiella teorierna den effektiva marknadshypotesen samt behavioral finance.

5.1 Avkastning samt tillvägagångssätt vid val av aktier

Grundtanken med value investing är att metoden ska skapa en överavkastning jämfört med avkastningen på marknaden. Undersökningar av Fama & French (1998) och Basu (1997) visar att value investing kan skapa överavkastning över tid. Analyseras resultaten för de undersökta fonderna är svaret att de lyckats med att överträffa index över mätperioden. Spiltans Aktiefond Stabil har haft den utveckling som ligger närmast jämförelseindexet SIX Return sedan starten (se diagram 1 respektive tabell 1). Både Didner & Gerges Sverigefond och Odin Fonders Sverigefond har presterat resultat som markant överstiger jämförelseindexet på Stockholmsbörsen över tid (se diagram 2 och tabell 3 respektive diagram 3 och tabell 5). Det ska även poängteras att fonderna har haft bättre och sämre perioder under mätintervallet. Fondbolagen har dock med sina aktiva strategier lyckats överträffa Stockholmsbörsen över tid. Frågan är dock om fonderna har lyckats med sina resultat genom att använda sig av analysmetoden value investing.

Spiltan uppger att de använder sig av metoden value investing. När en analys görs av detta noteras att likheterna är många mellan strategierna. Dock förekommer vissa skillnader, vilket kan ifrågasätta om fondens resultat rakt av är kopplat till en användning av metoden. Spiltan inriktar sig på investeringar i värdebolag som går med vinst, redovisar goda kassaflöden och har förmåga att ge utdelning. Fundamentala parametrar i ett företag och att förstå sig på bolaget är det viktigaste när Spiltan bestämmer sig för en placering. Det följer teorin bakom value investing som beskriver hur viktigt det är att analysera fundamentan i bolaget och samtidigt vara medveten om vad företaget gör. En annan likhet är att Spiltan inte försöker räkna ut något exakt värde på ett företag eller aktie vilket görs enligt finansiell teori. Strävan ligger istället på att bedöma om aktien verkar rimligt prissatt utifrån olika fundamentala parametrar.

Något som skiljer Brändströms investeringsfilosofi med teorin bakom value investing är att han inte ser någon tydlig linje mellan att investera i värdebolag och tillväxtbolag. Teorin beskriver att prismultiplarna för en aktie ska vara låga för att en investering ska vara intressant, vilket gör att traditionella tillväxtbolag faller bort. Däremot utesluts inte Brändströms favoritbolag, värdebolag som även producerar tillväxt, i teorin. En annan aspekt som Brändström belyser som viktig i deras placeringsval, och som skiljer sig mot teorin, är att

ett företag ska ha en unik egenskap som skapar ett ”måste ha” tänkande hos kunderna. Det var exempelvis det som medförde Spiltans placering i Tele 2.

Didner & Gerge uppger inte, till skillnad från Spiltan, att de följer metoden value investing i sin placeringsstrategi. Analysen av bolagets strategi visar att det ändå finns flera likheter mellan metoderna. Det enskilt viktigaste är att Didner & Gerge, liksom Spiltan, endast fokuserar på bolagets prestation. Fondbolagets agerande under IT-boomen på slutet av 1990-talet är ett exempel på hur detta synsätt visade sig vara framgångsrikt, då de avstod från att investera i de spekulativa IT-bolagen. Den strategi som användes då kan direkt hänföras till Grahams (2003) grundtankar om value investing, som menar på att det sker ständiga fluktuationer i marknaden vilka kan utnyttjas för att hitta undervärderade aktier. Det viktiga enligt teorin är att ständigt fokusera på bolagets fundamentala värden samt att inneha god kunskap om bolagets verksamhet.

Didner & Gerge analyserar inte bolagens utdelningsnivåer eller substansvärden vilka är två centrala parametrar att bedöma enligt value investing. Fondbolaget lägger istället stor vikt på de människor som är ansvariga för bolagen. Omstruktureringar på ledningsnivå kan innebära en köpsignal respektive en säljsignal för förvaltarna. Ett exempel på en sådan situation är företaget Securitas som var inne i problemfylld period. På grund av att företaget bytte till en VD som Didner & Gerge hade stort förtroende för valde de att investera i bolaget. Det kan, på samma sätt som Spiltans investering i Tele 2, sägas vara en likhet med teorin om value investing som poängterar vikten av att förstå hur ett bolag tjänar pengar samt att analysera dess ledning.

Odin Fonder uppger att de är ett bolag som inriktar sig på värdebolag och därmed anammar strategin value investing. Analysen visar att fonden enbart visar intresse för bolag som går med vinst och förväntas ha en god vinstutveckling. Detta är en likhet med dagens fundamentalister som anser att det är företagets nuvarande vinster och potentiella vinstutveckling som är mest avgörande för aktiekursens utveckling. Odins agerande under olika kriser visar att de håller hårt på sina tumregler vid aktieanalys och investerar i aktier som ser undervärderade ut. Detta i sig är en likhet med teorin om value investing som i grunden står för att investera i undervärderade aktier. Odin beskriver även att de köper ett bolags strategi vilket deras investering i Nordea är ett bra exempel på. Detta synsätt liknar value investing på så vis att det är viktigt att förstå vad ett bolag gör.

På samma sätt som Didner & Gerge tar Odin inte speciellt stor hänsyn till ett bolags utdelningsnivå eller hur högt substansvärdet är i förhållande till aktiekursen. Det är en skillnad mot teorin bakom value investing. Något ytterligare som skiljer Odins placeringsätt med value investing är hur fonden utför matematiska nuvärdesberäkningar för att räkna ut värdet på en aktie. Några sådana matematiska formler, för att beräkna ett ”exakt värde” på en aktie, existerar inte inom grundtanken med value investing.

Något alla de tre undersökta fonderna har gemensamt i fråga om likheter till teorin om value investing är deras syn på att investera i bolag och inte aktier. Alla fonder uppvisar exempel på

hur en investering kan gå till vilket bekräftar dessa likheter. Den långsiktiga placeringshorisonten i fonderna är en annan parameter som liknar value investing. Endast Odin sticker ut med att fonden oftast behåller sina innehav i mellan ett till tre år vilket de anser vara långsiktigt. Detta sätter även ett frågetecken framför hur Odin ser på att vara långsiktig jämfört med hur teorin om value investing samt med hur fondbolagen Spiltan och Didner & Gerge ser på det. Enligt dessa är placeringshorisonten livslång vid placeringstillfället. Alla fondbolag inklusive teorin är däremot eniga om att en kontinuerlig bevakning av aktieinnehaven visar om ett innehav ska säljas eller behållas. Graham (2003) delar även fondförvaltarnas syn med att skilja på bolag och aktier just på grund av att olika faktorer kan påverka en akties pris som egentligen inte har att göra med den underliggande verksamheten i bolaget. Något som Graham (2003) lyfter fram är att substansvärdet per aktie måste uppgå till 70 procent av aktiepriset för att en investering ska vara intressant. Denna riktlinje följs dock inte av någon av fonderna, varav Spiltan är det enda av bolagen som tar hänsyn till substansvärde i sin analys.

5.2 Finansiell teori och risk

Något som verkar förklara hur de olika fondförvaltarna hittar köp- och säljlägen är fluktuationer som skapas utifrån psykologiska faktorer på marknaden. Flockpsykologi som skapar överpessimism och överoptimism bidrar till möjligheter att hitta intressanta köplägen, samt för vissa av fonderna även säljlägen. Brändström talar om att det som Graham (2003) beskriver som ”margin of safety” kan uppstå i ett fall där marknaden överreagerar på information som inte är kopplat till själva bolaget. Det är en köpsignal för bolaget eftersom aktien då blir undervärderad. Detta beskrivs även enligt value investing.

Medan behavioral finance alltså har en viktig roll är fondförvaltarna eniga om att den effektiva marknadshypotesen inte förklarar hur marknaden beter sig. Brändström går till och med så långt som att säga att marknaden beteende är ”perfekt imperfektion”. Detta eftersom marknaden helt enkelt inte är effektiv enligt honom. Vissa skillnader förekommer angående hur effektiv marknaden verkar vara utifrån fondförvaltarnas uppfattningar. Didner och Ramsälv beskriver att marknaden är mycket effektiv på lång sikt vilket liknar den moderna effektivitetsteorin som framförs av Malkiel (2003).

Rishtagande och dess koppling till analysmetoden har belysts i uppsatsen. Fondförvaltarnas inriktning mot finansiella riskmått som standardavvikelse och betavärde skiljer sig mot den finansiella teorin. Endast Odin säger sig ta viss hänsyn till dessa mått vid sina placeringsval. Att fonderna på detta sätt struntar i dessa riskmått påminner om teorin om value investing där ingen hänsyn heller tas till dessa mått. Brändström från Spiltan sticker ut med att vara väldigt mån med att hålla nere risknivån i fonden på det sätt han definierar risk. Detta för att locka placereare att investera i fonden. Det kan liknas med Markowitz (1952) portföljteori som säger att om en investerare får möjlighet att välja mellan två investeringsalternativ med samma förväntade avkastning kommer investeraren att välja den investering med lägst standardavvikelse.

Fondernas resultat i fråga om standardavvikelse och betavärde visar att standardavvikelsen för Spiltans Aktiefond Stabil är lägre än den varit på Stockholmsbörsen över alla mätperioder (se tabell 4). Det innebär att fondportföljen har fluktuerat mindre i värde. Standardavvikelsen för Didner & Gerges Sverigefond har däremot varit högre än Stockholmsbörsen under alla mätperioder (se tabell 5). Att risken är högre i fonden kan bero på att Didner & Gerge inte säger sig vara riskmedvetna i sina placeringar. Odin Fonder Sverigefond har en standardavvikelse relativt nära den för Stockholmsbörsen vilket kan observeras i tabell 6.

När fonderna analyseras utifrån riskmättet betavärde visar det sig att alla fonder under den senaste treårsperioden har haft en volatilitet som understiger marknaden. Aktiefond Stabil har ett betavärde på 0,5, räknat under de senaste tre åren, mot marknads betavärde på ett vilket även det bekräftar att risken är låg i fonden. Aktiefonden ska rangordnas som en defensiv tillgång enligt teorin. Gällande Didner & Gerges Sverigefond samt Odin Fonders Sverigefond är deras risknivå i form av betavärde närmare nivån för Stockholmsbörsen. Didner & Gerge har ett betavärde på 0,9 medan Odin Fonder har ett betavärde på 0,8 (se tabell 5 respektive tabell 6). Även dessa kan därför benämnas som defensiva tillgångar.

Något som kan bekräftas om analysmetoden value investing är att avkastningen verkar vara högre än vad som är normalt för marknaden i stort. Det gäller både enligt teoretiska undersökningar samt från resultaten i denna uppsats. Svaret på huruvida en investerare måste vara riskmedveten eller inte för att använda sparformen utifrån finansiell teori, är nej i Spiltans fall. I de två andra fallen är det tydligt att risken är högre än för jämförelseindexet vilket talar för att spararna bör vara mer riskmedvetna utifrån teorin för att investera i dessa fonder. Något som alla fondförvaltare är eniga om är att de inte tar så stor hänsyn till riskmått i form av volatilitet, som framförs i den finansiella teorin. I fråga om fondernas riskhantering är det bolagsrisken, att det ska dåligt för ett visst företag, som istället är i fokus bland fondbolagen. Odin sticker ut till viss del genom att de använder sig av standardavvikelse och betavärde i sina nuvärdesberäkningar. Odin uppger även att de försöker sprida innehaven efter hur de är korrelerade vilket är precis det som beskrivs i Markowitz (1952) teori om att sänka risken i portföljen. Att alla fonder uppvisar likheter med diversifieringsteorin i fråga om antalet portföljbolag verkar mer bero på de krav som ställs på fonderna än ett aktivt val i fråga om diversifieringseffekt.

6 Slutsats

Syftet med uppsatsen var att belysa huruvida investeringsmetoden value investing med framgång kan appliceras på den svenska marknaden. Tre fonder undersöktes för att få svar på detta. Dessa var Spiltans fond, Aktiefond Stabil, Odins Sverigefond samt Didner & Gerges Sverigefond. Alla dessa fondbolags placeringsstrategier visar sig påminna om analysmetoden value investing. Fondbolagen anammar däremot inte strategin rakt av. Den viktigaste likheten mellan fondernas strategi jämfört med value investing är att alla fonder uppger att det är viktigt att förstå sig på företagets verksamhet, att vara långsiktig i sina placeringar samt att analysera olika nyckeltal som bygger på fundamentan i bolaget. Alla fondförvaltare skiljer även på aktier och bolag genom att de investerar i bolag och inte i aktier. Det verkar bero på att de tycker att marknaden präglas av psykologiska faktorer vilka inte har att göra med bolagets underliggande verksamhet. Fondförvaltarna uppvisar även exempel på situationer då de lyckats eller skulle kunna lyckas tjäna pengar på psykologiska händelser på marknaden. Det tyder på att den finansiella teorin om behavioral finance kan förklara hur fonderna kan skapa överavkastning. Undersökningen ger dock inget stöd till att den finansiella teorin om att den effektiva marknadshypotesen förklarar hur marknaden beter sig.

Fonderna har haft framgång med sin investeringsmetod då alla har överträffat avkastningen på Stockholmsbörsen över tid. Det skulle kunna leda till att placeringarna hade varit bra att rekommendera för investerare. Något som är viktigt att beakta i fråga om detta är dock att investerarna behöver betala en avgift för investeringarna. Räknat med denna avgift har både Odin Fonders Sverigefond samt Didner & Gerges Sverigefond presterat en överavkastning jämfört med Stockholmsbörsen sedan starten. I fråga om kortare intervaller mellan tre och fem år tillbaka i tiden är svaren delvis annorlunda. Spiltans Aktiefond Stabil har under denna kortare period varit en bra placering. Något som bör noteras i sammanhanget är att value investing är en metod som är inriktad på mycket lång sikt varför tyngdpunkten ska ligga på intervallet från fondernas startpunkt. På lång sikt är det även tydligt att dessa fonder i fråga om avkastning hade varit goda val för fondsparare.

För att avgöra hur hög den riskjusterade avkastningen har varit i fonderna måste hänsyn tas till risktagandet i fonderna. Det visar sig vara svårt att avgöra om risken har varit lägre i fonderna jämfört med Stockholmsbörsen. Används risk utifrån finansiell teori har den varit lägre i Spiltans Aktiefond Stabil men inte för Didner & Gerges och Odins Sverigefonder. Det kan i sig bero på Aktiefond Stabil är utformad som en lågriskfond med en ganska hög andel räntebärande värdepapper, med låga risktal i portföljen. Didner & Gerges och Odins Sverigefonder har istället överträffat marknaden markant över tid vilket skulle kunna leda till att den riskjusterade avkastningen ändå har varit hög i dessa fondbolag.

Intressant att belysa är att fondförvaltarna inte ser på risk på samma sätt som den finansiella teorin gör. Fondförvaltarna uppger att det finns risk att ett bolag ska få problem eller gå i konkurs. Att risk ska räknas på hur volatilt ett värdepapper är gillas inte av förvaltarna vilket sätter ett frågetecken framför om de måtten verkligen ska bedöma fondernas risknivå. Value investing är även en metod som strävar efter en hög avkastning på lång sikt varför kortsiktiga

svängningar, som anses riskfyllda, inte ska ha någon betydelse om en långsiktig överavkastning skapas. Resultaten som har uppkommit medför att aktiva fonder tycks kunna skapa mervärde över tid samt att de undersökta fonderna skulle kunna rekommenderas som bättre val än passiva fonder som endast följer Stockholmsbörsen. Något som kan tilläggas är dock deisen som Thomas Ramsälv tar upp att ”historisk framgång inte är någon garanti för framtida framgång”, vilket betyder att det inte är säkert att de kommer att prestera en överavkastning i framtiden.

Viktigt att poängtera i denna uppsats är att det är svårt att dra några generella slutsatser efter att ha analyserat endast tre olika fonder. Det beror även på att undersökningen som har genomförts är kvalitativ vilket gjordes avsiktligt då det inte var möjligt att göra en kvantitativ undersökning över fondernas placeringsstrategi och uppfattning om aktiemarknaden. Att omfattningen av undersökningen inte var större beror på att kvaliteten av information skulle säkerställas. Något som gör det svårt att avgöra mervärdet med value investing är att inte alla rakt av har tillämpat sig av metoden. Säkert är ändå att de undersökta fonderna har varit aktiva i sin investeringsmodell och att det har bidragit till att skapa överavkastning på Stockholmsbörsen.

7 Diskussion

Teorin säger att högre risktagande är kopplat till högre avkastning. Detta verkar inte stämma för metoden value investing. Efter att ha studerat tre fonder med olika utveckling över tid skulle det vara intressant att även analysera hur stora delar av de höga avkastningarna som är kopplade till ökat risktagande. I fallet Spiltan fonder har fonden tagit lägre risk än index men ändå uppnått en högre avkastning. Angående Odin och Didner & Gerge har de tagit mer risk än index men även uppnått en betydande överavkastning. Det skulle därför vara intressant att få svar på hur hög den riskjusterade avkastningen har varit i fonderna jämfört med ett jämförelseindex för marknaden med en kvantitativ undersökning. Hur risk bedöms är en viktig parameter att diskutera. Ingen av fondförvaltarna upplever att risk bör bedömas beroende på volatiliteten av ett värdepapper. Det kan i sin tur kopplas till att en aktie och dess företag inte alltid är helt kopplade till varandra. Mycket tyder på att psykologin spelar en betydande roll på aktiemarknaden, vilket teorin om behavioral finance samt fondförvaltarna i denna uppsats belyser. Till exempel har det visat sig att value investing är en strategi som kräver rationella investeringsbeslut och tålmod för att på lång sikt kunna skapa överavkastning. Det skulle därför vara intressant att göra en djupare undersökning inom området för att identifiera vilka psykologiska faktorer som kan tänkas påverka en investerares placeringsstrategier. Grupptänkande och flockbeteende är begrepp som återkommer inom området, men finns det även andra faktorer som gör att vi människor inte alltid beter oss rationellt och i så fall vilka?

Det skulle även vara intressant att identifiera tillfällena då fondförvaltarna, inom ramen för denna uppsats, har gjort ett val med inslag av psykologiska faktorer. Ämnesområdet har visat att aktier inte alltid är prissatta på ett rationellt sätt. Det borde även innebära att värdet mellan en aktie och företaget i stort, skiljer sig åt när en aktie påverkas av psykologiska faktorer, som i själva verket inte har något med företaget att göra. Varför ska då dessa psykologiska faktorer påverka hur stor risken är i ett visst bolag? Det sätter vi ett frågetecken framför.

En annan aspekt som gör att det inte känns helt rätt att bedöma risk utifrån volatilitet är att en aktie som går upp med 50 procent i genomsnitt per år bedöms ha lika stor risk som en aktie som sjunker med 50 procent i genomsnitt per år. Detta om den bedöms utifrån standardavvikelse. Gällande betavärde blir svaret likartat. Överträffar en aktie marknaden med 50 procent får den ett betavärde på 1,5 och anses vara lika riskfylld som en aktie som sjunker med 50 procent jämfört med marknaden. Denna fråga ligger lite utanför uppsatsens syfte men det skulle vara intressant med ett svar på varför den finansiella teorin bedömer risk på det sättet. Kanske skulle det vara mer relevant med användning av ett mått som mäter hur stor risken för default, konkursrisken, är i varje enskilt bolag vilket mer liknar den syn som delas av fondförvaltarna.

Trovärdigheten i den effektiva marknadshypotesen är något annat som skulle kunna analyseras mer djupgående. Huvuddelen av den empiri och teori som presenterats i uppsatsen framställer att marknaden inte är effektiv. Fondförvaltarna som intervjuats tycker likadant, vilket i sig inte är konstigt då grundtanken med deras aktiva fondförvaltning är att överträffa

marknadsgenomsnittet. Men frågan är då om dessa resultat är tillfälligheter eller om det bevisar att marknaden inte alltid är effektiv? Är marknaden möjligtvis endast effektiv på mycket lång sikt? Dessa frågor är förmodligen mycket svåra att besvara eftersom svaren skulle kräva väldigt långa och omfattande undersökningar. Det är även möjligt att sådana undersökningar har gjorts. Ett eventuellt svar på frågan skulle vara väldigt intressant för de personer som sparar långsiktigt, exempelvis via pensionssparande. Det skulle kunna leda till ett enklare val för spararen mellan ett indexsparande eller ett aktivt sparande.

I uppsatsen framkommer att bankerna har kritiserats på grund av bristfälliga råd till sina kunder. Anledningen till kritiken är att bankerna ger tips till sina kunder att spara i fonder som tar ut oproportionerligt höga avgifter. En fråga i sammanhanget är till vilken grad kritiken är rättfärdig. En eventuell undersökning skulle kunna ge svar på varför situationen har uppkommit och hur problemet kan lösas. Det skulle förhoppningsvis kunna leda till att människor får hjälp med att välja den sparandeform som passar han eller hon bäst.

Något som ytterligare skulle kunna undersökas vidare utifrån den här uppsatsen är en utökning till att innefatta fler fondbolag över flera olika marknader. Fondbolagen Spiltan, Odin samt Didner & Gerge är exempel på aktiva fondbolag som till stor del använder sig av analysmetoden value investing på den svenska marknaden. Samtliga med framgång. Att undersöka andra europeiska marknader för att ta reda på i om fondbolag använder value investing där samt jämföra deras prestationer med lämpliga jämförelseindex vore också intressant. Detta för att ge ytterligare stöd till teorin om att value investing kan skapa överavkastning. I uppsatsen framgår att undersökningarna gjorda av Fama & French och Basu visar att value investing har kunnat skapa överavkastning på marknader runt om i världen över olika tidsperioder. Detta föranleder ett intresse av att undersöka fondbolag som under samma tidsperiod använde sig av metoden för att identifiera om förvaltaren lyckats med metoden. Något annat som det inte funnits möjlighet att analysera i den här uppsatsen är aktieinnehaven i respektive fond. Analysen skulle i det avseendet bygga på teorin bakom value investing och alltså jämföra aktieinnehaven med de kriterier som teorin ställer upp. Genom det skulle det bli möjligt att analysera vad fondbolagen har uppgett och hur det visar sig stämma med verkligheten.

Källförteckning

Internet

Didner & Gerge, www.didnergerge.se

1. Årsrapport 2005 Didner & Gerge, 2011-04-27
http://www.didnergerge.se/UL/File/report/Arsrapport_2005.pdf

2. Årsrapport 2010 Didner & Gerge, 2011-04-27
http://www.didnergerge.se/UL/File/report/Arsrapport_2010.pdf

Fondbolagen, www.fondbolagen.se

Fondsparande i Sverige, 2010-12-01
<http://www.fondbolagen.se/sv/Studier/Studier/Sa-sparar-man-och-kvinnor-i-fonder/>

Morningstar, www.morningstar.se

1. Översiktsbild av svenska fonder, 2011-04-05
<http://www.morningstar.se/Funds/Quickrank.aspx>

2. Översikt av Spiltans fond Aktiefond Stabil, 2011-04-12
<http://morningstar.se/Funds/Quickrank.aspx?search=spiltan>

3. Översikt av Didner & Gerges Sverigefond, 2011-04-12
<http://morningstar.se/Funds/Quickrank.aspx?search=didner&view=fees>

4. Översikt av Odin Fonders Sverigefond, 2011-04-12
<http://morningstar.se/Funds/Quickrank.aspx?search=odin&view=fees>

Odin Fonder, www.odinfonder.se

1. Fakta om Odin Fonders Sverigefond, 2011-04-14
<http://www.odinfonder.se/op/content/simplified-prospectus/swedish/forenklat-prospekt-odin-sverige.pdf>

2. Årsrapport 2010 Odin Fonder, 2011-04-28
http://www.odinfond.no/OdinPortalNO/multimedia/archive0006/aarsrapport-2010-akti_6204a.pdf

Dailyprincetonian, www.dailyprincetonian.com

Nobelpriset i ekonomi för Kahneman & Tversky, 2002-10-10
<http://www.dailyprincetonian.com/2002/10/10/5684/>

Six Return, www.six-telekurs.se

Beskrivning av indexet SIX Return, 2011-01-01

<http://www.six-telekurs.se/sv/se/Produkter-och-tjanster/Vara-produkter/Nordiska-innehallsprodukter-/Index/SIX-Index.aspx>

Spiltan Fonder, www.spiltanfonder.se

1. Fakta om Spiltan Fonders Aktiefond Stabil, 2011-04-28

<http://www.spiltanfonder.se/upl/files/50944.pdf>

2. Årsrapport 2005 Spiltan Fonder, 2011-04-28

<http://www.spiltanfonder.se/upl/files/2090.pdf>

3. Årsrapport 2009 Spiltan Fonder, 2011-04-28

<http://www.spiltanfonder.se/upl/files/40029.pdf>

4. Kvartalsrapport 4 2010 Spiltan Fonder, 2011-04-28

<http://www.spiltanfonder.se/upl/files/49745.pdf>

Litteratur

Andersen, E. S., & Schwencke, E., 1998, Projektarbete – en vägledning för studenter, Studentlitteratur (ISBN: 978-91-44-00890-5)

Baker, M., & Wurgler, J., 2007, *Investor Sentiment in the Stock Market*, The Journal of Economic Perspectives, Vol. 21, pp. 129-157

Bartov, E., & Kim, M., 2004, *Risk mispricing and value investing*, Review of Quantitative Finance and Accounting, pp. 353-376

Basu, S., 1997, *Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis*, The Journal of Finance, Vol. 32, No. 3 (Jun., 1977), pp. 663-682

Bernhardsson, J., 2002, *Tradingguiden – Allt du behöver veta om finansmarknaden*, upplaga 2, T Fischer, Sverige (ISBN: 978-91-7054-952-69)

Blennow, E., 2009, *Ung Privatekonomi*, upplaga 2, Wallin och Dalholm, Lund (ISBN: 978-91-633-3105-3)

Bodie, Z., Merton, R. C., & Cleeton, D. L., 2009, *Financial Economics*, 2ed, Prentice Hall, New Jersey (ISBN: 978-0-13-157952-1)

Bryman, A., 2008, *Social Research Methods*, Oxford University Press, 3ed, New York, USA (ISBN: 978-0-19-920295-9)

Börjesson, P. H., 2008, *Så här kan alla svenskar bli miljonärer*, Aktiespararna Kunskap, Stockholm (ISBN: 978-91-7232-162-5)

Börjesson, P. H., 2009, *Warren Buffett – världens mest framgångsrika aktieplacerare*, Aktiespararna Kunskap, Stockholm (ISBN: 978-91-8921-234-3)

De Bondt, W. F. M., & Thaler R. H., 1985, *Does the Stock Market Overreact*, Journal of Finance, vol. 40, no. 3, pp. 793–808.

Fama, E. F., 1970, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, The Journal of Finance, Vol 25, No. 2, pp. 383-417.

Fama, E. F., French, K. R., 1998, *Value versus Growth: The International Evidence*, Journal of Finance, Vol 53, pp. 1975-1999

Ferguson, N., 2008, *I Pengarnas Tid – Finansvärldens historia*, Albert Bonniers Förlag, Falun (ISBN: 978-91-0-012003-0)

Graham, B., 2003, *The Intelligent Investor – the definite book on value investing*, rev. ed., Harper Business Essentials, USA (ISBN: 978-0-06-055-566-5)

Hoover, S., 2005, *Stock Valuation*, McGraw-Hill Professional Publishing, USA (ISBN: 978-00-7-148334-6)

Hunton, J., McEwen, R., & Bhattacharjee, S., 2001, *Toward an Understanding of the Risky Choice Behavior of Professional Financial Analysts*, The Journal of Psychology and Financial Markets. Vol. 2, No. 4, pp. 182-189.

Kahneman, D., & Tversky A., 1979, *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*. Econometrica, 47, pp. 263–291.

Kvale, S., 1997, *Den kvalitativa forskningsintervjun*, Studentlitteratur, Lund, (ISBN: 91-44-00185-1)

Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, R., 1994, *Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk*, The Journal of Finance, Vol. 49, No. 5, pp. 1541-1578

Malkiel, B. G., 2003, *Efficient Market Hypothesis and Its Critics*, The Journal of Economic Perspectives, Vol. 17, No. 1 pp. 59-82

Malmer, C., & Pettersson, J., 1999, *Aktievärdering – en studie av finansanalytikens val av värderingsmodeller, värderingsfaktorer och informationskällor*, Luleå Universitet

Markowitz, H., 1952, *Portfolio Selection*, The Journal of Finance, Vol. 7, No. 1, pp. 77-91

Möller, J., & Wärmlöv, J., 2010, *Svenska fondförvaltare som slår index*, Stockholms Universitet

Nilsson, H., Isaksson, A., & Martikainen, A., 2002, *Företagsvärdering med fundamental analys*, Studentlitteratur, Lund (ISBN: 91-44-00548-2)

Prechter, Robert R., Jr., 2001, *Unconscious Herding Behavior as the Psychological Basis of Financial Market Trends and Patterns*, Journal of Psychology and Financial Markets, vol. 2 no. 3, pp. 120-125

Qawi, R. B., 2010, *Behavioral Finance: Is Investor Psyche Driving Market Performance?*, Georgia State University, Atlanta, The IUP Journal of Behavioral Finance, Vol. 7, No. 4, pp. 1-22.

Schroeder, A., 2008, *The Snowball and The Business of Life*, Bloomsbury Publishing PLC, London (ISBN: 978-0-7475-9836-7)

Slovic, P., 1972, *Psychological Study of Human Judgment: Implications for Investment Decision Making*, The Journal of Finance. Vol. 27; No. 4, pp. 779-799.

Starrin, B., & Svensson, P. G., 1994, *Kvalitativ metod och vetenskapsteori*, Studentlitteratur, Lund, (ISBN:91-44-39861-1)

Sörensen, E. H., & Thum, C. Y., 1992, *The Use and Misuse of Value Investing*, Financial Analysts Journal, Vol 48, pp. 51-58

Personliga meddelanden

Brändström, E., VD samt fondförvaltare Spiltan Fonder, personlig intervju, 2011-04-15

Börjesson, P. H., VD Spiltan AB, personlig intervju, 2011-03-31

Didner, H., Fondförvaltare Didner & Gerge Fonder, personlig intervju, 2011-05-03

Lindmark, J., Analyschef Morningstar, mailkontakt, 2011-05-10

Ramsälv, T., Aktieanalytiker Odin Fonder, personlig intervju, 2011-05-13

Wilke, B., Journalist Dagens Industri, föreläsning, 2011-05-16

Wärmlöv, J., Fondförvaltare Spiltan Fonder, personlig intervju, 2011-04-15

Bilaga 1 – Intervjufrågor

Vad har ni för slags värderingsmetod för era val av investeringar?

Vilka likheter upplever du att ni har med metoden value investing?

Vilka värdegrunder inriktar du dig på? Är det pris kontra vinst, utdelning eller substansvärde?

När ni letar efter värdebolag, är det endast detta kriterium ni går efter eller undersöker ni även ledningens förmåga samt kvaliteten på bolaget i stort?

Vad har ni för tidsperspektiv i era investeringar, är det livslångt?

Vad ser du som fördelar med att ha en ansats mot fundamental analys?

Vilka svårigheter har du upptäckt med er analysmetod?

Då det finns empiriska bevis på att investerare som använder value investing har visats skapa en överavkastning (Buffett, Graham), varför använder inte fler metoden?

Efter den ”hysteri” som funnits kring Warren Buffett de senaste åren, tror du att fler och fler kommer att börja använda sig av hans värderingsmetod? Hur är trenden (teknisk kontra fundamental)?

Kan behavioral finance (överoptimism/överpessimism, grupp beteende) enligt dig förklara varför vissa aktier ratas och blir attraktiva för värdeinvestorer?

Hur ställer du dig till finansiell teori som den effektiva marknadshypotesen?

Hur ser du på begreppen risk och diversifiering?

Tar ni hänsyn till dessa faktorer? (Förutom att ni måste följa vissa regler)