



Hur aktiva är finska portföljförvaltare?

En studie om aktivitet, avkastning och avgifter för finska aktiefonder som placerar på Helsingforsbörsen.

Joel Ahlgren

EXAMENSARBETE	
Arcada	
Utbildningsprogram:	Företagsekonomi, Financial Management
Identifikationsnummer:	6452
Författare:	Joel Ahlgren
Arbetets namn:	Hur aktiva är finska portföljförvaltare? – En studie om aktivitet, avkastning och avgifter för finska aktiefonder som placerar på Helsingforsbörsen.
Handledare (Arcada):	Sveinn Eldon
Uppdragsgivare:	
<p>Sammandrag:</p> <p>Denna avhandling undersöker ifall det förekommer skåpindexering bland finska aktiefonder som placerar sitt kapital på Helsingforsbörsen och ifall aktivt förvaltade fonder har avkastat bättre än passivt förvaltade under forskningsperioden. Avhandlingen undersöker 6 fonder under tidsperioden 2014-2017 genom att räkna ut fondernas active share nyckeltal och kombinera det med fondens tracking error nyckeltal. Active share presenterades av Cremers och Petäjäistö (2006) som ett nyckeltal som ger indikationer om hur aktivt en fond är förvaltd. Syftet med studien är att få fram ifall det förekommer skåpindexering bland finska aktiefonder och hur hög aktivitetsgrad dessa fonder får. Forskningen utfördes som en kvantitativ forskning på historisk data. Resultaten visade att det förekommer möjlig skåpindexering bland finska aktiefonder och att aktivt förvaltade fonder inte har lyckats klart prestera bättre än passiva fonder under samma tidsperiod. Detta examensarbete bör inte användas som en placeringsrekommendation men studien visar att investerare bör ta hänsyn till både avkastning, avgifter samt aktivitet vid val av placeringsfond.</p>	
Nyckelord:	skåpindexering, aktiv förvaltning, passiv förvaltning, aktiefonder, jämförelseindex
Sidantal:	41
Språk:	Svenska
Datum för godkännande:	14.3.2018

DEGREE THESIS	
Arcada	
Degree Programme:	Business Administration, Financial Management
Identification number:	6452
Author:	Joel Ahlgren
Title:	How active are Finnish portfolio managers? – A study about performance, expenses and activity among Finnish mutual equity funds that invests its capital on the Helsinki stock exchange
Supervisor (Arcada):	Sveinn Eldon
Commissioned by:	
<p>Abstract:</p> <p>This thesis research if closet indexers can be found among mutual equity funds that invests its capital on the Helsinki stock exchange and if the actively managed funds have performed better than passively managed ones. This research covers 6 equity funds during the time period from 2014-2017 by calculating the funds active share and by combining it to their tracking error measure. Active share was introduced by Cremers and Petäjäisto (2006) as a measure that predicts how actively a fund is managed. The aim with this study is to find out if there are closet indexers among the funds in the study and how high active share they get. This research was conducted as a quantitative research on historical data. The results show's that there are possible closet indexers among the funds and that not all actively managed have significantly managed to perform better than passively managed funds during the time period. This research is not meant to be used as a investment recommendation and the results shows that investors needs to take into consideration the fund's performance, expenses and activity before making investing decisions.</p>	
Keywords:	closet indexing, active management, passive management, equity funds, benchmark index
Number of pages:	41
Language:	Swedish
Date of acceptance:	14.3.2018

INNEHÅLL

1	Inledning	7
1.1	Problemområde	8
1.2	Syfte	9
1.3	Avgränsning.....	9
1.4	Urval.....	9
2	Metod.....	10
2.1	Forskningsmetod	10
2.2	Tillvägagångssätt.....	10
3	Fondinvestering.....	11
3.1	Basinformation om fonder	11
3.2	Modern portföljteori	11
3.3	Finska fondinvesterare.....	13
3.4	Fondernas förvaltningsavgift	14
4	Olika typer av fonder	16
4.1	Långa räntefonder.....	16
4.2	Korta räntefonder	16
4.3	Aktiefonder	17
4.4	Blandfonder	17
4.5	Fond i fond.....	17
4.6	ETF fonder.....	18
4.7	Aktivt förvaltade fonder.....	18
4.8	Passivt förvaltade fonder.....	18
4.9	Jämförelseindex.....	19
4.10	Skåpindexering	19
5	Nyckeltal.....	20
5.1	Active share.....	20
5.2	Tracking error	21
5.3	Skillnaden mellan active share och tracking error	21
6	Introduktion till tidigare forskning.....	23
6.1	Cremers och Petäjistö's forskning år 2009	23
6.2	Petäjistö's forskning år 2013	24
6.3	Morningstars forskningar	25
6.4	Finansinspektionens forskning år 2017.....	26
6.5	Reglering och övervakning	26

7	Har aktiva fonder avkastat bättre än passiva	27
7.1	Avkastning under forskningsperiod.....	28
8	Empirisk Analys.....	29
8.1	Presentation av data	29
8.2	Analys av forskningsresultat.....	30
8.3	Faktorer som kan påverka resultaten.....	34
8.4	Relabilitet och validitet	34
9	Slutdiskussion.....	35
	Källor.....	38
	Bilaga 1. Fondernas avkastningar och kumulativa avkastningar under åren 2015-2017	I
	Bilaga 2. Exempel på uträkning av active share.....	I
	Bilaga 3. Forskade fondernas active share och tracking error	I

Figurer

Figur 1 Systematisk och osystematisk risk, Corporate Finance Institute	12
Figur 2 Utvecklingen av fondkapitalet i Finska placeringsfonderna, Rahastoraportti - Joulukuu 2016. Sijoitustutkimus Ry.....	13
Figur 3 Fondkapitalets fördelning enligt tillgångsklasser, Finanssialan Keskusliitto, Sijoitusrahastotutkimus 2015	14
Figur 4 Påverkan av avgifter på avkastningen. Ränta-på-ränta exempel.....	15
Figur 5 Olika typer av aktiv förvaltning (Cremers & Petäjistö 2009).....	22
Figur 6 Andelar av alla aktiefonder i de olika aktiva förvaltningsklasserna i USA mellan 1980–2003 (Cremers & Petäjistö 2009)	24
Figur 7 Evolutionen av active share 1980-2009 (Petäjistö 2013)	25
Figur 8 Avkastning med avgifter borträknade för fonderna under forskningsperioden. (Suomen Sijoitustutkimus, rahastoraportti joulukuu 2014-2017	28
Figur 9 Forskningens resultat placerade i ett koordinatsystem	32
Figur 10 Resultaten i koordinatsystem med olika placeringsstiler.....	33

Tabeller

Tabell 1 Active share och tracking error för de undersökta fonderna (n=6).....	31
Tabell 2 De aktivt förvaltade fonderna indelade i grupper enligt olika gränsvärden	31

1 INLEDNING

Det finns många olika sätt för människor att öka sin förmögenhet genom investeringar. Ett traditionellt sparkonto ger ofta en liten avkastning beroende på rådande marknadsräteläge. Direkta aktieplaceringar kräver kunskap och tid för att förstå marknaden och för att göra rätta investeringsbeslut vid rätt tidpunkt vilket medför större risker för att förlora kapitalet. Bostadsplaceringar kräver ett större startkapital för att ha råd att köpa bostaden men ger en säker avkastning så länge bostaden är uthyrd, dock är bostaden utsatt för risker av värdeminskning. Av ovanstående orsaker väljer många att placera sitt kapital i fonder. År 2015 sparade 31% av över 18 åriga finländare direkt i fonder (Finanssialan Keskusliitto 2015). Totalt uppgick fondförmögenheten i Finland vid utgången av 2016 till 106,5 miljarder Euro (Sijoitustutkimus 2016).

Det finns många olika sorters placeringsfonder. Detta examensarbete kommer att fokusera på aktiefonder och mer precist fondernas aktivitet och hur aktiva fonder presterat jämfört med passivt förvaltade fonder efter avgifter. Syftet med aktiv fondförvaltning är att genom aktiva aktieval, dra nytta av marknadens volatilitet och på det sättet avkasta bättre än jämförelseindexet. Av denna aktiva förvaltning debiterar också fonderna en högre avgift av investerarna. Trots att många fonder marknadsför sig som aktivt förvaltade är de, de facto, inte aktivt förvaltade men de debiterar priset för aktiv förvaltning (Puttonen 2011, 118). Då syftet med en aktivt förvaltd fond är att avkasta bättre än indexet förväntas det också att den gör det, men ifall aktivt förvaltade fonder inte uppkommer sin tilltänkta avkastning och presterar lika eller sämre än indexet betyder det att avkastningen i slutändan efter avgifter blir sämre än indexet. Skillnaden i avkastningen kan enkelt demonstreras med ränta-på-ränta effekten. Ifall en investerare placerar 10 000€ med en årlig avkastning på 6% och utan kostnader kommer investeringen efter 30 år vara värd 54 184€. Men ifall samma kapital placeras i t.ex. en aktivt förvaltd fond med 1,5% årlig förvaltningsavgift och med samma årliga avkastning, kommer investeringen efter 30 år vara värd 35 840€. Kostanden utgör enligt exemplet en skillnad i värdet med 18 344€ (se figur 4). Detta exempel bevisar att långsiktigt sparande är lönsamt men också att kostnader spelar en stor roll när investeringar görs.

I en studie av Cremers, Ferreira, Matos & Stark (2013) visar det sig att en stor del av de finska, aktivt förvaltade fonderna med nationell exponering kan klassificeras som dolda indexfonder. Finansinspektionen har i sin rapport från april 2017 uppmärksammat problematiken och gjort egen undersökning kring fondernas aktivitet vilken visade att många fonder kan klassificeras som s.k. skåpindexerare.

1.1 Problemområde

I fondernas faktablad skall fondbolagen enligt Finansinspektionen tydligt berätta investeraren ifall fonden är aktivt förvaltd eller en passivt förvaltd indexfond. (Finansinspektionen 2017). Aktivt förvaltda fonder har högre kostnader än passivt förvaltda fonder p.g.a. de kostnader som uppstår av ett större antal transaktioner och av den aktiva marknadsanalysen som krävs för att göra investeringsbesluten. Trots detta finns det många fonder som kallar sig aktivt förvaltda men i verklighet följer långt indexet i viktorna av de olika aktieinnehaven, vilket kallas skåpindexering och fonderna kallas i dessa fall dolda indexfonder. (Puttonen & Repo 2011) (Cremers, et al. 2015). Då Finland placerar sig rätt högt i en studie om dolda indexfonder i jämförelse med passiva och aktiva (Cremers, et al. 2015) och med tanke på att Finland har ett fungerande och effektivt juridiskt system (Heritage Foundation 2017), så är detta intressant att studera ifall det verkligen förekommer skåpindexering bland finska aktiefonder. Dessutom är det intressant att jämföra hur dolda indexfonder från en investerares synvinkel presterar efter kostnader i jämförelse med passiva indexfonder och jämförelseindexet.

Traditionellt har aktiviteten mätts med tracking error nyckeltalet. Tracking Error mäter fondens avkastning i jämförelse med indexet. År 2006 presenterade Antti Petäjistö och Martjin Cremers ett nytt nyckeltal för att mäta fondernas aktivitet. Active Share nyckeltalet mäter skillnaden i en akties vikt i fonden och samma akties vikt i jämförelseindexet. Petäjistö och Cremers argumenterar för att använda både Tracking Error och Active Share nyckeltalen när aktiviteten analyseras.

Den finska aktiemarknaden är relativt liten. Det finns 137 bolag noterade på Helsingforsbörsen (5.12.2017). Av dem är 35 storbolag, 49 medelstora och 53 småbolag (Investing

2017). Urvalet ger portföljförvaltare begränsade möjligheter att avvika från indexet och detta måste tas i beaktande vid kritisk analys.

1.2 Syfte

Syftet med denna studie är att få reda på ifall det framkommer skåpindexering bland Finska aktiefonder inom ramen av avgränsningarna. Dessutom är syftet att studera ifall aktivt förvaltade fonder genererar en högre avkastning än passivt förvaltade fonder och jämförelseindexet efter kostnader.

Forskningsfrågor är:

Hur hög är aktivitetsgraden för Finska aktiefonder åren 2014-2017?

Hur stor andel av de undersökta fonderna får en lägre Active share än 60%?

Har aktiv förvaltning, som aktiva fonder tar en högre avgift för, genererat mervärde för investeraren i jämförelse med passiva aktiefonder och jämförelseindexet?

1.3 Avgränsning

Eftersom placeringsmarknaden är väldigt stor och det finns ett stort utbud på olika sorters fonder är det viktigt att avgränsa forskningen. I detta examensarbete forskas aktivt förvaltade Finska aktiefonder som placerar sitt kapital på Helsingfors börsen och har indexet OMX Helsinki Cap GI som jämförelseindex samt en passivt förvaltd fond. Fonderna måste vara rena aktiefonder, men både aktivt och passivt förvaltade fonder är med i forskningen för att jämföra förvaltningsalternativen.

1.4 Urval

Fonder som uppfyllde kraven, är inom avgränsningarna och är valda med i forskningen är aktivt förvaltade Aktia Capital, Alfred Berg Finland Fokus, SEB Finlandia, Nordea Finland, Evli Finland Select samt passivt förvaltade Seligson Finland Indexfond. Dessutom kommer jag att vid jämförelse av avkastningar efter kostnader även jämföra

med Nordnet Superfond Finland som är en ren indexfond och inte uppbär någon förvaltningsavgift.

2 METOD

I detta kapitel presenterar jag vilken forskningsmetod jag valt och varför. Dessutom refererar jag vilket tillvägagångssätt som används för att samla in data och hur den analyseras.

2.1 Forskningsmetod

Kvantitativ forskning är enligt Bryman och Bell (2011: 26) en forskningsmetod som är fokuserad på data som går att samla och använda i jämförande syfte. Enligt Bryman och Bell är en kvantitativ forskning deduktiv, vilket betyder att insamlad data testas på existerande teori. Denna undersökning kommer att basera sig på kvantitativ metodik. Eftersom jag kommer att använda mig av historisk data för både fondernas aktievikter samt avkastning är arbetet en kvantitativ forskning. Datan testas sedan på existerande teorier vilket gör forskningen deduktiv.

En komparativ design, eller jämförande analys, undersöker skillnader mellan två eller flera fall. Eftersom jag i studien kommer gå igenom existerande teori och pröva resultaten, får studien en deskriptiv design där teorin förklaras och resultaten jämförs som en jämförande analys. (Bryman & Bell 2003)

2.2 Tillvägagångssätt

Som data i undersökningen används aktiernas vikt i indexet och respektive aktiers vikt i fonderna. Indexets aktievikter importeras från Bloomberg och fondernas aktievikter från fondernas halvårs- och årsrapporter. För att räkna ut Active share för fonderna sammanställer jag data i Excel där jag räknar skillnaderna mellan vikten i indexet och vikten i fonden för varje aktie. Tracking error nyckeltalet publiceras i fondernas halvårs- och årsrapporter och jag använder mig av dem vid undersökningen av tracking error. Vid undersökning av avkastningar använder jag data från Suomen Sijoitustukitus Ry som

sammanställer data om fonder och publicerar sin fonddrappport månatligen, även denna data sammanställer jag i Excel för jämförelse och vidare analys.

3 FONDINVESTERING

3.1 Basinformation om fonder

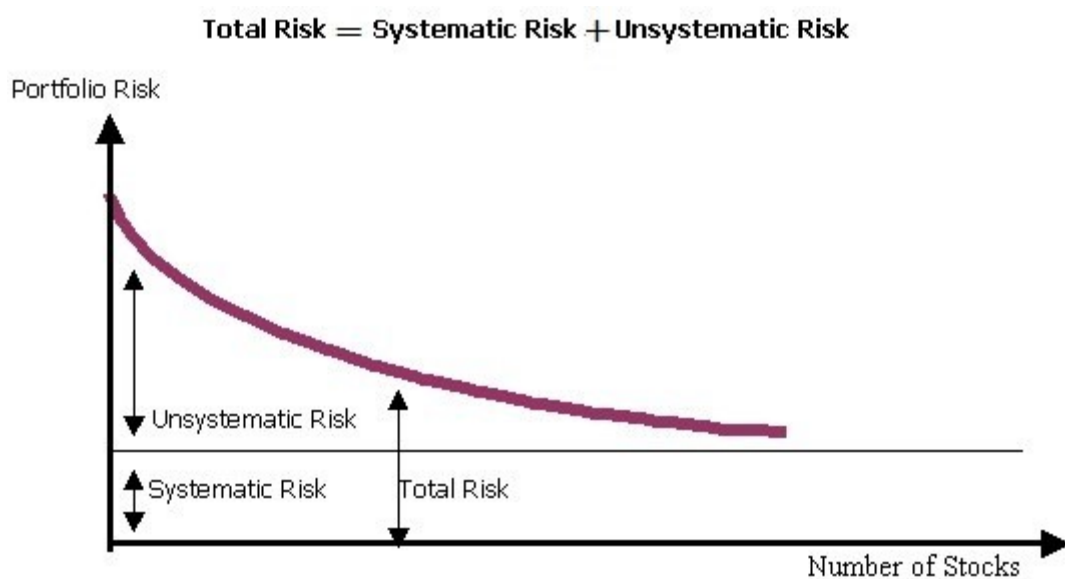
En placeringsfond är ett placeringsobjekt, en portfölj av många olika placeringsobjekt som kan vara bland annat aktier, obligationer och andra fonder. En placeringsfond fungerar så att fondbolaget samlar in medel av investerare och placerar kapitalet i flera olika placeringsobjekt, vilka tillsammans bildar placeringsfonden. Fonden indelas i lika stora fondandelar och alla som investerat i fonden äger en, i proportion lika stor del av fondens samlade tillgångar. Investarena kan vara företag, stiftelser eller privatpersoner. Fonderna som deltar i forskningen i detta examensarbete är alla s.k. UCITS-fonder som regleras gemensamt i EU enligt UCITS-direktivet. I fondernas produktblad framkommer det ifall en fond uppfyller kraven för en UCITS fond. Placeringsfondens kapital varierar enligt hur mycket fondandelar tecknas och inlöses. Fondens totala värde varierar också beroende på förändringar i marknadsvärdet av underliggande värdepapper som aktiernas pris, räntenivån samt utbetalade dividender och räntor. Fondens värde fastställs utifrån totala marknadsvärdet efter att alla dessa faktorer är medräknade. Från fondens totala värde räknas enskilda fondandelens värde genom att dela fondens totala värde med antalet andelar. I de finländska placeringsfonderna räknas värdet på fondandelen i regel varje bankdag. (Börstiftelsen 2015)

3.2 Modern portföljteori

Moderna Portföljteorin (Modern Portfolio Theory) presenterades av Nobel pristagaren Harry Markowitz i boken Portfolio Selection som baserar sig på Markowitz doktorsavhandling år 1952. Teorin bygger på att sätta ihop en optimal portfölj avseende risk och avkastning. ”Portföljens avkastning fås genom att räkna enskilda investeringarnas avkastning och vikta dem enligt placeringsobjektens vikt i portföljen”

(Knüpfer & Puttonen 2011,137). Markowitz argumenterar för att ju mer diversifierad portföljen är desto mindre risk bär placeringarna. I Moderna Portföljteorin definieras risken som standardavvikelsen i avkastningen och avkastningen antas således i sin tur vara normalfördelad. Investerare antas vara rationella och riskmedvetna vilket gör att de endast accepterar högre risk ifall de i kompensering har möjlighet till högre förväntad avkastning (Strukturinvest 2017).

I figur 1 demonstreras hur ökat antal aktier och diversifiering av portföljen minskar på risken. Men trots bred diversifiering blir inte investerare av med hela risken utan kurvan stannar vid linjen för systematisk risk. Systematisk risk är faktorer som har med hela marknaden att göra och påverkar varenda enskild aktie på något sätt. Dessa faktorer kan vara t.ex. inflation, valutakurser och räntor. Osystematisk risk uppstår av faktorer som påverkar endast enskilda företag och inte har påverkan på alla andra företag. Därför minskar osystematisk risken genom att placera i flera olika bolag. Osystematisk risk kan vara t.ex. att en viktig kund går i konkurs, att VD säger upp sig eller negativa resultatutsikter (Knüpfer & Puttonen 2011, 145).

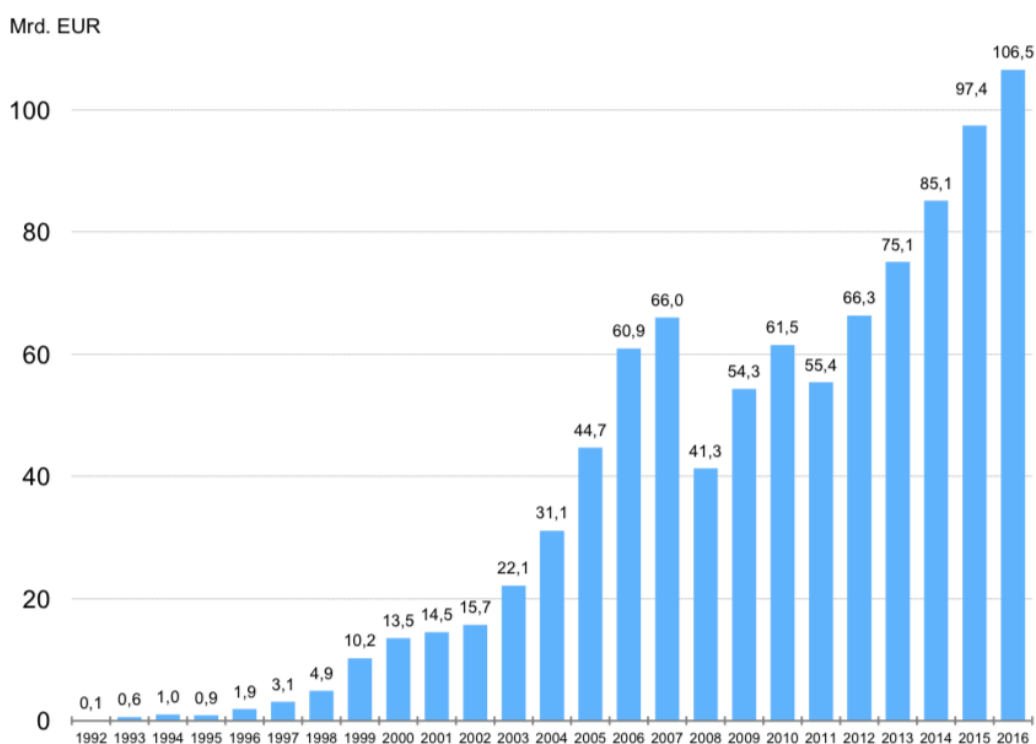


Figur 1 Systematisk och osystematisk risk, Corporate Finance Institute

3.3 Finska fondinvesterare

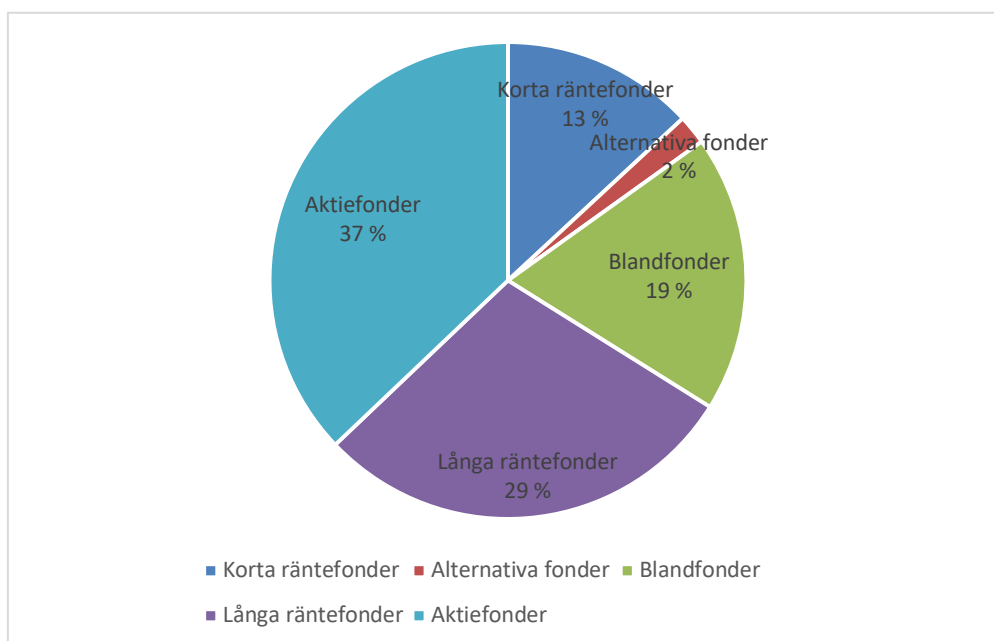
Nästan var tredje finländare har fondplaceringar. Viktigaste motiven till fondplaceringar är bl.a. att spara för oförväntade utgifter och att sträva efter avkastning på kapitalet. Finländare väljer även fonder som placeringsobjekt för att de är likvida d.v.s. lätta att inlösa till pengar, placeringarna är väl diversifierade och för att avkastningen i relation till risk är historiskt bra. (Finanssialan Keskusliitto 2015)

I slutet av 2016 var det gemensamma kapitalet i alla finska placeringsfonder 106,6 miljarder Euro. Fondplaceraudet tog fart i början av 2000-talet efter att påverkningarna av 1990-talets lågkonjunktur lättade. År 2008 påverkade finanskrisen placeringsfonderna och kapitalet sjönk snabbt från 66 miljarder till 42 miljarder. Efter det har kapitalet ökat snabbt och nästan fördubblats sedan år 2009.



Figur 2 Utvecklingen av fondkapitalet i Finska placeringsfonderna, Rahastoraportti - Joulukuu 2016. Sijoitustutkimus Ry

Fondkapitalet i Finland fördelas ungefär lika mellan tillgångsklasserna som i resten av Europa. I slutet av år 2015 var cirka en tredjedel av det finska fondkapitalet i aktiefonder och den näst största gruppen var räntefonder. (Finanssialan Keskusliitto 2015)



Figur 3 Fondkapitalets fördelning enligt tillgångsklasser, Finanssialan Keskusliitto, Sijoitusrahastotutkimus 2015

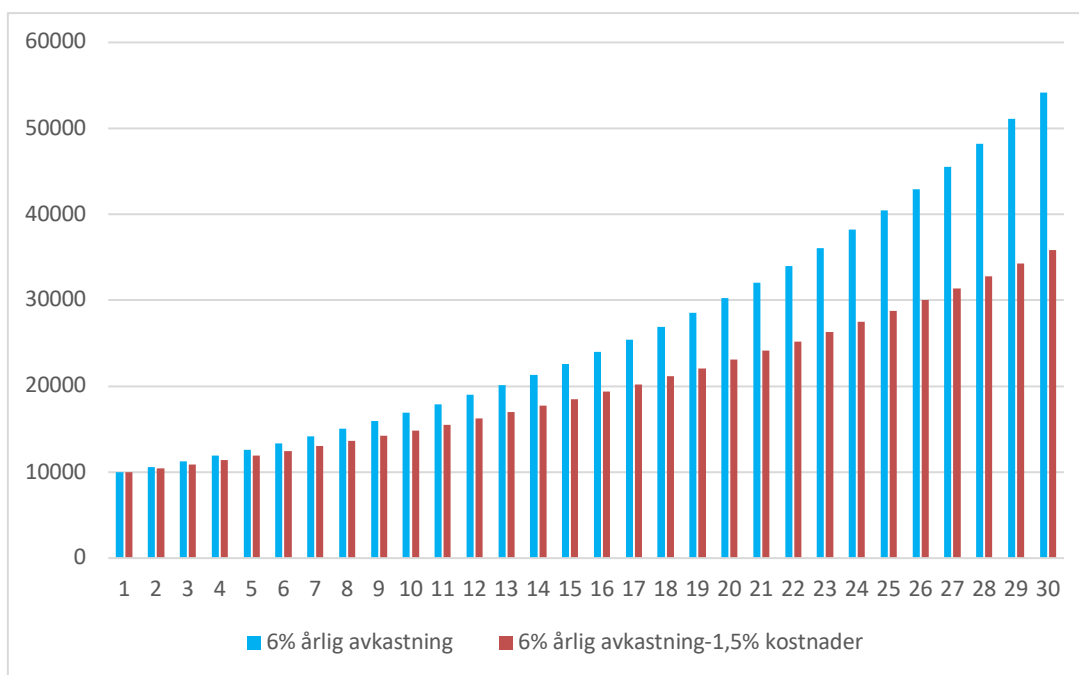
3.4 Fondernas förvaltningsavgift

Fonder uppstår en avgift av investerare för att förvalta fondens medel. Förvaltningsavgiften skall bl.a. täcka fondbolagets kostnader, som att göra marknadsanalyser eller köpa analystjänster från analyshus, administrera sparandet, erbjuda förvaring av fondandelarna på en depå och stå för kostnader för revisorer och översyn (Finansinspektionen) av fonden. Dessutom skall avgiften täcka fondbolagens personal- och övriga kostnader. (Swedbank 2017). Alla fondbolag har dessa samma utgifter men den största orsaken till att aktivt förvaltade fonder ofta är dyrare än passivt förvaltade förklaras med att aktivt förvaltade fonder behöver större resurser för att göra aktiv analys av marknaden och de företag de ska investera i. Vid jämförelse av fonder inom samma fondtyp bör hänsyn tas både till historisk avkastning och avgifter. (Fondbolagens Förening 2017).

En del fonder debiterar också en s.k. tecknings- och inlösenavgift. Det betyder att fonden avdrar i regel en procentuell andel av tecknings- eller inlösen summan. T.ex. om en person tecknar eller inlöser fondandelar för värdet av 1000€ och fonden har en tecknings- eller

inlösenavgift på 1% får personen teckna för endast 990€ eller i andra fallet får investeraren bara 990€ i kontant efter inlösen. (Swedbank 2017)

Fondernas förvaltningsavgifter kan långsiktigt spela en stor roll på avkastningen. Samma exempel som i inledningen är demonstrerat i figur 3. Exemplet var: Ifall en investerare placerar 10 000 € med en årlig avkastning på 6% och utan avgifter kommer investeringen efter 30 år vara värd 54 184€. Men ifall samma kapital placeras i t.ex. en aktivt förvaltd fond med 1,5% årlig avgift och med samma årliga avkastning, kommer investeringen efter 30 år vara värd 35 840€. Kostanden utgör enligt exemplet en skillnad i värdet med 18 344€. Förvaltningsavgiften avdras direkt från fondens avkastning vilket betyder att investeraren inte märker att avgiften avdras. Ifall investeraren var tvungen att betala en euromässig summa varje månad för förvaltandet hade högst troligen större uppmärksamhet väckts för avgifterna.



Figur 4 Påverkan av avgifter på avkastningen. Ränta-på-ränta exempel.

4 OLIKA TYPER AV FONDER

Placeringsfonder kan delas upp i olika grupper baserat på fondens stadgar som fastställer varje enskild fonds verksamhet. Placeringsfonder kan grupperas bl.a. baserat på placeringsobjekt, placeringspolitiken och regler som riktar sig till fonderna. Lagen om placeringsfonder delar upp placeringsfonder i två grupper: UCITS-placeringsfonder som följer UCITS direktivet och alternativa placeringsfonder (AIF) som kan vara t.e.x. fastighetsfonder eller hedgefonder. I lagen ingår för UCITS fonder detaljerade bestämmelser om hur fondens tillgångar ska placeras och hur de risker som placeringsfondsverksamheten orsakar ska spridas. Placeringsfonder kan indelas enligt valet av placeringsobjekt i aktiefonder, blandfonder, långa räntefonder och korta räntefonder. (Börstiftelsen 2015)

4.1 Långa räntefonder

Långa räntefonder placerar sina tillgångar huvudsakligen i långsiktiga masslån och andra ränteinstrument med lånetid över ett år. Emittenter till lånen kan vara stater, andra offentliga samfund, kommuner och företag. Fonder som placerar i lån emitterade av stater och offentliga samfund kallas ofta för obligationsfonder och de som placerar i företagslån företagsräntefonder. Speciellt riskbenägna företagslån kallas även för High Yield lån och fonder som placerar i dem kallas ofta High Yield obligationsfonder. (Börstiftelsen 2015)

4.2 Korta räntefonder

Korta räntefonder placerar sina tillgångar i kortfristiga penninmarknadsinstrument, t.ex. statliga skuldförbindelser, bankernas placeringscertifikat, kommunernas kommuncertifikat och företagets företagscertifikat. Korta räntefonder har en löptid på under 1 år. Företagscertifikat är ofta mer riskbenägna än statliga skuldförbindelser eller kommunernas certifikat och därför kan också avkastningen vara större i företagscertifikat.

4.3 Aktiefonder

Aktiefonder placerar sina tillgångar huvudsakligen i aktier. Aktiefonderna kan indelas på många olika sätt på basen av underliggande aktiernas geografiska placering, företagens storlek eller sektor. Den geografiska placeringarna för aktierna kan vara t.ex. ett enkelt land eller världsdel. Fonden kan specialisera sig på små eller stora bolag eller specialisera sig på branscher som finans, bioteknik eller telekommunikation. Aktiefonder kan också placera tillgångar bara i bolag som uppfyller etiska och samhällsansvarliga ansvarsbestämmelser. (Börstiftelsen 2015)

4.4 Blandfonder

Blandfonder placerar både i aktier och räntebärande objekt. Tyngdvikten av de olika placeringarna kan varieras enligt marknadsläge. I fondens stadgar fastställs vikten och variationsgränserna mellan aktie- och ränteplaceringarna. I fondens stadgar kan t.ex. fastställas att aktievikten högst kan vara 70% av fondens placeringar. Viktvärden kan också lämnas odefinierade och då kan fonden placera fritt i båda placeringsobjekten enligt marknadsläge. Även placeringsobjektens geografiska inriktning kan bestämmas i fondens stadgar, fonden kan t.ex. bara placera i europeiska bolags aktier och europeiska räntebärande värdepapper. (Börstiftelsen 2015)

4.5 Fond i fond

Fondandelsfonder placerar sina tillgångar i andra fonder. Fondandelsfonder har ofta en fastställd allokering för hur stor andel aktiefonder och räntebärande fonder fonden kan placera i. I fondens stadgar kan fastställas t.ex. att minst 80% av tillgångarna skall placeras i aktiefonder. Genom att fondandelsfonder placerar i andra fonder som i sin tur placerar i fler underliggande objekt blir fondandelsfondens diversifiering stor vilket minskar på riskerna. I fondandelsfonder allokeras tillgångarna också i under- eller övervikt enligt marknadsläget enligt geografisk positionering av fondernas placeringar.

Fonden kan t.ex. välja att övervikta europeiska aktier och undervikta nord-amerikanska aktier. (Börstiftelsen 2015)

4.6 ETF fonder

Exchange traded funds eller förkortat ETF är börsnoterade placeringsfonder med vilkas andelar idkas handel på börserna med samma princip som aktier. ETF fonder är i allmänhet indexfonder, vilket betyder att de försöker följa ett index avkastning (Börstiftelsen 2015). ETF fonder har blivit väldigt populära under senaste tiden p.g.a. deras låga förvaltningsavgifter i jämförelse med vanliga placeringsfonder. (Raeste 2017)

4.7 Aktivt förvaltade fonder

En aktivt förvaltd fond strävar efter att prestera bättre än fondens jämförelseindex och kan endast göra det genom att ta olika positioner i portföljen än jämförelseindexet. Cremers och Petäjistö argumenterar för att det finns två sätt för portföljförvaltaren att överprestera jämförelseindexet. Det första är aktieval, då portföljförvaltaren försöker plocka individuella aktier som portföljförvaltaren tror att kommer överprestera andra aktier i indexet. Den andra strategin är factor-timing (taktisk allokering), det innebär att portföljförvaltaren försöker överprestera indexet med systematiska risker. Dessa kan vara att ta olika positioner på olika branscher eller positioner för en viss tid, i allmänhet är systematisk risk all skillnad i avkastningen i förhållande till jämförelseindexet (Cremers & Petäjistö 2009, 5) (Fama 1972).

4.8 Passivt förvaltade fonder

Passiv förvaltning kan definieras med att en passivt förvaltd fond (indexfond) försöker replikera indexets avkastning med strategin att köpa och behålla alla eller nästan alla aktier som finns i indexet och i liknande proportion som aktierna är i jämförelseindexet (Cremers & Petäjistö 2009, 5). Köp och håll tankesättet bygger på hypotesen om att

effektiva marknader enligt tillgångarnas pris reflekterar all information och därmed är det onödigt att aktivt analysera marknaden. Som ett resultat av denna teori är förvaltningsavgifterna lägre för passivt än aktivt förvaltade fonder (Taylor 2004). Ifall ett fondbolag besluter att grunda en indexfond som placerar i t.ex. Finska aktier måste indexfonden välja som jämförelseindex ett index på Helsingfors (börsen) OMX. Indexfonder justerar ofta aktievikterna i fonden ett par gånger om året så de motsvarar vikterna i jämförelseindexet (Börstiftelsen 2015).

4.9 Jämförelseindex

Ett index är som en portfölj med många bolag på börsen som följer bolagens utveckling, t.ex. Helsingfors börsens index består av alla bolag noterade på Helsingfors börsen. Största delen av fonderna har ett avkastningsmål. För aktivt förvaltade fonder är det ofta att prestera bättre än jämförelseindexet som i denna studie är Helsinki OMX CAP GI vilket är Helsingforsbörsens prisindex som avspeglar aktiernas marknadsutveckling med utdelningar. Helsinki OMX Cap PI är börsens prisindex som endast avspeglar aktiernas marknadsutveckling. För passivt förvaltade fonder är målet ofta att följa indexets avkastning. Dessa index är kapitalviktade vilket betyder att det procentuella marknadsvärdet av varje bolags aktier återspeglar deras andel av indexet. (Börstiftelsen 2017)

4.10 Skåpindexering

Skåpindexerare är en allmän benämning använd för fonder som marknadsför sig som aktiva men vilkas portfolio vid närmare undersökning liknar väldigt mycket jämförelseindexets innehåll (Petäjistö 2013). Trots att dessa fonder är väldigt lika jämförelseindexet uppbär förvaltaren avgift för aktiv förvaltning. Aktivt förvaltade fonder har ofta som mål att prestera bättre än jämförelseindexet, vilket försvåras då portföljens innehåll är väldigt lika och aktierna samma och i nästan samma proportion som indexet. Dessutom försvåras uppgiften när aktivt förvaltade fonders avgift avdras från avkastningen. Cremers & Petäjistö argumenterar för att fonder med active share under 60% kan klassificeras som skåpindexerare. En enkel teori som står bakom det är att 50% av indexet måste prestera bättre än medeltalet och 50% måste prestera sämre i relation till indexet. I så fall om en fond består av mer än 50% av indexet (lägre än 50% active share)

borde inte vissa positioner i portföljen existera eftersom förvaltaren förväntar att de presterar bättre än indexet, då finns de endast i portföljen för att minska risken för att förlora mot indexet (Petäjistö 2013, 78).

5 NYCKELTAL

5.1 Active share

Martjin Cremers och Antti Petäjistö presenterade Active share nyckeltalet år 2006. Active share nyckeltalet är procentandelen av portföljens innehav som skiljer sig från jämförelseindexets innehav. Eftersom fonder sällan tar korta positioner, vilket även är förbjudet för många fonder på marknaden bör deras active share alltid vara mellan 0-100%. Cremers och Petäjistö argumenterar för att använda active share av två orsaker. Den första är att nyckeltalet ger information om fondens potential att prestera bättre än jämförelseindexet eftersom en aktiv förvaltare endast kan prestera bättre än jämförelseindexet genom att avvika från det. Andra argumentet är att det kan användas tillsammans med tracking error nyckeltalet för att skilja på aktieplockare och faktorplacerare. Enligt Cremers och Petäjistö kan fonder som har en active share under 60% klassificeras som skåpindexerare.

$$Active\ share = \frac{1}{2} \sum_{i=1}^N |W_{fund,i} - w_{index,i}| \quad (1)$$

I formel 1 är $W_{fund,i}$ aktiens vikt i fonden och $w_{index,i}$ aktiens vikt i jämförelseindexet. Denna uträkning görs för alla aktier i fonden och efter det räknas skillnadernas absoluta värden ihop. Det värde delas sedan med två så att ifall en fond som har noll överlappning med indexet får 100% i active share, vice versa ifall fonden motsvarar precis jämförelseindexets innehåll får fonden 0% i active share. Active share räknas bara på aktier trots att en fond kan innehålla derivat eller likvida medel (Cremers & Petäjistö 2009, 6-7)

5.2 Tracking error

Tracking error nyckeltalet mäter standardavvikelsen (stdev) av fondens avkastning (R_{fund}) och indexets avkastning (R_{index}).

$$\text{Tracking Error} = \text{stdev}(R_{fund} - R_{index}) \quad (2)$$

En typisk aktiv fondförvaltare strävar efter högre avkastning än jämförelseindexet men samtidigt vill hen ha en låg tracking error (volatilitet) för att minimera risken för att underprestera jämförelseindexet. (Cremers & Petäjistö 2009, 5-6)

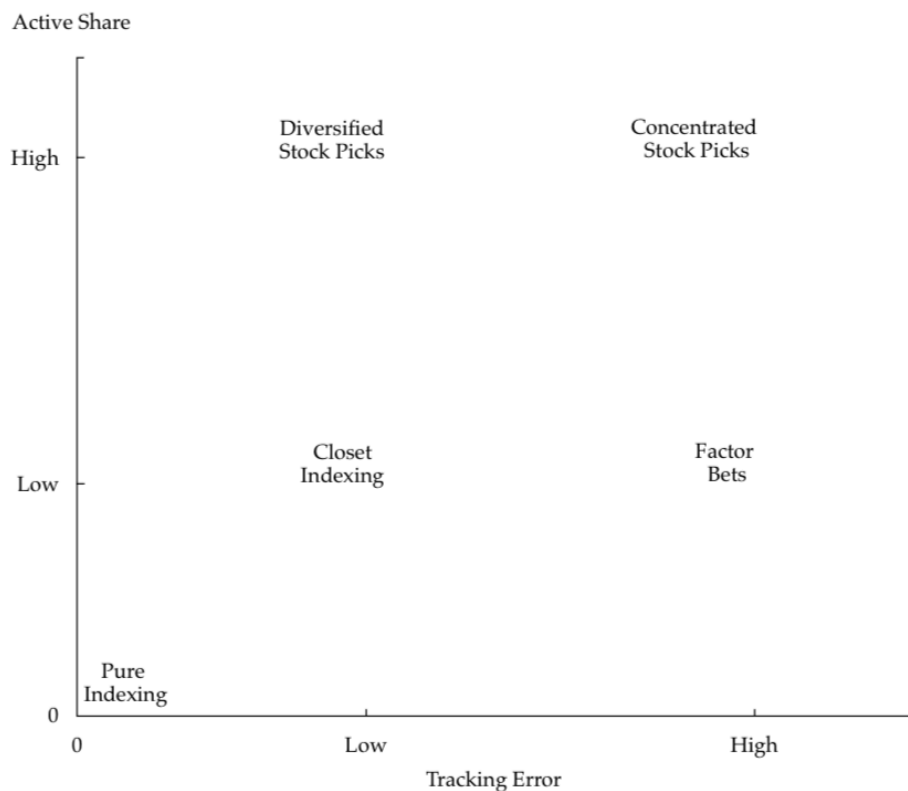
Tracking error ses som en indikator för faktorplacering som att övervikta cykliska aktier, vissa länder, sektorer eller andra stilfaktorer som är motsatsen till att plocka enskilda aktier. Hög tracking error indikerar stark faktorplacering och därför också aktivare förvaltning. (Caquineau, et al. 2016, 31)

5.3 Skillnaden mellan active share och tracking error

Största skillanden mellan active share och tracking error är om överviktade positioner är utsatta för systematisk risk. Följande exempel visar skillanden. En portfölj består av 50 aktier, en rätt väl diversifierad portfölj. Om dessa alla 50 aktier är t.ex. teknologiaktier, som ofta rör sig tillsammans på markanden, ger en liten aktiv position hög tracking error. Alternativt, om man antar att det finns 50 industrier med 20 olika aktier i varje industri och en fond väljer 1 aktie per industri medan den håller samma industriviktning som jämförelseindexet. Då är fonden väldigt selektiv (aktieplockare) och genererar hög active share (95%), men eftersom den inte tar någon position mellan industrierna så produceras en låg tracking error. Därför avspeglar active share och tracking error två olika dimensioner av aktiv förvaltning. Active share är ett bra mått för aktieplockning medan tracking error är ett bra mått för att systematisk faktorrisk. Cremers och Petäjistö

argumenterar för att använda båda nyckeltalen för att få en helhetsbild av aktiv förvaltning. (Petäjistö 2013, 74-75)

Figur 5 visar hur olika placeringsstrategier placerar sig i enligt hur låg eller hög active share och tracking error portföljen har. Diversifierade aktieplockare har en hög active share och låg tracking error medan fonder som gör taktiska allokeringar har hög tracking error och låg active share. Koncentrerade aktieplockare har en både hög active share och tracking error genom att plocka enskilda aktier men samtidigt ta i beaktande systematisk risk mellan industrier. Skåpindexerare som följer jämförelseindexet har både låg active share och tracking error (Petäjistö 2013, 75)



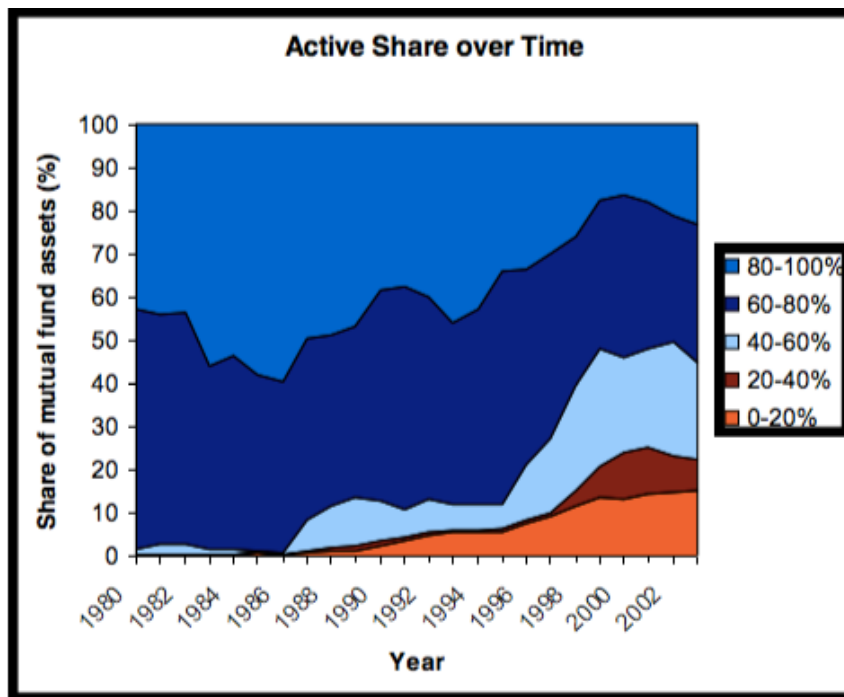
Figur 5 Olika typer av aktiv förvaltning (Cremers & Petäjistö 2009)

6 INTRODUKTION TILL TIDIGARE FORSKNING

6.1 Cremers och Petäjistö's forskning år 2009

Cremers och Petäjistö presenterade sin forskning om active share år 2006. De gick mer grundligt in på teorin i samband med rapporten (Cremers & Petäjistö 2009) där de presenterade resultaten från första forskningen. De undersökte 2647 fonders aktivitet i USA från 1980-2003. De presenterar att det finns en klar korrelation mellan active share och tracking error men att det finns stora variationer i hur de korrelerar. T.ex. kom Cremers och Petäjistö fram till att en active share mellan 30-100% kan associeras med en tracking error från 4-6% medan en active share mellan 70-80% kan associeras med en tracking error från 2-14%. Fonder med lägre active share än 20% är rena indexfonder, när Cremers och Petäjistö talar om skåpindexerare så menar de i allmänhet "icke index" fonder med active share mellan 20-60%. Cremers och Petäjistö's forskning visade också att nya teckningar i fonderna inte ökar active share p.g.a. att förvaltarna i allmänhet endast ökar sina nuvarande positioner och inte tar nya positioner om fonden får in nytt kapital. (Cremers & Petäjistö 2009, 12-14)

Figur 6 visar evolutionen av aktiv förvaltning i USA från 1980-2003 mätt med active share. Från figuren kan tolkas att det är en klar trend att det orange färgade (0-20%) fältet blir större. Det vill säga att indexfonderna har ökat i antal och blivit mer populära från att nästan inte alls existera i början av forskningsperioden. Mest ökning har dock skett i klasserna 20-40% och 40-60%, som Petäjistö och Cremers argumenterar för att vara dolda indexfonder. År 1980 bestod fonder med active share under 60% för endast 1,5% och hade gått upp till 44,8% år 2003. Cremers och Petäjistö's forskning visar också att fonder med active share över 80% hade minskat från 42,8% år 1980 till 23,3% år 2003.

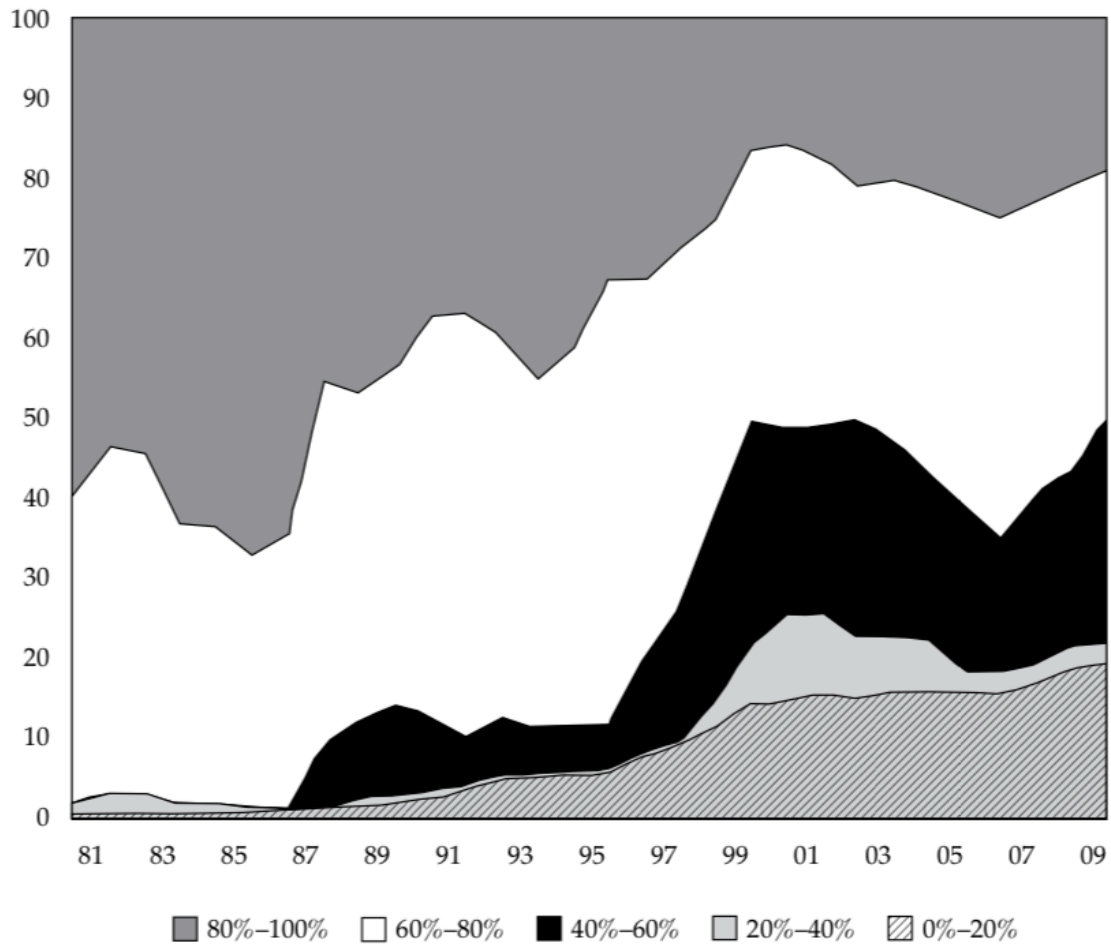


Figur 6 Andelar av alla aktiefonder i de olika aktiva förvaltningsklasserna i USA mellan 1980–2003 (Cremers & Petäjistö 2009)

6.2 Petäjistös forskning år 2013

Petäjistös forskning år 2013 var en uppföljning av forskningen från år 2009. I forskningen fokuserar Petäjistö också på hur fondens aktivitet korrelererar med fondens avkastning. Figur 7 visar samma information som figur 6 men med data från några år till. Rena indexfonder hade fortsatt stiga i popularitet. Från att år 2003 stå för ungefär 15% av alla fonder var andelen år 2009 ca. 20%. Skåpindexernas andel, grupperna 20-40% och 40-60%, har fortsatt stiga och vid forskningens utgång bestod deras andel av ungefär en tredjedel av alla fonder (Petäjistö 2013)

Share of Mutual Fund Assets (%)



Figur 7 Evolutionen av active share 1980-2009 (Petäjistö 2013)

6.3 Morningstars forskningar

Investeringsanalys och undersöknings företaget Morningstar publicerade år 2016 deras forskning på aktiv förvaltning. De valde att fokusera på den europeiska fondmarknaden eftersom tidigare forskning som Cremers och Petäjöstös endast fokuserade på USAs fondmarknad. Forskningen sträcker sig från år 2005-2015 och fokuserade endast på large-cap fonder för att minska på svårigheter med att välja jämförelseindex och effekten av small-cap fonder. Morningstars forskning visar att andelen s.k. skåpindexerare har minskat bland Europeiska large-cap fonder och att de fonder som haft högsta active share också har största delen av nya investeringar. (Caqueneau, et al. 2016)

Enligt Morningstars forskning under en period från 2012-2015 var active share medeltalet för forskade fonder 69,6% och medianen 72,4% vilket är högre än vad Cremers och Petäjistö presenterade för fonder i USA. Enligt Morningstars forskning hade 22,2% av fonderna en active share under 60% medan Petäjistös forskning år 2013 visade att andelen år 2009 var ungefär en tredjedel och trenden var stigande. Morningstar finner även en stark korrelation mellan active share och marknadsrisk. Active share talen minskade märkvärdigt under finanskrisen år 2008-2009 men har fortsatt stiga sen dess. Morningstar finner även att fonder med högsta active share även har presterat i medeltal bättre än de som haft låg active share (Caqueneau, et al. 2016, 1-2)

Morningstar gjorde även en liten forskning på Finska marknaden år 2014. Av 27 forskade aktiva fonder år 2013 hade endast 5 fonder en active share på 60% eller högre. 10 fonder hade mindre än 30% active share och 1 fond under 20% som klassificeras enligt Cremers & Petäjistö som en ren indexfond (Möttölä 2014)

6.4 Finansinspektionens forskning år 2017

Finansinspektionen presenterade sin forskning i april 2017 i anslutning till Europeiska värdepappers- och marknadsmyndighetens (ESMA) utlåtande i februari 2017. ESMA konstaterade att skåpindexering eventuellt kan förekomma på den europeiska fondmarkaden. Enligt Finansinspektionens forskning på Finska fonderna ligger majoriteten av fondernas active share mellan 30-50%. För en del av fonderna kan aktivitetssiffran upprepat vara under 30% medan för några fonder var active share klart över 60%. Tracking error för dessa fonder var som högst 3,5-4,5%, några av fonderna hade en tracking error under 3%. (Finansinspektionen 2017)

6.5 Reglering och övervakning

Skåpindexering har varit en het debatt i de nordiska länderna under de senaste åren och övervakningen har ökat. I Helsingin Sanomat den 26.4.2015 skriver Anni Lassila om skåpindexering och att Finansinspektionen inte tillsvidare sett att det är nödvändigt att forska fondernas egentliga aktivitet. I samma artikel kommenterar Merja Junnonen, jurist vid

Finansinspektionen att de nöjer sig med den information fondbolagen levererar dem och att de förväntar sig att marknadsföringen inte är vilseledande. (Lassila 2015)

Den 2 februari 2016 publicerade European Security and Markets Authority (ESMA) en utredning om skåpindexering i Europa samt resultat på deras egen utredning om fondernas aktivitet. De uppmanar i sitt uttalande nationella myndigheter att forska ämnet närmare och fortsätta i samarbete med ESMA att följa utvecklingen av ämnet. ESMA påminner fondbolagen i utlåtandet att de skall tydligt meddela investerarna om fondens verksamhet i faktabladet och att informationen skall vara jämlig, tydlig och får inte vara missledande. (European Securities and Markets Authority 2016)

Finansinspektionen (FI) är den nationella myndigheten i Finland med ansvar för finans- och försäkringstillsynen (Finansinspektionen 2017). FI publicerade den 18.4.2017 ett utkast ”Observationer och slutledningar om utredningen över aktiv portföljförvaltning” där FI tar ställning till ESMA:s utlåtande från 2 februari 2016. FI gjorde en egen utredning som omfattade 15 fondbolag. Utredningen visade att majoriteten av bolagen följer nyckeltalen för aktivitet (active share) och aktiv risk (tracking error) och att några bolag endast följer tracking error nyckeltalet. FI tar upp i utkastet att det finns utmaningar på finska fondmarknaden att uppnå hög aktivitet p.g.a. lilla marknaden i Finland och att det borde omnämnas i beskrivningen av placeringpolicyn, målen och riskerna i faktabladet. FI kommer att fortsätta följa utvecklingen och deltar i ESMA:s eventuella fortsatta arbete. FI upprepar också ESMA:s rekommendation att fondbolagen noga skall bedöma den information som ges åt andelsägarna om fondens avkastningsmål och att riskerna i anknytning till uppnående av detta mål uppfyller kraven i fondernas faktablad. (Finansinspektionen 2017)

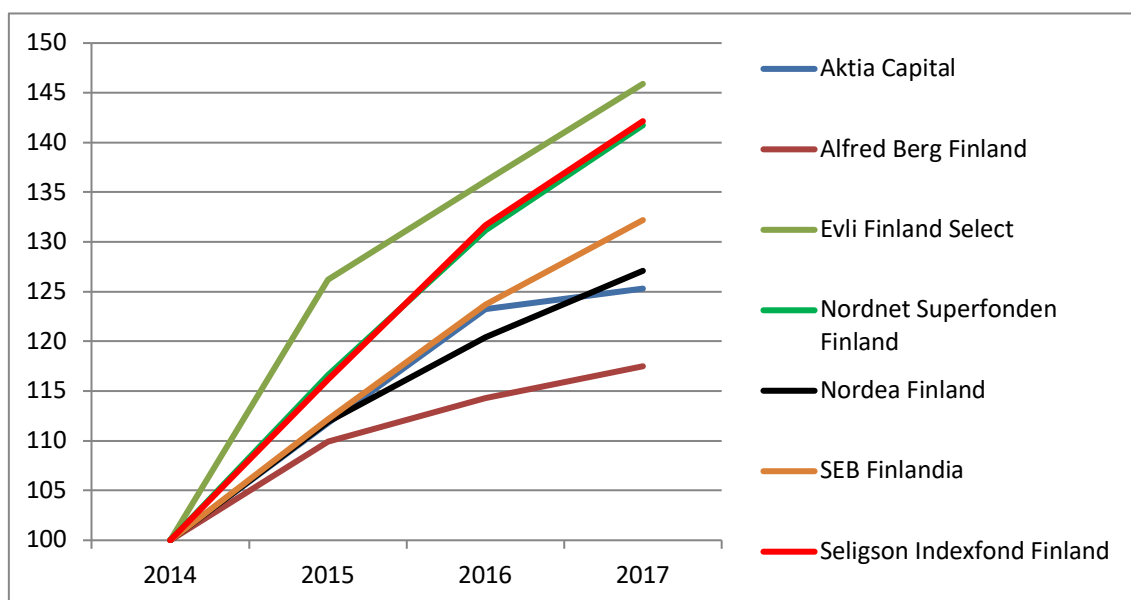
7 HAR AKTIVA FONDER AVKASTAT BÄTTRE ÄN PASSIVA

För att få bättre insyn över hur fondernas aktivitet påverkar avkastningar har jag gjort en undersökning över fondernas avkastningar efter avgifter för fonderna som deltog i aktivitetsundersökningen. Förutom de undersökta fonderna inkluderar jag Nordnet Superfonden Finland i denna undersökning för att den är en avgiftsfri fond, d.v.s. ingen

avgift avdras från avkastningen. Superfonden Finlands syfte är också att replikera jämförelseindexet så nära som möjligt och det ger en överblick hur de aktivt förvaltade fonderna, vilkas mål är att överprestera jämförelseindexet, har klarat sig under forskningsperioden 2015-2017.

7.1 Avkastning under forskningsperiod

För att jämföra fondernas avkastning har jag kumulativt räknat fondernas avkastningar från år 2015-2017. Alla fonder började med värdet 100 och på det summerade jag den årliga avkastningen minus förvaltningsavgiften. De årliga avkastningarna samt kumulativa avkastningarna hittas som tabell i bilagorna.



Figur 8 Avkastning med avgifter borträknade för fonderna under forskningsperioden. (Suomen Sijoitustutkimus, rahastoraportti joulukuun 2014-2017)

Som man kan se i grafen över har endast Evli Finland Select presterat bättre än passiva fonderna Seligson Finland Indexfond och Nordnet Superfonden Finland. Eftersom forskningsperioden är så kort så är det svårt att se några större skillnader i avkastningarna men grafen visar att trots att de aktivt förvaltade fonderna strävar till att med aktiv förvaltning överprestera jämförelseindexet så har de passiva indexfonderna presterat bättre än de flesta aktivt förvaltade under forskningsperioden.

8 EMPIRISK ANALYS

I den empiriska analysen kommer jag att presentera och analysera forskningens resultat. Från kapitlet förekommer hur undersökningen utfördes, vilken data som användes och var jag fick tag på den samt resultaten av forskningen.

Jag kommer att besvara huvudforskningsfrågan samt underforskningsfrågan. Därefter kommer jag att presentera faktorer som kan påverka fondernas aktivitet samt diskutera forskningens reliabilitet och validitet.

8.1 Presentation av data

Till forskningen valdes 6 fonder från olika fondbolag vilka placerar i finska aktier. Fondernas aktivitet forskades mellan tiden 31.12.2014-30.06.2017. Under den tidsperioden fick jag fram 36 olika nyckeltal vid 6 olika tidpunkter för att analyseras. Valet av vilka fonder som deltog i undersökningen berördes av att alla aktivt förvaltade fonder har samma jämförelseindex samt att fonderna representerar olika storlekar i form av förvaltad kapital eller Aum (Assets under management). De aktiva fonderna som blev valda till forskningen använde sig av indexet OMX Helsinki Gap GI som jämförelseindex vilket innehåller alla bolag noterade på Helsingforsbörsen. En enskild akties maximala vikt i indexet är begränsat till 10% vilket också fonderna är begränsade till. Passivt förvaltade Seligson Finland Indexfond använde sig av OMX GES Finland Sustainability-indexet som jämförelseindex. Indexet innehåller ca. 40 aktier och de motsvarar en stor andel av de 40 största aktierna i OMX Helsinki Gap GI indexet och därför kan en jämförelse göras. Eftersom huvudfokus i forskningen var att undersöka aktivt förvaltade fonders aktivitet har inte passivt förvaltade fondens jämförelseindex lika stor betydelse.

Indexets komposition är inte tillgängligt på nätet så det importerade jag från Bloomberg. Fondbolagen är skyldiga att publicera fondernas kompositioner i halvårs- och årsrapporterna vilket också bestämde vilka tidpunkter som används som mätningpunkter. De senaste halvårs- och årsrapporterna är tillgängliga på fondbolagens

hemsidor och de äldre frågade jag efter från fondbolagen. Fem av sex forskade fonder är aktivt förvaltade, eftersom fondernas aktivitet är i huvudfokus i detta examensarbete kommer jag främst att fokusera på de fem aktiva fonderna men jag bestämde att också forska en passivt förvaltd fond som försöker replikera indexets komposition med avsikt att sträva till lika eller bättre avkastning än jämförelseindexet. Ifall fonderna är aktivt förvaltade eller passivt förvaltade framkommer från fondernas faktablad (Aktia Capital B-faktablad, Alfred Berg Finland Fokus B-faktablad, Evli Finland Select B-faktablad, Nordea Pro Suomi-faktablad, SEB Finlandia B-faktablad, Seligson Finland Indexfond-faktablad)

8.2 Analys av forskningsresultat

Analysen byggs på nyckeltalen Active share och tracking error som i forskningen undersökts för respektive fonder. Active share som mäter skillnaden i indexets aktieinnehav och fondens aktieinnehav samt tracking error som mäter skillnaden i indexets avkastning och fondens avkastning. Active share räknades ut med formeln som är presenterad i stycket 5.1. Tracking error nyckeltalen togs från fondernas halvårs- och årsrapporter. Tabell 1 visar resultaten för hela forskningen genom att dela in fonderna i olika grupper enligt deras medeltal för active share och tracking error. Vad som bör noteras av resultaten i tabellen är att den passiva fonden är medräknad och den passiva fonden är en av de fonderna i gruppen för active share >20% och tracking error <1, vilket den också bör vara eftersom syftet med passiv förvaltning är att sträva till att prestera så nära indexet som möjligt (Cremers & Petäjistö 2009, 2). Resultaten för de enskilda fondernas nyckeltal vid varje räknad tidpunkt hittas bland bilagorna.

Tabell 1 Active share och tracking error för de undersökta fonderna (n=6)

Active share	Andel fonder	Tracking error	Andel fonder
>60	0 %	>5	33 %
>50	0 %	>4	17 %
>40	16,67 %	>3	17 %
>30	50,00 %	>2	17 %
>20	33,33 %	>1	0 %
<20	0	<1	17 %

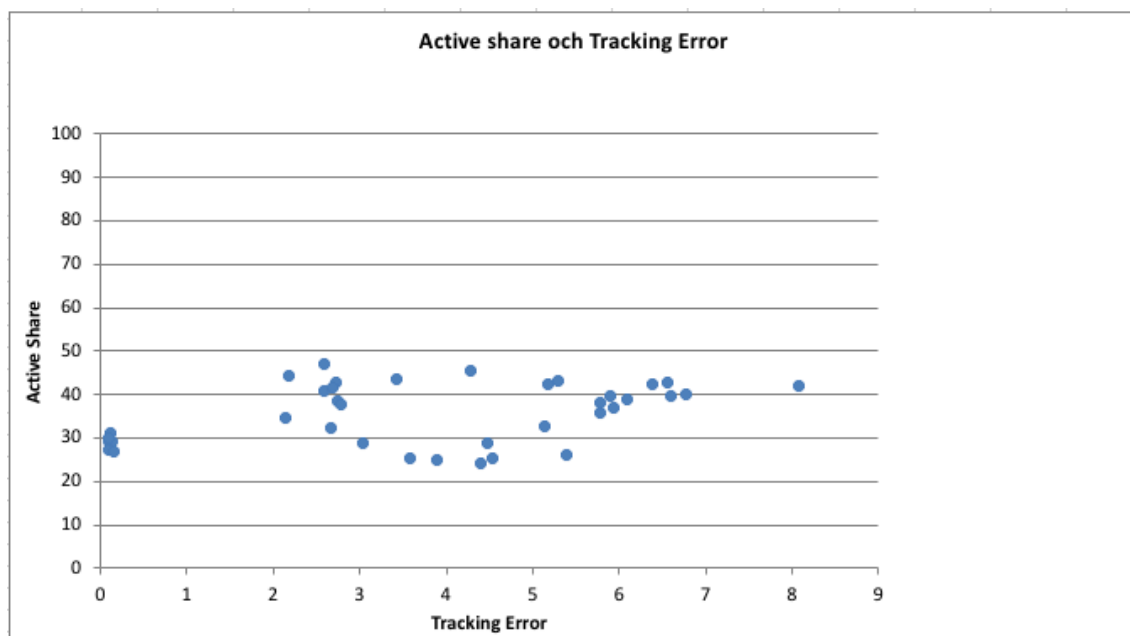
Cremers och Petäjistö (2009) argumenterade över att en aktivt förvaltnad fond borde ha en active share över 60%. De menar också att fonder med active share mellan 20-60% är eventuella skåpindexerare och att fonder med active share under 20% är rena indexfonder.

I denna forskning fick inte en enda fond en active share över 60%. Alla placerar sig dock mellan 20-60%, d.v.s. ingen fond hade klassificerats som ren indexfond enligt Cremers och Petäjistös teori, inte heller den passivt förvaltade. Ifall man endast tittade på resultaten ur synpunkten av hur hög active share fonderna fick hade alla dessa fonder klassificerats som eventuella skåpindexerare. ESMA:s forskning (2006) visade att genom att kombinera active share och tracking error och indela resultaten enligt olika rekommendationer inom Europa var 5-15% av fonderna i ESMA:s forskning eventuella skåpindexerare. Morningstars forskning (2014) på finska marknaden visade att ca. 80% av finska aktiefonder (n=29) var eventuella skåpindexerare. Finansinspektionens forskning 2017 visade att största delen av fonderna hade en active share mellan 30-50%, vilket är mest i linje med resultaten från detta examensarbete. Dessa tidigare forskningar på finska marknaden skiljer sig något från resultaten i detta examensarbete men alla tre forskningar visar att aktivietsgraden på finska marknaden är rätt så låg.

Tabell 2 De aktivt förvaltnade fonderna indelade i grupper enligt olika gränsvärden

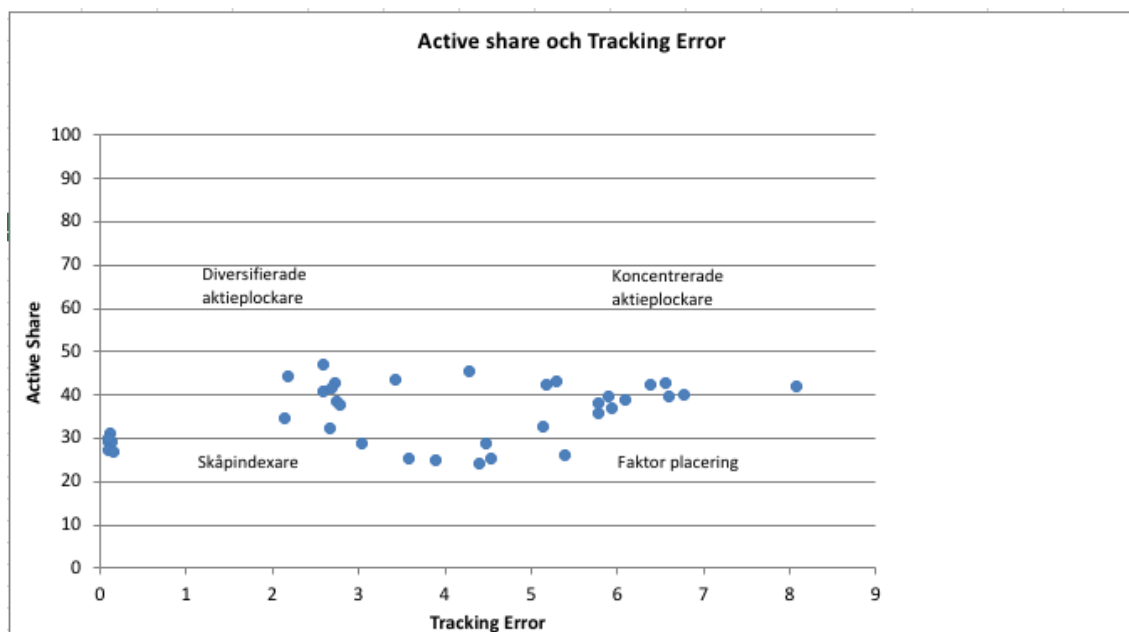
Gränsvärden	Potentiella skåpindexerare	Potentiellt aktivt förvaltnade
Active share <60%	100 %	0 %
Active share <60% + tracking error <4%	40 %	60 %
Active share <50% + tracking error <3%	20 %	80 %

I tabell 2 är de aktivt förvaltade fonderna indelade i grupper enligt olika gränsvärden. Det första gränsvärdet är det redan tidigare använda under 60% active share, vilket alla forskade fonder hade. De två andra gränsvärden är två olika rekommendationer för aktiv förvaltning som ESMA tar upp i rapporten (2016). Tabellen visar att det är stor skillnad på hur eventuella skåpindexerare klassas och att ESMA:s rekommendationer också tar hänsyn till fondernas tracking error. Skillnaden på andelen skåpindexerare är väldigt stor mellan enligt vilka gränsvärden används. Enligt det tredje gränsvärdet active share <50% och tracking error <3 hade 80% av fonderna varit potentiellt aktivt förvaltade medan enligt första gränsvärdet active share under 60% hade alla fonder varit potentiella skåpindexerare och 0% potentiellt aktivt förvaltade.



Figur 9 Forskningens resultat placerade i ett koordinatsystem

Figur 9 visar resultaten från studien placerade i ett koordinatsystem med tracking error på x-axeln och active share på y-axeln. Från koordinatsystemet kan läsas att fondernas active share är rätt lika eftersom de placerar sig nära varandra. Större spridning kan ses på x-axeln som visar fondernas tracking error, vilket indikerar att fondernas avkastning avviker olika från indexets avkastning. Det visar också att fonderna tar olika positioner än indexet eftersom avkastningen har varit olika. Figur 8 visar dock att skillnaden i avkastningen mellan index och fonderna inte alltid varit positivt eftersom de passiva indexfonderna presterat bättre än de aktiva.



Figur 10 Resultaten i koordinatsystem med olika placeringsstilar

Figur 10 visar samma koordinatsystem som i figur 9 men med de olika placeringsstilarna som Cremers och Petäjistö (2009) argumenterade för. Från figuren kan tolkas att alla fonder placerar sig rätt i mitten av de olika stilarna och ingen fond kan säkert klassificeras enligt någon av placeringsstilarna. Vad som kan noteras är att den passivt förvaltade fonden med tracking error under 1% placerar sig på samma nivå på y-axeln som många av de aktivt förvaltade.

Fonderna hade innehav i cirka hälften av aktierna som tillhörde indexet. Under forskningsperioden bestod jämförelseindexet av ca. 130-135 bolag. Orsaker till att inte fler bolag ägdes av fonderna kan vara t.ex. att bolagen är för små och inte uppfyller fondens krav i som stiftats i fondens regler eller att handeln i aktien är väldigt liten vilket är vanligt för mindre bolag och ifall en fond hade tagit position, så hade det orsakat stora svängningar i aktiekursen och medfört en risk för fonden att inte ha möjlighet att avyttra ifall förvaltaren så vill. De största bolagen i indexet var nästan alltid representerade i fonden och med väldigt lika vikt som i indexet. Största skillnaden till indexet gjordes med att ta en större position i något mindre bolag vilket vikt i indexet inte var så stort. Fonderna hade också en del placeringar i svenska bolag och bolag som är listade på First North handelsplatsen. I denna forskning har placeringar som inte finns i jämförelseindexet räknats som övriga innehav och inte varit medräknade i active share eftersom innehavets absoluta skillnad i vikten hade varit samma som fondens innehav i respektive bolag. Alla fonder hade också några procent av innehaven i kontant.

8.3 Faktorer som kan påverka resultaten

Resultaten kan påverkas av olika faktorer. Cremers och Petäjistö (2009) argumenterar för att fondernas storlek d.v.s. storleken av det förvaltade kapitalet påverkar fondens aktivitet. I Cremers och Petäjistös forskning år 2009 kom de fram till att mindre fonder presterade bättre än större. Denna teori förklarar Cremers och Petäjistö delvis med att när en fond får in nytt kapital så ökar förvaltarna ofta gamla positioner istället för att ta nya vilket minskar på möjligheterna att göra skillnad till indexet. Denna teori stämmer delvis för resultaten i detta examensarbete då den största fonden till AuM hade minst active share, men den teorin följer inte genom alla resultat. Helsingforsbörsen är relativt liten till antalet noterade bolag vilket ger fonderna begränsade möjligheter till att ta olika positioner jämfört med jämförelseindexet. Som redan nämnt har inte fonderna möjlighet att placera i alla bolag i jämförelseindexet och detta i samband med ett litet urval från början försvåras uppgiften att nå en hög active share.

8.4 Relabilitet och validitet

I forskningen användes kvantitativa metoder där historisk data samlades från Nasdaq och fondbolagen för att mäta fondernas active share nyckeltal. Forskningen har en hög relabilitet, d.v.s. forskningen är pålitlig, eftersom forskningen kan upprepas med samma data för att nå samma resultat.

Forskningen har även hög validitet. De undersökta nyckeltalen tracking error och active share ger tillsammans en överblick av hur aktiva fonderna är. Det finns även gränser för hur fondernas aktivitet skall tolkas ur de olika resultaten av tracking error och active share. För tillfället finns det inte andra sätt att mäta ifall fonder är skåpindexerare eller inte. Forskningsättet är även enkelt skalbart för större forskning. Av de undersökta fonderna har endast två publicerat egna active share nyckeltal i halvårs- och årsrapporterna fr.o.m. 2015 och 2016. Resultaten i denna forskning och fondernas publicerade active share nyckeltal är nära varandra men inte identiska. Orsakerna till detta

är högst troligtvis att fonderna haft mer exakt information om vikterna i fonderna samt ifall de räknat utländska aktier med i active share nyckeltalet, vilket höjer active share för att utländska aktier givetvis inte är en del av Helsingfors indexet. Fondernas aktievikter uppdateras i regel vid tidpunkten då dagens NAV räknas. Denna tidpunkt kan skiljas från tidpunkten då indexets aktievikter är uppdaterade vilket sker vid stängningen av börsen, t.ex. räknas SEB Finlandia B fondens värde till rådande aktiepriser kl.15.00 (SEB Finlandia B, Fondspecifika stadgar, 19§).

9 SLUTDISKUSSION

I sista kapitlet diskuteras ifall forskningen uppfyllde syftet och målen som ställdes på forskningen. Dessutom diskuteras vad som investerare kan ta hänsyn till vid val av fonder och ämnen för fortsatt forskning.

Denna avhandling undersökte ifall finska aktivt förvaltade aktiefonder verkligen är aktivt förvaltade mätt med nyckeltalen active share och tracking error. Dessutom undersöktes hur de aktivt förvaltade fonderna har avkastat i jämförelse med passivt förvaltade fonder under samma tidsperiod och ifall det fanns ett samband mellan active share och avkastning. Datamaterialet bestod av 5 aktivt förvaltade fonder vilka placerar minst 90% av sitt kapital på Helsingfors börsen och har som jämförelseindex OMX Helsinki Cap GI samt en passivt förvaltd fond. Av dessa fonder gjordes 36 observationer under tidsperioden 31.12.2014-30.6.2017.

Bland de undersökta fonderna hade inte en enda fond ett active share på över 60% vilket är gränsvärdet för skåpindexering. Orsaken till detta är att fondernas positioner inte skiljer sig tillräckligt från indexet. Skåpindexering skall dock tolkas genom att använda båda active share nyckeltalet och tracking error nyckeltalet. Beroende på vilka gränsvärden användes för att tolka resultaten var 20-100% av de undersökta fonderna skåpindexerare. Detta visar hur svårt det är att göra absoluta bedömningar om fondernas aktivitet men det

ger en överblick av situationen i Finland. Även ett större antal undersökta fonder hade påverkat resultaten.

Det finns dock en chans att investerare betalar en högre avgift för aktiv förvaltning som inte är i linje med fondernas verkliga aktivitet. Detta visar även att det finns rum för fondbolagen att granska produktbladen och uppdatera dem för att visa mer transparens emot investerarna.

Forskningens resultat visar att fondernas active share har i allmänhet ökat under forskningsperioden. En stor orsak till detta är troligtvis att investerarna har blivit mer medvetna om nyckeltalet som även fått hög publicitet, vilket tvingar fonderna till att vara med aktiva och försöka förbättra sin active share. Att ESMA och Finansinspektionen har undersökt fondernas aktivitet visar även att myndigheterna är intresserade av ifall det fonderna marknadsför sig som verkligen stämmer. Fonderna måste inte ännu publicera active share nyckeltalet i rapporter men det vore ett bra tillägg för att visa mer öppet för investerare hur aktiv fonden är.

Avhandlingen visar att de aktivt förvaltade fonderna inte har presterat bättre än passiva indexfonder under forskningsperioden. Detta betyder att de aktivt förvaltade fonderna inte uppnått sina mål om högre avkastning än indexet. Trots att jämförelsen inte direkt är gjord med indexets avkastning kan slutsatser dras eftersom passiva fonder försöker replikera indexets komposition. Orsaker till att de flesta aktiva fonderna inte har presterat bättre än de passiva är svårt att bedöma utan att närmare forska och intervjua portföljförvaltarna. Tidsperioden för forskningen är rätt kort för att bedöma fondernas avkastningar och detta bör tas i beaktande vid kritisk bedömning av fondernas historiska avkastningar.

Syftet med denna avhandling var inte att döma eller lyfta upp fonder med hög eller låg aktivitet och avkastning. Syftet var att få en bild över allmänna aktiviteten bland finska aktiefonder. Avhandlingens resultat bör inte användas som placeringsrekommendationer utan investerare bör göra en egen bedömning vid rådande marknadsläge. Investerare kan och bör dock ta hänsyn till nyckeltal och ämnen som avhandlingen behandlade.

Investerare bör ta hänsyn till fondernas aktivitet men också deras avgifter, vilka fonder kan erbjuda högsta avkastning till lägsta pris. Även dyra fonder kan erbjuda högre avkastning efter avgifter än betydligt billigare fonder.

Förslag till fortsatt forskning är att inkludera flera fonder från en längre tidsperiod för att få en bättre bild över fondernas aktivitet i Finland. En forskning som undersöker mer individuella orsaker till varför fonder har låg eller hög active share vore ett ytterligare förslag till fortsatt forskning men det kräver att sätta sig in djupare i placeringspolicyn och att intervjua portföljförvaltaren om olika placeringsval och strategier.

KÄLLOR

Aktia, 2017. Aktia Capital B produktblad.

Tillgänglig: https://www.aktia.fi/documents/10556/158272/tuotelehti_capital_se.pdf/4aa4ff30e-7b26-445a-807f-fd851690f2ac

Hämtad: 20.1.2018

Alfred Berg, 2017. Alfred Berg Finland Fokus B faktablad.

Tillgänglig: <https://docfinder.is.bnpparibas-ip.com/api/files/dfbe3482-d1fa-430c-9891-24c2a483b120/1024>

Hämtad: 20.1.2018

Bryman, A. & Bell, E., 2003. *Företagsekonomiska forskningsmetoder*. Liber Ekonomi.

Bryman, A. & Bell, E., 2011. *Business Research Methods*. Oxford University Press.

Börstiftelsen, 2015.

Tillgänglig: http://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2015/05/sijoitus_rahasto_opas_2015_sve_b.pdf

Hämtad: 15.11.2017

Börsstiftelsen, 2017. OMX Helsinki Cap Indeks

Tillgänglig: <http://www.porssisaatio.fi/blog/dictionary/omxh-helsinki-cap-indeksi/>

Hämtad: 6.12.2017

Caquineau, M., Möttölä, M. & Schaumacher, J., 2016. *Active share in European equity funds*, Morningstar. Tillgänglig:

https://media.morningstar.com/uk%5CMEDIA%5CManager_Research%5CActiveShareinEuropeanEquityFunds.pdf

Hämtad: 6.12.2017

Corporate Finance Institute, 2017.

Tillgänglig:

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/systematic-risk/>

Hämtad: 4.12.2017

Cremers, M., Ferreira, M. A., Matos, P. & Starks, L., 2015. *Indexing and Active Fund Management: International Evidence*, University of Texas at Austin - Department of Finance.

Cremers, M. & Petäjäistö, A., 2009. *How Active Is Your Fund Manager? A New Measure That Predicts Performance*.

European Securities and Markets Authority, 2016. [Online]

Tillgänglig: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-165_public_statement_-_supervisory_work_on_potential_closet_index_tracking.pdf

Hämtad: 25.11.2017

Evli, 2017. Evli Finland Select B faktablad.

Tillgänglig: https://www.evli.com/fund/pdf/kiid_sel_se.pdf

Hämtad: 20.1.2018

Fama, E., 1972. *Components of Investment Performance*, Journal of Finance.

Finansinspektionen, 2017. *Observationer och slutledningar om utredningen över aktiv portföljförvaltning*. Finansinspektionen.

Hämtad: 6.12.2017

Finanssialan Keskusliitto, 2015. *Sijoitusrahastotutkimus 2015*, Finanssialan Keskusliitto.
Hämtad: 10.11.2017

Fondbolagens Förening, 2017. *Avkastning & Avgifter*.

Tillgänglig: http://www.fondbolagen.se/Documents/Fondbolagen/Studier%20-%20dokument/FONDSPECIAL_Avkastning%20och%20avgifter.pdf

Hämtad: 30.11.2017

Haslem John A. 2010. *Mutual funds: Portfolio structures, analysis, management and stewardship*. John Wiley and Sons, Inc.

Heritage Foundation, 2017. *Finland*, Tillgänglig:

<http://www.heritage.org/index/country/finland>

Hämtad: 28.10.2017

Investing, 2017. OMX Helsinki Large, Mid, Small Cap

Tillgänglig: <https://fi.investing.com/indices/omx-helsinki-large-cap-pi-components>

Hämtad: 6.12.2017

Knüpfer, S. & Puttonen, V., 2011. *Moderni Rahoitus*. 4:e upplagan, Helsingfors: WSOYpro.

Lassila, A., 26.4.2015. "Kaappi-indeksirahastojen" salkunhoitajat keräävät palkkioina sijoittajien rahat työstä jota he eivät juurikaan tee. *Helsingin Sanomat*.

Morningstar, 2017. *Ordlista*.

Tillgänglig: <http://www.morningstar.se/Help/Morningstar/Dictionary.aspx>

Hämtad: 30.11.2017

Möttölä, M., 2014. *Morningstar*.

Tillgänglig: <http://www.morningstar.fi/fi/news/120833/mik-rahasto-ottaa-eniten-aktiiviriski.aspx>

Hämtad: 6.12.2017

Nordea, 2017. Nordea Pro Finland faktablad.

Tillgänglig:

https://nordea_pdf.gws.fcnews.com/PDF.html?pdf_isin=FI0008800362&pdf_culture=sv-FI&pdf_ClientId=fiiif&pdf_currency=EUR&pdf_filename=FI0008800362_sv-FI.pdf

Hämtad: 20.1.2018

Petäjistö, A., 2013. Active Share and Mutual Fund Performance. *Financial Analysts Journal*.

Puttonen, V. & Repo, E., 2011. *Miten sijoitan rahastoihin*. Talentum Media.

Raeste, J.-P., 12.6.2017. Miksi maksaa rahastoille isoja hoitopalkkioita, jos pikkurahalla voi ostaa koko pörssiä?. *Helsingin Sanomat*.

SEB, 2017. SEB Finlandia B faktablad.

Tillgänglig:

https://seb.fi/siteassets/Varainhoito/Rahastot/Faktablad/Faktablad_SEBFinlandia.pdf

Hämtad: 20.1.2018

Seligson & CO, 2017. Seligson Finland indexfond.

Tillgänglig:

https://www.seligson.fi/svenska/esitteet/Esitteet_20180101/KIID_FINLAND_20180101.pdf

Hämtad: 20.1.2018

Schumacher, J., 2016. *Aktiivisuus: helposti hahmotettava käsite*.

Tillgänglig: <http://www.morningstar.fi/fi/news/147707/aktiivisuus-helposti-hahmotettava-kauml%3Bsite.aspx>

Hämtad: 2.12.2017

Sijoitustutkimus, 2016.

Tillgänglig: [http://www.sijoitustutkimus.fi/wp-](http://www.sijoitustutkimus.fi/wp-content/uploads/2017/01/Rahastoraportti_201612.pdf)

[content/uploads/2017/01/Rahastoraportti_201612.pdf](http://www.sijoitustutkimus.fi/wp-content/uploads/2017/01/Rahastoraportti_201612.pdf)

Hämtad: 30.11.2017

Sjöholm, P. & Schauman Patrik, 2017. *Fondsparare se upp! Håller dina fonder vad de lovar*.

Tillgänglig: <https://svenska.yle.fi/artikel/2017/06/04/fondsparare-se-upp-haller-dina-fonder-vad-de-lovar>

Hämtad 01.10.2017

Swedbank, 2017.

Tillgänglig: <https://www.swedbank.se/privat/spara-och-placera/fonder/fondskola/fondavgifter/index.htm>

Hämtad: 28.11.2017

Strukturinvest, 2017. *Strukturinvest Fondkommission*.

Tillgänglig:

[http://www.strukturinvest.se/upload/Strukturakademin/Strukturakademin%20-%20del%2010%20\(Portfoljteori\).pdf](http://www.strukturinvest.se/upload/Strukturakademin/Strukturakademin%20-%20del%2010%20(Portfoljteori).pdf)

Hämtad: 01.12.2017

Taylor, J., 2004. A note on closet-indexing. *Journal of Economics and Business*, Volym 56, pp. 431-441.

BILAGOR

BILAGA 1. FONDERNAS AVKASTNINGAR OCH KUMULATIVA AVKASTNINGAR UNDER ÅREN 2015-2017

	2015	2016	2017	
Aktia Capital	11,77 %	11,47 %	2,07 %	
Alfred Berg Finland	9,90 %	4,40 %	3,20 %	
Evli Finland Select	26,20 %	9,00 %	9,80 %	
Nordnet Superfonden Finland	16,65 %	14,51 %	10,58 %	
Nordea Finland	11,90 %	8,50 %	6,70 %	
SEB Finlandia	12,20 %	11,50 %	8,50 %	
Seligson Indexfond Finland	16,15 %	15,55 %	10,45 %	
	2014	2015	2016	2017
Aktia Capital	100	111,77	123,24	125,31
Alfred Berg Finland	100	109,9	114,3	117,5
Evli Finland Select	100	126,2	136,1	145,9
Nordnet Superfonden Finland	100	116,65	131,16	141,74
Nordea Finland	100	111,9	120,4	127,1
SEB Finlandia	100	112,2	123,7	132,2
Seligson Indexfond Finland	100	116,15	131,7	142,15

BILAGA 2. EXEMPEL PÅ UTRÄKNING AV ACTIVE SHARE

Ticker	Name	Vikt i index	Vikt i fond	Skillnad	Absolut skillnad
HEXYP Index					
SAMPO FH Equity	Sampo Oyj	9,96	8,43	1,53	1,53
NOKIA FH Equity	Nokia OYJ	9,90	9,08	0,82	0,82
KNEBV FH Equity	Kone OYJ	9,58	7,38	2,20	2,20
UPM FH Equity	UPM-Kymmene OYJ	6,36	4,87	1,49	1,49
FORTUM FH Equity	Fortum OYJ	5,82	2,87	2,95	2,95
WRT1V FH Equity	Wartsila OYJ Abp	4,87	5,78	-0,91	0,91
NESTE FH Equity	Neste Oyj	4,22	4,26	-0,04	0,04
STERV FH Equity	Stora Enso OYJ	3,30	7,78	-4,48	4,48
ORNBV FH Equity	Orion Oyj	2,78	0,00	2,78	2,78
ELISA FH Equity	Elisa OYJ	2,71	3,87	-1,16	1,16
NRE1V FH Equity	Nokian Renkaat OYJ	2,36	3,42	-1,06	1,06
NDA1V FH Equity	Nordea Bank AB	2,30	2,24	0,06	0,06
METSO FH Equity	Metso OYJ	2,18	3,25	-1,07	1,07
HUH1V FH Equity	Huhtamaki OYJ	1,77	2,9	-1,13	1,13
CGCBV FH Equity	Cargotec Oyj	1,46	0,00	1,46	1,46
KESKOB FH Equity	Kesko OYJ	1,45	4,01	-2,56	2,56
OUT1V FH Equity	Outokumpu OYJ	1,39	0,00	1,39	1,39
KCR FH Equity	Konecranes OYJ	1,30	3,25	-1,95	1,95
AMEAS FH Equity	Amer Sports Oyj	1,24	2,26	-1,02	1,02
VALMT FH Equity	Valmet OYJ	1,22	2,83	-1,61	1,61
ORNAV FH Equity	Orion Oyj	0,99	1,5	-0,51	0,51
CTY1S FH Equity	Citycon OYJ	0,98	0,00	0,98	0,98
METSB FH Equity	Metsa Board OYJ	0,97	0,00	0,97	0,97
STEA V FH Equity	Stora Enso OYJ	0,97	0,00	0,97	0,97
TIE1V FH Equity	Tieto OYJ	0,96	0,00	0,96	0,96
DNA FH Equity	DNA Oyj	0,88	0,00	0,88	0,88
FSKRS FH Equity	Fiskars OYJ Abp	0,84	0,00	0,84	0,84
SDA1V FH Equity	Sponda OYJ	0,82	0,00	0,82	0,82
KEMIRA FH Equity	Kemira OYJ	0,82	0,00	0,82	0,82
AM1 FH Equity	Ahlstrom-Munksjo Oyj	0,82	0,00	0,82	0,82
TELIA1 FH Equity	Telia Co AB	0,81	0,00	0,81	0,81
KESKOA FH Equity	Kesko OYJ	0,66	0,00	0,66	0,66
SAA1V FH Equity	Sanoma OYJ	0,64	0,00	0,64	0,64
CRA1V FH Equity	Cramo OYJ	0,56	3,11	-2,55	2,55
UPONOR FH Equity	Uponor OYJ	0,56	1,08	-0,52	0,52
OTE1V FH Equity	Outotec OYJ	0,53	0,00	0,53	0,53
RMR1V FH Equity	Ramirent OYJ	0,46	0,00	0,46	0,46
YTY1V FH Equity	YIT OYJ	0,44	3,09	-2,65	2,65
CAV1V FH Equity	Caverion OYJ	0,42	0,00	0,42	0,42
TIK1V FH Equity	Tikkurila Oyj	0,40	0,00	0,40	0,40
FIA1S FH Equity	Finnair OYJ	0,39	2,67	-2,28	2,28
SSABBH FH Equity	SSAB AB	0,38	0,0	0,38	0,38
LEHTO FH Equity	Lehto Group Oyj	0,36	1,2	-0,84	0,84
LAT1V FH Equity	Lassila & Tikanoja OYJ	0,34	0,00	0,34	0,34
PON1V FH Equity	Ponsse Oyj	0,32	0,00	0,32	0,32
FSC1V FH Equity	F-Secure OYJ	0,32	0,00	0,32	0,32
VAIAS FH Equity	Vaisala OYJ	0,31	0,00	0,31	0,31
LEM1S FH Equity	Lemminkainen OYJ	0,28	0,00	0,28	0,28
TPS1V FH Equity	Technopolis OYJ	0,28	0,00	0,28	0,28
BAS1V FH Equity	BasWare OYJ	0,27	0,00	0,27	0,27
OLVAS FH Equity	Olvi OYJ	0,25	0,00	0,25	0,25
ALMA FH Equity	Alma Media OYJ	0,23	3,4	-3,17	3,17
RAIVV FH Equity	Raisio Oyj	0,23	0,00	0,23	0,23
OKDBV FH Equity	Oriola Oyj	0,22	0,00	0,22	0,22
AKTAV FH Equity	Aktia Bank OYJ	0,21	0,00	0,21	0,21

TOKMAN FH Equity	Tokmanni Group Corp	0,20	0,00	0,20	0,20
KAMUX FH Equity	Kamux Corp	0,18	0,00	0,18	0,18
PIHLIS FH Equity	Pihlajalinna Oyj	0,17	0,00	0,17	0,17
ATG1V FH Equity	Asiakastieto Group Oyj	0,16	0,00	0,16	0,16
STCBV FH Equity	Stockmann OYJ Abp	0,15	0,00	0,15	0,15
EQV1V FH Equity	eQ Oyj	0,15	0,00	0,15	0,15
SRV1V FH Equity	SRV Group OYJ	0,14	0,00	0,14	0,14
REG1V FH Equity	Revenio Group OYJ	0,14	3,63	-3,49	3,49
POY1V FH Equity	Poyry OYJ	0,14	0,00	0,14	0,14
ASPO FH Equity	Aspo OYJ	0,13	0,00	0,13	0,13
SUY1V FH Equity	Suominen OYJ	0,13	0,00	0,13	0,13
SCANFL FH Equity	Scanfil Oyj	0,13	0,00	0,13	0,13
TAALA FH Equity	Taaleri Oyj	0,12	0,00	0,12	0,12
BITTI FH Equity	Bittium Oyj	0,12	0,00	0,12	0,12
CAPMAN FH Equity	CapMan OYJ	0,12	0,00	0,12	0,12
AKTRV FH Equity	Aktia Bank OYJ	0,11	0,00	0,11	0,11
STCAS FH Equity	Stockmann OYJ Abp	0,11	0,00	0,11	0,11
ETTE FH Equity	Etteplan OYJ	0,11	0,00	0,11	0,11
METSA FH Equity	Metsa Board OYJ	0,11	0,00	0,11	0,11
AFAGR FH Equity	Afarak Group OYJ	0,11	0,00	0,11	0,11
ROBIT FH Equity	Robit Oyj	0,10	0,00	0,10	0,10
OKDAV FH Equity	Oriola Oyj	0,10	0,00	0,10	0,10
VIK1V FH Equity	Viking Line Abp	0,10	0,00	0,10	0,10
HOIVA FH Equity	Suomen Hoivatilat Oyj	0,09	0,00	0,09	0,09
ATRAV FH Equity	Atria Oyj	0,09	0,00	0,09	0,09
SSABAH FH Equity	SSAB AB	0,08	0,00	0,08	0,08
QTCOM FH Equity	QT Group Oyj	0,08	0,00	0,08	0,08
TLT1V FH Equity	Teleste OYJ	0,08	0,00	0,08	0,08
HKSAV FH Equity	HKScan OYJ	0,07	0,00	0,07	0,07
RAP1V FH Equity	Rapala VMC OYJ	0,07	0,00	0,07	0,07
RESTA FH Equity	Restamax Oyj	0,07	0,00	0,07	0,07
ALBBV FH Equity	Alandsbanken Abp	0,06	0,00	0,06	0,06
SILMA FH Equity	Silmaasema Oyj	0,06	0,00	0,06	0,06
CONSTI FH Equity	Consti Yhtiot Oyj	0,06	0,00	0,06	0,06
PKK1V FH Equity	Pohjois-Karjalan Kirjapaino OYJ	0,05	0,00	0,05	0,05
ALBAV FH Equity	Alandsbanken Abp	0,04	0,00	0,04	0,04
SIEVI FH Equity	Sievi Capital Oyj	0,04	0,00	0,04	0,04
PIZZA FH Equity	Kotipizza Group Oyj	0,04	0,00	0,04	0,04
APETIT FH Equity	Apetit OYJ	0,04	0,00	0,04	0,04
MMO1V FH Equity	Marimekko OYJ	0,04	0,00	0,04	0,04
SSH1V FH Equity	SSH Communications Security Oyj	0,04	0,00	0,04	0,04
SIIII FH Equity	Siiili Solutions Oyj	0,04	0,00	0,04	0,04
GLA1V FH Equity	Glaston OYJ ABP	0,04	0,00	0,04	0,04
TNOM FH Equity	Talenom Oyj	0,04	0,00	0,04	0,04
AFE1V FH Equity	Affecto OYJ	0,04	0,00	0,04	0,04
EXL1V FH Equity	Exel Composites OYJ	0,04	0,49	-0,45	0,45
RAUTE FH Equity	Raute OYJ	0,04	0,00	0,04	0,04
BIOBV FH Equity	Biohit OYJ	0,03	0,00	0,03	0,03
DIGIA FH Equity	Digia Oyj	0,03	0,00	0,03	0,03
ILK2S FH Equity	Ilkka-Yhtymä OYJ	0,03	0,00	0,03	0,03
IFA1V FH Equity	Innofactor Oyj	0,03	0,00	0,03	0,03
NEO1V FH Equity	Neo Industrial OYJ	0,03	0,00	0,03	0,03
CTH1V FH Equity	Componenta OYJ	0,03	0,00	0,03	0,03
KSLAV FH Equity	Keskisuomalainen OYJ	0,03	0,00	0,03	0,03
EVLI FH Equity	Evli Bank PLC	0,02	0,00	0,02	0,02
PNA1V FH Equity	Panostaja OYJ	0,02	0,00	0,02	0,02
SAGCV FH Equity	Saga Furs Oyj	0,02	0,00	0,02	0,02

DIGIGR FH Equity	Digitalist Group OYJ	0,02	0,00	0,02	0,02
SOSII FH Equity	Sotkamo Silver AB	0,02	0,00	0,02	0,02
MARAS FH Equity	Martela OYJ	0,02	0,00	0,02	0,02
OREIT FH Equity	Orava Residential REIT PLC	0,02	0,00	0,02	0,02
EFO1V FH Equity	Efore OYJ	0,02	0,00	0,02	0,02
INVEST FH Equity	Investors House Oyj	0,01	0,00	0,01	0,01
NLG1V FH Equity	Nurminen Logistics Oyj	0,01	0,00	0,01	0,01
SOLTEQ FH Equity	Solteq OYJ	0,01	0,00	0,01	0,01
DOV1V FH Equity	Dovre Group OYJ	0,01	0,00	0,01	0,01
UUTECH FH Equity	Uutech Group OYJ	0,01	0,00	0,01	0,01
ELEAV FH Equity	Elecster OYJ	0,01	0,00	0,01	0,01
ICP1V FH Equity	Incap OYJ	0,01	0,00	0,01	0,01
QPR1V FH Equity	QPR Software OYJ	0,01	0,00	0,01	0,01
YLEPS FH Equity	Yleiselektronikka OYJ	0,01	0,00	0,01	0,01
ACG1V FH Equity	Aspocomp Group OYJ	0,01	0,00	0,01	0,01
HONBS FH Equity	Honkarakenne Oyj	0,01	0,00	0,01	0,01
KELAS FH Equity	Kesla Oyj	0,01	0,00	0,01	0,01
TRH1V FH Equity	Trainers House Oyj	0,01	0,00	0,01	0,01
TULAV FH Equity	Tulikivi OYJ	0,01	0,00	0,01	0,01
WUFI1V FH Equity	Wulff-Group PLC	0,01	0,00	0,01	0,01
SOPRA FH Equity	Soprano OYJ	0,00	0,00	0,00	0,00
VALOE FH Equity	Valoe Oyj	0,00	0,00	0,00	0,00
TEM1V FH Equity	Tecnotree OYJ	0,00	0,00	0,00	0,00
ENDOM FH Equity	Endomines AB	0,00	0,00	0,00	0,00

Aktier		98,65	Active share	34,10
Annat		0		
Kontant		1,32		
	Totalt	100		100,0

BILAGA 3. FORSKADE FONDERNAS ACTIVE SHARE OCH TRACKING ERROR

Aktia Capital B	Active share	Tracking error	Datum	Avgift	Aum Meur	Eget active share
Aktia Capital	45,23	4,3	30-06-2017	1,83 %	307	46,7
Aktia Capital	41,92	5,2	30-12-2016	1,83 %	292	44,2
Aktia Capital	41,95	6,4	30-06-2016	1,83 %	258	44,5
Aktia Capital	41,75	8,1	31-12-2015	1,83 %	269	Inte publicerat
Aktia Capital	35,62	5,8	30-06-2015	1,83 %	272	Inte publicerat
Aktia Capital	37,88	5,8	31-12-2014	1,83 %	254	Inte publicerat
Medeltal	40,73	5,93			275	

Alfred Berg Finland Fokus B	Active share	Tracking error	Datum	Avgift	Aum Meur	Eget active share
Alfred Berg Finland Fokus B	42,3	2,75	30-06-2017	1,80 %	138	Inte publicerat
Alfred Berg Finland Fokus B	40,4	2,6	30-12-2017	1,80 %	134	Inte publicerat
Alfred Berg Finland Fokus B	46,55	2,6	30-06-2016	1,80 %	119	Inte publicerat
Alfred Berg Finland Fokus B	41,3	2,7	31-12-2015	1,80 %	123	Inte publicerat
Alfred Berg Finland Fokus B	43,92	2,2	30-06-2015	1,80 %	116	Inte publicerat
Alfred Berg Finland Fokus B	24,97	3,6	31-12-2014	1,80 %	108	Inte publicerat
Medeltal	39,43	2,74			123	

Evli Finland Select B	Active share	Tracking error	Datum	Avgift	Aum Meur	Eget active share
Evli Finland Select B	34,1	2,16	30-06-2017	1,80 %	108	Inte Publicerat
Evli Finland Select B	31,82	2,68	30-12-2016	1,80 %	115	Inte publicerat
Evli Finland Select B	37,97	2,76	30-06-2016	1,80 %	102	Inte publicerat
Evli Finland Select B	37,2	2,8	31-12-2015	1,80 %	106	Inte publicerat
Evli Finland Select B	43,25	3,45	30-06-2015	1,80 %	93	Inte publicerat
Evli Finland Select B	38,43	6,12	31-12-2014	1,80 %	84	Inte publicerat
Medeltal	37,13	3,33			101	

Nordea Finland	Active share	Tracking error	Datum	Avgift	Aum	Eget active share
Nordea Finland	28,5	3,05	30-06-2017	1,10 %	797,6	24,57
Nordea Finland	36,61	5,95	30-12-2016	1,10 %	415	37,05
Nordea Finland	32,39	5,15	30-06-2016	1,10 %	406	34,27
Nordea Finland	24,72	3,91	31-12-2015	1,10 %	430	20,65
Nordea Finland	25,11	4,56	30-06-2015	1,1 %	390	Inte publicerat
Nordea Finland	23,91	4,41	31-12-2014	1,10 %	365	Inte publicerat
Medeltal	28,54	4,51			467	

SEB Finlandia	Active share	Tracking error	Datum	Avgift	Aum	Eget Active share
SEB Finlandia	42,98	5,32	30-06-2017	1,30 %	243	Inte publicerat
SEB Finlandia	42,38	6,57	30-12-2016	1,30 %	235	Inte publicerat
SEB Finlandia	39,82	6,8	30-06-2017	1,30 %	197	Inte publicerat
SEB Finlandia	39,36	6,61	31-12-2015	1,30 %	214	Inte publicerat
SEB Finlandia	39,47	5,92	30-06-2015	1,30 %	216	Inte publicerat
SEB Finlandia	25,62	5,42	31-12-2014	1,30 %	161	Inte publicerat
Medeltal	38,27	6,11			211	

Seligson Finland Indexfond	Active share	Tracking error	Datum	Avgift	Aum Meur	Eget active share
Seligson Finland Indexfond	28,94	0,12	30-06-2017	0,45 %	122	Inte publicerat
Seligson Finland Indexfond	30,95	0,14	30-12-2016	0,45 %	115	Inte publicerat
Seligson Finland Indexfond	28,69	0,16	30-06-2017	0,45 %	99	Inte publicerat
Seligson Finland Indexfond	27,07	0,12	31-12-2015	0,45 %	97	Inte publicerat
Seligson Finland Indexfond	29,54	0,11	30-06-2015	0,45 %	95	Inte publicerat
Seligson Finland Indexfond	26,56	0,17	31-12-2014	0,50 %	78	Inte publicerat
Medeltal	28,63	0,14			101	