

Optis automatiserade process för framtagande av fondjämförelser

2016-05-17

Begrepp: aktivt risktagande, avkastning, marknadsrisk, fonder, genomsnittlig fondavkastning, historiska överpresterare, analysverksamhet, svenska fondmarknaden, filtrering, fondrankingsystem, stilindex, marknadsindex, portfölj, riskjusterad avkastning, risk, volatilitet

Inledning

Vi strävar efter att hjälpa alla våra användare och kunder att maximera riskjusterad avkastning per investerad fondkrona genom billig och väldiversifierad marknadsexponering med minimala dolda risker. För att kunna göra det så effektivt som möjligt söker vi regelbundet igenom den svenska fondmarknaden och lyfter, för de tillgångsslag och marknader som våra användare och kunder redan har exponering mot via sina existerande fondinnehav, fram jämförelser med det fåtal fonder som vi tycker ger *den optimala exponeringen mot dessa tillgångsslag och marknader*. Vi tenderar att lyfta fram billiga, väldiversifierade och följsamma indexfonder samt billiga, väldiversifierade lågaktiva fonder i de kategorier där det inte finns några indexfonder, som alla uppfyller samtliga Optis grundläggande krav. Det här tror vi är det optimala sättet att kontinuerligt möjliggöra de bästa tänkbara långsiktiga finansiella resultaten inom respektive tillgångsslag och marknad för våra användare och kunder. Nedan beskriver vi hur Optis automatiserade process för framtagande av fondjämförelser inom olika fondkategorier fungerar, den teoretiska grunden bakom processen och vilka vägval vi gjort när vi designat den.

Bakgrund

En av hörnstenarna inom finansiell teori är att det i en effektiv finansmarknad finns ett positivt samband mellan marknadsrisk [1] och långsiktig avkastning (Sharpe, 1964; Fama, 1970). Ju högre marknadsrisk

man är villig att acceptera, desto högre avkastning bör man förvänta sig att bli belönad med och vice versa. Den främsta anledningen till att de flesta fonders historiska avkastning varierat från månad till månad är att de har varit exponerade mot just marknadsrisk i varierande utsträckning. Det finns dock två saker som minskat avkastningen den typiske fondspararen har kunnat räkna hem. Den ena är fondavgifter som ofrånkomligen hämmat avkastningen. Den andra är det typiska fondbolagets aktiva risktagande, d.v.s. medvetna avvikelser från en viss marknads sammansättning i syfte att försöka överprestera snittavkastningen i den utan att ta en högre risk (mätt relativt utvecklingen hos ett representativt marknadsindex). Till exempel visade nyligen en mycket väl citerad forskningsartikel på området att aktivt förvaltade fonder underpresterat sina marknadsindex med i genomsnitt 0,81 % per år under en 22-årsperiod på grund av avgifter och dåliga värdepappersval (Fama & French, 2010). Med anledning av detta har vi på Opti valt att gå en annan väg än många andra aktörer och strävar efter att lyfta fram fonder som minimerar kostnader och aktivt risktagande. Detta tenderar att leda oss till indexfonder inom de fondkategorier där sådana finns.

Automatiserad process för framtagande av fondjämförelser

Begränsning

Optis analysverksamhet begränsas idag till just fonder (dock ej ETF:er och AIF-fonder). Anledningen till att vi valt att fokusera på fonder och mer specifikt värdepappersfonder till skillnad från andra finansiella instrument är p.g.a. den [omfattande lagstiftning](#) som omgärdar dem och därmed gör dem till välreglerade investeringsprodukter.

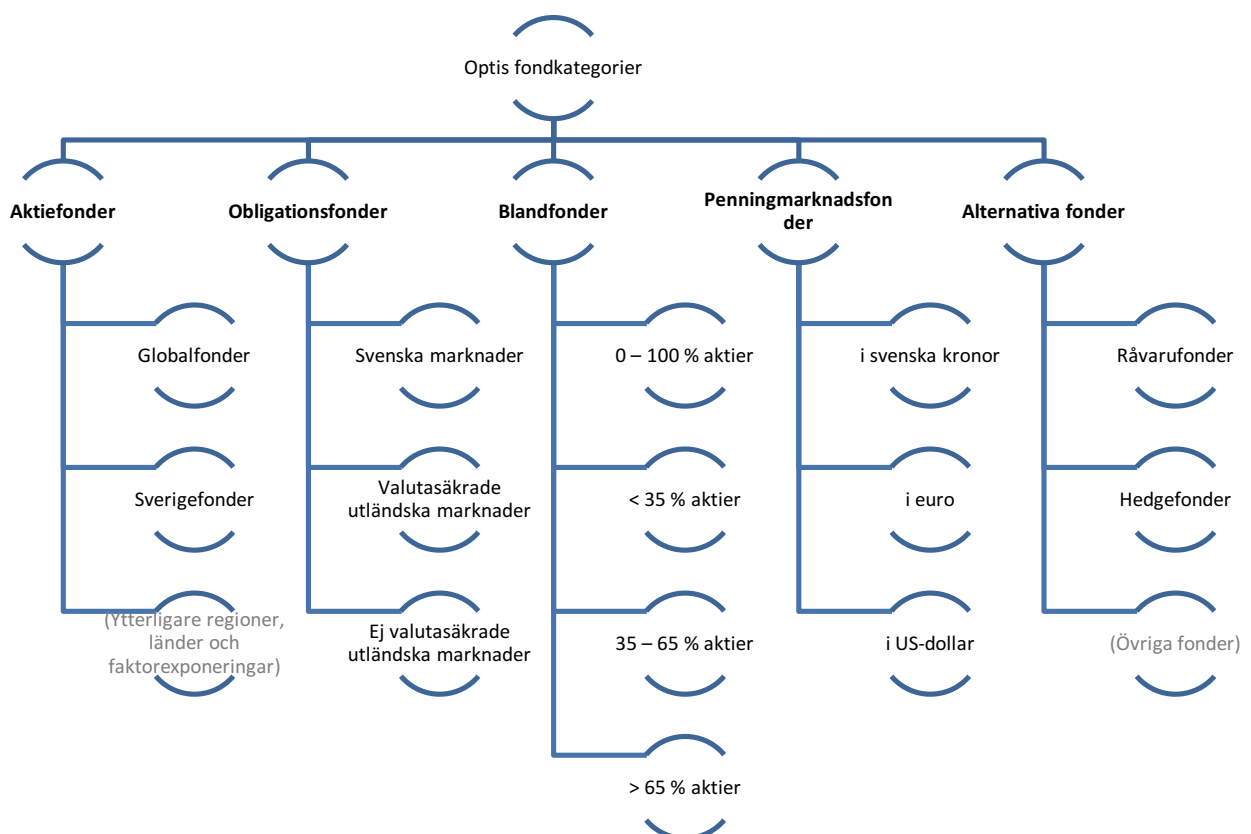
Datinhämtning, kontroll och beräkningar

Vi utgår från den svenska fondmarknaden definierad som de fonder som är möjliga att investera i för privatpersoner i Sverige och som innefattar såväl svenska fonder som utländska fonder. Det innebär bl.a. att de ska ha en minsta insättning som inte överstiger 100 000 SEK. För dessa fonder, deras marknadsindex och de växelkurser som i förekommande fall behövs för att konvertera deras avkastning och risknyckeltal till svenska kronor hämtar vi en gång per dygn in en mängd data. Dels data avseende historisk kursutveckling, dels data avseende varje fonds portfölj idag. Fond- och indexdata kommer från [Morningstar](#) (som i sin tur får datan från fondbolag och indexleverantörer) och växelkurserna kommer från [Quandl](#) (som i sin

tur får den från den brittiska centralbanken – Bank of England). Därefter kontrollerar vi i största möjliga mån att datan vi hämtat in är korrekt, både med automatiska kontroller och med stickprov. Om den inte är det ber vi våra dataleverantörer att åtgärda felen, eller så åtgärdar vi dem själva. Därefter beräknar vi själva, för alla fonder, de risknyckeltal, den avkastning och övrig statistik [2] som vi tycker är relevant för att kvantitativt kunna granska kvalitén på dem.

Fondkategorisering

När vi har hämtat in datan, felsökt den och beräknat de nyckeltal vi är intresserade av kategoriserar vi alla fonder efter deras placeringsinriktning och riskexponering (för att säkerställa att vi i verkligheten jämför äpplen med äpplen och päron med päron) baserat på den typ av värdepapper som de investerat i. På en övergripande nivå ser Optis fondkategorier ut på följande vis:



Källa: Optise AB

Kategorin aktiefonder innehåller fonder som investerat i portföljer av noterade aktier i publika aktiebolag. De har väsentlig marknadsrisk och beroende på deras geografiska investeringsinriktning ibland valutarisk. Kategorin obligationsfonder innehåller fonder som investerat i portföljer av ränteinstrument med en viktad genomsnittlig löptid på över ett år. De har ofta väsentlig ränterisk och beroende på deras investeringsfokus, kreditrisk och valutarisk (i de fall exponeringsvalutan är en annan än svenska kronor). Blandfonder avser fonder som innehåller både aktier och obligationer (och ofta andra tillgångsslag också, men vanligtvis till en mindre del). De kan, beroende på andelen aktier i portföljen, ha väsentlig marknadsrisk. Kategorin penningmarknadsfonder innehåller fonder som investerat i portföljer av ränteinstrument med en viktad genomsnittlig löptid på under ett år. De har ofta minimal ränterisk och beroende på deras investeringsfokus, kreditrisk och valutarisk (i de fall exponeringsvalutan är en annan än svenska kronor). Alternativa fonder innehåller andra värdepapper än noterade aktier och ränteinstrument och kan, beroende på hur riskexponeringen ser ut i den underliggande portföljen, ha väsentlig marknadsrisk och även i vissa fall icke-finansiell risk som t.ex. operativ risk, legal risk och motpartsrisk. Vänligen observera att diagrammet ovan inte ger en heltäckande bild av Optis fondkategorisering som är mer finkornig än vad ovanstående gruppering antyder och att risktyperna hos respektive fondkategori inte är uttömmande. Merparten av fondtyperna är t.ex. exponerade för inflationsrisk, d.v.s. risken att en investering i en fond i kategorin inte ökar lika mycket i värde som priserna på svenska varor och tjänster och att ens investerade kapital därmed förlorar köpkraft.

Filtrering

För varje fondkategori har vi en uppsättning grundläggande krav eller "hygienfaktorer" och en fond (eller mer specifikt fondandelsklass om flera sådana finns) måste uppfylla samtliga för att överhuvudtaget anses vara investeringsbar och därigenom gå vidare och bli rankad. Syftet med dessa hygienfaktorer är att minimera bl.a. operativ risk, d.v.s. sådan risk som Finansinspektionen definierat som "risken för förluster till följd av icke ändamålsenliga eller misslyckade processer, mänskliga fel, felaktiga system eller externa händelser". Operativ risk är en icke-finansiell risk och det finns inget övertygande bevis som tyder på att denna risktyp är förknippad med någon avkastning. Därför försöker vi helt enkelt hjälpa våra användare och kunder att styra undan från den så gott det går. Eftersom varje fondkategori är unik skiljer sig Optis tvingande kriterier åt mellan kategorier och de vi listar nedan är alltså inte en uttömmande lista över dem. Fem kategorigemensamma kriterier, som alla måste vara uppfyllda, är dock att

en fond (eller fondandelsklass), för att gå vidare och bli rankad relativt övriga fonder i fondkategorin, måste:

Vara en traditionell, onoterad fond (1)

Vi tycker generellt att ETF:er är en bra uppfinning. Anledningen till att vi filtrerar bort dem i dagsläget är för att vi fortfarande utvärderar hur vi skall beräkna totalkostnaden (som är en funktion av både direkta och indirekta kostnader) förknippad med att äga en ETF för användare med olika courtagenivåer så att den blir så rättvisande som möjligt.

Vara en värdepappersfond (2)

De [regler som gäller för en värdepappersfond](#) bygger på EU-direktivet [UCITS](#) och är mycket strikta vilket i förlängningen leder till ett gott konsumentskydd. Exempel på sådant som lagstiftningen reglerar är:

- Exakt vad en värdepappersfond får innehålla och i vilka proportioner
- Hur ett fondbolags verksamhet skall övervakas
- Vem som får vara ett förvaringsinstitut och vilket ansvar som vilar på ett sådant
- Den information ett fondbolag måste förse potentiella investerare med

Vi ser uppfyllnaden av samtliga dessa krav som en kvalitetsstämpel eftersom de t.ex. gör att en fond som uppfyller dem är väldiversifierad, inte ägnar sig åt vidlyftig handel i icke-standardiserade derivat och inte använder oförsiktigt stor finansiell hävstång.

Huvudsakligen investera i finansiella instrument som inte är fondandelar (3)

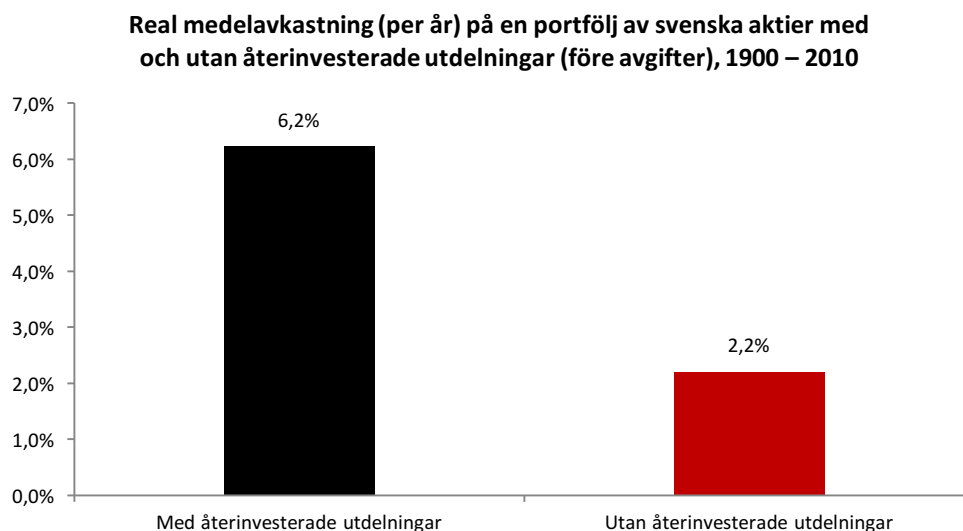
En fondandelsfond, eller "fond-i-fond", är en fond som investerar i fondandelar i andra fonder som även dessa investerar i finansiella instrument (som också kan vara fondandelar i andra fonder). Vi ser problem relaterade till transparens och kostnader med dessa många lager av investeringar, bl.a. eftersom vi har begränsade möjligheter att kontrollera att Optis tvingande kriterier uppfylls i de underliggande fonderna. Vi bedömer dock att det varken gör till eller från då fondandelsfonder ofta har höga förvaltningsavgifter vilket minskar deras möjligheter att hamna högt i Optis fonderankingsystem, vilket beskrivs närmare i nästa avsnitt.

Ha tillräckligt stor fondvolym (4)

Vi förespråkar ett långsiktigt perspektiv när man placerar pengar eftersom chansen till positiv avkastning då ökar. Därför vill vi generellt lyfta fram tillräckligt stora fonder eftersom stora fonder har större chans att fortsätta existera än små fonder p.g.a. att de förra helt enkelt är mer lönsamma för ett fondbolag än de senare, allt annat lika. Det finns ingen exakt gräns för vad som är tillräckligt stort, men i dagsläget bedömer vi att en miljard kronor är en lämplig gräns för de flesta fondkategorier, dock varierar beloppet mellan fondkategorier.

Vara återinvesterande (5)

Det finns två källor till avkastning hos alla investeringar under en placeringsperiod – tillväxt och utdelningar (i fallet aktier, räntebetalningar i fallet obligationer). Ju mer kapital som investeras i en fond, desto större tillväxtpotential och utdelningsmöjlighet via ränta-på-ränta-effekten. Faktum är att återinvesterade utdelningar bidragit till merparten av den historiska långfristiga avkastningen hos en passiv investering i den svenska aktiemarknaden enligt Dimson et al. (2011):



Källa: Dimson et al. (2011)

Över tid har återinvesterade utdelningar alltså potential att utgöra en majoritet av avkastningen hos en fond och eftersom vi förespråkar ett långsiktigt investeringsperspektiv lyfter vi fram återinvesterade fonder och fondandelsklasser istället för utdelande.

Ranking

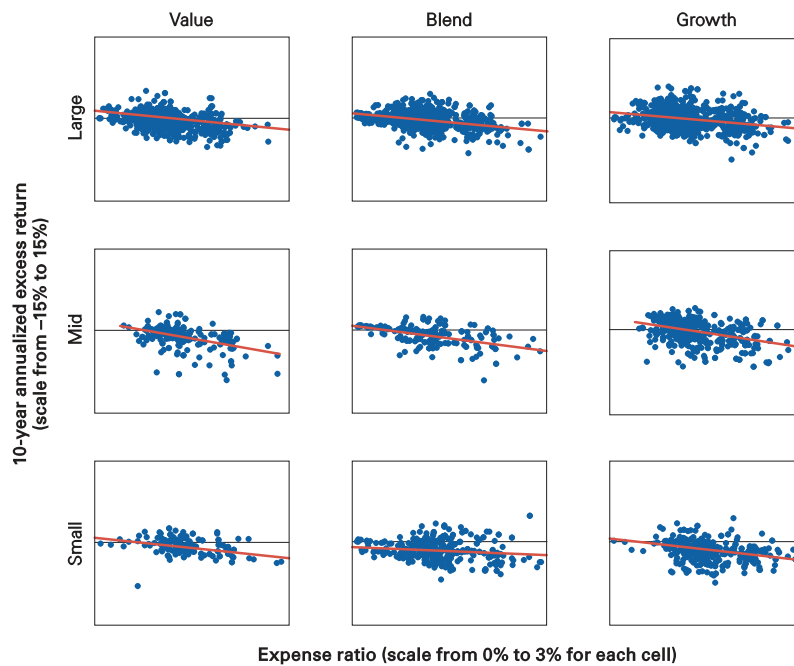
De fonder som uppfyller alla krav i filtreringssteget rankas sedan i Optis fondrankingsystem baserat på tre egenskaper som alla sätts i relation till övriga fonder i kategorin. De tre egenskaperna är: Kostnad, Koncentration och Aktivitet, där ett lägre värde anses vara bättre än ett högre värde av fondrankingsystemet. Som ett resultat tenderar Opti att lyfta fram kostnadseffektiva, väldiversifierade och följsamma fonder. Det är egenskaper som ofta betonas hos indexfonder, även om dessa fonder inte lyfts fram specifikt. Exakt hur vi mäter varje egenskap och den vikt som tillmäts varje egenskap är proprietär information (och kan dessutom skilja sig åt mellan fondkategorier), men generellt tillmäts kostnad störst vikt. Slutligen och med risk för att vara övertydlig – rankingen är relativ, så definitionen av vad som t.ex. är en låg kostnad skiljer sig åt mellan fondkategorier. Nedan följer en beskrivning av respektive egenskap och en motivering varför vi tycker att ett lägre värde är bättre än ett högre.

Kostnad

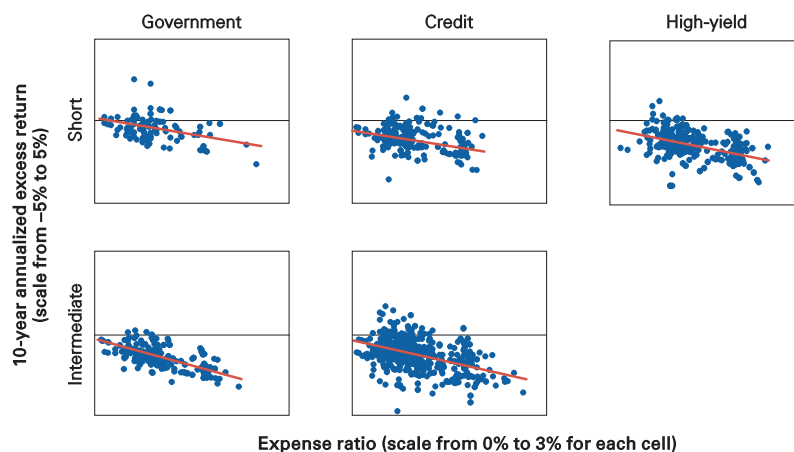
Kostnad är en av få saker som faktiskt går att kontrollera när man placerar pengar och har dessutom visat sig vara en pålitlig indikator på en fonds framtida avkastning där fonder med höga kostnader typiskt sett haft lägre avkastning än fonder med låga kostnader. Hirt et al. (2015) visar till exempel hur det verkar finnas ett omvänt förhållande mellan pris och avkastning:

Figure 11. Inverse relationship between expenses and excess returns for all U.S. funds

a. U.S. equity funds



b. U.S. bond funds



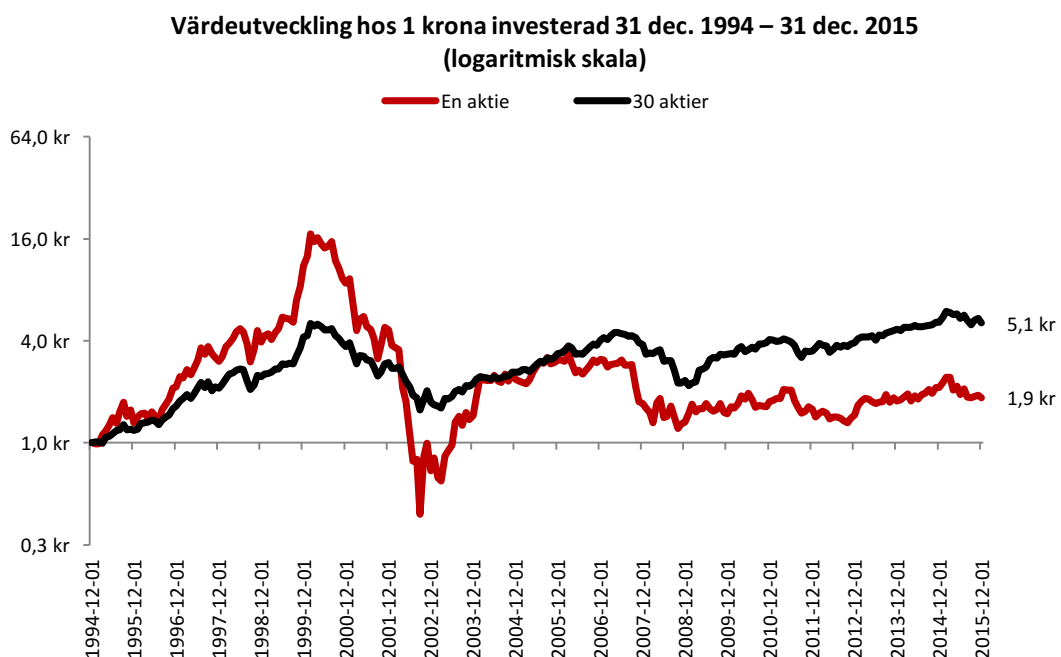
Källa: Hirt et al. (2015)

Mer specifikt visar graferna, för både aktivt och passivt förvaltade fonder i de 14 mest populära fondkategorier i USA, varje fonds 10-åriga genomsnittliga överavkastning relativt ett jämförbart marknadsindex (stilindex) och hur denna hänger ihop med dess kostnad. Den röda linjen är den räta linje som minimerar avståndet till varje (blå) datapunkt och antyder vilken trend som finns för fonderna i respektive fondkategori. Generellt visar resultaten att högre kostnader är förknippade med lägre avkastning relativt marknadsindex. För investerare är slutsatsen tydlig: Genom att fokusera på fonder med låga kostnader (både aktivt förvaltade

och passivt förvaltade) ökar sannolikheten att överprestera fonder med höga kostnader. Därför premierar vårt fondrankingsystem låga kostnader framför höga.

Koncentration

Diversifiering syftar till maximera avkastning genom att minimera tillgångsspecifik risk, d.v.s. att utnyttja finansiellt risktagande så effektivt så möjligt. Redan 1952 presenterade Harry Markowitz en [prisbelönt teori](#) för hur investerare bör göra detta genom att kombinera tillgångar med mindre än perfekt positiv korrelation, d.v.s. genom att konstruera portföljer av värdepapper till skillnad från att bara äga ett eller ett fåtal värdepapper. Logiken bakom tekniken är att en portfölj bestående av olika typer av investeringar bör ge en högre långsiktig medelavkastning till en lägre risk än bara en investering, d.v.s. en högre riskjusterad avkastning över tid, eftersom vissa investeringars temporära underprestation balanseras av andra investeringars överprestation vid samma tidpunkt. Följande exempel visar t.ex. hur man som investerare fått det bästa av två världar genom att investera i en portfölj av 30 aktier på Stockholmsbörsen till skillnad från att bara investera i en enda aktie – högre långsiktig medelavkastning (i det här fallet 8,1 % per år istället för 3,0 % vilket är nästan tre gånger så högt – en enorm skillnad) till mindre än hälften så hög risk mätt som volatilitet (20,2 % istället för 51,0 %), vilket översätts till en väsentligt högre riskjusterad avkastning (0,4 % avkastning per enhet risk istället för 0,1 %):



31 dec. 1994 – 31 dec. 2015	En aktie	30 aktier
Medelavkastning (per år):	3,0 %	8,1 %
Volatilitet (standardavvikelse):	51,0 %	20,2 %
Avkastning per enhet volatilitet:	0,1	0,4

Exemplet har ett illustrativt syfte och den aktie som använts är Ericssons B-aktie och den portfölj av 30 aktier som använts är indexet OMXS30

Källa: Nasdaq

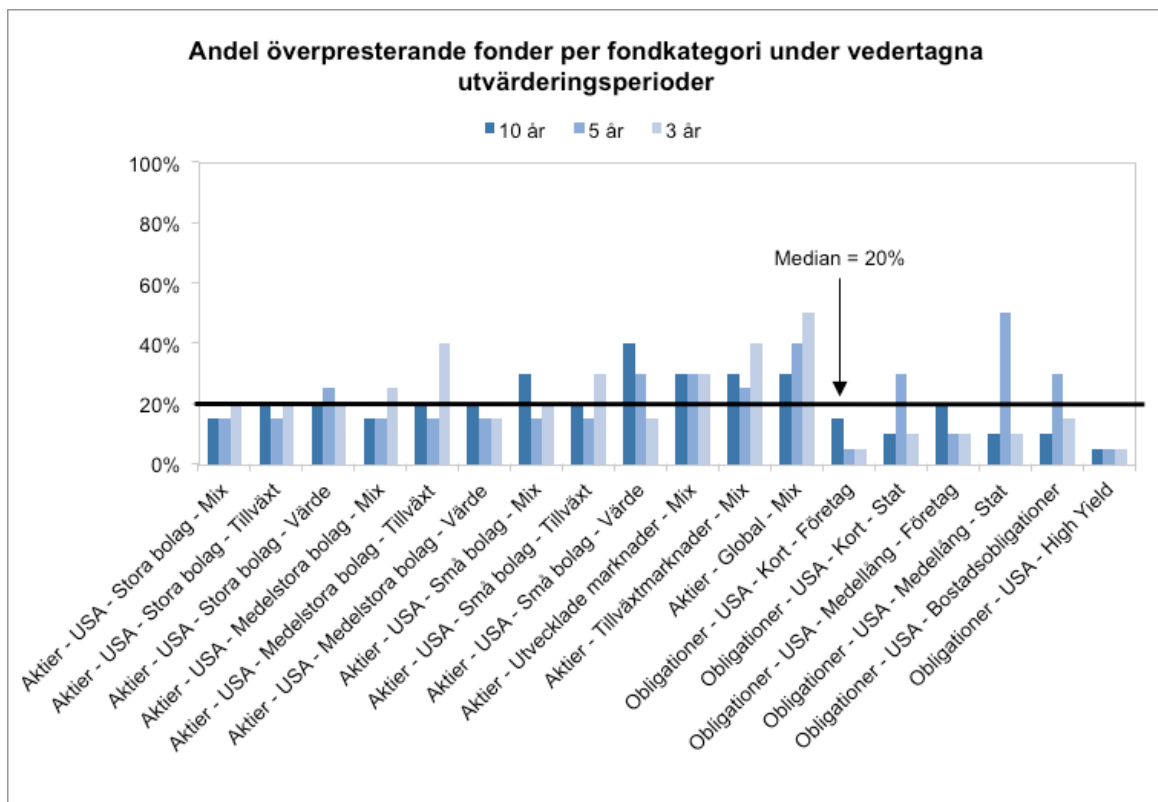
Det finns ingenting som är säkert avseende olika investeringars framtida prestation. Diversifiering syftar till att minska utfallsrummet för den framtida medelavkastningen och kan även öka den (som i exemplet ovan) beroende på hur framtiden utvecklas relativt vad som är diskonterat i dagens marknadspriser. Detta tycker vi är det närmaste man kommer en gratislunch inom finans och följaktligen premierar vårt fondrankingsystem fonder med mer diversifierade portföljer framför fonder med mindre diversifierade (eller annorlunda uttryckt – mer koncentrerade) portföljer.

Aktivitet

Aktiv förvaltning, eller annorlunda uttryckt aktivt risktagande, innebär att medvetet avvika från en viss marknads sammansättning i syfte att försöka överprestera snittavkastningen i den utan att ta en högre risk (mätt relativt utvecklingen hos ett representativt marknadsindex). Detta manifesterar sig huvudsakligen på två vis: Genom att över-/undervikta värdepapper relativt deras marknadsvikt (d.v.s. genom att ha en större proportion värdepapper som anses "undervärderade" och en mindre proportion värdepapper som anses "övervärderade") och genom marknadstajming (d.v.s. genom att försöka kliva ur marknaden innan en nedgång och försöka kliva in i marknaden innan en uppgång).

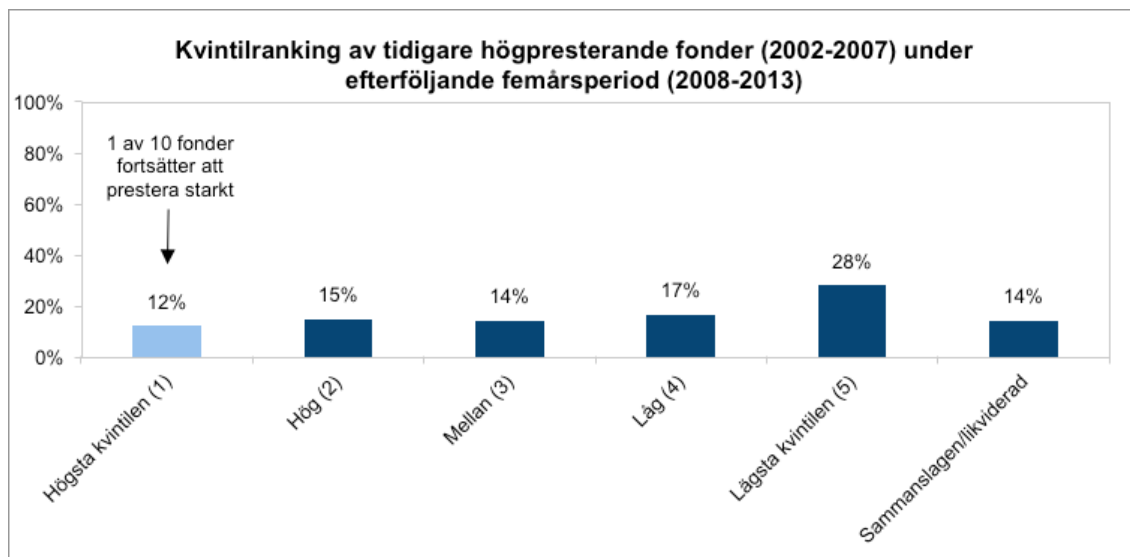
Det har varit känt ända sedan 60-talet att majoriteten av aktivt förvaltade fonder underpresterar sina marknadsindex efter riskjustering och uttag av förvaltningsavgifter (Sharpe, 1966; Treynor, 1966; Jensen, 1968). Sedan dess har forskningsmetoderna blivit mer sofistikerade, men slutsatserna i princip oförändrade. I en rigorös genomgång av tusentals aktivt förvaltade fonder

visar t.ex. Hirt et al. (2015) att endast en av fem fonder historiskt slagit ett jämförbart marknadsindex (stilindex) efter avgifter:



Källa: Hirt et al. (2015)

Aktivt risktagande har med andra ord inte översatts i aktiv avkastning för den genomsnittliga fondinvesteraren utan snarare tvärtom – aktivt risktagande har översatts i aktiv underavkastning. Givetvis har det gått att urskilja undantag bland enskilda fonder, men de har varit få och den information en investerare skulle ha behövt för att identifiera dessa fonder på förhand är inte känd. 2010 bekände t.ex. den oberoende fondutvärderaren Morningstar (Morningstar/Kinnel, 2010) att deras rankingsystem baserat på "Morningstarstjärnor" (vilket i sin tur grundar sig på historisk prestation) inte kunde användas till att förutsäga vilka fonder som skulle överprestera marknadens snittavkastning. 2015 bekräftade Hirt et al. att fonder som historiskt överpresterat under en viss period är osannolika att överprestera igen under en efterföljande period:



Källa: Hirt et al. (2015)

Mer specifikt visar grafen ovan att, av de fonder som historiskt presterat bäst (d.v.s. befunnit sig i den högsta kvintilen) är det bara en av tio fonder som fortsätter att ligga i topp (d.v.s. stannar kvar i den högsta kvintilen). Fonder som tidigare presterat starkt fortsätter alltså inte att göra det. Slutsatsen är att genuin, repeterbar, förvaltningskicklighet verkar vara mycket ovanlig och dessutom mycket svår att upptäcka på förhand.

Mot bakgrund av detta, d.v.s. att endast en minoritet av aktivt förvaltade fonder överpresterar och att vi inte har någon möjlighet att på förhand urskilja denna minoritet, lyfter vi fram de fonder med lägst grad av aktivt risktagande inom varje fondkategori. Det vill säga de fonder som efter avgifter historiskt utvecklats mest likt sina respektive marknadsindex jämfört med övriga fonder i fondkategorin. Detta får två konsekvenser. Vi kommer förmodligen inte att:

- (1) Lyfta fram någon eller några fonder ur den minoritet av fonder som i framtiden, antingen på grund av ren tur eller genuin förvaltningskicklighet (eller mer troligt, någon kombination av de båda), kommer att överprestera sitt/sina index med en väsentlig marginal
- (2) Lyfta fram någon eller några fonder ur den majoritet av fonder som i framtiden, antingen på grund av ren otur eller genuin förvaltningsoskicklighet (eller mer troligt, någon kombination av de

båda), kommer att underprestera sina index med en väsentlig marginal

Vi tycker att det är viktigt att våra användare och kunder förstår detta. Det vill säga att vi, för en given fondkategori, kommer att lyfta fram de fonder som bäst representerar en passiv, fullinvesterad, buy-and-hold-strategi i underliggande marknad. Vi tror att det är det bästa sättet att resonera kring fondval för de allra flesta investerare.

Manuell översyn

Slutligen genomför vi en manuell översyn av rankingen. Denna översyn syftar inte till att överpröva företagets kvantitativt styrda jämförelseprocess utan till att:

- (1) Säkerställa att datan som vi baserat rankingen på är uppdaterad och korrekt, främst för de 1-3 fonder inom respektive kategori som vi lyfter fram som möjliga alternativ till våra användare och kunder
- (2) Plocka upp fond- och fondbolagshändelser som (ännu) inte avspeglas i datan (t.ex. nyheter om "hård/mjuk" stängning, sammanslagning eller nedläggning av fonder).

Jämförelse

Det sista steget är att ge 1-3 alternativ inom respektive fondkategori. Notera att vi inte ger jämförelser för alla fondkategorier. Det är för att vi antingen inte tycker att fondkategorin är lämplig att investera i eller för att vi helt enkelt inte hittat tillräckligt bra fonder att jämföra användaren eller kundens existerande fond med i dagsläget.

Sammanfattning

Målet när vi designade den automatiserade processen för framtagande av fondjämförelser inom olika fondkategorier var att den skulle ha starkt vetenskapligt stöd och vara robust. Vi arbetar kontinuerligt med att förbättra och kalibrera processen genom att hålla oss uppdaterade på de senaste forskningsrönen, löpande kontrollera vilka fonder som filtreras bort och utvärdera alla eventuella systematiska mönster i fondbortfall.

Noter

1. Marknadsrisk är risken för kursfall i en viss marknad, t.ex. den svenska aktiemarknaden. Storleken på marknadsrisken beror på marknadens specifika karaktär. I den svenska aktiemarknaden är t.ex. risken för kursfall förhållandevis hög eftersom aktier är ett riskfyllt tillgångsslag (bl.a. eftersom en aktie utgör ett anspråk på ett företags framtida kassaflöden först efter att obligationsägare fått betalt och för att en aktie är ett värdepapper med evig löptid vilket gör det svårare att värdera jämfört med en obligation som ofta har en begränsad löptid) och Sverige är ett litet land med en aktiemarknad som har en koncentrerad industrisammansättning (företag verksamma inom branscherna finans och industri utgör t.ex. över 60 % av hela marknadens värde vilket ger marknaden en branschmässig snedvridning).
2. All statistik uttrycks i svenska kronor, vilket är det väsentliga för investerare som avser att konsumera i Sverige

Referenser

Dimson, E. et al. (2011) "[Equity Premiums around the World](#)", CFA Research Foundation Publications

Fama, E. (1970) "[Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work](#)", Journal of Finance

Fama, E. & French, K. (2010) "[Luck versus Skill in the Cross-Section of Mutual Fund Returns](#)", Journal of Finance

Hirt, J. et al. (2015) "[The case for index-fund investing](#)", Vanguard research paper

Jensen, M. (1968) "[The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964](#)", Journal of Finance

Markowitz, H. (1952) "[Portfolio Selection](#)", Journal of Finance

Morningstar/Kinnel, R. (2010) "[How Expense Ratios and Star Ratings Predict Success](#)", Blogginlägg (hämtat 2016-05-16)

Sharpe, W. (1964) "[Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk](#)", Journal of Finance

Sharpe, W. (1966) "[Mutual Fund Performance](#)", Journal of Business

Treynor, J. & Mazuy, K. (1966) "[Can Mutual Funds Outguess the Market?](#)",
Harvard Business Review