



Analyse av aksjefond – flaks eller dyktighet?

En oppfølger av analysen
«Velge aktive aksjefond eller indeksfond? – 20 års analyse»

13.12.2018

Innhold

1	Begrepene	3
2	Metode	4
3	Bakgrunn for undersøkelsen	5
4	Oppsummering	7
5	Resultatene – norske aksjefond	9
5.1	Gunstig å velge basert på historisk meravkastning?	9
5.1.1	Gjentar et fond historisk prestasjon?	9
5.1.2	Analyse av alle norske fond i kategorien	11
5.1.3	Analyse av de 25 prosent beste norske fondene i kategorien	12
5.1.4	Gunstig å velge blant de aller beste?	13
5.2	Risikojustert avkastning – alfa	14
5.2.1	En svak persistens	14
5.2.2	Sannsynlighet	15
5.3	Gunstig å velge basert på forvaltningsgebyr?	16
6	Resultatene – globale aksjefond	17
6.1	Gunstig å velge basert på historisk meravkastning?	17
6.1.1	Gjentar et fond historisk prestasjon?	17
6.1.2	Analyse av alle fondene i kategorien	18
6.1.3	Analyse av de 25 prosent beste fondene	19
6.1.4	Gunstig å velge blant de aller beste fondene?	20
6.1	Risikojustert avkastning – alfa	21
6.1.1	Ingen persistens	21
6.1.2	Sannsynlighet	22
6.2	Gunstig å velge basert på forvaltningsgebyr?	22
7	Annen forskning på persistens i norske aksjefond	24
	Kontakt	25
8	Vedlegg 1: Mer om risikojustert avkastning og persistens	26
8.1	Evnen til å gjenta suksess – persistens	28



1 Begrepene

Alfa: Alfa måler et fonds meravkastning hensyntatt risikoen fondet har tatt. Alfa er et mål for såkalt risikojustert avkastning. Mer om alfa i vedlegg.

Aksjefond: et verdipapirfond som inneholder eierandeler i flere aksjeselskap. I denne rapporten brukes også begrepet fond om aksjefond.

Aktivt aksjefond: et aksjefond som etterstreber å gi høyere avkastning enn sin referanseindeks (børsutviklingen). Fondet forvaltes derfor av et forvalterteam som plukker enkeltaksjer på bakgrunn av selskapsanalyser og markedsforhold. Aktive aksjefond har et forvaltningsgebyr som i gjennomsnitt er seks ganger høyere enn indeksfond.

Differanseavkastning: fondets avkastning fratrasket børsens avkastning, der børsens avkastning måles ved fondets oppgitte referanseindeks. Avkastningen er alltid målt etter fratrekk av forvaltningsgebyr. Årlig avkastning er normen.

Forvaltningsgebyr: prisen på et fond. Belastes som en årlig prosent. I 2018 prises aktive fond hovedsakelig i intervallet mellom én og to prosent, mens indeksfond i gjennomsnitt koster 0,25 prosent. Kjøps- og salgsgebyr kan forekomme, men er i ferd med å fases ut.

Indeksfond: et aksjefond som forsøker å kopiere børsens avkastning ved at aksjesammensetningen er likst mulig fondets referanseindeks. Slike fond har lave forvaltningsgebyr. Også kalt passive fond.

Meravkastning: positiv differanseavkastning. Fondet har gitt høyere avkastning enn referanseindeksen. Mindreavkastning er det motsatte, eventuelt «negativ meravkastning».

Morningstar Direct: fondsdatabasen til det uavhengige fondsanalyseselskapet Morningstar Inc. lokalisert i Chicago, USA.

Persistens: persistens innebærer at de samme fondene gjør det enten bra eller dårlig over flere perioder etter hverandre, det vil si et fonds evne til å gjenta tidligere prestasjoner.

Referanseindeks: børsindeksen som fondet måler avkastningen mot. En børsindeks er en sammensetning av aksjeselskapene på børsen.

Slå indeksen: folkelig begrep på meravkastning.



2 Metode

Denne undersøkelsen er en forlengelse av rapporten «Velge aktive aksjefond eller indeksfond – 20 års analyse¹» fra februar 2018. Alla data er hentet fra databasen Morningstar Direct².

Differanseavkastningen beregnes mot fondets referanseindeks. Det henvises til ovennevnte rapport vedrørende de metodiske valg for beregning av differanseavkastning, samt datauttrekk. Det er tallene for differanseavkastningen som er grunnlaget for beregningene i rapporten du nå har i hendene.

Beregninger av alfa og vurdering av persistens er nytt tema i denne rapporten og omtales i eget vedlegg.

Denne rapporten baserer beregningene på diskrete observasjoner (ikke-overlappende perioder). Et alternativ ville være rullerende perioder.

To av de fire fondskategoriene i forrige rapport gjennomgås her: Norge og global. Årsaken er at Norge-fond og globale fond er de to fondskategoriene som bør utgjøre basisen i enhver aksjefondssparing, dog med globale fond som den ufravikelige grunnmur av disse to, i henhold til kartlegging utført i ovennevnte rapport fra Forbrukerrådet. Både bankene og academia er enige i dette, fremgår det av rapporten.

Det er aktive fond som analyseres her. Indeksfond er trukket ut av beregningsgrunnlaget.

¹ Velge aktive aksjefond eller indeksfond – 20 års analyse (2018): <https://fil.forbrukerradet.no/wp-content/uploads/2018/02/velge-aktive-aksjefond-eller-indeksfond-analyse.pdf>

² Morningstar Direct: <https://www.morningstar.com/products/direct>



3 Bakgrunn for undersøkelsen

Denne rapporten utgjør del 2 i Forbrukerrådets undersøkelse med mål om å gi forbrukerne en nøytral, faktabasert beslutningsstøtte ved kjøp av aksjefond.

Basisproduktet for en forbruker som ønsker å eksponere sparemidlene for aksjemarkedet, er å kjøpe tilgang til børsens utvikling. *Indeksfond* er således å anse som basisproduktet da fondet nærmest helautomatisk følger børsens referanseindeks til en lav pris. Forbruker får da aksjemarkedets utvikling fratrasket et årlig gebyr. Forbruker kan vurdere å betale mer – i gjennomsnitt seks ganger mer³ – for å skaffe seg en viss mulighet til avkastning som er høyere enn børsens indeks. Et fond med denne iboende tilleggstenesten heter *aktivt forvaltet aksjefond*. Forvalter tar da egne investeringsvalg som fraviker børsens aksjesammensetning i et forsøk på å gi en høyere avkastning enn referanseindeksen. Slike fond markedsfører et mål om å «slå børsen». Likevel er det mer relevant å vite om det aktive fondet «slår» indeksfondene.

De aktive aksjefondene forsøker å slå markedet, og flere fond kan vise til at noen har klart nettopp det. Det er vanskelig for forbrukerne å skille mellom hva som skyldes flaks, og hva som skyldes dyktighet hos forvalter. Et fonds positive meravkastning fremstår åpenbart som en god prestasjon. Fond som har prestert bra, oppnår stort salg. Forbrukerne velger fond fra toppen av resultatlistene, og bankene anbefaler gjerne disse fondene.

Spørsmålene forbrukerne bør kreve svar på:

1. Slår de aktive aksjefondene indeksfondene som gruppe?
2. Som regel er det alltid enkelte aktive fond som slår indeksen en periode. Kan man forvente å slå indeksen i fremtiden hvis man velger blant disse fondene?

Punkt 1 ble forsøkt besvart i forrige rapport, også punkt 2 ble gjennomgått, men ikke i samme dybde, i all hovedsak basert på eksterne henvisninger. I denne rapporten søker vi å finne svaret på punkt 2 der vi analyserer gruppen fond som i en måleperiode har slått referanseindeksen. Vi undersøker i hvilken grad det er belegg for å påstå at det kan forventes at fondsgruppen gjentar suksessen, altså slår referanseindeksen i neste måleperiode.

I denne rapporten studerer vi kun de to fondsgrupper – global og Norge. Valget av disse to kategoriene er begrunnet i forrige kapittel. Vi fant følgende resultat som legger føringer for den videre analysen:

Globale fond: Indeksfond ga høyest historisk avkastning.

Norske fond: Aktive fond ga høyest historisk avkastning.

Basert på ovenstående funn står da en fondskunde igjen med følgende valg:

1. *Norsk fond*: Dersom man velger et aktivt Norge-fond, er det mest gunstig å lete etter kvalitet eller bare gå etter lavest pris? Med andre ord, bør man vektlegge historisk meravkastning eller de årlige gebyrene?
2. *Globalt fond*: De aktive globale fondene ga svakere avkastning enn globale indeksfond målt som gjennomsnitt for hele gruppen. Noen globale fond skiller seg likevel ut i positiv forstand, ved at de har slått indeksfondene over flere måleperioder. Betyr det at de aktive globale fondene som historisk har gitt

³ Forbrukerrådets aritmetiske gjennomsnittsberegning basert på aksjefondene i Finansportalen.no

meravkastning, kan forventes å gjenta dette i fremtiden? At de kan forventes å slå indeksfondene?

I etterkant av forrige undersøkelse har Forbrukerrådet henvendt seg til de største bankene med oppfordring om å utarbeide analyser av aktive aksjefond med anerkjent metodikk, samt at hele analysen gjøres åpent tilgjengelig, slik at den kan etterprøves. Samtlige banker har avvist å gjøre dette, eller avvist å svare på dette.

Det burde også være i bankens interesse å vite om de aktive fondene leverer høyere avkastning enn indeksfondene. Det anser Forbrukerrådet som en forutsetning for at bankene skal kunne gi velfunderte råd til kundene. I markedsføringen gir bankene riktignok ingen løfter om at deres aktive fond skal slå indeksfondene. Men bankene markedsfører seg som rådgivere. Da er det underforstått at de er forpliktet til å skaffe faktagrunnlag som gir dekning for rådet, og at dette bør formidles til kundene.

Siden forrige rapport har Morningstar publisert en ny analyse av aktive fond. Hele 49 fondskategorier er med, inkludert noen obligasjonsfond. Analysen bekrefter konklusjonene i Forbrukerrådets forrige rapport. Det er kun for Norge-fondene det finnes støtte i påstanden om at aktive aksjefond gir meravkastning i forhold til indeksfond. Aktive fond flopper i de øvrige 48 fondskategoriene. Bare 11,5 prosent av de aktive globale aksjefondene klarte både å overleve og gi meravkastning i 10 årsperioden. Det betyr at hele ni av ti fond mislyktes. Norge-fondene var eneste av de 49 fondskategoriene med en suksessrate over 50 prosent. 59,6 prosent av Norge-fondene slo børsen. Fondenes avkastning er sammenlignet mot referanseindeksen (hvilket er fair all den tid fondene markedsfører at målsettingen er å slå referanseindeksen – ikke et indeksfond). Morningstars undersøkelse⁴ ble publisert 8. oktober 2018.

Denne undersøkelsen er initiert, gjennomført og finansiert av Forbrukerrådet. Seniorrådgiver Geir Ormseth står bak undersøkelsen, med støtte fra Helge B. Rutgersen.

⁴ <http://www.morningstar.no/no/news/170886/fiasco-er-alltid-en-mulighet.aspx>



4 Oppsummering

I februar 2018 gjennomførte Forbrukerrådet en analyse av aktive aksjefond versus indeksfond. Hensikten var å påvise hvilken av de to fondstypene som kan forventes å være mest lønnsom for forbrukerne. Rapporten viste også til flere øvrige undersøkelser som har dokumentert at bankene i stor grad har anbefalt forbrukerne de dyreste fondene – såkalte aktive fond – på bekostning av det betydelig billigere standardproduktet indeksfond. Tross bankenes rådgivningsansvar gjøres denne anbefalingen uten noen form for bevisføring. Det er særlig Nordea og sparebankene som konsekvent har påstått at de dyre fondene er bedre enn de billige⁵. Forbrukerrådet har i løpet av 2018 henvendt seg til de største bankene med forespørsel om analyser som kan understøtte at de dyreste fondene virkelig gir forbrukerne høyere avkastning enn standardfondene. Bankene har avvist dette. Forbrukerrådet har derfor påtatt seg å etterprøve bankenes påstand.

Rapporten fra februar 2018 analyserte aktive aksjefond som gruppe. Resultatet viste at et stort flertall av de aktive globale aksjefondene ga svakere avkastning enn et gjennomsnittlig globalt indeksfond. Som forventet, kunne enkeltstående aktive globale aksjefond vise til høyere avkastning enn indeksfondene. Rapporten ga ikke utfyllende svar på om disse fondene kunne forventes å være bedre valg enn indeksfondene. Undersøkelsen du nå har i hendene, forsøker å svare på det ubesvarte spørsmålet fra februar 2018: Hva er sannsynligheten for at de fondene som har gitt meravkastning (slått børsen), vil fortsette å gjøre det i fremtiden:

Norge-fond: Påstanden om at fondene med beste prestasjoner evner å gjøre det bedre enn gjennomsnittet i påfølgende periode, finner lite støtte i våre analyser. De 25 prosent beste Norge-fondene gir litt lavere avkastning enn gjennomsnittsfondet i påfølgende måleperiode. I etterpåklokskapens lys, kan vi si at forbrukerne ville være mest tjent med å velge blant de 25 prosent av fondene som presterer svakest! Forbrukerrådet tør imidlertid ikke konkludere med at forbrukerne er mest tjent med å velge norske aktive fond med svakest prestasjoner. Dette må muligens ses på som et resultat av tilfeldighetene når vi snevrer inn analysen. Usikkerheten blir stor når materialet brytes ned på enkeltfond.

Videre har vi studert risikojustert avkastning for Norge-fondene ved å beregne alfa. Som gruppe kan Norge-fondene vise til høyere risikojustert avkastning enn indeksfondene. Likevel varierer det hvilke fond som slår referanseindeksen. Det er i snitt hele 6 av 10 fond som ikke evner å levere positiv risikojustert avkastning over to diskrete påfølgende femårsperioder.

Vi finner ingen sammenheng mellom positiv risikojustert avkastning og gebyr. Dog en svak sannsynlighetsovervekt at man velger et fond som leverer positiv risikojustert avkastning innenfor en femårsperiode.

⁵ <https://fil.forbrukerradet.no/wp-content/uploads/2018/04/velge-aktive-aksjefond-eller-indeksfond-analyse.pdf>



Globale fond: Ingen globale fond i undersøkelsen viser evne til å gjenta tidligere meravkastning, det vil si persistens i sin levetid. Det bekrefter således konklusjonene fra forrige undersøkelse. Persistens er evnen til å gjenta tidligere prestasjoner. Enkel sannsynlighetsberegning viser at det kun er seks prosent sannsynlighet for at fondene i utvalget vil levere positiv alfa over to femårsperioder. Positiv alfa betyr å slå børsen hensyntatt risikoen. Analysene viser ingen sammenheng mellom gebyr og meravkastning.

Undersøkelsen gir støtte til konklusjonen om at forbruker ikke er tjent med å velge aktivt forvaltede globale aksjefond. Funnene i denne undersøkelsen støtter dermed konklusjonen i forrige undersøkelsen om at det beste valget trolig er et globalt indeksfond, og aller helst det billigste. Det kan identifiseres ved for eksempel å se på Finansportalens oversikt⁶ over indeksfond.

⁶ <https://www.finansportalen.no/plassere-penger/indeksfond/>



5 Resultatene – norske aksjefond

Analysen «Velge aktive aksjefond eller indeksfond? – 20 års analyse» viste at aktive aksjefond rettet mot Oslo Børs – som gruppe – ga meravkastning. Motstridende fakta er ikke tilkommet saken etter publisering, snarere tvert imot (Morningstars undersøkelse⁷ publisert i oktober 2018, referert til i kapittelet om bakgrunnen for undersøkelsen). Det betyr at forbrukerne som velger et Norge-fond, kan velge et aktivt aksjefond på bekostning av indeksfond. Neste spørsmål forbrukerne står overfor, og som forrige undersøkelse ikke ga et svar på: Hvordan bør man velge et aktivt norsk fond for å komme gunstigst ut? To alternativer:

- A) Fondets historiske prestasjon
- B) Fondets gebyr

Fondets historiske prestasjon er gjerne den størrelsen som avleder størst oppmerksomhet. Man legger da til grunn en antagelse om at en forvalter som har slått sin referanseindeks beviselig er flink og derfor kan forventes å gjøre det bedre enn gjennomsnittet, også neste periode. Fondets gebyr er den eneste størrelsen man på forhånd med sikkerhet kan vite påvirker den fremtidige avkastningen, alt annet likt. Høye gebyr spiser mer av avkastningen enn lave gebyr. Gir lave gebyr utslag i avkastningen? Eller kan det være slik at dyrt er best, at høy pris representerer kvalitet?

5.1 Gunstig å velge basert på historisk meravkastning?

Vi ser først på historisk avkastning og uten å ta hensyn til risiko fondet har tatt for å oppnå denne avkastningen, det vil si ikke risikojustert avkastning.

5.1.1 Gjentar et fond historisk prestasjon?

Nedenstående tabell synliggjør funnene i undersøkelsen. Det er ytterst få fond som evner å levere stabil meravkastning. Det synes tilfeldig for majoriteten av fondene om de overpresterer eller underpresterer i en gitt periode. Resultatene underbygger at «alle» aksjefond slår Oslo Børs, men hvilket fond som presterer bedre enn de øvrige, er mer tilfeldig. Vi kommer tilbake til ytterligere analyser utover i rapporten.

Tabellen viser at 6 av 37 fond (16 prosent av utvalget) har levert konsekvent positiv meravkastning. De fire fondene KLP Aksje Norge, Delphi Norge, C WorldWide Norge (Carnegie) og Alfred Berg Norge Classic har alle gitt meravkastning i samtlige fire femårsperioder. På de neste sidene analyseres suksessfondene som gruppe for å forsøke å besvare spørsmålet: Finnes det støtte i tallene for å konkludere med at disse fondene med overveiende sannsynlighet også vil slå indeksen i fremtiden?

⁷ <http://www.morningstar.no/no/news/170886/fiasco-er-alltid-en-mulighet.aspx>



Meravkastning i 5-års perioder

	1998-2002	2003-2007	2008-2012	2013-2017
Alfred Berg Aktiv				
Alfred Berg Gambak				
Alfred Berg Humanfond				
Alfred Berg Norge Classic				
Atlas Norge				
C WorldWide Norge				
Danske Invest Norge I				
Danske Invest Norge Vekst				
Delphi Norge				
Delphi Vekst				
DNB Barnefond				
DNB Norge				
DNB Norge (Avanse I)				
DNB Norge (I)				
DNB Norge Selektiv				
Eika SMB				
Handelsbanken Norge				
KLP AksjeNorge				
NB Aksjefond				
Nordea Avkastning				
Nordea Norge Verdi				
Nordea SMB				
Nordea Vekst				
ODIN Norge C				
Pareto Investment Fund A				
PLUSS Aksje				
PLUSS Markedsverdi				
RF Aksjefond Acc				
Storebrand Norge				
Storebrand Vekst				
Storebrand Verdi				
Terra Norge				
Storebrand Optima Norge				
Holberg Norge				
Alfred Berg Norge Etisk				
Eika Norge				
Fondsfinans Norge				

Tabell 1: Tabellen viser om et norsk aksjefond har gitt positiv (grønt) eller negativ (rødt) meravkastning i de respektive femårsperioder. De hvite feltene representerer femårsperioder der fondet ikke har eksistert – i hele eller deler av perioden.

5.1.2 Analyse av alle norske fond i kategorien

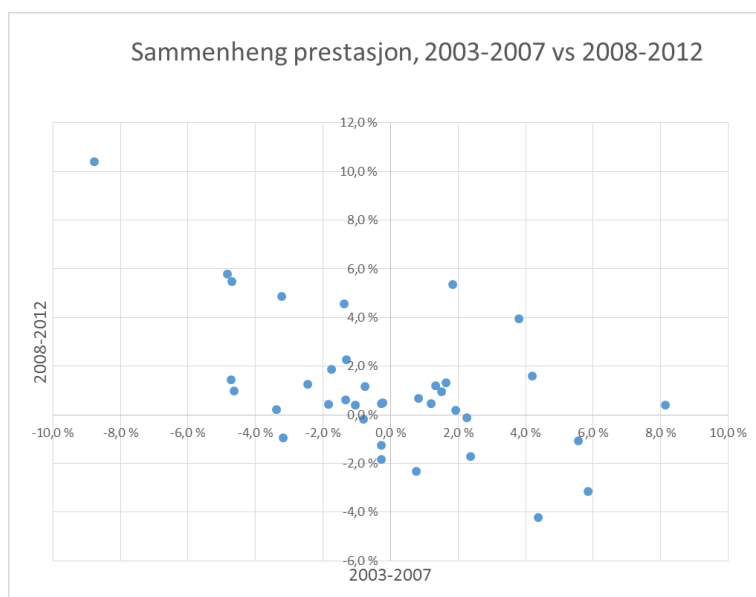
Vi måler i hvilken grad det er en sammenheng mellom meravkastning i én femårsperiode og den neste femårsperioden, ved bruk av korrelasjonsanalyse. Korrelasjon lik 1 betyr perfekt sammenheng. Korrelasjon lik 0 betyr ingen sammenheng. Korrelasjon lik -1 betyr perfekt negativ sammenheng.

Korrelasjon - meravkastning mot meravkastning	
1998-2002 vs 2003-2007	0,15
2003-2007 vs 2008-2012	-0,55
2008-2012 vs 2013-2017	0,10

Tabell 2: Ingen tegn til at et norsk aktiv fond evner å gjenta prestasjonen i neste femårsperiode. Korrelasjonskoeffisientene er beregnet basert på alle prestasjoner, både meravkastning og mindreaktning.

Korrelasjonen svinger kraftig mellom periodene. Det er verdt å merke seg at 2003-2007 mot 2008-2012 har den høyeste korrelasjonskoeffisienten, dog negativ. Den indikerer negativ sammenheng, dvs at en fond som presterer bra i en periode tenderer til å prestere svakt i neste periode og vice versa.

Ser vi dypere ned i tallmaterialet, viser det seg at spredningen er stor, hvilket svekker en tolkning av at det er en negativ sammenheng mellom disse to femårsperiodene. Se nedenstående graf:



Figur 1: Hvert punkt på grafen et norsk aksjefond. Horisontal akse viser årlig gjennomsnittlig differanseavkastning for perioden 2003-2007. Vertikal akse viser tilsvarende for de påfølgende fem årene.

Vi kan fastslå følgende: Korrelasjonsanalysen støtter ikke opp under påstanden om at forbruker bør velge basert på fondets historiske meravkastning. Og det kan heller ikke spores en gjennomgående evne til å gjenta prestasjonen, enten den er negativ eller positiv.

5.1.3 Analyse av de 25 prosent beste norske fondene i kategorien

Forrige kapittel ga ingen generell støtte til å velge norske aktive fond basert på historisk meravkastning. Hva om forbruker i stedet velger blant de 25 prosent beste fondene? Påvirker det forventet meravkastning for neste måleperiode?

Nedenstående tabell viser gjennomsnittlig differanseavkastning for fondene inndelt i kvartiler. Vi tar for oss de 25 prosent av fondene med høyest differanseavkastning i en femårsperiode, og måler gjennomsnittlig differanseavkastning i påfølgende femårsperiode. Heller ikke denne analysen understøtter påstanden om at de tilsynelatende beste fondene evner å gjøre det bedre enn gjennomsnittet i påfølgende periode. De 25 prosent beste fondene presterer litt under gjennomsnittet for alle fond i deres påfølgende måleperiode.

Velge fond, basert på siste 5 år	Utfall neste 5 år etter måleperiode		
	1998-2002 vs 2003-2007	2003-2007 vs 2008-2012	2008-2012 vs 2013-2017
25 % beste	-0,3 %	-0,5 %	2,3 %
25 % neste	-1,2 %	0,8 %	1,7 %
25 % neste	-1,3 %	1,0 %	0,5 %
25 % svakest	-0,8 %	3,0 %	2,8 %

Tabell 3: Tabellen viser differanseavkastningen i neste femårsperiode for de norske fondene som i foregående femårsperiode lå innenfor den gitte kvartil. Samme fond følges altså kun gjennom de to periodene som sammenlignes. I gjennomsnitt er det 8,2 fond innenfor hvert kvartil (25 %).

Med fasiten i hende, ser vi at forbrukerne ville vært mest tjent med å velge blant de 25 prosent av norske fond som presterte svakest i forutgående periode. Dårligst ut kommer fondene i midten («25 % neste»). Forbrukerrådet tør ikke konkludere om hvorvidt dette er et mønster eller tilfeldigheter. Dette kan være klassisk «Dog of the Dow-theory»; kjøp fjorårets tapere, da de tenderer til å bli morgendagens vinnere. Mange fond gjør det svakt i perioder på grunn av stil (f.eks verdi versus vekst), størrelse (små versus store selskapere) og spesifikk overvektning mot bransjer/næringer – eller rett og slett filosofisk tilnærming (momentum, fundamenta, teknisk osv.). Underprestasjonen har en tendens til å bli reversert da dynamikken i markedene skifter fra det ene til det andre over tid.

Forbrukerrådet har ikke gått dypt nok i dette materialet til å konkludere med at forbrukerne er mest tjent med å velge norske aktive fond med svakest prestasjoner.



5.1.4 Gunstig å velge blant de aller beste?

I forrige kapittel inndelte vi fondene i kvartilsvisse grupper og studerte gjennomsnittet for hver gruppe. Men hva om vi avgrenser studien til de aller beste fondene? Kanskje noen ytterst få er konsekvent dyktige? Riktignok blir tallgrunnlaget såpass spinkelt at noen robust konklusjon ikke blir mulig å trekke. Likevel kan det være av interesse dersom mønstrene er tydelige nok.

Nedenstående tabell avgrenser undersøkelsen til de tre beste og fem beste fondene. Vi regner fortsatt på fondenes meravkastning i en femårsperiode, sammenlignet mot meravkastningen i påfølgende femårsperiode.

Velger blant de aller beste fondene, hva skjer neste 5-års periode?			
	1998-2002 vs 2003-2007	2003-2007 vs 2008-2012	2008-2012 vs 2013-2017
Alle norske fond	-0,4 %	1,1 %	2,4 %
3 beste	1,1 %	-1,3 %	3,2 %
5 beste	1,1 %	-1,3 %	2,2 %
3 svakeste	-3,1 %	4,7 %	3,4 %
5 svakeste	-1,5 %	4,2 %	3,1 %

Tabell 4: Gjennomsnittlig årlig differanseavkastning. Det er ingen støtte i påstanden om at fondene som historisk har prestert aller best, tenderer til å gjøre det bedre enn de øvrige i neste periode. Resultatet er at forbrukerne kommer inn i fondet etter de gode prestasjonene, og har da ingen glede av en historisk prestasjon.

De «3 beste» har gitt 1,5 prosent høyere meravkastning enn «Alle norske fond» i første måleperiode: $(1,1 \% - (-0,4)) = 1,5 \%$. De to øvrige periodene er resultatet -2,4 prosent og 0,8 prosent. Gjennomsnittet blir null prosent. Om forbruker hadde valgt norsk aktivt aksjefond basert på de tre beste fondene siste fem år, ville forbruker kommet ut likt med gjennomsnittet for alle norske fond. Å velge blant de fem beste fondene, ville gitt et lite tap målt mot de øvrige.

Samtlige aktive norske fond inngår i kategorien «Alle norske fond». Ideelt skulle de beste være holdt utenfor. Effekten av denne forenklingen er neglisjerbar.

La oss snu det hele på hodet og se hva som skjer om forbruker valgte fondene med aller svakest meravkastning. I første måleperiode forblir versting-fondene i 1998-2002 taperfond også i 2003-2007. Men de to neste måleperiodene er det faktisk taperfondene som blir vinnerfondene. For alle periodene under ett, er det taperfondene som kommer best ut med god margin. Sett i etterpåklokskapens lys, ville den forbruker som valgte fond basert på de fem svakeste fondene siste fem år, komme best ut. Men resultatet er basert på et altfor spinkelt tallgrunnlag til at Forbrukerrådet vil anbefale å velge norske aktive aksjefond basert på fondene med aller svakest historisk meravkastning. Det er også



relevant å justere avkastningen for fondenes risiko, noe vi kommer tilbake til i senere kapittel.

5.2 Risikojustert avkastning – alfa

I de foregående kapitlene har vi målt meravkastning uten å ta hensyn til risikoen i de enkelte fondene, det vil si uten risikojustering av avkastningen. Logikken bak risikojustering er denne: Investor ønsker lavest mulig risiko knyttet til den avkastningen som ønskes oppnådd. Sagt på en annen måte: Dersom to aksjefond har gitt lik avkastning, mens det ene fondet har oppnådd denne avkastningen til lavere risiko enn det andre fondet, er fondet med lavest risiko å foretrekke. Et fond som har oppnådd meravkastning til lavere risiko enn sine konkurrenter, premieres. Og motsatt: Et fond som har oppnådd meravkastning til høyere risiko enn sine konkurrenter, straffes. Alfa er et utbredt mål for risikojustert avkastning for aktivt forvaltede aksjefond. En positiv alfa betyr at fondet har gitt bedre avkastning enn sin referanseindeks etter justering for risikoen i fondet. En negativ alfa er motsatt. Jo høyere positiv alfa, desto bedre prestasjon.

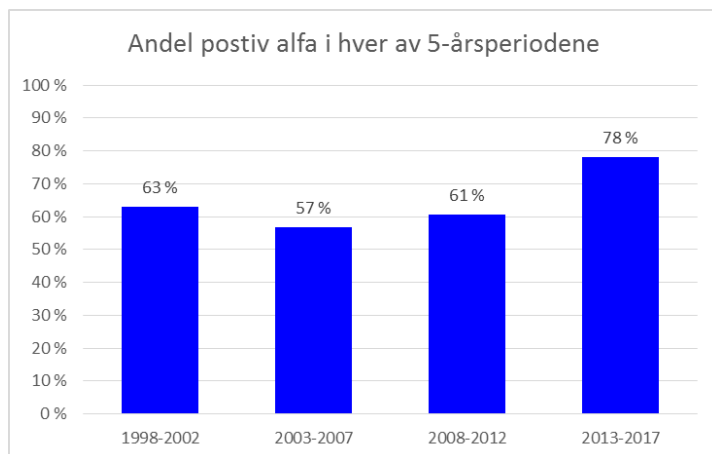
5.2.1 En svak persistens

Den forrige rapporten omfattet ikke risikojusterte tall. Derfor supplerer vi med det. Analysen av alfa tyder på en viss persistens blant norske fond. 54 prosent av fondene har levert positiv alfa i perioden 1998 – 2017, målt rullerende 12 måneder. Standardavviket er 21 prosent.

Studerer vi i hvilken grad et fond er i stand til å gjenta alfa over to perioder på rad, er resultatet noe svakere. Et gjennomsnitt på 41 % av fondene evner å levere positiv alfa i påfølgende periode. Og «kun» 27 % av fondene evner to påfølgende perioder, altså tre femårsperioder på rad.

I nedenstående figur er snittet av fond med positiv alfa i 5-årsperiodene minimum 57 % (altså leverer de fleste positiv alfa). Men evnen til å gjenta suksessen i påfølgende 5-årsperiode faller til 41 % (ergo 6 av 10 evner ikke å gjenta suksessen). Og det er bare 1 av 4 som gjentar suksessen i ytterligere en 5-årsperiode.





Figur 2: Hver søyle viser andelen norske aksjefond med positiv alfa målt over den respektive femårsperiode. Norske aksjefond viser høye tall.

Ser vi på negativ alfa, er det en lav andel som leverer negativ alfa i påfølgende perioder. Andelen fra to til tre perioder viser at færre er konsekvent dårlige. Merk fire perioder – ingen fond. Altså, det er ingen norske aktivt forvaltede fond som konsekvent leverer persistent negativ alfa. Med andre ord er det ingen grunn til å velge fond med negativ alfa – det er ingen fond som er konsekvent elendige.

Snur vi på det, blir hypotesen at man skal unngå å velge fond med negativ alfa. Dette gir mindre fordel til forbruker; i snitt gir kun 13 % av fondene negativ alfa i to påfølgende perioder. Målt over tre påfølgende perioder er snittet 8 % (12 % og 4 %). Ingen fond har levert persistent negativ alfa over fire påfølgende femårsperioder.

Heller ikke her finner vi signifikant sammenheng mellom risikojustert avkastning og gebyr.

Det lar seg ikke gjøre å beregne alfa vektet for forvaltningskapital, da bare under halvparten av fondene har rapportert denne størrelsen til Morningstar frem til 2003.

5.2.2 Sannsynlighet

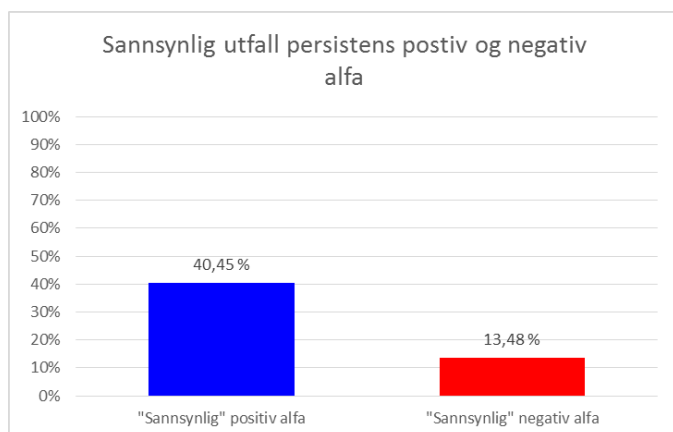
Foregående kapittel gir forbruker kun et svakt grunnlag for å velge norsk aktivt fond basert på positiv alfa. Ved hjelp av enkel sannsynlighetsberegning spør vi:

Om man velger et norsk fond med positiv alfa siste fem år, hva er sannsynligheten for positiv alfa neste fem år?

Vi summerer antall gunstige utfall i de tre måleperiodene, målt mot antall mulige (altså summert antall fond som har positiv alfa i hver av de diskrete femårsperiodene).

Sum antall gunstige dividert på sum antall mulige, gir en sannsynlighet for utfallet: at et fond med positiv alfa skal gjenta dette i neste periode.

Det er 40 prosent sannsynlighet for at et vilkårlig fond med positiv alfa i én periode vil gjenta suksessen i neste periode(r). Ved negativ alfa er sannsynligheten lavere for gjentakelse.



Figur 3: Hver søyle viser enkel sannsynlighet for at et norsk aksjefond skal gjenta prestasjonen fra forrige femårsperiode, dvs. om et fond med positiv alfa oppnår positiv alfa også i neste femårsperiode. Og om fond med negativ alfa gjentar dette i neste periode.

5.3 Gunstig å velge basert på forvaltningsgebyr?

Det er ingen tegn som kan understøtte at dyrere norske aktive aksjefond holder høyere kvalitet enn billigere aktive norske aksjefond – i den forstand at de historisk har gitt høyere meravkastning. Snarere tvert imot. Ser man alle måleperiodene under ett, finner vi en tendens til negativ korrelasjon mellom årlig gebyr og meravkastning. Men tallene er også her preget av høy spredning, dvs tallene er ikke sterke nok til å kunne konkludere.

Nedenstående tabell analyserer alle aksjefond målt mot det enkelte fonds gjennomsnittlige gebyr for perioden.

Korrelasjon - gebyr og meravkastning	
2013-2017	-0,25
2008-2012	-0,26
2003-2007	0,02
1998-2002	-0,22

Tabell 5: Det er ingen tegn som kan understøtte at dyrere norske aktive aksjefond holder høyere kvalitet – i den forstand at de gir høyere meravkastning – enn rimeligere aktive aksjefond. Korrelasjonskoeffisient lik 1 betyr perfekt positiv sammenheng. Lik 0 betyr ingen sammenheng. Lik -1 betyr perfekt negativ sammenheng.

6 Resultatene – globale aksjefond

Undersøkelsen «Velge aktive aksjefond eller indeksfond? – 20 års analyse» viste at aktive globale aksjefond taper mot indeksfond – målt som gruppe. Enkelte globale fond skiller seg derimot ut fra gjennomsnittet og har slått indeksfondene. Spørsmålet er om disse fondene er et bedre valg enn indeksfond? Kan forbruker forvente at disse tilsynelatende suksessfulle fondene også i fremtiden vil slå indeksfondene?

6.1 Gunstig å velge basert på historisk meravkastning?

Vi ser først på historisk avkastning uten å ta hensyn til risiko fondet har tatt for å oppnå denne avkastningen, det vil si ikke risikojustert avkastning.

6.1.1 Gjentar et fond historisk prestasjon?

Nedenstående tabell synliggjør funnene. Det er ytterst få fond som evner å levere stabil meravkastning. Det synes tilfeldig om et fond overpresterer eller underpresterer en gitt periode. Resultatene underbygger påstanden om at det er tilfeldig om et fond presterer bedre enn de øvrige.

Meravkastning i 5-års perioder

	1998-2002	2003-2007	2008-2012	2013-2017
ABN AMRO Global SEK Inc	Red	Red	Red	Red
Alfred Berg Global Quant	Red	Green	Red	Red
C WorldWide Globale Aksjer	Red	Green	Red	Red
Carnegie Utlandsfond	Red	Red	Red	Red
DNB Global	Red	Red	Red	Red
DNB Globalspar	Green	Red	Red	Red
Eika Spar	Green	Red	Red	Red
ISI Global Value Equities	Red	Red	Red	Red
ISI Mega Trends Equities A Inc	Red	Red	Red	Red
Jyske Invest Global Equities CL	Red	Green	Red	Red
ODIN Global C	Red	Green	Green	Red
ODIN Global SMB	Red	Red	Red	Red
PLUSS Utland Aksje	Green	Green	Red	Red
SKAGEN Global A	Green	Green	Green	Red
Storebrand AksjeSpar	Red	Green	Red	Red
Storebrand BarneSpar	Red	Red	Red	Red
Storebrand Global Value (Verdi)	Green	Red	Red	Green
Storebrand PensjonSpar	Red	Red	Green	Red
Swedbank Robur Småbolagsfond Global	Red	Red	Red	Red





Tabell 6: Tabellen viser om et globalt aksjefond har gitt positiv (grønt) eller negativ (rødt) meravkastning i de respektive femårsperioder. Hvite felt = fondet eksisterte ikke i hele deler av perioden.

6.1.2 Analyse av alle fondene i kategorien

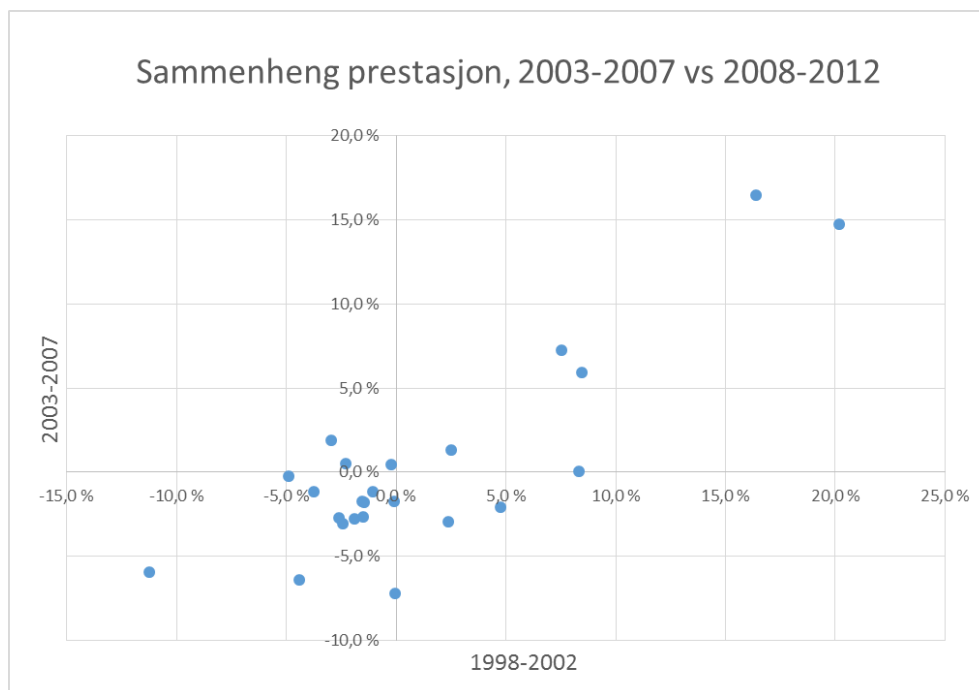
Vi måler i hvilken grad det er en sammenheng mellom meravkastning i en femårsperiode og den neste femårsperioden ved bruk av korrelasjonsanalyse. Korrelasjon lik 1 betyr perfekt sammenheng. Korrelasjon lik 0 betyr ingen sammenheng. Korrelasjon lik -1 betyr perfekt negativ sammenheng. Korrelasjonen kan vise om det er en sterk sammenheng mellom et fonds prestasjon mellom periodene. Dersom tallene viser at fondene i tilstrekkelig grad gjentar prestasjonene, kan det være belegg for å påstå at et dårlig fond forblir dårlig, mens et suksessfond gjentar suksessen, slik at forbruker er tjent med å velge et suksessfond.

Korrelasjon - meravkastning mot meravkastning	
1998-2002 vs 2003-2007	0,85
2003-2007 vs 2008-2012	0,08
2008-2012 vs 2013-2017	-0,08

Tabell 7: Korrelasjonskoeffisientene indikerer en sterk sammenheng for første måleperiode. Spredningen i nedenstående graf er derimot høy og trekker ned styrken i tallene. Dessuten, koeffisienten varierer ekstremt mellom de tre sammenligningene.

Korrelasjonen svinger svært kraftig mellom periodene. En meget høy korrelasjonskoeffisient for periodene 1998-2002 og 2003-2007, avløses av to perioder med nær null i samme måltall. Tallene indikerer en sterk sammenheng mellom de to første måleperiodene.

Ser vi dypere ned i tallmaterialet, viser det seg at spredningen er stor, at tallmaterialet har to utliggere (øverst til høyre), som alene påvirker resultatet kraftig. Dette svekker en tolkning av at det er en tydelig sammenheng mellom disse to femårsperiodene. Se nedenstående graf:



Figur 4: Hvert punkt på grafen et globalt aksjefond. Horizontal akse viser årlig gjennomsnittlig differanseavkastning for perioden 1998-2002. Vertikal akse viser tilsvarende for de påfølgende fem årene.

De to utliggerne kan vi kalle «Skagen-effekten», dvs fondene Skagen Global og Skagen Veksts ekstreme meravkastning i begge måleperiodene som trekker opp korrelasjonen. Begge fondene gikk på en smell i de neste to måleperiodene, med drøyt to prosent i årlig negativ meravkastning. Det er nærliggende å spekulere i om den høye avkastningen de to første måleperiodene var påvirket av en tilnærmet konstant faktor-eksponering, noe Skagens fond er kritisert for.

6.1.3 Analyse av de 25 prosent beste fondene

Nedenstående tabell viser gjennomsnittlig differanseavkastning for fondene inndelt i kvartiler. Vi tar for oss de 25 prosent fondene med høyest positiv differanseavkastning i en femårsperiode og måler gjennomsnittlig differanseavkastning i påfølgende femårsperiode. Heller ikke denne analysen indikerer en konsistent sammenheng mellom periodene. Analysen bekrefter inntrykket fra forrige kapittel. Forbrukeren som den 31.

desember 2002 bestemte seg for å velge globalt aksjefond basert på historisk avkastning for perioden 1998-2002, vant stort på det. Men for de påfølgende femårspunktene ville forbruker ha tapt litt på et slikt kriterium.

	1998-2002 vs 2003-2007	2003-2007 vs 2008-2012	2008-2012 vs 2013-2017
Alle globale fond	0,4 %	-1,9 %	-1,7 %
3 beste	12,4 %	-1,2 %	-1,6 %
5 beste	8,9 %	-1,6 %	-2,0 %
3 svakeste	-4,2 %	-2,2 %	-1,6 %
5 svakeste	-2,4 %	-1,8 %	-1,4 %

Tabell 8: Tabellen viser avkastningen i neste femårsperiode for de fondene som foregående femårsperiode lå innenfor den gitte kvartil. Samme fond følges altså kun gjennom de to periodene som sammenlignes.

6.1.4 Gunstig å velge blant de aller beste fondene?

I forrige kapittel inndelte vi fondene i kvartilsvisse grupper og studerte gjennomsnittet for hver gruppe. Men hva om vi avgrenser studien til de aller beste fondene? Riktignok blir tallgrunnlaget såpass spinkelt at noen robust konklusjon ikke blir mulig å trekke. Likevel kan det være av interesse dersom mønstrene er tydelige nok.

Nedenstående tabell avgrenser undersøkelsen til de tre beste og fem beste fondene. Vi regner fortsatt på fondenes meravkastning i en femårsperiode sammenlignet med meravkastningen i påfølgende femårsperiode.

	1998-2002 vs 2003-2007	2003-2007 vs 2008-2012	2008-2012 vs 2013-2017
Alle globale fond	0,4 %	-1,9 %	-1,7 %
3 Beste	12,4 %	-1,2 %	-1,6 %
5 Beste	8,9 %	-1,6 %	-2,0 %
3 svakeste	-4,2 %	-2,2 %	-1,6 %
5 svakeste	-2,4 %	-1,8 %	-1,4 %

Tabell 9: Også når vi spisser undersøkelsen ytterligere, viser den det samme bildet som de forrige kapitlene.

Over tester vi i hvilken grad prestasjonene kan forventes å gjenta seg. Resultatet viser en sterk sammenheng langt tilbake i tid, men ingen effekt for de nyere tallene. Man bør også ha i mente at nyere tall bør tillegges større vekt enn eldre tall⁸. Svingningene mellom periodene er store, og taler i retning av ikke å konkludere. Og som det er gjort rede for tidligere i rapporten, er tallgrunnlaget svært spinkelt når tallene brytes ned på tre og fem fond, slik at en konklusjon uansett ikke kunne blitt vurdert som signifikant.

⁸ I samsvar med Morningstars metodikk for måling av prestasjon.

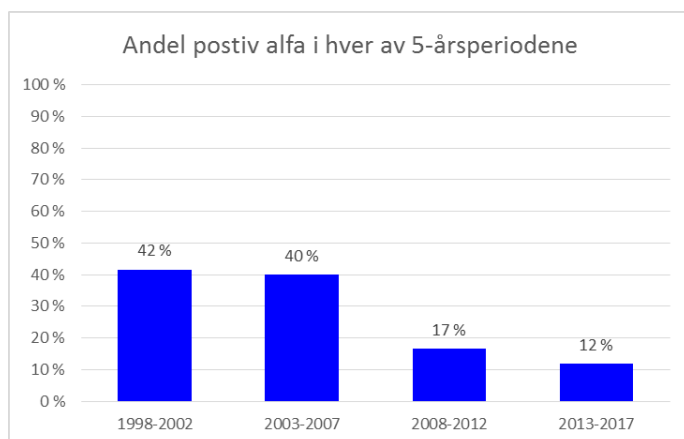
6.1 Risikojustert avkastning – alfa

De globale aksjefondene viser nedslående resultater hva angår å levere positiv alfa i påfølgende femårsperiode.

6.1.1 Ingen persistens

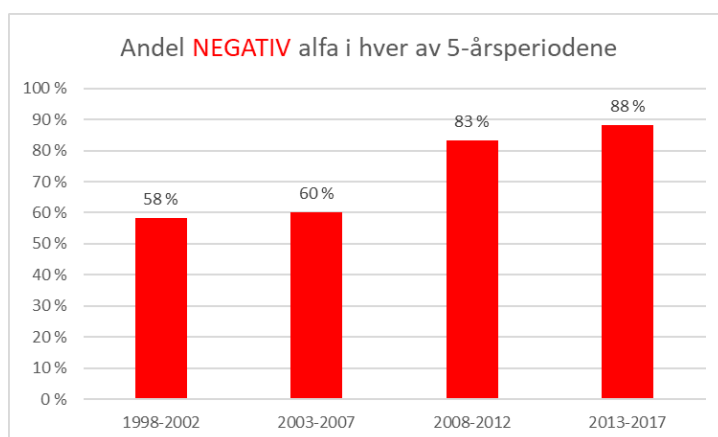
Vurderer vi persistens over periodene totalt sett, er det ingen globale fond som viser persistens i sin levetid.

Nedenstående graf viser andelen fond med positiv alfa i hver av femårsperiodene. Dette er betydelig lavere nivåer enn for Norge-fond, og trenden er kraftig nedadgående.



Figur 5: Hver søyle viser andelen globale aksjefond med positiv alfa målt over den respektive femårsperiode.

Vi kan snu hypotesen og undersøke om det er persistens på negativ alfa, altså om de dårligste fondene tenderer til å forbli dårlige.



Figur 6: Hver søyle viser andelen globale aksjefond med negativ alfa målt over den respektive femårsperiode.

Konklusjonen basert på tallene må være at forbruker ikke er tjent med å velge aktivt forvaltede globale fond forvaltet av nordiske kapitalforvaltere. Basert på konsistent persistens har ingen global fond fra nordiske forvaltere levert gjentagende positiv alfa i

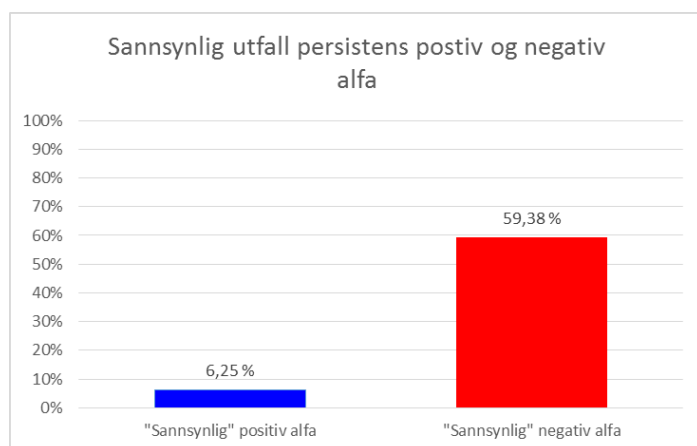
diskrete påfølgende 5-årsperioder. Og det er et svært lav relativt antall som har levert positiv i de diskrete 5-årsperiodene. Men vi har ikke sett på – eller beregnet – kumulativ alfa over lange perioder.

Vi måler ingen sammenheng mellom gebyr og meravkastning.

6.1.2 Sannsynlighet

I et forsøk på å kvantifisere sannsynligheten for persistens på henholdsvis positiv og negativ alfa, forsøkte vi oss på å kalkulere antall gunstige på antall mulige; altså hvor mange som har levert positiv/negativ alfa ut fra hvor mange fond vi har data på i periodene. Vi summerte derfor antall gunstige utfall i hver av de tre diskrete 10-årsperiodene (altså for allerede å ha gjentatt forrige periodes utfall), og dividere på antall mulige (det vil si observasjoner) i de samme periodene. Som grafen viser, er det kun 6 prosent «sannsynlighet» for at fondene i utvalget vil levere positiv alfa over to femårsperioder. Men «sannsynligheten» for at fond i utvalget vil levere negativ alfa over to femårsperioder, er hele 59 prosent.

Metoden forteller litt om resultatene, og hvor vanskelig det er å finne de beviselig gode globale fondene. Imidlertid er det mye enklere å finne de dårlige.



Figur 7: Hver søyle viser enkel sannsynlighet for at et globalt aksjefond skal gjenta prestasjonen fra forrige femårsperiode, det vil si om et fond med positiv alfa oppnår positiv alfa også i neste femårsperiode. Og om fond med negativ alfa gjentar dette i neste periode.

6.2 Gunstig å velge basert på forvaltningsgebyr?

Nok en gang viser de gamle tallene noe annet enn de nyere tallene. Også disse beregningene preges av Skagenfond-effekten for perioden 1998-2007. Skagenfondene var dyre den gang (reduserte prisen etter hvert) og de ga svært høy meravkastning. Dersom de nyeste tallene vektlegges høyere enn de gamle, er det vanskelig å se noen sammenheng mellom pris og kvalitet. Variasjonen er dessuten stor.

Nedenstående tabell analyserer alle aksjefond målt mot det enkelte fonds gjennomsnittlige gebyr for perioden. Men grafen tar kun med fond med minst to femårsperioder.

Korrelasjon - gebyr og meravkastning	
2013-2017	-0,38
2008-2012	0,06
2003-2007	0,51
1998-2002	0,56

Tabell 10: Tabellen viser i hvilken grad det er statistisk sammenheng mellom prisnivå og meravkastning.



7 Annen forskning på persistens i norske aksjefond

Det er utført undersøkelser som har forsøkt å avdekke om fond som lykkes evner å gjenta dette (persistens) eller om meravkastningen bare var flaks:

Lars Qvigstad Sørensen's doktoravhandling⁹ av Norge-aksjefond viste ingen såkalt persistens.

Ola Kvaløy, professor ved Universitet i Stavanger, har forsket på 33 Norge-aksjefond (2008). «Det er ikke spor av at en forvalter som er flink i ett år, vil være det over tid. Det er som et terningkast», konkluderte han.

Samme konklusjon var resultatet i en masteroppgave¹⁰ fra NTNU. Kristoffer Gallefoss har skrevet artikkelen sammen med Helge Hoff Hansen og Eirik Solli Haukaas.

⁹ Publisert i Praktisk økonomi & finans 2 – 2010.

¹⁰ Masteroppgave publisert i USA, Kristoffer Gallefoss, Helge Hoff Hansen og Eirik Solli Haukaas:
<http://hdl.handle.net/11250/266269>



Kontakt

Forbrukerrådet
v/ Geir Ormseth
Seniorrådgiver

Geir.ormseth@forbrukerradet.no



8 Vedlegg 1: Mer om risikojustert avkastning og persistens

Logikken bak risikojustering er denne: Investor ønsker lavest mulig risiko knyttet til den avkastningen som ønskes oppnådd. Dersom to aksjefond har gitt lik avkastning, mens det ene fondet har oppnådd avkastningen til lavere risiko enn det andre, er fondet med lavest risiko å foretrekke.

Et fond som har oppnådd meravkastning til lavere risiko enn sine konkurrenter, premieres. Mens et fond som har oppnådd meravkastning til høyere risiko enn sine konkurrenter, straffes.

En investor i et aktivt forvaltet aksjefond har tre utgangspunkt: 1) Høyere avkastning enn markedet, 2) lavere risiko enn markedet eller 3) positiv risikojustert avkastning. Riktignok har altfor mange investorer et utgangspunkt som sier både høyere avkastning og lavere risiko enn markedet, men det er sjelden eller aldri noe man kan forvente vil inntreffe over tid.

Skal vi vurdere aktivt forvaltede aksjefond ut fra risikojustert avkastning, er Alfa (α) en universell anerkjent metode å bruke. Enkelt forklart betyr en positiv alfa at fondet har gitt bedre avkastning enn sin referanseindeks, justert for risikoen. En negativ alfa er motsatt – dårligere avkastning enn sin referanseindeks. Jo høyere positiv alfa, desto bedre prestasjon. Alfa er ikke bare et mål på risikojustert avkastning, det brukes samtidig som et mål på forvalters dyktighet.

Fordelen med alfa er at man direkte kan lese hvor mange prosentpoeng avkastning aksjefondet har skapt utover referanseindeksen justert for risiko (målt med Beta¹¹ (β)). Da kan man enkelt sammenligne fondenes oppnådde risikojusterte avkastning, der høyere alfa er bedre. En negativ alfa betyr at fondet har levert lavere risikojustert avkastning enn referanseindeksen, og således ikke har vært en god investering.

I beregningene i denne rapporten benytter regresjons-alfa, ikke Jensens alfa. Alfaverdiene baserer seg på 36 måneders utvikling, og angis i prosent over ett år.

Morningstar Direct: Alpha datapunktene er utregnet basert på least square regresjonsanalyse:

Alpha in its loosest form is outperformance with whatever it is compared to, usually its benchmark. Beta is more about the movement of the issue relative to its benchmark. If it goes up more when its benchmark goes up, then it has a higher Beta. All MPT statistics (alpha, beta, and R-squared) are based on a least-squares regression of the fund's return over Treasury bills (called excess return) and the excess returns of the fund's benchmark index.

¹¹ Beta er avkastning som kun skyldes et markeds bevegelse, ikke forvalters prestasjon. Eksempel: Beta= 1,5 tilsier at i et stigende marked har fondet utviklet seg 50 % bedre enn indeksen, og 50 % dårligere i et fallende marked.



Linear Regression: $Y = a + bX + u$

Y = the variable that you are trying to predict (dependent variable)

X = the variable that you are using to predict Y (independent variable)

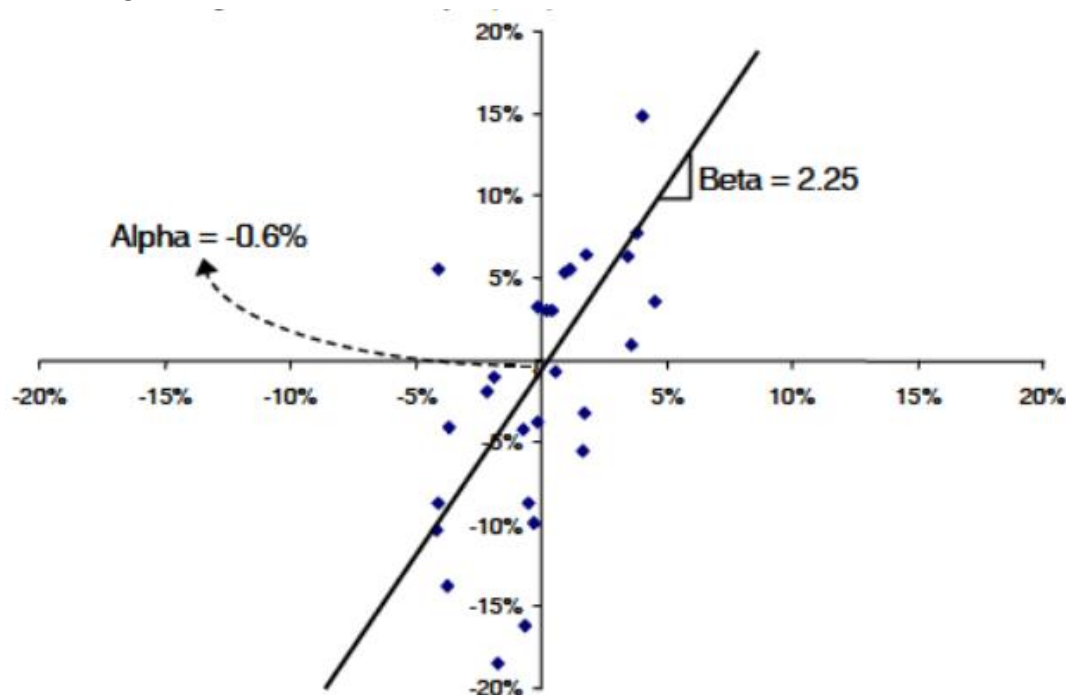
a = the intercept

b = the slope

u = the regression residual

Grafisk kan alfa vises i nedenstående figur. Der aksens krykker y-aksen, vises konstantleddet, som da er fondets alfa. Er en korrigeringsfaktor for den del af avkastningen som ikke lar seg forklare av markedsrisikoen/beta. Kan også tolkes som den avkastningen porteføljen ville hatt dersom indeksen har 0 % avkastning.

Kilde: Greg Morris, Stockchart¹²



¹² <https://stockcharts.com/articles/dancing/2015/03/linear-analysis-alpha-and-beta.html>

8.1 Evnen til å gjenta suksess – persistens

De fleste investorer ønsker at det aktivt forvaltede aksjefondet leverer jevnt og trutt. Og denne evnen til å levere jevnt og trutt kalles for persistens. Den mest korrekte måten å beregne persistens på er ved å bruke en metode som heter Markov-kjeder. Dessverre har vi for få fond i vårt utvalg (det er nå en gang bare det antallet fond som eksisterer), slik at Markov-kjeder ikke gir oss valide resultater.

Vi har derfor beregnet hvordan fondene har prestert, målt ved Alfa, i fire uavhengige femårsperioder. Når vi justerer avkastningen for risiko, tar vi høyde for det risikonivået fondene har tatt for å skape avkastningen, og kan således sammenligne prestasjonen under forskjellige markedsforhold (langvarig stigende markeder, flate markeder med store svingninger, finanskriser-krasjet og lengre fallende markeder og så videre).

