

Investerings-battle: Aktiv eller passiv?

"Vi slår indeks ved at vælge skramlet fra," hævder Bjarne Jensen fra StockRateInvest. "Det kan ikke lade sig gøre," er svaret fra Tom Engsted, professor ved Aarhus Universitet.

Diskussionen om, hvorvidt man bør vælge aktive eller passive investeringsforeninger, er langt fra ny, men det er nyt, at professor Tom Engsted i næste nummer af tidskriftet *FinansInvest* dokumenterer, at aktive foreninger ikke kun er dyrere – de er også dårligere. Tom Engsted slår fast, at hvis aktive foreninger formår at gøre det bedre end passive foreninger, skyldes det sandsynligvis held og ikke dygtighed.

Den konklusion vil Bjarne Jensen, direktør i fondsmæglerselskabet StockRate Asset Management, ikke acceptere.

"Der er bestemt ikke held, det er hårdt slid. Et indeks er et gennemsnit af alt muligt, og hvis jeg er god nok til at fjerne alt skramlet, så slår jeg indeks," siger Bjarne Jensen.

Han har vakt international opmærksomhed med sin model til udvælgelse af vinderaktier. Modellen bygger på en database med regnskabsoplysninger på de 36.000 største selskaber i verden. Ved at analysere regnskaber for minimum de seneste syv år vælger Bjarne Jensen de selskaber, der har været bedst til at tjene penge, og som samtidig har været gode til at geninvestere dem. Et eksempel er svenske Hennes & Mauritz. De har de seneste 21 år formået at øge nettoresultatet stort set hvert år. Kun tre af årene er resultatet ikke vokset.

Modellen med at vælge selskaber, der historisk set har gjort det godt, ser ud til at virke. StockRate Asset Managements nye investeringsforening har foreløbigt slået indekset med 10 procent i de 18 måneder, den har eksisteret.

De resultater gør ikke indtryk på Tom Engsted. Han mener ikke, det er muligt at forudsige hvilke aktier, der vil klare sig godt, uanset hvilken metode man anvender.

"Hvis man går til en aktiv forvalter, så siger han, at han kan slå markedet, og hvis du går til en anden, siger han det samme. Men sagen er, at de ikke alle sammen kan gøre det. Det er et nulsumspil. Hvis nogle gør det bedre, så er det fordi, andre gør det dårligere.

De kan ikke alle være bedre end gennemsnittet," siger Tom Engsted.

Der er for ham ingen grund til at tro mere på den ene forvalter end den anden. Hvis en af dem rent faktisk formår at skaffe et bedre afkast over en længere årrække, så er han sikker på, at det er fordi, forvalteren har været heldig eller har taget en større risiko.

"Hvis man gennem flere år har fået større afkast, så må man være forberedt på også at tabe mere end markedet. Risiko og afkast hænger altid sammen," slår Tom Engsted fast.

Risiko er mere end kursudsving

Risiko er et meget nuanceret begreb. Ofte måler man risiko i udsving i kursene, hvilket er enkel metode og således også metoden på de forgående sider. Men det er en alt for simpel måde at måle på, mener Tom Engsted. Han anbefaler, at man inddrager tre til fire forskellige risikofaktorer for at få et retvisende billede af risikoen ved en investering.

Som eksempel på forskellige typer risiko peger han på value-selskaber (selskaber med lav kursværdi i forhold til indre værdi). De har historisk set givet et stort merafkast på det amerikanske

marked. I forhold til vækst-aktier er merafkastet fem seks procentpoint. Forskellen skyldes markedets vurdering af aktierne som mere risikable end eksempelvis vækst-selskaber. Det højere afkast er altså ikke nogen gratis frokost. Det er kompensation for, at du påtager dig en større risiko, når du investerer i den type selskaber.

Bjarne Jensen mener dog, at han har sikret sine investorer mod risiko. Hos StockRate Invest investerer man ligeligt to procent i de udvalgte selskaber. Det er for at sikre, at begivenheder i et enkelt selskab kun kan få beskeden indflydelse på værdien af den samlede portefølje.

For at sikre, at ingen aktie udgør mere end to procent, rebalancerer StockRate Invest porteføljen hvert år i juni.

Selv om udvælgelsen af selskaber sker på baggrund af en "køb og behold"-holdning, så betyder strategien med rebalancering og udskiftning af selskaber, der ikke leverer som forventet, at cirka 20 procent af beholdningen handles årligt.

Ineffektive markeder

For at slå markedet kræver det, at markedet ikke er effektivt. Og det er netop sagen ifølge Bjarne Jensen. Han

mener, at markederne bliver gjort ineffektive af de mange, som forsøger at forudsige fremtiden og dermed skaber forskellige forventninger til fremtiden. Da StockRates model entydigt forholder sig til selskabernes historik, mener forvalteren, at han dermed kan slå markedet.

At markederne ikke altid er effektive, vil Tom Engsted godt anerkende.

"Der er ingen tvivl om, at der er ineffektiviteter i markederne. Der opstår bobler, og der er irrationelle investorer i markedet, der i kortere perioder kan påvirke kursdannelsen," siger Tom Engsted.

Hans pointe er dog, at man som investor ikke kan bruge ineffektiviteterne til noget. Han bruger it-boblen, der bristede i 2000, som eksempel. Mange mente, at der var en boble under opbygning i sidste halvdel af 1990'erne, men ingen kunne forudsige, om der ville gå måneder eller år, før den bristede.

"Vi kan se, når markedet ikke er effektivt eller rationelt, men vi kan ikke bruge det til noget. Når du ikke kan forudse effekten af den manglende rationalitet, så er markedet effektivt," siger Tom Engsted. ■



Passive investeringsforeninger med fem års historik

	IFR kategori	DAF risiko	ÅOP (årlige omkostninger i procent)	
			I afdelingen	Snit i kategori
Danske Invest Bioteknologi	Health care	Høj	1,50	N.a.
Danske Invest Danmark Indeks	Danmark	Mellem	0,85	1,85
Danske Invest Europa Indeks	Europa	Mellem	1,04	1,94
Danske Invest Europa Indeks BNP	Europa	Mellem	0,90	1,94
Danske Invest Fjernøsten Indeks	Fjernøsten	Mellem	0,96	2,72
Danske Invest Global Indeks	Globale	Lav	0,89	2,01
Danske Invest Global Indeks 2	Globale	Lav	0,86	2,01
Danske Invest Global Indeks Valutasikret - Akk.	Globale	Lav	0,97	2,01
Danske Invest Norden Indeks	Norden	Mellem	0,99	2,10
SEB Institutionel Europa Indeks	Europa	Mellem	1,15	1,94
SEB Institutionel Nordamerika Indeks	USA	Lav	1,43	1,66
Sparindex Dow Jones Sustainability World Index	Globale	Lav	0,59	2,01
Sparindex Europe Growth Index	Europa	Mellem	0,61	1,94
Sparindex Europe Small Cap Index	Europa	Mellem	0,63	1,94
Sparindex Europe Value Index	Europa	Mellem	0,60	1,94
Sparindex Japan Growth Index	Japan	Lav	0,63	2,14
Sparindex Japan Small Cap Index	Japan	Lav	0,60	2,14
Sparindex Japan Value Index	Japan	Lav	0,61	2,14
Sparindex USA Growth Index	USA	Lav	0,57	1,66
Sparindex USA Small Cap Index	USA	Lav	0,63	1,66
Sparindex USA Value Index	USA	Lav	0,57	1,66

International forskning: Jo mere aktiv, desto dårligere forening

Tom Engsteds artikel i næste udgave af *FinansInvest* er en gennemgang af international forskning i aktive investeringsforeninger.

Forskningen viser, at blandt de aktive foreninger i USA i 2006 var kun 0,6 procent "dygtige", mens 24 procent var "udygtige". Begreberne dækker over andelen af investeringsforeninger, der har gjort det henholdsvis bedre eller dårligere, end man statistisk måtte forvente.

Det er en kæmpe forskyldning i forhold til 1989, hvor 14,4 procent var dygtige, og kun 9,2 procent var udygtige. Forskerne mener, at det enorme skred skyldes en dramatisk vækst i antallet af aktive investeringsforeninger. Så måske er der stadig lige så mange dygtige investeringsforeningsforvaltere i 2006, som der var i 1989. Der er blot kommet mange flere dårlige til.

Undersøgelsen viser desuden, at desto mere aktive investeringsforeninger er, desto dårligere resultater opnår de.

Læs mere om undersøgelsen

Du kan læse mere om undersøgelsen bag Tom Engsteds artikel her:

False Discoveries in Mutual Fund Performance: Measuring Luck in Estimated Alphas.
korturl.dk/gn3

Luck versus Skill in the Cross-section of Mutual Fund Returns.
korturl.dk/sir