



Investeringer med lav volatilitet

■ Artikel af Denis Kostyukovich, CFA, Porteføljemanager, ValueInvest Asset Management S.A.

I tidens løb har ValueInvest opnået solide investeringsresultater. Siden lanceringen i juli 1998 til udgangen af 2010 har vores globale porteføljesammensætning i gennemsnit givet 6,5% i afkast om året i DKK, mens MSCI Verdensindeks leverede 1,3% i samme periode.

En investor, der har været med i vores danske globale portefølje fra starten, ville have fordoblet sin formue efter gebyrer, mens en investor i indekset ikke ville have nok til at dække inflationen, som var ca. 2% p.a. i perioden. En af grundene til, at vi har været i stand til at øge kundernes kapital er, at vores prioritet har været ikke at miste den. Kombinationen af to funktioner i vores investeringsproces tilbyder en lav risiko for permanente tab, som er et centralt tema i vores investeringsstrategi. For det første undgår vi tungt gea-

rede selskaber, fordi de kan mangle fleksibilitet til at udføre deres langsigtede strategier under lavkonjunkturer, hvor kreditorerne har ret til en relativ større del af den faldende indtjening. For det andet omfatter vores investeringsrestriktioner krav om at investere mindst to tredjedele af vores portefølje i de første tre af vores interne risikokategorier (A, B og C – de mest indtjeningsstabile selskaber) og ikke over en tredjedel i de to højeste risikokategorier (D og E – de mindst indtjeningsstabile selskaber). I praksis har vi aldrig været tæt på at have den maksimalt tilladte tildeling i de højeste kategorier, hvorfor vi betragter os som værende investorer, der overvejende foretager investeringer med lav volatilitet.

I. Høje afkast med lav risiko - er der en fornuftig forklaring?

CAPM og risiko/afkast sammenhæng

Den centrale model i kapitalmarkedsteorien er Capital Asset Pricing Model (CAPM), som

VI HAR OPNÅET ET HØJERE AFKAST END MARKEDET VED KUN AT PÅTAGE OS EN SYSTEMATISK RISIKO, DER ER MODERAT OG GODT UNDER GENNEMSNITTET.

postulerer, at det forventede afkast på risikofyldte aktiver er defineret ved aktivets systematiske risikoniveau – en risiko, som ikke kan diversificeres væk eller med andre ord, udvandes i en portefølje med mange værdipapirer. Usystematisk (eller idiosynkratisk/aktiespecifik) risiko kan let diversificeres i en portefølje, så i teorien skal investorer ikke regne med at blive kompenseret for denne type risiko. Jo højere systematisk risikoniveau for et bestemt aktiv, jo højere afkast kan investorerne forvente af dette aktiv. Inden for Finans udtrykkes den systematiske risiko ved hjælp af *beta*, som beskriver et aktivs følsomhed over for bevægelser på markedet på en

relativ skala. Siden porteføljens lancering i juli 1998 og til udgangen af 2010 har vores globale porteføljesammensætning haft en beta på 0,60 målt i DKK, hvilket betyder, at vores porteføljer har haft en 40% lavere systematisk risiko end aktiemarkedet målt ved MSCI Verden. Vores resultater er klart i modstrid med teorien: Vi har opnået et højere afkast end markedet ved at påtage os en systematisk risiko, der er moderat og godt under gennemsnittet. Hvordan kan dette ske? Der er fire mulige generelle forklaringer. Den første er, at vi er blevet belønnet for nogle skjulte risici i vores aktier, som vi ubevidst har påtaget os. Den anden er, at aktiemarkedet er ineffektivt, og vi kan udnytte dets uregelmæssigheder ved hjælp af en veldefineret og disciplineret proces. Den tredje er, at vores porteføljer er blevet belønnede for omhyggelig udvælgelse af aktier, der intet har at gøre med lav volatilitet. Og endelig har vi måske bare været heldige.

Størrelse, værdi og momentum

Analysen udført af Fama og French viser, at ud over beta, så har faktorer som størrelse (markedsværdi) og kurs i forhold til indre værdi også betydning for afkastet: Small Cap aktier og aktier med høj indre værdi i forhold til kursen kan forventes at give højere afkast. Senest har momentum effekten vundet indpas som en supplerende faktor, der forklarer performance. Empiriske beviser synes at bekræfte den gamle markedsvisdom om, at en proces i bevægelse er mere tilbøjelig til at forblive i bevægelse end at stoppe eller vende. Vi kan ikke påstå at have nydt godt af disse tre faktorer i et meningsfyldt omfang. Vi har overvejende været Large Cap investorer, investeret i meget store selskaber, selvom vi i de tidligere år også ejede Small Cap selskaber, da afdelingerne var meget små. Vi anvender ikke indre værdier i vores værdiansættelse. Selv om aktier, der ser billige ud, når de vurderes ud fra kurs i forhold til indre værdi, ofte også er billige på andre parametre, herunder earnings yield, har MSCI's Verdensindeks, Value kun klaret sig marginalt bedre end det generelle MSCI Verdensindeks i den globale afdelings levetid. Endelig er vi

bestemt ikke drevet af momentum. Aktierne skal handle under deres Fair Value, hvis vi skal købe dem, og ganske ofte indkøber vi dem til vores porteføljer efter kursfald fra højere prisniveauer. Vi er ikke bange for lejlighedsvist at forsøge at fange *faldende knive*. Teknisk analyse eller relative performance anvendes ikke i vores købs- eller salgsbeslutninger. Vi handler udelukkende på værdiansættelser.

MANGE UNDERSØGELSER HAR PÅVIST EN ULOGISK NEGATIV SAMMENHÆNG MELLEM RISIKO OG AFKAST.

Empiriske problemer med forholdet mellem risiko og afkast

Vi er ikke alene om at observere forskellene mellem finansiell teori og praksis. Talrige undersøgelser siden 1970'erne har vist, at det realiserede forhold mellem risiko og afkast under CAPM modellen ikke har den stejle kurve, der kunne forventes, når modellen anvendes til at beregne det forventede afkast. Helt konkret synes lav- og højrisiko aktier ikke at udvise den forventede forskel, som skal til for at retfærdiggøre forskellen i deres systematiske risiko. Med andre ord bliver investorerne ikke betalt nok for den risiko, de påtager sig. Mange undersøgelser har påvist en ulogisk negativ sammenhæng mellem risiko og afkast. Dette indebærer, at investorerne faktisk har *betalt* for at tage risiko i stedet for at blive kompenseret herfor, en ordning der ligner lotteri. Vores egne erfaringer synes at bekræfte disse observationer. Forskerne Li og Sullivan, der ved at anvende avancerede kvantitative metoder, der skelner mellem prissatte risici og ubalancer, har ganske overbevisende vist, at fænomenet lav volatilitet snarere er en abnormitet i prissætning end et udtryk for belønning for skjulte risici. Andre undersøgelser såsom Blitz og van Vliet viser, at lav volatilitet ikke er et skjult udtryk for størrelse og værdi, men en selvstændig effekt. Som vi vil se, er investor irrationalitet forbundet med flere plausible og

fornuftige forklaringer på volatilitet, der har rod i mangelfuld markedsstruktur og menneskelig psykologi. Medmindre det specifikt er angivet bruger vi i de efterfølgende afsnit udtrykket *risiko* og *volatilitet* i forhold til både den samlede risiko og dens systematiske element.

II. Forklaringer på markedsstruktur

Øget behov for rådgivning

Hvordan kunne denne fejlvurdering af aktier med lav volatilitet opstå? Et af de mest oplagte steder at søge efter svar er i markedets struktur og dets udvikling. Kapitalmarkederne, herunder aktiesegmentet, har gennemgået en høj grad af institutionalisering i de sidste mange årtier. Efterhånden som markederne er blevet mere komplekse, øges behovet for rådgivning mellem kapitalejere og kapitalforvaltere, der træffer den endelige investeringsbeslutning. Vi går ud fra, at slutkunden forventer at opnå et afkast, der er højere end inflationen, men idet den øverste del af afkastkagen påvirkes af øgede omkostninger, er slutkundens *sikreste* vej til høje langsigtede afkast aktier med høj beta, som i henhold til finansiell teori rationelt kan forventes at outperforme markedet over længere tidsperioder. Ud over teorien har aktiemarkederne de sidste par århundreder kunnet demonstrere afkast, der slog statsobligationer og inflation. Kunne det blive enklere end det? Uheldigvis for slutkunden kan denne enkle løsning blive til en ulempe, såfremt den anvendes af store spillere i investeringsbranchen. Denne efterspørgsel efter mere risikofyldte aktier kan ende op med at blive til en merpris, som udmønter sig i lavere fremtidige afkast, hvilket er i overensstemmelse med empiriske beviser.

Konjunkturfølsomhed

Kapitalforvaltningsbranchens cykliske karakter kan også spille en rolle, hvilket Karceski indikerer. Nye penge kommer som regel ind under et markedsopsving. De fleste *open-end* kapitalfondforvaltere vil fortælle, at nytegnning langt overgår indløsning i et stigende marked, og at situationen vender, når

>>

>> kurserne falder. En væsentlig del af disse nye penge jager aktiver, der har klaret sig godt i de sidste par uger eller måneder, muligvis som følge af en præference for ekstrapolering i investorernes adfærd. Derfor er out-performance for mange kapitalforvaltere at foretrække i positive markeder frem for out-performance i negative markeder. Hertil kommer at troen på positive langsigtede afkast på aktiemarkedet automatisk øger præferencen i retning af at lægge større vægt på out-performance under et opsving.

III. Adfærdsmæssige forklaringer

»Mental accounting«

Vi har hidtil fokuseret på strukturen i den finansielle sektor til forklaring af, hvorfor aktier med lav volatilitet kan give et højt afkast. Skævheder i investorernes adfærd, som beskrevet af f.eks. Shefrin og Statman, er en anden måde at anskue det på. Private investorer inddeler ofte deres kapital efter deres egen private opdelingsmetode. Det første lag er det sikre, som de meget nødtig vil miste. Det er fyldt med indlån og statsobligationer. Det andet lag er den mindre værdifulde del, der er mere risikovillig og investeres i aktier eller alternative aktiver, hvor investorerne har en høj grad af overbevisning om aktivets gode muligheder. De tror, de har råd til at miste en betydelig del af deres investeringer, idet de har etableret en tilstrækkelig buffer at falde tilbage på. Denne fremgangsmåde medfører, at investorerne fravælger lav-risiko aktierne i investeringsuniverset og i stedet jagter investeringer i den mere risikable ende, hvilket skaber et opadgående pris-pres på disse aktier.

Gratis gevinst og benchmark afhængighed

Professionelle investorer kan også lide af irrational adfærd. En fondsforvalter, der oplever en periode med god relativ performance, tror måske, at fordi han eller hun har skabt en buffer, så er der nu råd til at påtage sig mere risiko. Denne adfærd svarer til *house money* effekten, når en spiller vinder sin indledende satsninger, og behandler gevinsten som gratis penge. En forvalter, der ikke lever op til

benchmark eller taber penge, kan føle behov for at indhente eller opnå *break-even* og have nogle vilkårlige referencepunkter i tankerne, som kan opfylde hans eller hendes ego, hvis dette punkt er nået. Shefrin refererer til denne trang som *get-evenitis*. Ofte er den mest oplagte, men i virkeligheden ganske ineffektive midlertidige kur mod denne sygdom, at påtage sig mere risiko. Logikken er, at hvis den oprindelige investering fejler, kan tabet dækkes og en fortjeneste stadig opnås, hvis mere kapital indskydes i løbet af kursopsvinget. Disse irrationelle handlinger kan bidrage til en overkurs på aktier med høj-risiko.

Optimisme og selvtilid

Mennesket er født optimist, og uden denne optimisme akkompagneret af risikovillighed var civilisationen nok ikke kommet så langt som i dag. Men optimisme og investering er ikke altid en god kombination. Både professionelle og private investorer kan blive grebet af en over-optimisme omkring fremtiden. Optimismen har over det seneste århundrede medført, at investorerne har været villige til at betale en stigende multipel for udbytte, hvilket er dokumenteret af professorerne Dimson, Marsh og Staunton: Dagens investorer betaler generelt mere pr. udbytte end investorer fra svundne dage. Med andre ord er nutidens normale udbytte lavere (lavere direkte afkast), end det var for et par generationer siden. Denne optimisme finder vej frem til prisfastsættelsen gennem opstuede forventninger, der har tendens til ikke at materialisere sig. I et positivt økonomisk miljø, hvilket er indbygget i de fleste investorer forventninger, kan selskaber med høj beta ende som de primære ofre for optimistiske antagelser på grund af deres høje eksponering til den økonomiske vækst. Selvtillid er i samme adfærdsmæssige familie som optimisme: For volatile aktier eksisterer der en bred vifte af overoptimistiske individuelle prognoser. Optimistiske investorer, som kun behøver at *købe* aktier direkte er mere tilbøjelige til at handle i henhold til deres prognoser end pessimisterne, der står over for risici og omkostninger ved baisse spekulation (sælge et aktiv man ikke ejer).

FOLK KAN ANSKUE VOLATILE AKTIER SOM EN LOTTERI-SEDDER: UDSIGTEN TIL ET MEGET SANDSYNLIGT LILLE TAB OVERSKYGGES AF MINDRE CHANCER FOR AT FORØGE ENS KAPITAL

Repræsentativitet

Det påstås, at investorer har en tilbøjelighed til at klassificere erfaringer og observationer, og derved danne stereotyper. Når ny information minder (er repræsentativ) om tidligere erfaringer, er der en tendens til at forvente et identisk udfald. En yderligere skævhed er, at det fejlagtigt konkluderes at et lille udpluk er repræsentativt for hele populationen. Det er påvist ved at associere gode investeringer med de seneste succes historier, der for det meste stammer fra nye sektorer, nye nicher og nye produkter. Investorerne kender selskaber, der ofte ud af ingenting har opnået succes, og som er grundlagt som private selskaber og derefter børsnoteret. Disse succesrige selskaber findes normalt i sektorer med høj risiko og høj vækst, hvor succesraten er lav, men hvor udbyttet i tilfælde af succes er betydeligt. Investorerne kan være uvidende om, hvor mange penge der gik til spil i selskaber, der ikke nåede til tops, hvilket giver et forvrænget billede af succesraten. Selv hvis de ikke er uvidende, kan de falde ned i den næste fælde, der venter dem: Præference for lotterier.

Præference for lotterier og forsikringstegning

Psykologer og teoretikere ud i investeringsmæssig adfærd har længe bemærket en tendens til folks modvilje mod tab i forhold til forandringer i takt med, gevinstchancerne og gevinstens størrelse ændrer sig. Folk kan anskue volatile aktier som en lotteriseddel: Udsigten til et meget sandsynligt lille tab overskygges af mindre chancer for at forøge ens kapital. De udviser risikosøgende adfærd. En klassisk illustration af den omvendte



adfærd, der ofte udvises af selv samme mennesker er tegning af en forsikring. Her udvikler de modvilje mod risiko, idet de foretrækker at realisere et mindre tab (præmien for forsikringspolisen) frem for at risikere et større tab af uvis størrelse.

IV. Kan denne skævhed forventes at vare ved?

Vi har nu skitseret mulige forklaringer på effekten af lav volatilitet, som har bidraget positivt til vores porteføljers performance. Det næste spørgsmål er, om det kan forventes at vare ved. I de følgende afsnit beskriver vi flere årsager til, hvorfor denne skævhed er vanskelig at fjerne. Forskning ved Baker, Bradley og Wurgler fokuserer på benchmark rollen, konsekvenserne af at uddelegere investeringsbeslutninger og brug af gearing. Deres arbejde bekræfter vores oplevelse af markedet og konkluderer, at juridiske strukturer og den nuværende praksis i den finansielle branche kan understøtte den skævhed.

Performancemåling

Den udbredte brug af benchmarks har skabt store hindringer for arbitrageaktiviteter/porteføljeksponeringer, der kunne fjerne de velkendte skævheder, herunder effekten af lav volatilitet. Aktieindeks og performancemåling er gennem flere årtier blevet udviklet og gjort populære. Som resultat heraf kan fondsforvaltere se sig vurderet på mange parametre, som kan tilpasses til forskellige risikomål. En af dem er *Information Ratio*, der måler, hvor effektivt kapitalforvaltere udnytter deres aktive færdigheder. Den sammenligner forskellen mellem portefølje- og indeksafkast i forhold til *Tracking Error*, et mål for hvor langt kapitalforvalteren bevæger sig væk fra indekset. Mens en høj *Information Ratio* roses, er porteføljer ofte genstand for restriktioner i *Tracking Error*. Dette medfører, at kun væsentlige kortsigtede spekulative investeringsmuligheder forfølges. Aktier, der vil kunne øge *Tracking Error* væsentligt og merafkast marginalt, forbigås. Porteføljer bestående af aktier med lav volatilitet har

tilfældigvis tendens til at have høj *Tracking Error*, hvilket forhindrer kapitalforvalterne der er underlagt stramme benchmark restriktioner i at investere i disse aktier.

Forbliven i flokken

Trods fremskridt i performancemåling, der tager højde for risiko, anser konsulenter og rådgivere i vidt omfang stadig langsigtede resultater i forhold til et benchmark indeks som en grundforudsætning for yderligere vurdering af en porteføljeformalers kvaliteter. En fond, der underperformer et benchmark over en 5-årig periode har en meget ringe chance for at tiltrække nye kunder, selvom den kan fremvise overlegne risikojusterede afkast. For etablerede kapitalforvaltere med snesevis eller hundredvis af milliarder af dollars under forvaltning, en bred vifte af fonde, anerkendte brands, og veletablerede salgskanaler i den institutionelle verden kan underperformance i forhold til benchmark-resultater være meget skadelig, mens performance i overensstemmelse med den øvrige flok er

>>

>> meget acceptabelt. Frygten for at tage fejl og stå alene holder kapitalforvalterne tæt på benchmark.

Restriktioner på gearing

Der er også praktiske restriktioner for anvendelsen af gearing, der kunne bidrage til at reducere den skævhed. Mange kapitalforvaltere tillades ikke at anvende gearing, hvilket er fastlagt i mandatet eller i lovgivningen. Det antages ofte, at slutkunden selvstændigt kan geare via derivater, og kun ansætter aktive forvaltere som en kilde til *alpha*, branchens betegnelse for risikojusteret merafkast. I mange lande er graden af tilladt gearing af *plain vanilla* fonde begrænset ved lov. For andre investorer er låneomkostningerne en ganske høj forhindring at overkomme for at tjene penge med en acceptabel grad af sikkerhed i et gearet arrangement. Nogle investorer er ikke rede til at anvende gearing som følge af kraftig risikoaversion. I teorien burde forvaltere af et mix af aktiver være bedre til at tilpasse deres gearing for at udnytte skævheden ved at ændre deres aktivklassers allokering. Men i de fleste organisationer med decentrale investeringsbeslutninger og en uflexibel struktur i aktivklasserne (som regel kontanter, obligationer og aktier), er begrænsningerne ikke fastsat i form af risikomål såsom samlede beta, men i form af vægtningsintervaller for aktivklasserne. Som resultat heraf kan kontanter og fastforrentede dele af disse afbalancerede porteføljer ikke sættes til at udnytte skævheden ved den lave risiko. Aktier med lav volatilitet behandles ikke som en enkeltstående aktivklasse inden for konventionelle rammer, som forhindrer direkte allokering af kapital, mens decentrale investeringsbeslutningsprocesser kan skabe en hældning mod aktier med højere risiko på grund af de tidligere nævnte adfærdsmæssige afvigelser.

Restriktioner på baisse spekulation

Vanskeligheden forbundet med at foretage baisse spekulation (sælge et aktiv man ikke ejer) i overvurderede risikobetonede aktier er som nævnt tidligere relateret til gearingsproblemet. I dagens markeder er antallet

af baisse spekulanter og deres magt stadig begrænset i forhold til de konventionelle langsigtede investorers kapitalstyrke på trods af den seneste tids udbredelse af hedgefonde, der foretager baisse spekulation. Hertil kommer, at baisse spekulation ikke er blevet lettere. Myndighedernes kontrol, øget handelsfrekvens og en højere volatilitet på aktiemarkedet afledt delvist af regeringernes indblanding i markedets prisfastsættelsesmekanismer (kunstig lav rente, seddelpresse kører for fuldt tryk) øger risikoen og omkostningerne for baisse spekulanterne.

V. ValueInvests tilgang til investering

ValueInvest har ingen benchmark begrænsninger. Vores afvigelser fra et indeks' (f.eks. MSCI Verden for de globale afdelinger) sektorvægtning kan let nå op på 20% i begge retninger. Vi anvender ikke gearing, men kan frit udsøge investeringer i den lave ende af risikospektret. Vores tracking error har været tæt på 7% målt i DKK over de seneste 10 kalenderår, hvilket er et højt niveau efter nutidens standarder. Vi understreger, at disse afvigelser ikke er et resultat af *top-down* allokeringsprocesser, men derimod et resultat af *bottom-up* aktieudvælgelse med enkle overvejelser om diversificering. Den stive institutionaliserede struktur i kapitalforvaltningsindustrien er en fordel for os, og vi forventer ikke, at denne vil forandres væsentligt i den nærmeste fremtid.

VI ACCEPTERER AT GIVE AFKALD PÅ AFKASTMULIGHEDER FRA HØJ-RISIKO AKTIER FOR AT UNDGÅ INVESTERING I HØJ-RISIKO AKTIER, DER KAN SLÅ FEJL

Selv om anormaliteten og effekten fra den lave volatilitet bidrager til vores performance, mener vi, at den langt fra forklarer hele vores alpha. I en meget volatil periode mellem 2007 og maj 2011 stammede for eksempel en større del af vores absolutte porteføljeafkast fra

C-risikokategorien, som repræsenterer aktier med en gennemsnitsrisiko i vores klassificering. Denne kategori repræsenterede kun omkring en tredjedel af vægten i forhold til de mindre risikobetonede A- og B-risiko kategorier. Herudover synes vores alpha niveau på 7,7% (før omkostninger) for den globale portefølje siden lancering at have tendens til at overgå det merafkast, der er i henhold til forskningslitteraturen kunne forventes i forbindelse med effekten af den lave volatilitet. For at opnå samme merafkast vil det kræve at investor køber aktier med den laveste volatilitet og baisse (sælger) aktier med ekstrem høj volatilitet.

Vi vil også gerne understrege, at vi ikke udvælger de enkelte aktier på baggrund af deres historiske kursudsving, hvad enten de er systematiske eller aktiespecifikke. Vores valg er udelukkende en funktion af en værdiansættelsesproces, der anvender risiko-præmier udledt på grundlag af historiske regnskabsoplysninger, markedskurser for sektorindeks samt subjektive vurderinger, som tager hensyn til udviklingen i forskellige brancher, der endnu ikke er en del af regnskabs- eller markedskurshistorikken. Som resultat heraf ser vi - når vi anvender vores markedsscreeningsværktøj - normalt en opadgående værdiansættelseskurve: Lavrisiko selskaber som gruppe er prisfastsat mere attraktivt end aktier med høj risiko. Vi har hørt udtalelser om, at vores system med kategorisering og risikopræmier straffer højrisiko aktier overdrevent. Heri er vi ikke enige, idet vi har mange års investeringsafkast og seriøs akademisk litteratur på vores side. Vores holdning til risiko kan opsummeres som følger: Vi accepterer at give afkald på afkastmuligheder fra højrisiko aktier for at undgå investering i højrisiko aktier, der kan slå fejl.

I tillæg til systematisk risiko kan den samlede volatilitet (eller dens idiosynkratiske eller aktiespecifikke komponent) berettigede et merafkast, såfremt investorerne ikke fuldt ud kan diversificere deres porteføljer. Ifølge dette synspunkt, jf. Robert Merton, burde investorerne kræve rabat på selskaber med

DET ER SVÆRT AT FORESTILLE SIG, AT DEN NUVÆRENDE STRUKTUR I DEN FINANSIELLE INDUSTRI VIL FORSVINDE OVER NATTEN. ENDVIDERE ER DET ENDNU SVÆRERE AT FORESTILLE SIG EN VERDEN MED INVESTERINGER UDEN MENNESKE-
LIGE FØLELSER.

høj aktiespecifik risiko for at blive kompenseret for begrænsede praktiske muligheder for effektivt at diversificere deres porteføljer og reducere eller eliminere den idiosynkratiske/aktiespecifikke risiko. Mens dette synspunkt er plausibelt og rationelt på en sund og fornuftig baggrund, har det i vid udstrækning vist sig, at være forkert i praksis: Investorerne ser rent faktisk ud til, at betale for meget, for højere total eller aktiespecifik risiko, i stedet for at kræve en rabat, hvorved de ender op med lave realiserede afkast. Årsagerne til denne adfærd, stammer sandsynligvis fra en overdreven tillid til ens evne, til at håndtere risiko samt tro på egne prognoser.

I ValueInvest er vi fortalere for anvendelsen af sund fornuft, hvorfor vi på trods af teoretiske modeller anerkender de praktiske grænser, for at reducere porteføljens volatilitet gennem optimering. Denne erkendelse afspejler sig i den måde, hvorpå vi definerer og måler risiko. Vi tager systematisk risiko i betragtning, men herudover er de fem risikokategorier, som vi anvender i værdiansættelsen, afledt delvis ved at vurdere og generalisere den grundlæggende stabilitet i indtjeningen i selskaber på individuel basis, uanset deres sambevægelser med andre aktier og sektorer. I princippet tænker vi som iværksætteren, der med begrænsede ressourcer og diversificeringsmuligheder, er nødt til at træffe beslutning, om han eller hun ønsker at tage risikoen ved at eje og kontrollere et selskab.

I mangel af effektive diversificeringsmuligheder, vil iværksætteren blive bekymret over den absolutte volatilitet i hans eller hendes indtægter fra selskabet, selv om disse bevæger sig i modsat retning af den generelle markedsudvikling, - en højt værdsat egenskab i moderne porteføljeopbygning. Iværksætteren kunne afdække risikoen, men dette vil kræve en vis kapital og medføre omkostninger, som ved enhver forsikringspolice. Vores flerstrengede tilgang til at definere risiko er i overensstemmelse med tegn på ustabilitet i risikoen systematiske så vel som idiosynkratiske/aktiespecifikke elementer.

Konklusion

Uanset om anormaliteten i lav volatilitet overlever i det lange løb, mener vi, at vi er godt rustet til at møde fremtiden. Det er svært at forestille sig, at den nuværende struktur i den finansielle industri vil forsvinde over natten. Endvidere er det endnu sværere at forestille sig en verden med investeringer uden menneskelige følelser. Selv hvis markedet pludselig bliver mere rationelt og udnytter skævheden i den lave volatilitet, ville vi have en fordel, fordi vi ikke vælger aktier på grundlag af deres individuelle volatilitet. Vi anvender en værdiansættelsesmodel, der ville afdække undervurderede selskaber i forhold til Fair Value, selv i den højere ende af risikoskalaen, såfremt de opstår. Med andre ord ønsker vi at fastholde vores kontrære tilgang, uanset hvilken vej pendulet svinger, og så længe der er et marked med forskellige dynamiske holdninger påvirket af menneskelige følelser og begrænsninger i form af regler og fælles visdom, vil pendulet sandsynligvis ikke opnå ligevægt. ■

Referencer

- Baker, Malcolm, Brendan Bradley, and Jeffrey Wurgler. 2011. »Benchmarks as Limits to Arbitrage: Understanding the Low-Volatility Anomaly.« *Financial Analysts Journal*, vol. 67, no. 1: 40-54.
- Blitz, David C. and Pim van Vliet. 2007. »The Volatility Effect: Lower Risk without Lower Return.« Erasmus Research Institute of Management, Report Series »Research in Management.«
- Dimson, Elroy, Paul Marsh, and Mike Staunton. 2006. »The Worldwide Equity Premium: a Smaller Puzzle.« Working paper.
- Fama, Eugene F. and Kenneth R. French. 1992. »The Cross-Section of Expected Stock Returns.« *Journal of Finance*, vol. 47, no. 2: 427-465.
- Karceski, Jason. 2002. »Returns-Chasing Behavior, Mutual Funds, and Beta's Death.« *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 37, no. 4: 559-594.
- Merton, Robert C. 1987. »A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information.« *Journal of Finance*, vol. 42, no. 3: 483-510.
- Shefrin, Hersh. 2002. »Beyond Greed and Fear.« Oxford University Press.
- Shefrin, Hersh and Meir Statman. 2000. »Behavioral Portfolio Theory.« *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 35, no. 2: 127-151.
- Sullivan, Rodney and Li, Xi. 2010. »Why Low-Volatility Stocks Outperform: Market Evidence on Systematic Risk Versus Mispricing.« Working paper.