

Når fornuften kæmper mod følelserne

Professionelle investorer er højt uddannede, rationelle tænkere, der udelukkende er styret af fakta og fornuft, ikke sandt? Men bag enhver investering gemmer sig en understrøm af følelser, som har stor betydning på, hvilke investeringer der bliver valgt viser forskningen. Læs om, hvorfor ValueInvest Asset Management f.eks. aldrig tager på virksomhedsbesøg og hvordan porteføljemanagerne forsøger at reducere den psykologiske faktor mest muligt.

De fleste har et klart billede af, hvordan en professionel investor ser ud, når man møder ham eller hende. Det er en veluddannet, måske lidt yngre person med en kølig hjerne, der er i stand til at knuse alle relevante data og sætte dem ind i større sammenhænge. Måske er personen en anelse stresset på grund af stort arbejdspress, men som

udgangspunkt er vedkommende i balance med sig selv og agerer dybt rationelt. I den virkelige verden er det billede langt mere nuanceret.

Hvor sammensat og broget billedet er, får man et indtryk af, når man studerer den del af finansvidenskaben, der handler om adfærds-

former og fordomme, som spiller en stærk rolle, når mennesker skal træffe beslutninger. Også om investeringer.

I den finansielle verden er kold og rationel kalkulation stadig et ideal, men den følelsesmæssige finansvidenskab giver et indblik i en verden, hvor finansielle beslutninger bli-

>>

>> ver taget på baggrund af gætværk eller tro og ikke kun på baggrund af fakta. Læren er derfor, at følelser altid har en stor indflydelse på menneskers tankegang, og at de ikke kan tages ud af en beslutningsproces.

Nogle af de mest interessante betragtninger om det emne, er samlet af professor David Tuckett fra University College London i bogen »Fund Management: An Emotional Finance Perspective«. David Tuckett underviser i psykoanalyse, og han har udgivet bogen sammen med Richard J. Taffler fra Warwick Business School, hvor Taffler underviser i finans og regnskab.

Ifølge de to forfattere er meningen med bogen, at uddybe forståelsen af porteføljemanagers verden. Hvordan er det at være porteføljemanager? Hvordan giver deres handlinger mening, og hvilke udfordringer står de overfor? Hvilke konsekvenser har deres følelser? Det er spørgsmål, der er interessante for de mennesker, der har betroet deres opsparing til porteføljemanagerne.

I denne artikel vil vi forsøge, at give nogle af svarene på spørgsmålene.

Tucketts og Tafflers bog bygger på interviews med mere end 50 porteføljemanagere fra forskellige lande og fra fonde, der er tilsvarende Investeringsforeningen ValueInvest Danmark. Bogen tager udgangspunkt i, at psykologer generelt anerkender følelser som centrale for al tankegang og erfaring. Fra et psykologisk perspektiv hænger tanker, følelser og handlinger uløseligt sammen. Og ser man især på følelserne i forbindelse med investeringer er det især grådighed, frygt og håb, der almindeligvis træder tydeligst frem hos psykologerne, men Tuckett og Taffler argumenterer for, at tilføje mindst tre yderligere lige så vigtige nemlig *begejstring, ængstelse og benægtelse*.

Så er scenen sat, og som porteføljemanagere er en af vores største opgaver derfor også, at få det bedst mulige ud af vores mavefornemmelser. Vi skal identificere, udnytte og videre-

give vores produktive mavefornemmelser og begrænse indflydelsen af de modarbejdende følelser, der angriber os dagligt.

Fem vigtige karaktertræk

Tuckett og Taffler identificerer fem gentagne karaktertræk af porteføljemanagers oplevelser, der påvirker deres opgaver ud fra et følelsesmæssigt perspektiv.

- 1 Præstationspres og behov for at være exceptionel.
- 2 Beslutninger er taget på baggrund af mangelfuld information.
- 3 Priser er fastsat på baggrund af markedets opfattelse af value.
- 4 Porteføljemanagers formodning og påstande om aktier er uvisse.
- 5 Porteføljemanagere er følelsesmæssigt engageret i deres aktier.

De fem karaktertræk har tilsammen potentielle til, at lede til modstridende sindstilstande og dysfunktionelle resultater, som vi porteføljemanagere må forsøge at overvinde. Dem vil vi nu gennemgå og forklare, hvordan vi, i ValueInvest Asset Management, forholder os til, og i særdeleshed, hvordan vi håndterer dem i vores daglige arbejde. Vi skal samtidig gøre opmærksom på, at Tucketts og Tafflers materiale, som er basis for vores beskrivelse, er bredere funderet end de forhold, som vi berører i denne artikel, hvor vi kun har medtaget det, der har størst relevans for os.

Præstationspres

Der er to typer af porteføljemanagere. De passive der blot følger et indeks, og de aktive, der bliver betalt for at sikre investeringer, der performer bedre end deres benchmark. De aktive opererer i et utroligt konkurrencepræget miljø, hvor store institutioner anvender enorme beløb på menneskelige og teknologiske ressourcer, og hvor nye virksomheder ledet af ambitiøse og begavede mennesker skyder op næsten dagligt. Når man er aktiv manager, har man samtidig sat sig i en situation, hvor man ønsker at være bedre end sin ligemand. Det er derfor ikke overraskende, at halvdelen ikke kan overgå deres benchmark

før omkostninger, og at måske op til tre fjerdedele ikke kan efter omkostninger. Mange succesfulde porteføljemanagere ved fra både den akademiske litteratur og fra personlige erfaringer, at ingen med rimelighed kan forvente at de konstant kan opnå exceptionelle resultater. Alligevel føler de præcis selv dette pres.

James Montier, forfatter til bogen »Behavioral Investing: A Practitioners Guide to Applying Behavioral Finance«, beskæftiger sig netop med dette pres. Ved brug af simulerede eksempler fra investeringsforeninger har han påvist, at selv de rigtigt dygtige porteføljemanagere set over et par årtier ville have været fyret mange gange på grund af to simple faktorer: Normal markedsvolatilitet og reaktionær politik fra institutioner, som har tendens til at drive deres forretning ved at kigge i bakspejlet. Så presset er ikke kun udtryk for paranoia. Desuden betyder den udbredte hierarkiske struktur i de fleste store kapitalforvalteres virksomheder, at presset for at præstere mere og mere kommer indefra, fra topledelsen, der ofte befinder sig langt fra de daglige realiteter i porteføljemanagers job.

Denne ekstremt konkurrencemæssige stemning giver grobund for mange følelsesmæssige udsving. Manageren bliver udsat for ængstelse og markedsvolatilitet, og det udløser en risiko for, at manageren tillægger kortfristet relativ performance for stor opmærksomhed, hvilket måske kan gå ud over det langsigtede resultat og dermed være ude af trit med investeringens målsætning. Oveni kan investorernes utålmodighed og managers frygt for at miste investorerne føre til yderligere ængstelse. Den spænding kan let føre til defensive følelsesladede beslutninger, fordi manageren leder efter tryghed. For eksempel ser man, at unge managere holder sig tæt på indekset uden de store afvigelser, for at få gang i karrieren og for, at undgå at havne blandt de dårligste.

Samme tendens kan man også forvente i situationer, hvor porteføljemanageren mang-

ler store ideer eller i en periode prøver, at fastholde relativ gevinst eller minimere tab. En sådan taktik stemmer ikke overens med det aktive mandat, men er mere bestemt af de følelsesmæssige stimuli, der kommer fra managerens miljø.

Overdreven overvågning af resultater er endnu et følelsesmæssigt udslag af, at managere forsøger at håndtere presset på den kortsigtede performance. I gode tider giver det porteføljemanagere en fornemmelse af succes. I ekstreme tilfælde, når ængstelsen er for stor at bære, giver det sig udtryk i at manageren føler trang til, at følge markedet og porteføljen i realtid i stedet for, at se fremad og bruge sin kostbare tid på research. Samlet set kan det store pres betyde, at managere udvikler modarbejdende følelser såsom ensomhed, fremmedgørelse og endda modvilje.

Sådan gør vi

Her hos ValueInvest Asset Management håndterer vi disse modarbejdende følelser på forskellige måder. Vi følger naturligvis med i, hvordan vore benchmark bevæger sig, og vi vil selvsagt også gerne være foran på langt sigt, men vi ser det ikke som et mål i sig selv at slå benchmark. Vores mål er, at give vores kunder en relativ sikker eksponering til aktier med en høj grad af beskyttelse. Vi fastsætter med andre ord vores målsætning ud fra risiko, ikke gevinst. Det er selvfølgelig meget fint, at kunne levere et positivt og konsistent niveau af alpha (et udtryk for risikjusteret afkast), men vi opfatter det faktisk kun som et biprodukt, når vi skal nå vores primære målsætning. Den filosofi gør det muligt for os, at se bort fra det daglige tovtækkeri med et benchmark indeks og trangen til, at rette ind og justere. I stedet fokuserer vi på det langsigtede mål, hvilket skaber et meget mindre følelsesladet miljø end de fleste kapitalforvaltere dagligt er oppe imod. Selvom vi har porteføljeovervågning forbundet med vores Bloomberg terminal (kurs- og nyhedsinformationssystem) tjekker vi normalt kun én gang om dagen eller før et vigtigt møde, så vi ved, hvor vi er. Vi ser ikke noget behov for

at observere kortsigtede bevægelser. Vi er uafhængige af de store investeringshuse, og vi har en flad ledelsesstruktur, som betyder, at vi ikke oplever det samme ødelæggende interne pres som mange andre managere gør.

Vores administrerende direktør sidder bogstavelig talt i kontoret ved siden af, og vi har næsten en daglig kontakt med hinanden. Det er den samme ideologi, der deles af alle medarbejdere, og på den måde er vi i stand til at undgå den kløft, der kan opstå mellem ledelsens urealistiske forventninger og realiteterne hos medarbejderne.

DE NEGATIVE FØLELSER OG KONSEKVENSER AF ET TAB, ER MEGET STØRRE OG VIGTIGERE END DE POSITIVE FØLELSER OG KONSEKVENSER AF GEVINST. HER SPILLER DEN ASYMMETRISKE MENNESKELIGE HJERNE IND.

Vi er tro mod strategien

For at sprede risikoen, og for at reducere de stærke følelser, der er forbundet til de enkelte porteføljer, har mange store firmaer, og også individuelle managere, mere end én portefølje og én strategi. I ValueInvest Asset Management har vi ikke den luksus at have flere strategier, der ville kunne isolere os fra de midlertidige ugunstige påvirkninger af markedet. Vi har kun én strategi, og den er vi tro imod. Vi må derfor tackle vores frygt for dårlig performance og risikoen for at tabe investorer på andre måder.

Først og fremmest forsøger vi, at være på bølgelængde med vores investorer. Det kan vi kun være ved, at kommunikere så klart som muligt. Vi skal kunne forklare vores strategi ned til mindste detalje og være mest muligt transparente. Det er den bedste medicin mod investorernes frygt. Vi skal sikre, at investorerne forstår vores proces, så de er i stand til følelsesmæssigt at overleve ugunstige perioder. Vi tror ikke, at vores investorer vil »trække stikket« ved det første pust af modvind, og hvis de gør det, er det nok fordi vi ikke har forklaret vores strategi godt nok. At være transparente giver os også et følelses-

mæssigt overskud til at håndtere det daglige stress.

De negative følelser og konsekvenser af et tab, er meget større og vigtigere end de positive følelser og konsekvenser af gevinst. Her spiller den asymmetriske menneskelige hjerne ind. Den naturlige konklusion for mange porteføljemanagere er derfor, at undgå store tab og dermed skabe grundlag for et følelsesmæssigt velbefindende og, at sikre at managerens virksomhed overlever. Hos ValueInvest Asset Management deler vi det synspunkt, men vores arbejdsproces er

anderledes end hos de fleste øvrige porteføljemanagere.

Den typiske investeringsforenings portefølje er bredere end vores, og den har mindre eksponering til individuelle aktier og mindre afvigelse fra et benchmark indeks. Det hænger sammen med, at mange af vores konkurrenters team normalt er større og ofte køber research fra eksterne leverandører.

ValueInvest Asset Management har et relativt lille team, og vi udfører selv al research, og det medfører ganske naturligt, at vi har færre aktier, stærkere meninger og en bredere afvigelse fra benchmark. I en vis udstrækning definerer disse forskelligheder opfattelsen af tab: For os er tabene absolutte, for nogle managere er de relative. For at minimere tab prøver vi, at være mere selektive i forhold til hvilke aktier, der er med i vores porteføljer, fordi næsten alle aktier udgør en betydelig beholdning i en portefølje, der er meget forskellig fra et indeks. Det er forskelligt fra andre porteføljemanagere, der kan være mindre pertentlige, fordi hver aktiebeholdning er relativ ubetydelig i en portefølje, der er tættere knyttet til et indeks.

>>

» Beslutninger taget på grundlag af mangelfuld information

Når porteføljemanagere træffer beslutninger foregår det i sagens natur sjældent på et fuldstændig og objektivt grundlag. De data, som porteføljemanagere har adgang til, er i dag nærmest ubegrænsede, men de enkelte data er som regel udsat for forskellige fortolkninger, som i mange tilfælde kan være modsigende. I den sammenhæng er ren databehandling ikke til stor hjælp. I stedet er manageren nødt til, at dykke ned i de små forskelle, der findes i kildernes opfattelse af den samme information, og drage sine egne konklusioner. Porteføljemanagerens subjektive fortolkning er således ofte forbundet med både følelsesmæssige erfaringer og rationel tankegang.

Som udgangspunkt ved porteføljemanagere, at prisen på en aktie er baseret på den samlede fortolkning af den bagvedliggende værdi, som igen er baseret på en overbevisning, der ikke kan dokumenteres. Det er med andre ord den fremherskende opfattelse af aktiens fremtid, der bestemmer, hvad aktien skal koste.

Priser er fastsat ud fra markedets opfattelse

Selv om hver eneste manager har sin egen private ide om, hvor aktiens fundamentale værdi ligger, er der ingen der ved, hvor lang tid det vil tage at nå den værdi, om det overhovedet er muligt at nå værdien og, hvordan værdien vil udvikle sig i mellemtiden. Men mennesker har en indgroet trang til at rationalisere alt, hvad der sker omkring dem, og det betyder at alle porteføljemanagere har et sammenhængende billede af markedet, og at de kan se, hvordan deres aktier passer ind med deres unikke egenskaber. Resultatet er, at managerens forventninger kommer i konflikt med de realiteter, der hersker på markedet. Der opstår en evig konflikt mellem den enkelte managers »rationalitet« og markedets »irrationalitet«, og det kan føre til frustrationer, især hvor

vejen til det forventede prisniveau på aktien er for ustabil, for lang og måske endda viser sig at være forkert.

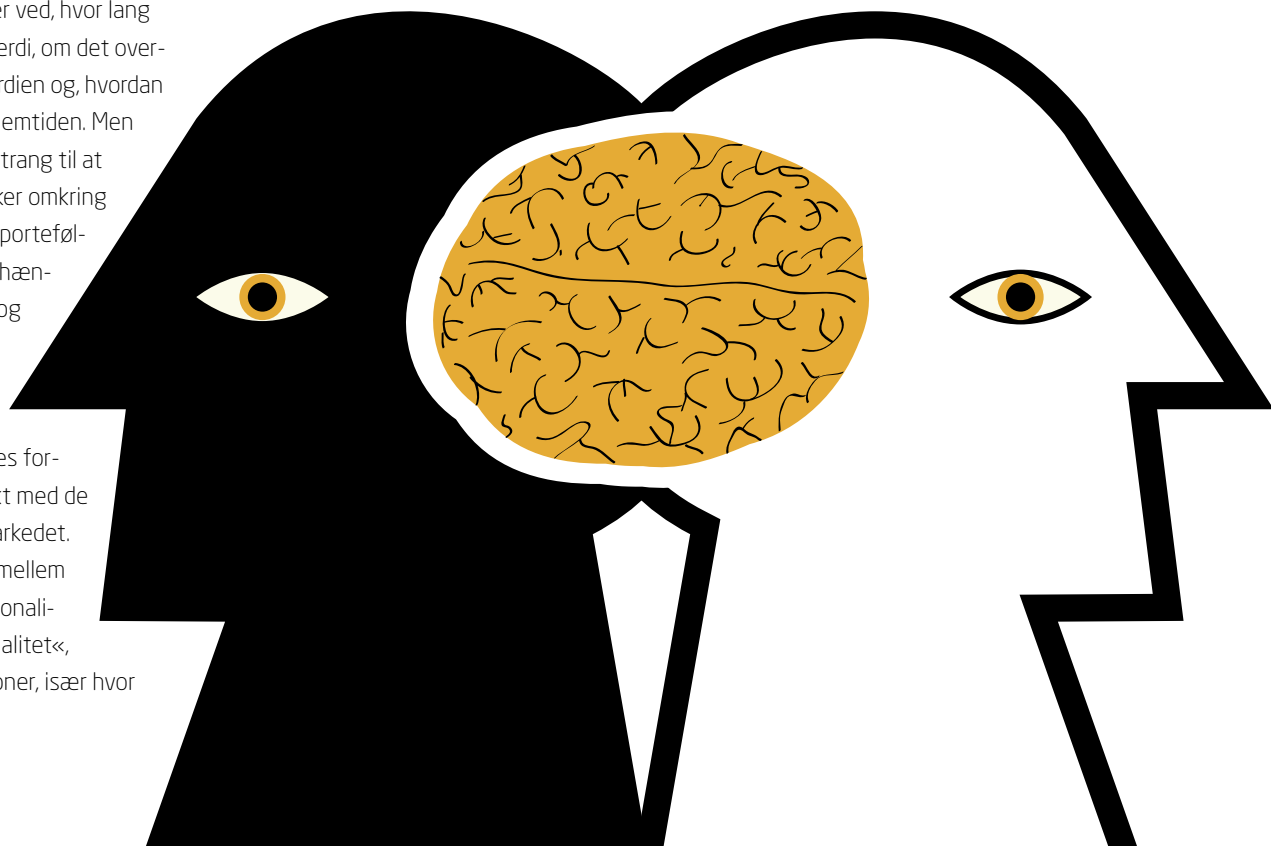
Managers formodninger og påstande er uvisse

Men problemet er større end som så. Porteføljemanagere ved f.eks. også, at deres opfattelse af prisen på deres aktiver er baseret på usikre formodninger. Man kan groft sagt sige, at investeringerne er foretaget på basis af kvalificeret gætværk. I den situation er det hver managers underforståede overbevisning, at han eller hun sidder inde med bedre viden i forhold til deres konkurrenter – de ved noget, de andre ikke ved. Logisk set siger det sig selv, at ikke alle managers viden kan være over middel, og derfor bliver mange manager skuffede før eller siden. Alt dette tegner et meget komplekst billede af porteføljemanagerens arbejdsmiljø. Vi mennesker har alle brug for følelsesmæssige værktøjer og mentale strukturer, så vi kan forstå og håndtere udfordrende situationer. Og udfordringer er porteføljemanagerens hverdag. Manageren skal gang på gang tage beslutninger om investeringer i et meget konkurrencepræget miljø og på et grundlag, der ikke er fuldt belyst. Dertil kommer, at mange af de informationer, som manageren

modtager, er båret af psykologiske hjælpemidler, der indeholder selektiv fortolkning og »storytelling«. Selektiv udvælgelse og fortolkning af information er forudsætningen for at kunne fortælle en historie enten til én selv eller til investorer.

For at komme tættest muligt på fakta, anvender porteføljemanagere naturligvis forskellige evalueringmodeller, nogle simple andre mere komplekse, for at komme den mere holdningsbaserede information til livs. Men som regel viser det sig, at den faktiske evaluering og vurdering fortsat bygger på både den evalueringsmetode, som manageren anvender men absolut også af de mere beretningsbaserede opfattelser af fremtiden.

Mere eller mindre ubevidst fortæller porteføljemanagere nemlig historier, som anses for sandfærdige og som berettiger til handlinger, når informationen er mangelfuld eller modsigende, og dermed gør det umuligt at spå om fremtiden. Sagt med andre ord udveksler porteføljemanagere de »kolde« og usikre tal med de mere sandsynlige »varme« historier og forklaringer til investorerne. Hvis manageren kun ser på »for og imod« og ikke ser på hele fortællingen om investeringen, ender han med et regneark, hvor hvert aktiv



telling« et centralt værktøj, der kan skabe mening, ikke mindst når det gælder fortiden. Fortællinger om succes eller fiasko fremkalder følelser af stolthed eller sorg hos fortælleren og beundring eller medlidenhed hos modtageren.

Et værn mod fantasien

Selvom ValueInvest Asset Managements porteføljemanagere følger en stram evalueringsmodel har hver eneste investeringscase sin egen historie som vi skal kunne tro på, før vi kan investere. I sidste ende skal vi jo både kunne forstå og forestille os, hvad der vil drive værditilvæksten af vores investeringer op til deres kalkulerede Fair Values. Det er derfor altid vores hovedopgave, at afbalancere de foreliggende fakta og forestillinger på en sådan måde, at vi kan reflektere på det vi ved, og bruge vores mavefornemmelse til det, vi ikke ved. Og med den størst mulige sikkerhedsmargin for at undgå fejl.

Hvordan bevarer vi så tiltroen til vores historier uden, at fantasien løber af med os og dominerer vores beslutningsproces? Først og fremmest udfordrer vi regelmæssigt vores virksomhedscases i diskussioner i vores team og holder diskussionerne op mod vores evalueringsmodel. Når vi skal sætte værdi på hver enkelt virksomhed i forhold til vores model arbejder vi med tre centrale faktorer:

- 1 Markedsrentesatser
- 2 Virksomhedens risiko kategori
- 3 Virksomhedens driftsoverskud

Markedets rentestørrelser har vi selvsagt ingen indflydelse på, og de bliver i øvrigt mere og mere påvirkede af de stadig mere manipulerende centralbanker. Virksomhedernes risikokategorier har vi en begrænset indflydelse på eftersom vi kan hæve, men aldrig sænke risikopræmien for virksomheder, der ikke passer ind i risikoprofilmodellen. Størst indflydelse har vi på driftsoverskuddets beregnede bæredygtige niveau, hvor vi vurderer væksten inden for en to årig horisont. Vi har i den forbindelse en gylden regel: Kun hvis vi frygter en forringelse af indtjenin-

gen udover den toårige horisont tager vi et endnu mere forsigtigt perspektiv med en evt. afvisning til følge.

Selv om vores bedste bud måske er at fremtiden bliver bedre, holder vi os altid til nutiden, og det som vi ved. Det er en fremgangsmåde, der fungerer som en effektiv bremseklods for vores fantasi, og som også får betydning for værdiansættelsen af virksomheden. Vi mener dog samtidig, at vores model er så fleksibel, at den på den ene side er i stand til at reagere på de altid skiftende realiteter, og på den anden side er stærk nok til ikke at blive påvirket af vores »storytelling«.

NÅR MAN SKAL BESLUTTE SIG FOR EN AKTIEINVESTERING ER DER TO FØLELSER, DER ISÆR KAN VÆRE FARLIGE. SPÆNDING OG FRYGT.

Mange porteføljemanagere har ændret strategier eller ændret stil som en reaktion på dårlig performance, svage salgstal, mangel på ideer, eller frygt for, at deres værktøjer er mangelfulde. Hos ValueInvest Asset Management har vi formået at bevare vores tillid til vores model i tykt og tyndt i mere end et årti. Det kan vi højst sandsynligt takke vores følelsesmæssige selvbeherskelse for.

Porteføljemanagere er følelsesmæssigt engageret i egne aktier

Nu kommer den romantiske del af historien. For når vi taler om det mere følelsesmæssige forhold mellem porteføljemanagere og deres aktier, gælder det især for gruppen af stock-picking (eller bottom-up) managere, og dem der ikke hører hjemme i den såkaldte »quant« afdeling (en bred gruppe af strategier, der hovedsagelig er forbundet med numeriske modeller uden følelsesmæssig indflydelse). Den gruppe »elsker« virksomheder, der leverer det forventede, og »hader« virksomheder, der skuffer. Aktieinvesteringer har således

potentiale til både at fornøje og frustrere, og til at udløse stærke og ofte ustabile følelser. Det er især salg, der kan være en svær beslutning for de fleste managere. Hvis porteføljemanagere har en »vinder« i porteføljen, som har mødt forventningerne eller ligefrem overgået dem, er de pludselig mindre strikse i deres antagelser og prognoser. Det kan betyde, at de ender med at beholde en aktie, der faktisk er for dyr. Omvendt, hvis de har en taber, som har skuffet, er beslutningen endnu sværere. De mener måske at investeringsrationalet (eller »historien«) er intakt, og at de egentlig bare har »købt for tidligt«, og så vælger de at supplere positionen i takt med at prisen falder. Hvis de taber tiltroen til aktien eller bliver usikre, er det sandsynligt, at de fortsat har en stærk trang til at »udjævne« eller, at de ønsker at vente på et bedre tidspunkt til at »give slip«, og måske kommer det tidspunkt aldrig. Den mangel på salgsdisciplin åbner døren for en stærk fornemmelse af fortrydelse.

I ValueInvest Asset Management opfatter vi os selv som stock-pickers. Når vi udvælger aktier tager vi udgangspunkt i to kilder, der ikke har noget med følelser at gøre, nemlig vores værdiansættelse og vores månedlige screening af det globale marked.

Screeningen rangordner alle aktier ud fra, hvor billige de er. Men screeningen afslører også en række andre egenskaber bl.a. gælds-niveau, afkast af investeret kapital, dividende og selskabets størrelse. Under gennemgangen af screeningen udfører vi også en indledende undersøgelse, hvor vi prøver at fastslå om virksomhederne nu også er så billige, som de ser ud til at være. Den gennemgang er en slags dobbelttjek i forhold til vores model, som måske ikke har opfanget risici, som markedet har kendskab til. Naturligvis er den proces også subjektiv og influeret af følelser, men vi har indbygget en række sikkerhedsforanstaltninger, som holder os på rette spor.

Når man skal beslutte sig for en aktieinvestering er der to følelser, der især kan være farlige. Spænding og frygt.

>>

» Søgning efter spænding er hos os dæmpet af adskillige overvågninger og en række restriktioner, som vi har pålagt os selv. Vores aktier skal være solide set ud fra et gælds-perspektiv, og de skal som minimum have en sikkerhedsmargin på 35 procent. Vores portefølje skal indeholde mindst to tredjedele aktier med en risiko profil, der er under middel eller middel.

Risikoen for frygt er begrænset af de samme faktorer, og bliver omvendt styrket med en saglig dimension af vores strikse evalueringmodel, der kræver, at vi forstår, hvad hver enkelt virksomhed beskæftiger sig med, og hvordan de tjener deres penge. Nogle porteføljemanagere åbner aldrig en årsrapport eller læser dens noter. De stoler stort set blindt på kvantitative modeller leveret af dataformidlere. Mennesker er, bevidst eller ubevidst, bange for det uvisse, og vores model tvinger os til at minimere det uvisse så meget som muligt – også selv om det betyder at vi opfinder nye historier, som nævnt tidligere. Naturligvis er det ikke alle historier, der udspiller sig helt efter bogen på trods af de sikkerhedsforanstaltninger.

Forsvaret mod følelsernes overfald

Så snart en aktie er købt, udløses flere forsvarsstrategier, der skal forhindre, at vi falder i følelsesmæssige fælder som f.eks. »aktiekærlighed«, fornægtelse eller fortrydelse.

For det første sikrer vi os, at vi har en vis distance til virksomheden for at kunne agere mest mulig neutralt og sagligt. Dette er én af grundene til, at vi aldrig besøger virksomhederne da vi mener, at vi som ikke-faglige i virksomhedens verden let kunne blive imponerede af noget egentligt ret trivielt eller f.eks. blive revet med af en særdeles overbevisende og karismatisk direktion. Dertil kommer, at virksomhedsbesøg er en tidskrævende affære, og så forventer vi i øvrigt ikke, at en seriøs direktion vil afsløre noget, som de ikke også vil fortælle markedet og vores konkurrenter. Sat på spidsen opfatter vi mere virksomhedsbesøg som underholdning end research. Dog er virksomhedsbesøg for

mange porteføljemanagere en kilde til spændende kontakt til indflydelsesrige personer, hvilket ofte kan mangle i det daglige arbejde. Når det er sagt, skal det med at vi til tider accepterer besøg fra virksomhedsledelser, der ønsker at besøge os. Derudover kontakter vi naturligvis virksomheders investor relations manager eller ledelsen direkte, hvis vi har spørgsmål eller har brug for forklaringer på regnskabsmæssige eller strategiske emner.

For det andet sikrer vi os, at vores team af porteføljemanagere diskuterer alle kontroversielle sager og alle individuelle følelser for at alle faktorer kan blive holdt op mod hinanden og nedtonet i en konsensusføgende proces. Nogle vil måske sige, at en sådan team-proces udvasker al »farven« og fortrænger hele »personligheden«. Vores svar er, at det netop et team-processen, der åbner døren for brainstorming og muligheden for at se mange vinkler af samme sag. Dermed får vi et langt bedre grundlag for at træffe kvalificerede beslutninger.

For det tredje anvender vi vores evalueringmodel, der viser, hvilke aktier det er bedst at sælge, når tiden er inde til at afbalancere vores porteføljer. Ligeegyldigt hvor meget vi end måtte ønske det, får ingen aktie lov at blive i vores portefølje, når den rammer Fair Value. Så er det tid til at skifte til en ny og mere attraktiv aktie.

Hver sag er unik

I nogle få tilfælde må vores sikkerhedsforanstaltninger imidlertid give fortabt. Det sker når en aktie falder dramatisk i pris på grund af bristede forventninger.

I den slags situationer melder en lang række spørgsmål sig. Skal vi revidere forventningerne? Skal vi give ledelsen en ekstra chance? Skal vi sælge med det samme? Der er ingen lette svar, fordi hver eneste sag er unik, og det er følelsesmæssigt svære tider. Ingen kan lide at tabe. Nogle gange bander vi os selv langt væk, hvis vi synes at vi holdt fast i aktien for længe. Andre gange tørrer vi sveden af panden og gratulerer os selv for at

have solgt og undgået yderligere tab. Det sker også, at vi taber troen tæt på bunden og trækker stikket. I de fleste tilfælde bider vi dog tænderne sammen og afventer, at aktien genvinder sin styrke.

Det vigtigste spørgsmål vi altid stiller os selv i den kritiske situation er, om vores investeringscase fortsat er intakt. Hvis vi beslutter, at den er intakt – og det gør vi ofte – så supplerer vi til beholdningen til mere attraktive priser.

Vi er helt på det rene med, at køb af en aktie »på bunden« hører til sjældenhederne, så vi opbygger vores positioner henover adskillige købsniveauer. Nogle af de bedste købslejligheder opstår, når et maniodepressivt marked overreagerer på negative begivenheder. Vi prøver altid, at udnytte den slags lejligheder til at forbedre afkastpotentialet på den samlede portefølje. Men det er også i netop de situationer, at begreber som erfaring og dømmekraft skal bestå deres prøve.

John Bogle, den bramfri indeks fond pioner og førende talsmand for den »passive« investeringslejr har vi stor respekt for i mange henseender. Han har beregnet, at porteføljemanagere i gennemsnit kun er ansat fem år i samme stilling. I ValueInvests fonde er den gennemsnitlige otte år.

Et kig i spejlet

Vi håber, at analyserne og konklusionerne i Tucketts og Tafflers værk og vores fortolkninger i denne artikel giver Foreningens investorer mulighed for bedre, at forstå de følelsesmæssige understrømme i vores arbejde. For os i ValueInvest Asset Management har analyserne betydet et grundigt kig i spejlet, og givet os anledning til, at se os selv udefra i forhold til den sektor, vi arbejder i. Som altid mener vi, at det at blive klogere, sætter os i stand til at levere arbejde af en højere kvalitet for vores investorer. ■