

Spredning

- den sikre vej til succes?

Det gamle ordsprog, at man ikke skal lægge alle sine æg i den samme kurv, giver bestemt mening. Tåber man kurven med alle æggene, kan man ikke sælge disse på markedet, man kan allerhøjest lave en æggekage. Spredes æggene i stedet for i flere kurve, vil der være større sandsynlighed for, at flere af æggene kommer uskadt frem, og kan sælges på markedet med fortjeneste. Spredning er godt, men kræver omtanke og sund fornuft. Diversifikation, eller spredning, kan reducere risikoen i en aktieportefølje. Men hvad dækker begrebene diversifikation og risiko egentlig over?

Diversifikation er grundpillen i enhver porteføljekonstruktion, og betyder ganske enkelt at sprede sine investeringer på flere aktiver, der skal beskytte investorer mod usikkerheden på udfaldet af de enkelte investeringer. Det giver god mening, da der ikke eksisterer 100% sikre investeringer! I en veldiversificeret aktieportefølje vil formueudviklingen således være mindre følsom overfor begivenheder, der rammer enkelte aktier.

Store udsving på aktiemarkederne

I den seneste årrække har aktiemarkedet været præget af meget stor volatilitet (kursudsving) og usikkerhed – se blot på Figur 1, der viser udviklingen i VIX indekset, også kaldet »Frygtens barometer«, der viser markedets forventninger til volatiliteten for det underliggende amerikanske aktieindeks S&P500 for de næste 30 dage. I 2007-2008 kulminerede kreditkrisen og udløste en økonomisk nedtur, hvor risikovilligheden nåede et lavpunkt, og flugt ud af risikofyldte aktiver sendte aktiemarkedet på en voldsom nedtur. I 2008 fik det globale aktiemarked barberet 38% af værdien målt i DKK. I det tidlige forår 2009 blev sortsynet afløst af en spirende optimisme. Risikovilligheden vendte langsomt tilbage, kreditspændene kørte ind, og aktier

blev nu betragtet som mindre risikofyldte og oplevede en heftig optur. Siden bunden i begyndelsen af marts 2009 er de globale aktier målt ved MSCI Verden steget med 61% i DKK (pr. 30.06.2010). I år er der igen kommet lidt malurt i bægeret, og volatiliteten er vendt tilbage i takt med investorenes velbegrundede bekymringer omkring konsekvenser af den høje gældsætning i de vestlige økonomier, specielt de sydeuropæiske. Større svingninger på aktiemarkedet giver

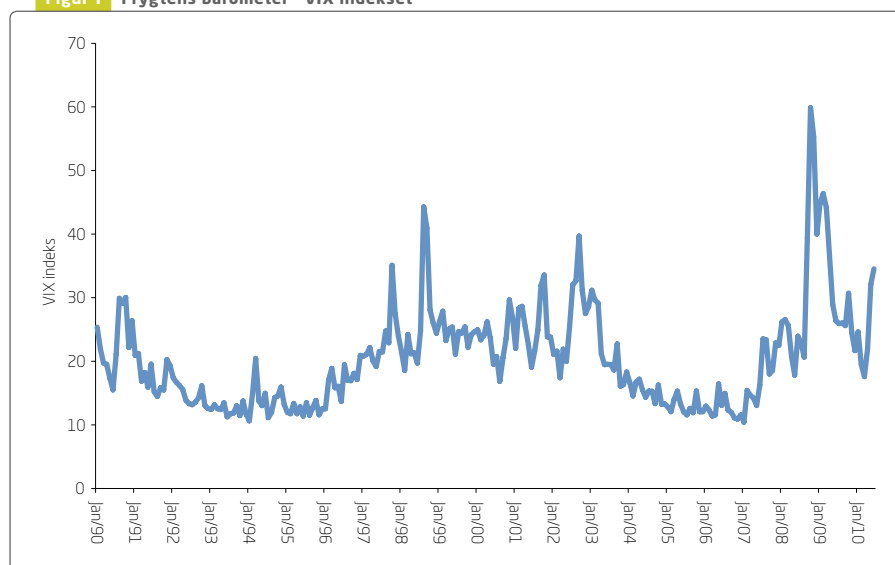
øget fokus på beskyttelse af porteføljen og minimering af tabsrisiko, og her er en veldiversificeret aktieportefølje et vigtigt element for at kunne overleve i vanskelige markeds-situationer.

Porteføljeteori og diversifikation

I moderne porteføljeteori er målet med diversifikation at reducere risikoen målt ved standardafvigelsen, eller kursudsvingene, i afkastet for hele porteføljen. Standardafvigelsen

>>

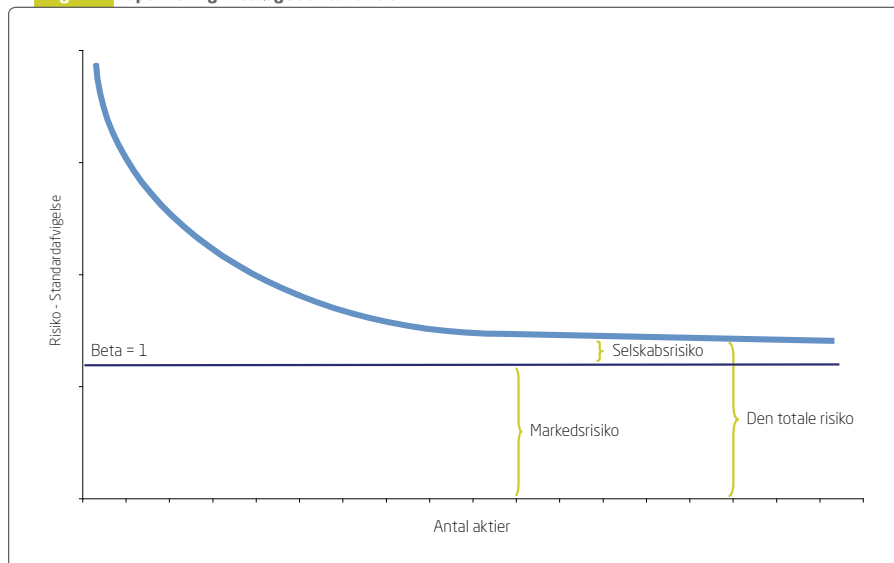
Figur 1 Frygtens barometer - VIX indekset



Kilde: Bloomberg, Ann.: Månedlige observationer.

>> er en funktion af vægtning af de enkelte aktier, disses udsving, samt hvorledes de er korreleret. Men lad os dykke et spadestik dybere ind i mekanikken bag diversifikation. En porteføljes totale risiko kan opdeles i to former for risiko – selskabsspecifik og systematisk, hvor sidstnævnte også kaldes markedsrisiko. Den selskabsspecifikke risiko, der som navnet angiver, drejer sig om uventede begivenheder, som kan ramme et enkelt selskab og dets indtjening, hvilket vil påvirke kursudviklingen uafhængigt af andre aktier. Det kan være forhold såsom erstatningskrav, strejke, der lammer produktionen, brand, der ødelægger produktionsapparatet, lovindgreb/restriktioner m.v. Det tragiske olieudslip i den Mexicanske Golf, der i omfang og langsigtede økologiske konsekvenser langt overgår katastrofen med Exxon Valdez i 1989 i Alaska, er et glimrende eksempel til illustration af den selskabsspecifikke risiko. Denne begivenhed rammer primært det engelske olieselskab BP, der opererer den berørte dybhavsboring i den Mexicanske Golf, og i skrivende stund har det kostet BP-aktionærerne et tab på GBP 63 milliarder (51% af markedsværdien), siden boreplatformen eksploderede i april. Sekundært kan det også betyde, at aktiemarkedet generelt vil have et større risikotillæg (lig med faldende kurser) ved investering i andre olieselskaber, der udfører tilsvarende krævende og risikofyldte dybhavsolieboringer. En portefølje med en høj koncentration af olieaktier vil derfor blive hårdt ramt. Stærk koncentration i enkelte sektorer kan være meget risikofyldt. For en veldiversificeret aktieportefølje med investeringer i flere sektorer og på tværs af landegrænser, er det usandsynligt, at uheldige begivenheder vil forekomme i alle virksomheder. I et bredere perspektiv vil kombinationen af forskellige aktier udligne hinandens udsving og derved reducere den samlede risiko for porteføljen. Lidt forenklet: Har man f.eks. en luftfartsaktie i porteføljen, vil denne ved en stigende oliepris opleve et pres på indtjeningen, og aktiemarkedet vil sænke aktiekursen. Denne risiko vil man kunne opveje, eller hedge, ved at inkludere en olieproducent i porteføljen, hvis indtjening stiger, når olien bliver dyrere. Tilføres aktier til porte-

Figur 2 Optimering med øget antal aktier



Kilde: VAMA

føljen, der ikke er perfekt korreleret med porteføljen, vil risikoen målt ved standardafvigelsen, således kunne reduceres. Teorien siger, at den systematiske risiko bliver belønnet, hvorimod unødvendig usystematisk risiko (selskabsrisiko) ikke bliver belønnet. Diversifikation benævnes ofte af tilhængere af den effektive markedsteori som den eneste »free lunch«, man som aktieinvestor nogensinde vil få, fordi reduktionen af risiko ikke nødvendigvis medfører et lavere afkast.

Som det ses af Figur 2 øverst, falder risikoen kraftigt i starten, når antallet af aktier øges og er derefter aftagende og konvergerer mod den systematiske risiko eller markedsrisiko, som ikke kan bortdiversificeres. En veldiversificeret portefølje er ikke ensbetydende med nul risiko! Markedsrisikoen består, da man ikke kan fjerne volatilitet og usikkerhed fra makro-

økonomiske faktorer, der har indflydelse på alle aktier. En lavere systematisk risiko kan opnås ved f.eks. at gå fra en national til en global aktieportefølje, fordi de systematiske risikofaktorer ikke er korreleret med markedsrisikoen i andre lande. En fuldkommen diversificeret aktieportefølje vil derfor være perfekt korreleret med aktiemarkedet og have en beta-koefficient på 1,0. Porteføljen vil bevæge sig synkront med markedet. Har en aktieportefølje f.eks. en beta koefficient på 1,25 i forhold til f.eks. aktieindekset MSCI Verden, betyder det, at markedsrisikoen er 25% højere, og hvis standardafvigelsen i afkastet for MSCI Verden er på 16,3% p.a. (seneste 10 år), så vil porteføljen have en standardafvigelse i afkastet på 20,4%. Dette kan fortolkes på følgende måde: Forventes porteføljen at kunne præstere et afkast på 10%, så vil afkastet med 2/3 sandsynlighed ligge i intervallet (1 x standardafvigelse) -10,4% til flotte 30,4%.

Korrelationer er ikke stationære

En porteføljes standardafvigelse kan ikke stå alene, og opmærksomheden bør henledes på, at den bl.a. er baseret på historiske korrelationer mellem de forskellige aktier. Den bygger altså på en antagelse om, at historien gentager sig, hvilket i praksis sjældent er tilfældet. Det kan næppe formuleres bedre end nobelpristageren Merton Miller's kommentar til kollapsedet af Long Term Capital Management »In



a strict sense, there wasn't any risk – if the world had behaved as it did in the past«. Korrelationer er ikke stabile og stationære, men vil ændres over tid. Modsat korrelerede aktier kan pludselig blive perfekt korreleret, og derved mindskes effekten fra diversifikation.

Figur 3 illustrerer denne problematik. Grafen viser korrelationskoefficienten mellem den amerikanske fødevarereproducent General Mills og chip-producenten Intel. Umiddelbart er disse to typer virksomheder ikke-relaterede – fødevarer er en stabil forretning, hvorimod produktion og salg af chips er mere cyklisk i karakter. Intuitivt kunne man derfor formode, at de vil være ikke-korrelerede. Sidst i 1990'erne har de to aktier en positiv omend relativ svag korrelation – dvs. at de typisk bevæger sig i samme retning. IT-boblen bryder og den positive korrelation vendes nu til en svag negativ korrelation, hvilket indikerer, at det nu vil være en større diversifikationsgevinst ved at holde de to aktier end tidligere. Desuden er der i perioden 2000-2003 tillige en stigende spredning i afkastet mellem de to aktier, hvilket også øger effekten fra diversifikationen. Sidst i perioden svinger korrelationen tilbage i en svag positiv korrelation. For hele perioden er de to aktier ikke-korrelerede, men som grafen viser, er det ikke helt ligegyldigt, hvilken periode der vælges, når effekten af diversifikation skal måles!

Kriser ændrer alt

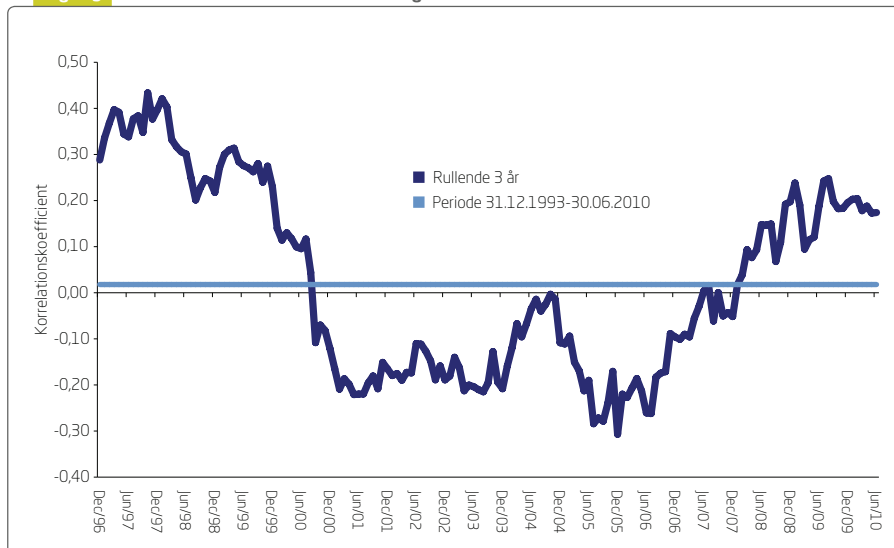
Under »Systemic Crises«, som vi oplevede under kreditkrisen, sættes en dominoeffekt i gang, og hele det finansielle system bliver ustabil, hvilket resulterer i, at det er svært at finde gemmesteder, da alle risikofyldte aktiver tenderer til at korrelerer – bevæge sig i samme retning - og derved smuldrer diversifikationseffekten. Der var nok mange, der gik ind i kreditkrisen med en aktieportefølje, der på papiret lå meget tæt op ad markedsindekset (beta tæt på 1), altså det, man kunne tro var en lavrisiko portefølje. Men diversifikation fjerner ikke al risiko! Når aktiemarkedet går i panik, og risikovilligheden er på nulpunktet, så stiger volatiliteten (kursudsvingene), alle løber mod exit og skal sælge ud af aktier, og når man ligger tæt op ad et benchmark, vil man opleve nøjagtig samme store kursfald som det generelle aktiemarked.

Er standardafvigelsen et godt mål for risiko?

Men er porteføljens standardafvigelse - udsving i afkast - overhovedet et godt mål for risiko? Principielt bør en langsigtet investor egentlig ikke bryde sig synderligt om de kortsigtede udsving, så længe der ikke er tale om permanent tab af kapital. Dette er jo blot et udtryk for Mr. Markets lune, hvor nogle aktier lovprises, og andre bliver slået kursmæssigt. Så længe man har en porte-

følge bestående af aktier, der handles til en stor rabat i forhold til den reelle værdi, er man godt beskyttet på lang sigt. Erfaringen og flere studier viser, at der er en tendens til, at prisfastsættelsen af aktier generelt er genstand for det, der kaldes »mean reversion« – hvilket vil sige, at prisfastsættelse af aktier på lang sigt tenderer til at bevæge sig mod det historiske gennemsnit – eller den reelle værdi. Aktier, der handles over den reelle værdi, vil give investorerne et afkast, der er utilstrækkeligt, og ikke kan kompensere for den underliggende risiko, hvorimod aktier, der handles til en rabat i forhold til den reelle værdi, vil give et afkast, der er højere end det risikjusterede afkastkrav. Det er godt at have meget risiko i porteføljen, når aktiemarkedet buldrer derudad under et økonomisk opsving, som vi oplevede det i 90'erne. Det er det, man kunne kalde positiv risiko. Den risiko, man imidlertid bør bryde sig for er »downside« risikoen, hvor man kan forvente store negative kursudsving, når det generelle aktiemarkedet falder. Har man en portefølje med en beta-koefficient under 1, vil man lide mindre skade under en nedtur. Omvendt vil man skulle give afkald på en del af kursstigningerne i et opadgående aktiemarked. Et godt langsigtet afkast skabes ved at minimere tabene i dårlige aktieår. For megen risiko fører til store tab, og det kan tage lang tid at reetablere formuen med de kommende års kursstigninger.

Figur 3 Korrelation mellem General Mills og Intel



Kilder: VAM beregninger baseret på Bloomberg data. Anm.: Månedlige observationer.

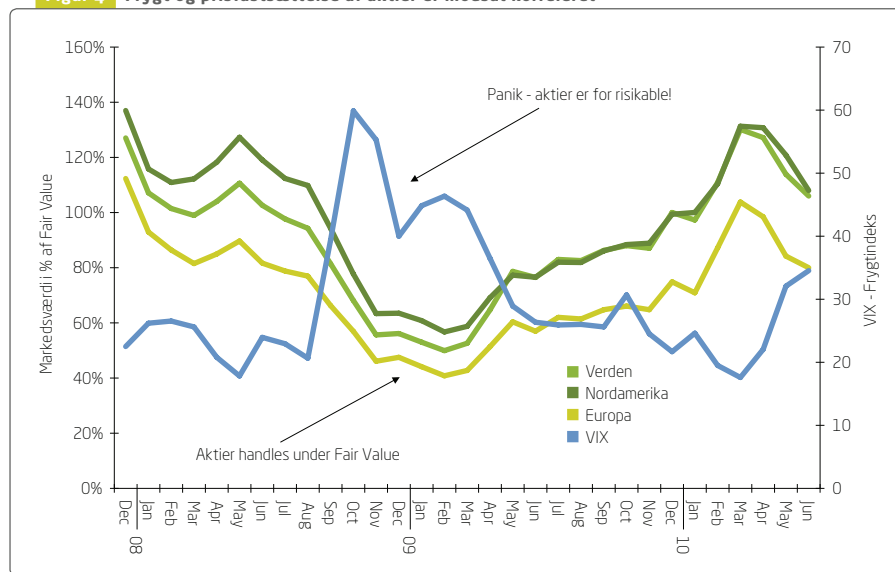
Hvor mange aktier er nok?

Hvor mange aktier, der skal til for at sikre en god diversifikation, er stadig genstand for livlig diskussion og debat i akademiske kredse. Der er ikke noget entydigt svar, eller konsensus, omkring det optimale antal aktier for, at en global aktieportefølje er veldiversificeret. Men ved en tilfældig udvælgelse vil omkring 30 aktier statistisk set kunne fjerne hovedparten af den selskabsspecifikke risiko. Gruppen af tilhængere af koncentrerede aktieporteføljer tæller mange prominente aktieinvestorer såsom den kendte økonom John Maynard Keynes og den succesfulde investor, og en af verdens rigeste mænd, Warren Buffett. De er naturligvis også for-

>>

>> talere for, at aktiemarkedet på den korte bane ikke altid er effektivt, og at det derfor er muligt at konstruere og sammensætte en portefølje bestående af undervurderede selskaber. Det kræver, at der bruges ressourcer på at analysere og afdække de operationelle og finansielle risici ved de enkelte investeringer frem for at skyde med spredehagl og mere eller mindre lemfældigt udvælge mange aktier – det man kunne kalde, at »læne« sig op ad et aktieindeks. Indeksering fremstår måske i manges øjne som den ultimative diversificering. Udover at man stadig har markedsrisikoen, skal opmærksomheden henledes på, at man som passiv indeksinvestor er »presset« til at allokere en stor portion af ens midler i overvurderede aktier og potentielt mindre i undervurderede aktier, hvilket er et resultat af konstruktionen af et aktieindeks, der overvejende er baseret på markedsværdi-vægtning. Er det logisk, at man for at reducere risikoen skal eje aktier i virksomheder, der er overvurderede? Næppe. Man behøver ikke eje hele aktiemarkedet for at opnå en lav risiko for en aktieportefølje, faktisk forholder det sig stik modsat. Har man de fornødne analyseværktøjer, evnen til fokusere og løsrive sig fra det generelle aktiemarked og ikke mindst den fornødne tid, vil man kunne opbygge en koncentreret portefølje med lav risiko. Warren Buffett har en meget klar holdning til brede aktieporteføljer og siger: »Wide diversification is only required when investors do not understand what they are doing«. Brede porteføljer er ikke uden risici, fordi der er indbygget element af ligestyldighed, som Warren Buffett hentyder til. Dette kræver en nærmere forklaring. Har man f.eks. en global aktieportefølje fordelt på lad os sige 150 aktier – en bred portefølje – så har man altså i gennemsnit 0.67% investeret i hver enkelt aktie. Hvorvidt den enkelte aktie klarer sig dårligt eller godt har samlet set ikke den store betydning. Der er ikke det store incitament til at eliminere de »dårlige« investeringer, fordi skulle en aktie falde med 50%, vil det jo kun medføre et tab på 0,33% af den samlede porteføljes værdi, og det er jo til at leve med, eller? I en mere koncentreret portefølje vil fejltagelser kunne følges, og fokus

Figur 4 Frygt og prisfastsættelse af aktier er modsat korreleret



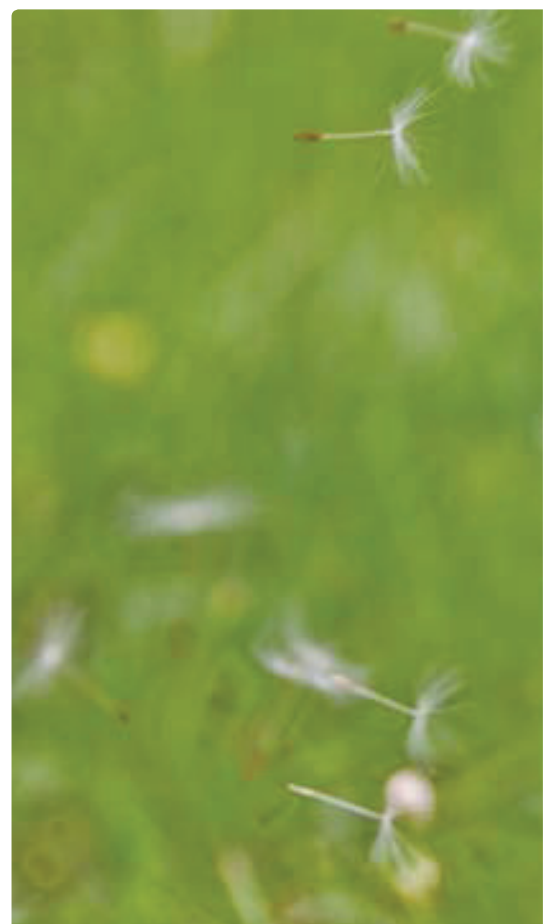
Kilde: VIXM beregninger og Bloomberg data.
 Anm.: Data er baseret på månedlige observationer. Fair value for aktiemarkedet er beregnet på basis af rapporterede regnskaber.

vil konstant være på at undgå disse ulykker. Omvendt bliver rigtige investeringsbeslutninger også belønnet, så det kan ses i det samlede afkast i en mere snæver portefølje. Med en meget bred portefølje vil der være en risiko for, at ikke alle selskaberne i porteføljen er lige godt analyseret og derfor, at man har overset nogle helt åbenlyse selskabsspecifikke risici.

At tage højde for det uforudsete

At ignorere forekomsten af utænkelige og ekstreme hændelser i porteføljekonstruktionen er nok den værste fejltagelse, man kan gøre. I investeringens verden gælder det altid om at være forberedt på det uventede, og vi er da også blevet overrasket en hel del igennem de sidste 23 år – Sorte Mandag oktober 1987, Asien krisen 1997-98, IT-boblen i marts 2000, 9/11 2001 og den nuværende kreditkrise 2007- 201? Men hvordan kan det overhovedet lade sig gøre at forberede sig på det uventede? I praksis er en optimeret diversifikation som beskrevet tidligere (læs lav standardafvigelse) i sig selv ingen garanti, men skal kobles til den eneste reelle beskyttelse mod det uventede (her tænkes kun i negative termer, altså ulykker), hvilket er en portefølje bestående af en række ikke-relaterede aktier (spredt inden for flere forskellige sektorer), der alle har en substantiel sikkerhedsmargin – handles til en stor rabat i

forhold til aktiekursen. Af samme grund kan, der i Foreningens porteføljer kun investeres i aktier, der som minimum kan erhverves til en rabat svarende til 35% af den beregnede Fair Value. Under kriser er den absolutte prisfastsættelse det eneste reelle holdepunkt. Og her er det paradoksalt, at når omverdenen er i allerhøjeste alarmberedskab, og har



bestemt sig for, at risikoen er høj, så harmonerer det pudsigt nok med, at aktiemarkedet ofte er billigt og set med en value investors øjne mindre risikofyldt, fordi det byder på mange investeringsmuligheder med en høj sikkerhedsmargin. Til illustration ses i Figur 4 prisfastsættelsen af det globale, nordamerikanske og europæiske aktiemarked (alle, eksklusive finansielle aktier) siden ultimo december 2007.

Når frygten går ind, går forstanden ud. Ingen vil røre aktier med en ildtang, selvom der allerede er indregnet meget dårligt i kurserne. OK indrømmet, set i bakspejlet er alting lettere. Beslutninger, der skal træffes midt i et blodrødt aktiemarked, er vanskelige for den menneskelige psyke, hvor de negative indtryk bliver ekstrapoleret, og fokus fjernes fra de reelle værdier.

Sammenfatning

Nogle kunne stå tilbage med den bitre fornemmelse, at diversifikation har slået fejl og ikke har ydet den beskyttelse, som man kunne have forventet. Diversifikationen har ikke

spillet fallit, men er ikke den sikre vej til succes og en »fejlfri« portefølje, såfremt en porteføljes risiko ensidigt vurderes på basis af statistiske nøgletal, der af natur er dynamiske og foranderlige. Det er derimod formålstjenligt at lægge mere vægt på den absolute prisfastsættelse. En høj rabat i forhold til Fair Value er altafgørende for minimering af tab ved investering i aktier og bør således indtage en central rolle i enhver porteføljekonstruktion. Graden af diversifikation bør vurderes ud fra spredningen inden for forskellige sektorer og på indtjeningsstabilitet i de enkelte selskaber. Se desuden concernregnskaber for Foreningens porteføljer for et totalt overblik over afkastpotentialet (sikkerhedsmargin) og allokering på risikokategorier baseret på indtjeningsstabilitet.

I ValueInvest Asset Management S.A. er vi tilhængere af koncentrerede aktieporteføljer, hvor bevidste til- og fravalg er baseret på høje krav til sikkerhedsmargin, og en god spredning på ikke-relaterede aktier og sektorer er hjørnestenen i porteføljekonstruktionen. P.t. er de globale porteføljer investeret

i 37-49 forskellige aktier fordelt på 18-23 industrigrupper, og det giver en gennemsnitlig vægtning på 2,0% - 2,7% i enkelte aktier. Den japanske afdeling er investeret i 25 aktier fordelt på 13 industrigrupper og har således gennemsnitligt investeret 4% i hver aktie. I selve porteføljekonstruktionen er der fastsat ufravigelige porteføljerestriktioner, der har til formål at fjerne risikoen for »overmod« og sikre, at porteføljen ikke havner i en situation, hvor en enkelt aktie kommer til at udgøre en for stor andel af den samlede portefølje, da loftet for investering i en enkelt aktie er sat til 7,5%. Desuden må den samlede vægt af aktier med en vægtning på 5% eller derover ikke udgøre mere end 40%. Det er fornuftige begrænsninger, der sikrer, at enkelt-investeringer ikke bliver en altødelæggende katastrofe, såfremt forventningerne til den pågældende investeringscase ikke holdt stik. For samtidig at reducere »downside« risikoen er der ligeledes et krav til, at alle aktieporteføljerne til enhver tid minimum skal have 2/3 af midlerne investeret i de tre mest indtjeningsstabile risikokategorier (A, B og C). En stor koncentration af indtjeningsstabile virksomheder, der producerer og sælger produkter/services, hvis efterspørgsel i mindre udstrækning er afhængig af konjunkturløbet, har en større grad af forudsigelighed og giver færre ubehagelige overraskelser, hvilket medfører lavere kursudsving. Dette er årsagen til, at alle Foreningens aktieporteføljer har en lavere standardafvigelse end de respektive aktiemarkeder målt ved hhv. MSCI Verden og MSCI Japan. Porteføljerne taber mindre, når det generelle aktiemarked falder, men samtidig opnås et godt afkast i et positivt aktiemarked, fordi porteføljerne er investeret i markant undervurderede selskaber.

Det langsigtede historiske afkast for samtlige af Foreningens porteføljer taler deres tydelige sprog: Lavere risiko og højere afkast end indeksene for MSCI Verden og MSCI Japan (historisk afkast er ingen garanti for fremtidigt afkast). Se desuden afkasttabeller under facts for de enkelte afdelinger. ■

De ønskes hermed en lang og varm sommer.



Det langsigtede historiske afkast for samtlige af Foreningens porteføljer taler deres tydelige sprog: lavere risiko og højere afkast end indeksene for MSCI Verden og MSCI Japan