

Viden frem for overdiversifikation

Gode resultater skabes gennem fravalg og en koncentreret portefølje af håndplukkede (aktivt tilvalgte) selskaber, hvori man har stor indsigt

➔ Det gyldne råd inden for investering er, at man ikke skal lægge alle æg i samme kurv, men i stedet sprede sine investeringer eller diversificere, som det også kaldes. I klassisk porteføljeteori er diversifikation en risikostyringsteknik, hvorved man sammensætter en portefølje af ikke-perfekt korrelerede aktier, der i samspil reducerer den statistiske risiko - udsving i afkastet - uden nødvendigvis at reducere porteføljens afkast. De hårdkogte

tilhængere af den effektive markedsteori kalder dette for den eneste "free lunch", man som aktieinvestor nogensinde vil få serveret.

Ifølge teorien bliver investorer kun betalt for den markedsmæssige risiko (systematiske risiko), der knytter sig til faktorer, der påvirker alle aktier, fordi den selskabsspecifikke (usystematiske risiko) kan bortdiversificeres. Den selskabsspecifikke risiko omfatter de begivenheder, som kan ramme et enkelt selskab og påvirker kursudviklingen uafhængigt af andre aktier. Den samlede risiko (volatilitet) kan reduceres ved at tilføje flere aktier til porteføljen op til et vist antal, hvorefter risikoen ikke reduceres væsentligt.

Der findes ikke et eksakt tal for det optimale antal aktier, men ved tilfældig udvælgelse vil

omkring 30 aktier statistisk set kunne fjerne hovedparten af den selskabsspecifikke risiko. Den ultimative diversificering er ganske enkelt at købe det samlede aktiemarked og derigennem opnå markedsafkastet. Men det er ikke ensbetydende med, at man ikke har en risiko.

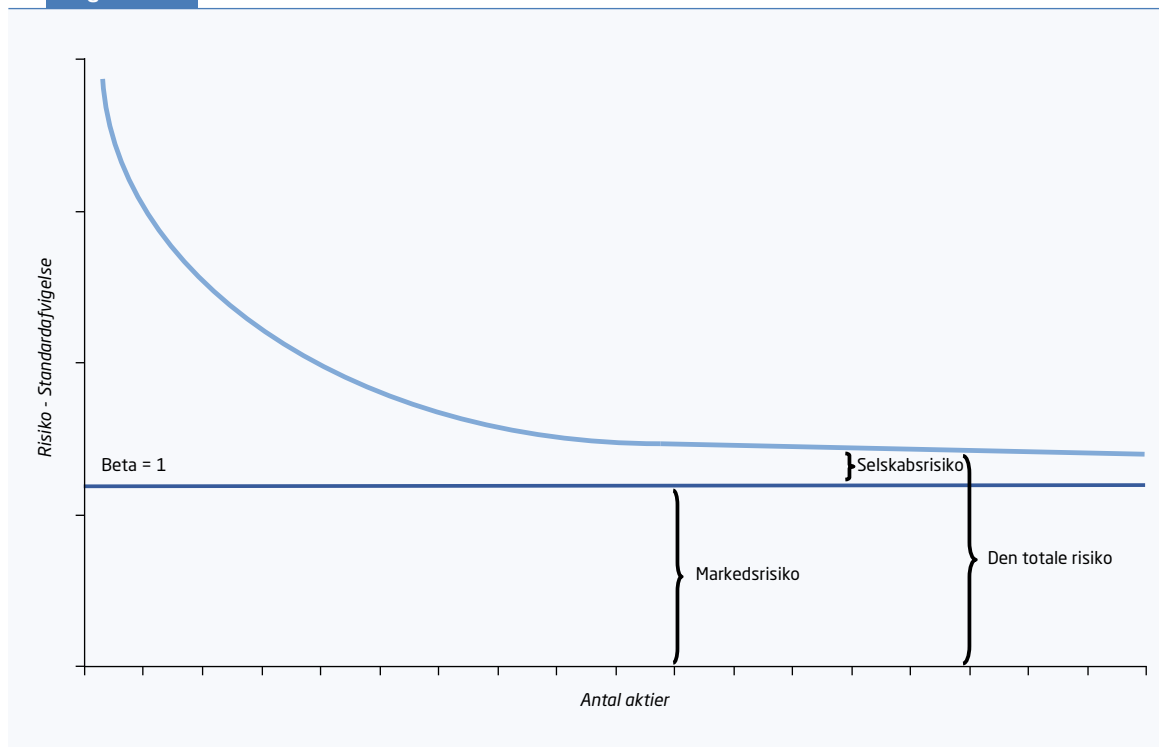
Stol ikke blindt på statistik

På papiret ser det elegant ud, at man ved at øge antallet af aktier i porteføljen kan reducere risikoen målt ved et tal, der angiver volatiliteten i afkastet. En lav volatilitet betyder statistisk set et forudsigeligt afkast, altså at risikoen er lav. Vi ved alle, at tal giver en magisk følelse af kontrol. Tal er en uomtvistelig kendsgerning og dermed fakta. Men en fejlfri portefølje opnås ikke ved ensidigt at vurdere risiko på basis af mekaniske risiko-

>>

Figur 1

Flere aktier = lavere risiko



>> analyser med udgangspunkt i historiske korrelationer, der af natur er dynamiske og notorisk ustabile.

Blandt traditionelle kapitalforvaltere er investeringsrammerne ofte centreret omkring statistiske risikomål som volatilitet og relativ afvigelse til et referenceindeks (Tracking Error). Derfor spiller de statistiske optimeringsmodeller og risikoanalyser i dag en fremtrædende rolle i porteføljeallokering. Problemet er imidlertid, at hvis man stoler blindt på modellerne, risikerer man en automatisering, der øger antallet af aktier i porteføljen i bestræbelserne på at reducere den statistiske risiko uden en nærmere granskning af kvaliteten af de enkelte investeringer. Porteføljevægtning bliver i højere grad et resultat af en tilfældig historisk korrelation. Denne fremgangsmåde reducerer ikke den reelle risiko og kan i værste tilfælde føre til en overdiversifikation.

Som valueinvestorer bekymrer vi os i ValueInvest mest om risikoen for at tabe penge, og det er vores opgave at forsøge at eliminere eller i det mindste minimere denne risiko, og

”

Når vi investerer i en aktie, køber vi en andel i en virksomheds fremtidige værdiskabelse. Det kræver en grundig vurdering af forretningsmodellen og indsigt i de konkurrencemæssige forhold, der er gældende i den industri, hvor virksomheden er beskæftiget.

her er det naturligvis altafgørende at vide, hvad vi foretager os. Vi skal ganske enkelt have et indgående kendskab til de virksomheder, vi har investeret penge i. Risikoen for at tabe penge undgås bedst ved investering i attraktive kvalitetsvirksomheder. Når vi investerer i en aktie, køber vi en andel i en virksomheds fremtidige værdiskabelse. Det kræver en grundig vurdering af forretningsmodellen og indsigt i de konkurrencemæssige forhold, der er gældende i den industri,

hvor virksomheden er beskæftiget, og om virksomheden har de nødvendige ressourcer til at fastholde eller eventuelt udvide deres konkurrencemæssige fordel. Vi baserer vores aktieudvælgelse og porteføljesammensætning på fremadrettet analyse af virksomhedernes evne til at skabe værdi fremfor at lægge al for megen vægt på bagud skuende statistiske korrelationer.

Koncentreret portefølje skærper fokus

Hos ValueInvest handler porteføljeoptimering om at sikre en god balance mellem fordelene ved diversificering uden at gå på kompromis med kravet om dybdegående analyse og forståelse af det enkelte selskab. Uden et grundigt og dybdegående analysearbejde risikerer man at blive fanget i en value trap; dvs. et selskab, der ser billigt ud, men hvis forretningsmodel er blevet udkonkurreret med faldende indtjeningskraft til følge, hvilket i sidste ende kan føre til et permanent tab. I vores modus operandi søger vi at skærpe fokus og sikre, at de bedste investeringer ikke udvandes, og derfor er antallet af aktier i de globale porteføljer relativt koncentreret. I øjeblikket har vi aktivt udvalgt 38 aktier, hvilket i

realiteten betyder, at vi har fravalgt ca. 1.500 selskaber i det globale investeringsunivers (markedsværdi lig med eller større end EUR 3,5 mia. eksklusive finans).

“Diversification is protection against ignorance. It makes little sense if you know what you are doing.”

– Warren Buffett

I den koncentrerede portefølje har alle investeringer betydning for afkastet, og det er derfor essentielt at opfange forhold, der kan ændre på forudsætningerne bag de enkelte investeringer og have indflydelse på den fundamentale værdi. Det sætter en øvre grænse for, hvor mange aktier vi kan have i porteføljen og stadig være velinformerede om selskabet og trends i industrien.

En anden fordel ved koncentration er, at det tvinger os til at fravælge og undgå at fylde porteføljen op med unødigt dødvægt. Med færre aktier sættes overliggeren højt, og der er kun plads til de allerbedste aktier; de, som vi vurderer har den bedste kombination af prisfastsættelse og fremtidig værdiskabelse. Det står i skærende kontrast til, at såkaldte aktive globale forvaltere kan have op mod 100 aktier i deres portefølje. Det kan kun betyde, at nogle af investeringerne ikke er stærkt overbevisende og kun er med for at reducere afvigelsen til et referenceindeks.

Den ultimative diversifikation er ikke uden risiko

Passive indeksfonde er populære, og mange investorer vælger indeksfonde frem for aktivt forvaltede produkter drevet af lavere omkostninger, men i lige så høj grad fordi mange automatisk sætter indeksbaseret investering lig med lav risiko (den ultimative diversifikation). Når noget bliver populært på de finansielle markeder, er det som regel altid en god ide at være ekstra kritisk. Og passiv investering i et indeks er absolut ikke en “no brainer” og uden risiko. Der er flere forhold, man aktivt bør forholde sig til, blandt andet

>>

”

Når noget bliver populært på de finansielle markeder, er det som regel altid en god ide at være ekstra kritisk. Og passiv investering i et indeks er absolut ikke en “no brainer” og uden risiko.



>> at vælge et indeks, der passer til ens risiko-profil, fordi man som bekendt ikke slipper af med markedsrisikoen. Ved at investere i en indeksfond kan man fjerne den relative risiko (reducere afvigelsen til markedsafkastet til nul), men den absolutte risiko eksisterer stadig. Hvis det underliggende aktiemarked, som fonden tracker, falder 20%, bliver man også 20% fattigere. Indeks giver ikke nødvendigvis den bedste kapitalbeskyttelse, når alle løber mod udgangen, og aktiemarkedene er blodrøde.

Der er et bredt udvalg af indeksfonde, hvor nogle er globale, andre regionale, eller også er de koncentreret på enkelte sektorer. Alle har forskellige karakteristika, der bør indgå i ens overvejelser. For passive indeksfonde gælder, at de kan indeholde uvelkomne skævheder og koncentrationsrisiko. F.eks. er de fleste indeksfonde baseret på et markedsværdiindeks, og på grund af dynamikken

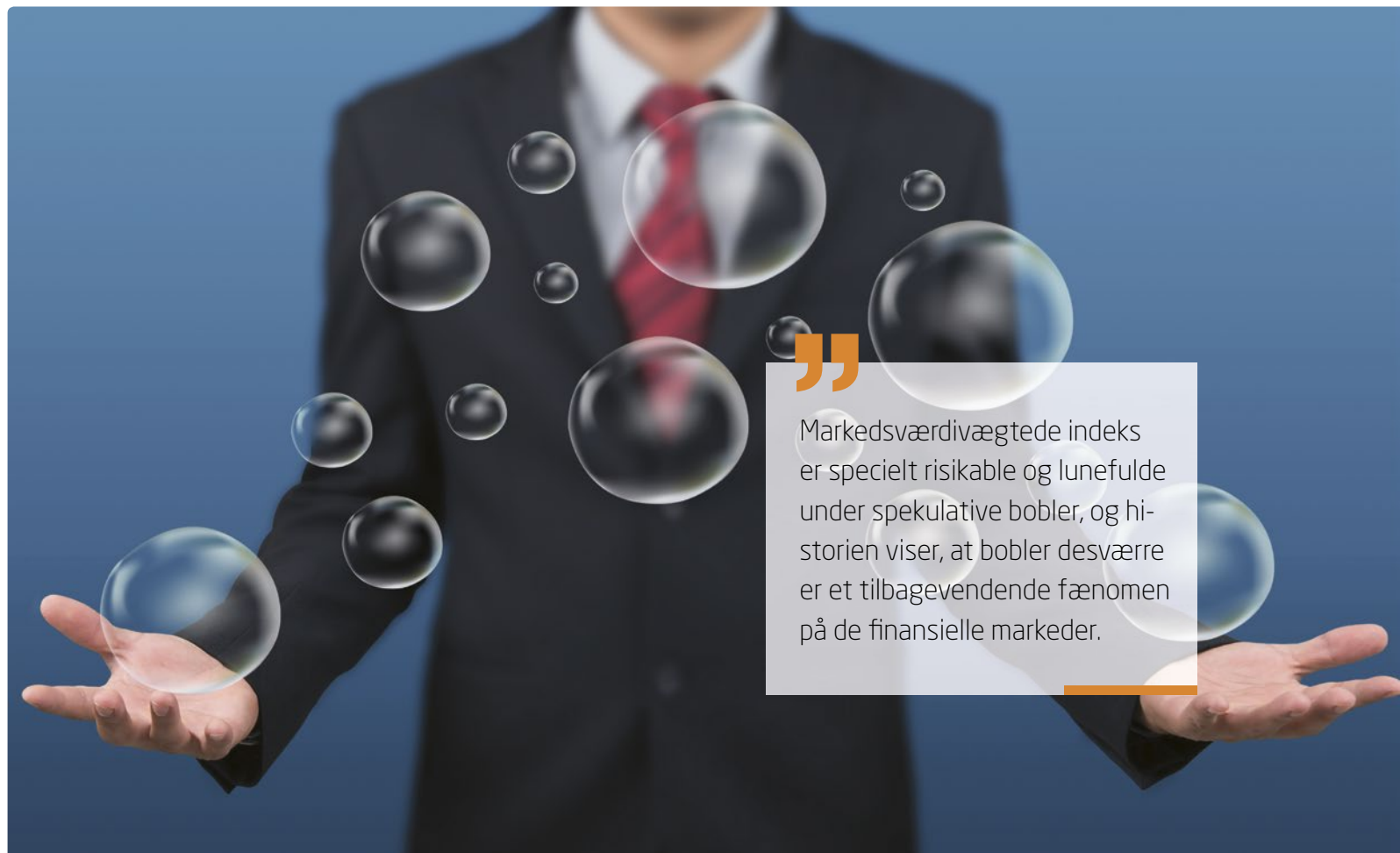
i det markedsværdivægtede indeks betyder det i realiteten, at man køber en høj koncentration af gårsdagens vindere; de aktier, der har slået det generelle marked, og de aktier, der har klaret sig dårligere, har fået en lavere vægtning.

Markedsværdivægtede indeks er specielt risikable og lunefulde under spekulative bobler, og historien viser, at bobler desværre er et tilbagevendende fænomen på de finansielle markeder. Bobler dannes ofte af den gode historie om et paradigmeskift og lovning om fantastiske fremtidige indtjeningsmuligheder, hvorved en gruppe af oppustede aktier kan komme til at udgøre en uforholdsmæssig stor andel af indekset, der er helt ude af trit med den fundamentale værdi. Nøjagtig som under 1990'ernes IT-hype, hvor internetæraen fik indtjeningsløse dot-com selskaber til at poppe op som svampe i en mørk skovbund og opnå svimlende markedsværdier. Det

bekymrede åbenbart ikke markedet, at mange af disse IT-selskaber kun havde konceptuel værdi. En investor, der valgte at investere i MSCI Verden i 1999, ville have knap 40% af sine midler koncentreret i IT-aktier. Vi ved alle i dag, at det ikke var et klogt valg. En valueinvestor med en fundamental tilgang til investeringer baseret på sunde økonomiske principper ville have undgået mange af ulykkerne i IT, men ville helt sikkert i årene op til at IT-boblen bristede være blevet mødt med hovedrysten og kritiseret for den relative underperformance. Det kræver tålmodighed og mod at gå mod strømmen.

Ekspansiv pengepolitik øger behovet for selektiv investeringsstrategi

I udgangspunktet mangler alle indeks en kvalitativ bedømmelse af pris og en vurdering af, om man bliver kompenseret tilstrækkeligt i forhold til de enkelte investeringers risikoprofil. I kølvandet på finanskrisen har de globale

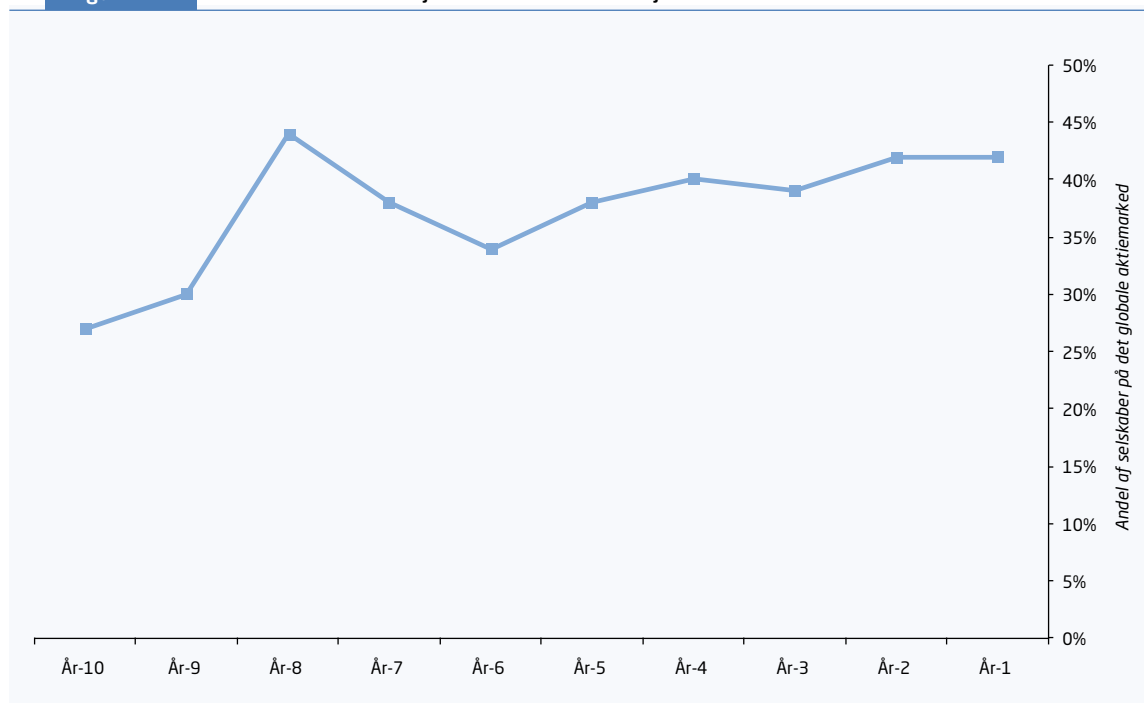


”

Markedsværdivægtede indeks er specielt risikable og lunefulde under spekulative bobler, og historien viser, at bobler desværre er et tilbagevendende fænomen på de finansielle markeder.

Figur 2

Andel af selskaber der tjener mindre end det risikjusterede afkastkrav



Kilde: Bloomberg data og beregninger foretaget af Valueinvest Asset Management S.A. ROIC Studie 2017 er baseret på 4.900 selskaber på udviklede globale aktiemarkeder eksklusiv finans. I økonomisk terminologi destruerer virksomheder værdi for ejerne når afkastet på den investerede kapital (ROIC) er mindre end det risikjusterede afkastkrav. Forrentning af den investerede kapital (ROIC) er i studiet beregnet med udgangspunkt i driftsresultatet og afkastkravet er baseret på VIAM's risikokategorisering ud fra den operationelle stabilitet på brancheniveau.

centralbankers massive pengeudpumpning haft samme effekt som det stigende tidevand, der løfter alle både og ukritisk har presset priserne op på investeringsaktiver lige fra vin og klassiske biler til aktier.

Den ekspansive pengepolitik har leveret det brændstof, der har holdt aktiemarkederne kørende i en støt stigende trend siden bunden efter finanskrisen i 2009. Resultatet har været flotte afkast til passive indeksinvestorer. Står vi så foran en ny boble? Med udgangspunkt i de nuværende kunstigt lave renter ser stort set alle risikofyldte aktiver billige ud - herunder også det globale aktiemarked. Der er derfor ekstra god grund til at være påpasselig, da de kunstigt lave renter medfører en misallokering af kapital og har, i jagten på et højere afkast, presset investorerne længere ud på risikokurven.

Risikoen er, at afkastet fra mere risikofyldte investeringer ikke er attraktivt under normale markedsforhold (læs normaliseret rente) – dvs. reelt set er overvurderet. At tilsidesætte at stressteste prisfastsættelse på de nuværende høje niveauer for aktiemarkederne og i stedet satse på, at det positive momentum

”

Står vi så foran en ny boble? Med udgangspunkt i de nuværende kunstigt lave renter ser stort set alle risikofyldte aktiver billige ud - herunder også det globale aktiemarked. Der er derfor ekstra god grund til at være påpasselig.

fortsætter, kan vise sig at være en stor fejltagelse. Det er tid til at være mere selektiv.

Aktiv forvaltning dur, men kun i koncentreret form

De passive indeksfonde og ETF'er fortsætter med at vinde frem på bekostning af aktivt forvaltede fonde. At den gennemsnitlige aktiekapitalforvalter generelt ikke kan slå markedet kommer ikke som nogen overraskelse og skyldes overdreven fokus på statistiske nøgletal, der fører til en overdiversifikation – dvs., at man læner sig tæt op ad et indeks. Det eneste sikre resultat af over-

diversifikation er et gennemsnitligt afkast.

Et gennemsnitligt afkast betyder, at afkast efter omkostninger er lavere end det, den passive indeksfond har leveret.

Men ikke alle aktive kapitalforvaltere er skabt lige. Det er i flere studier dokumenteret, at aktive forvaltere med koncentrerede porteføljer har de bedste forudsætninger for at levere attraktive afkast og slå det generelle aktiemarked.

Det, som det globale aktiemarked tilbyder, er en pose blandede bolcher, hvor det kun er et mindretal af selskaberne, der over tid kan skabe stor værdi til sine ejere. Det er derfor kritisk, at man vælger sine investeringer med omhu, fordi det samlede aktiemarked består af en masse gennemsnitlige virksomheder, der ikke har de bedste forudsætninger for at skabe værdi på den lange bane. En stor andel af de børsnoterede selskaber skaber ikke konsistent værdi. Sidste år var det 42% af de globale selskaber, hvor afkastet på den investerede kapital har givet et lavere afkast end det risikjusterede afkastkrav. De har med andre ord i økonomiske termer destrueret ejernes værdi (jf. figur 2).

>>

» Der er stadig støj og lommer af ineffektivitet i aktiemarkedet, vi som fundamentale aktieplukkere kan udnytte, samtidig med at vi styrer uden om spekulative bobler, der, når de brister, udløser massive kurstab.

”

I ValueInvest satser vi på at sammensætte en relativt koncentreret portefølje af håndplukkede kvalitetsselskaber med et stort potentiale for værdiskabelse, der er erhvervet til en betydelig rabat i forhold til vores estimerede fundamentale værdi.

Vi ser risiko som et absolut begreb, der bedst vurderes ud fra robustheden i porteføljeselskabernes indtjeningskraft, der relaterer sig til forretningsmodellens bæredygtighed og konkurrencemæssige fordele. Når alt kommer til alt, er det virksomhedernes indtjenings-evne og pengestrøm, der på den lange bane driver aktiekursen og skaber værdi for aktionærerne.

I den traditionelle finansielle verden er volatilitet (kursudsving) lig med risiko. Vi sætter volatilitet lig med muligheder. Store kursudsving er blot et udtryk for, at aktiemarkedet i øjeblikket er usikker på den korrekte pris for en aktie. Det kan vi udnytte ved at tage udgangspunkt i den fundamentale værdi.

De langsigtede historiske afkast for de globale og den japanske afdeling er et tydeligt bevis for, at aktiv forvaltning i koncentreret

form - med fokus på kvalitet - betaler sig. Siden etablering af Foreningen har alle afdelinger efter omkostninger leveret et attraktivt afkast, der ligger over de tilsvarende referenceindeks. Afkastet er et resultat af en lav downside risiko. Faktisk har afdelingerne kun tabt ca. det halve i de perioder, hvor aktiemarkederne er faldet (se desuden afsnit for de enkelte afdelinger). Bemærk, at det historiske afkast ikke er en garanti for fremtidigt afkast. ●

