



# Slaver af kortsynethed

Lader vi os lokke til at tænke kortsigtet?

Artikel af ValueInvest Asset Management S.A.

**AKTIERNE OMSÆTTES HURTIGERE OG HURTIGERE. BÅDE INVESTORERNE OG VIRKSOMHEDERNES LEDELSER ER BLEVET MERE OPTAGET AF DE KORTSIGTEDE GEVINSTER. MEN SOM HOVEDREGEL KOMMER DE STØRSTE AFKAST TIL DEN TÅLMODIGE INVESTOR, DER TØR TÆNKE LANGT.**

Nogle gange bliver fristelsen for stor, og vi vælger at tænke kort, når vi investerer, for at score en hurtig gevinst. Men som regel er det en dum strategi. Det er blevet mere og mere vigtigt at tænke langt i en kortsigtet verden. Spekulanterne, der kun arbejder på den korte bane, bliver taberne i det lange løb.

## Den menneskelige natur

Kortsynethed er en del af den menneskelige natur. De fleste foretrækker at leve i nuet, og de oplever at nutiden er mere værdifuld

end fremtiden. Fremtiden er diffus og fjern. Mange foretrækker beslutninger, der giver tilfredsstillelse her og nu, og færre vælger løsninger der giver afsavn på kort sigt, men store gevinster på langt sigt. Vi lever i et samfund, hvor alting skal gå hurtigt, og hvor tålmodighed er lig med manglende dynamik og indbegrebet af stilstand. Alle vil gerne være rige hurtigst muligt, og hvis vi kan blive det ved kortsigtet spekulation fremfor møjsommeligt arbejde over årtier er det let, at lade sig lokke.

Derfor er det netop også håbet om hurtig rigdom, der har været drivkraften bag de spekulative bobler, der med jævne mellemrum har poppet op på de finansielle markeder.

Vores hang til kortsynede beslutninger bliver også med stor succes udnyttet kommercielt, og det har skabt basis for milliardforretninger. Hvis en person f.eks. har besluttet at tabe sig, kan det måske være svært for vedkommende, at modstå producenternes lokkende tilbud om færdigpakket slankepulver, der

lover hurtigt vægttab i løbet af få uger. Men slankepulver er i sig selv ikke en garanti for varigt vægttab, og inderst inde ved de fleste godt, at et sundt og varigt vægttab bedst opnås ved at omlægge kostvaner i kombination med mere motion. Med andre ord: Hårdt arbejde.

Kortsynethed præger alle dele af samfundet - forbrugere, investorer, virksomhedsledere, politikere. Årsagen til den økonomiske krise er i høj grad et produkt af denne fremherskende tendens, hvor beslutninger træffes for at opnå hurtig tilfredsstillelse på bekostning af fremtidig velstand. »No pain, no gain« er gået i glemmebogen.

Folkevalgte politikere i det offentlige rum bliver let ofre for kortsynethed, og de har nemmere ved, at fravælge langsigtede strukturelle initiativer og lettere ved, at gribe til kortsigtede løsninger, som kan fastholde vælgernes stemmer frem til næste valg. Eksempelvis er den tyngende gældsbyrde og de stigende pensionsforpligtelser i de aldrende udviklede lande et godt udtryk for, at politikerne har tilladt et overforbrug til gavn for de nuværende generationer (vælgernes). De har udskudt beslutningen om at løse problemet, og dermed har de i for ringe omfang sikret de kommende generationers velfærd. Kun de politikere, der tør tænke langsigtet og gennemføre nødvendige strukturelle ændringer, kan rette op på de nuværende ubalancer og skabe grobund for fremtidig økonomisk vækst.

### Seddelpressen kører for fuld damp

Der skal ikke herske tvivl om, at centralbankernes aggressive udpumpning af likviditet under finanskrisen fik afværget en nedsmeltning af det finansielle system og en økonomisk depression. Men det kan diskuteres, om det er hensigtsmæssigt, at centralbankerne fortsat lader seddelpressen køre for fuld damp og holder renterne kunstigt lave. For billig og rigelig likviditet øger lysten til spekulation og kortsigtede investeringer, der risikerer at kapitalen søger til de forkerte steder med risiko for, at »syge« finansielle instituti-

oner og virksomheder holdes kunstigt i live. Overdrevent kortsyn er for det meste ikke gavnligt på lang sigt, og specielt ikke, når det drejer sig om investering. Spekulation vil altid være et nulsums spil og bør ikke forveksles med investering, der er en langsigtet disciplin, der har til formål at bevare købekraften og øge formuen på lang sigt. For den tålmodige investor er den gode nyhed, at der i et spekulativt marked, hvor alle kun fokuserer på det næste kvartal, er tendens til, at de attraktive langsigtede investeringsmuligheder bliver overset.

### Aktier omsættes hurtigere og hurtigere

Den historiske trend i handelsvolumen for børsnoterede aktier i USA indikerer, at investorenes tålmodighed er styrtdykket, og at kortsigtet spekulation har fortrængt langsigtet investering. Grafen nedenfor er baseret på omsætningstal for børsnoterede aktier på New York Stock Exchange og viser, at den gennemsnitlige ejertid i 1960 lå på 8 år, hvilket kunne tyde på, at »buy and hold« dengang var den fremherskende strategi. Siden 1960 er ejertiden faldet støt, og i 2000 er den nede på blot 14 måneder. I perioden fra 2000 og frem til 2012 har investorerne gennemsnitligt holdt aktierne i 10 måneder.

Det er ikke kun et amerikansk fænomen, at investorer holder deres aktier i kortere og kortere tid. Det er en generel tendens, der kan observeres på de fleste større aktiemarkeder. Køb aktier og hav tålmodighed, og behold aktierne over flere år er ikke længere norma-

len. Det har længe været tydeligt, at investorerne generelt holder aktierne i kortere og kortere tid. Hvor ejertiden tidligere kunne tælles i år, kan den nu tælles i blot måneder, hvilket betyder, at nogle investorer holder aktier i kortere tid end et fuldt regnskabsår. Fra at eje aktier kan man fristes til at konkludere, at nutidens investorer *lejer* aktier uden at bekymre sig for det langsigtede potentiale.

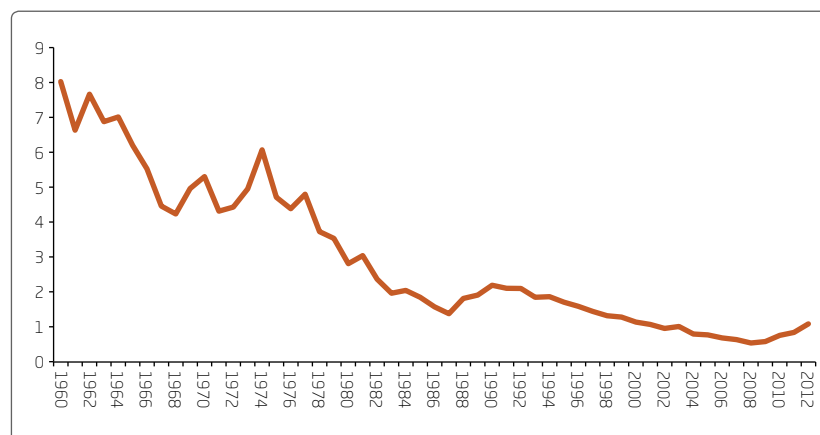
Der er mange forhold, som i samspil har trukket aktiemarkedet i retning af en mere spekulativ adfærd, hvor aktier kun holdes i få måneder - og for nogle strategier kun i sekunder. Det er tankevækkende, at det kortsigtede handelsomfang på aktiemarkeder kan være så højt, når langt størstedelen af de midler, der er investeret på aktiemarkedene via f.eks. investeringsforeninger, hedgefonde, pensionskasser, faktisk er investeret på vegne af opsparere med en langsigtet investeringshorisont, primært midler der er øremærket til pension.

### Investorenes sammensætning er ændret dramatisk

I sin bog fra 2012 »The Clash of the Cultures« konkluderer den nu 84-årige John C. Bogle (grundlægger af Vanguard Group) baseret på 60 års investeringserfaring, at sammensætningen af investorer på aktiemarkedet har spillet en væsentlig rolle for den kortsynethed, der har vundet mere og mere frem. I 1945 ejede de institutionelle investorer kun 8 procent af det amerikanske aktiemarked, og de resterende 92 procent

>>

Gennemsnitlig ejertid i år for aktier på New York Stock Exchange (NYSE)



Kilde: Valueinvest Asset Management beregninger baseret på data fra NYSE.

» var parkeret hos en gruppe af opsparere med generelt langsigtede investeringsmotive.

I dag ejer de institutionelle investorer omkring 70 procent af det amerikanske aktiemarked. Eller sagt på en anden måde: Tidligere ejede opsparerne aktierne direkte, men i dag ejes de indirekte via forsikrings-selskaber, investeringsforeninger og pensionskasser, der forvaltes af professionelle investeringsfolk. Den udvikling har naturligvis givet de enkelte opsparere adgang til en bedre spredning af deres investeringer, men indirekte ejerskab rummer desværre også potentielle interessekonflikter. F.eks. kan porteføljeforvalteren være drevet af en mere kortsigtet målopfyldelse, der ikke harmonerer med investorernes tidshorisont. Portefølje-forvalteren har måske en del af aflønningen koblet til et kortsigtet afkastmål, og for at nå dette, satser forvalteren på mere spekulative investeringer, der kan være i strid med den overordnede målsætning for porteføljen.

Porteføljeforvaltere kan føle et stort pres for at handle, for at bevise, at de skam arbejder hårdt for deres kunder og træffer mange beslutninger. Beslutninger viser handlekraft! Porteføljeforvaltere kan også risikere at miste deres job, hvis det kortsigtede afkast skuffer, hvilket også kan føre til et højere handelsniveau i jagten på hurtige gevinster. Aktivt forvaltede aktiebaserede investeringsforeninger i USA har en omsætningshastighed, der svarer til, at hele porteføljen omsættes i løbet af et år (gennemsnitlig omsætning 96 % ifølge John C. Bogle »The Clash of the Cultures«). I ValueInvest Asset Management er vi meget opmærksomme på den problemstilling, og vi har derfor opbygget en kultur, der er baseret på et langsigtet investeringsfokus.

### Vi er programmeret til at reagere på nyheder

Den højere omsætningshastighed på aktiemarkederne kan også tilskrives den teknologiske udvikling med lettere adgang til flere og hurtigere informationer. Men måske har nyhedsstrømmen i virkeligheden taget overhånd. Vi bliver dagligt bombarderet med

'breaking news' fra diverse nyhedsmedier, og de finansielle nyheder på TV har udviklet sig til en ren underholdningsindustri.

## VI BEFINDER OS MIDT I ET SANDT STØJHELVEDE, DER FJERNER FOKUS FRA FORDYBELSE OG INDSIGT.

Vi bliver i stedet stimuleret til at reagere på impuls fra ofte ligegyldige nyheder. Flere nyheder giver højere omsætning i jagten på, at være på forkant med markedet.

### Hedgefonde

Udbredelsen af hedgefonde har også øget omsætningen af aktier. Hedgefonde har haft en voldsom vækst ikke mindst, fordi den form for forvaltning er en særdeles lukrativ indtjeningskilde for den finansielle industri. Hedgefonde er relativt uregulerede investerings-selskaber, der primært er rettet mod velhavende investorer og pensionskasser. Disse fonde har været spydspids for indførelse af mere aggressive og gearede kvantitative investeringsstrategier med en høj omsætnings-hastighed.

Aktivist hedgefonde er en anden type, der satser på koncentrerede investeringer og bruger deres kapital til at købe indflydelse i sårbare virksomheder. Dermed håber de at kunne presse kursen op ved at ændre forretningsstrategien, gennemtvinge en opsplittning af selskabet, eller frasalge med et eneste formål: At hæve aktiekursen, hvorefter hedgefonden sælger og i øvrigt ikke bekymrer sig yderligere om virksomhedens fremtid - og de tilbageværende aktionærer. Nogle hævder, at disse hedgefonde ikke er kortsigtede skurke men derimod er med til at lægge pres på virksomheder og sikre en vis disciplin i virksomhedens placering af kapital.

### High Frequency Trading

High Frequency Trading (HFT) er i princippet kunsten, at tjene penge på aktier uden reelt selv at eje aktier. Ved hjælp af kraftfulde

computere og komplicerede algoritmer gennemføres handler med lynets hast og ejertiden kan måles i blot sekunder. Hastighed og computer-kraft er her afgørende for, at kunne udnytte »mispricing« der kun eksisterer i få sekunder. Det mest positive, der kan siges om HFT er, at det tilfører likviditet i markedet og er med til, at sænke transaktionsomkostningerne. Imidlertid kan HFT føre til øget volatilitet, og så er der også risikoen for såkaldte »Flash crash« (dramatiske kursfald i løbet af ganske kort tid).

### Et løssluppet kasino

Investorernes hektiske jagt på kortsigtede gevinster kan til tider få aktiemarkedet til at minde om et løssluppet kasino, hvor markedets fornemste og vigtigste funktioner desværre er gledet lidt i baggrunden. Et velfungerende marked tilskynder nemlig en effektiv allokering af kapital og giver de opsparende mulighed for at koble deres opsparing til virksomhedernes værdiskabelse. Det kan på længere sigt øge værdien af virksomheden og dermed også øge opsparerens formue.

Investering i aktier er derfor et vigtigt instrument, hvis man vil sikre sig nok penge til at kunne nyde en behagelig pensionstilværelse eller til sine børns uddannelse. I modsætning til investering i obligationer beskytter aktier på lang sigt langt bedre mod udhuling af købekraft fra inflation. Desuden får man som aktieinvestor også andel i potentialet fra den udvikling og innovation, der er grundpillen for øget velstand i samfundet og en grundforudsætning for vækst.

### Kvartalskapitalisme

Investorernes stadig kortere investeringshorisont har haft en afsmittende indflydelse på den måde, som de børsnoterede virksomheder bliver drevet på. Shareholder value er et begreb, der vandt indpas i 1980'ernes virksomhedsledelse, og det blev indført for at sikre, at ledelsen og bestyrelsen på bedste vis varetager ejernes interesse. Uden et overordnet finansielt mål som shareholder value var frygten, at virksomhedsledelsen kom på afveje og udnyttede virksomhedens ressour-

cer til at berige sig selv på bekostning af selskabets ejere.

Shareholder value-paradigmet siger, at en virksomheds fornemste opgave er at skabe størst mulig værdi, dvs. at øge aktiekursen til sine ejere, og set med de utålmodige investorer øjne, gerne på kort sigt. Der er en udbredt tendens til, at maksimering af shareholder value har givet virksomhedsledelsen et incitament til at tænke kort. De fokuserer med andre ord overdrevent på forventningerne i aktiemarkedet og forsøger at tilfredsstille de forventninger for at løfte aktiekursen på kort sigt. Der er opstået en sand besættelse hos investorer og analytikere, når det gælder fokus på kvartalsregnskaber, og mange børsnoterede virksomheder bruger uanede ressourcer på, at kommunikere og guide de ivrige aktieanalytikere og investorer om selskabets kvartalsvise udvikling. Kvartalsregnskaber, der ikke rammer forventningerne, bliver prompte straffet, og det resulterer i større kursfald. Det gælder om at undgå skuffelser, og virksomhederne bruger megen kreativitet på at styre og påvirke indtjeningsforventningerne i aktiemarkedet.

At overdreven fokus på den kvartalsvise udvikling - man kunne kalde det kvartalskapitalisme - er fremherskende, understøttes af flere analyser. Resultatet af en akademisk undersøgelse fra 2004 (The Economic Implications of Corporate Financial Reporting) viste, at et flertal af adspurgte virksomheds-

ledere ikke ville investere i et rentabelt langsigtet projekt, hvis det betød, at selskabet ikke ville nå konsensusforventningerne til indtjeningen for indeværende kvartal. Det er lidt skræmmende ikke mindst fordi værdien af en virksomhed i realiteten er afhængig af den langsigtede indtjening, og ikke blot indtjeningen for et enkelt kvartal.

## DET ER GANSKE TYDELIGT, AT ET KORTSIGTET FORVENTNINGSPRES KAN PÅVIRKE VIRKSOMHEDERNES RISIKOVILLIGHED OG INVESTERINGSLYST I EN UHELDIG RETNING.

En undersøgelse fra 2013 (Corporate Investment and Stock Market Listing: A Puzzle?) viser, at børsnoterede selskaber investerer betydeligt mindre end private virksomheder, og at de er mindre åbne over for nye investeringsmuligheder. Kortsyn kan føre til destruktion af velstand, bl.a. fordi investeringer i langsigtede nødvendige projekter, der kunne fastholde virksomhedens konkurrencedygtighed, ikke gennemføres.

At forfølge kortsigtede forretningsstrategier skaber ikke nødvendigvis varig værdi. Ved f.eks. at skære i omkostningerne til reklame og forskning, kan man opnå en positiv kortsigtet effekt på aktiekursen, fordi aktiemar-

kedet konkluderer, at lavere omkostninger betyder højere indtjening. Derimod tager det længere tid for aktiemarkedet, at forudsige eventuelle negative langsigtede konsekvenser af de manglende investeringer. Dermed er den effektive markedsteori så at sige sat ud af kraft, fordi den teori forudsætter, at al information reflekteres rationelt i aktiekurserne.

Ved maksimering af shareholder value og baseret på en snæver fokusering på aktiekursen og den kvartalsvise indtjening per aktie (EPS), kan en virksomhed i værste fald skade sin langsigtede værdiskabelse. En af fortællerne for shareholder value tankegangen, den tidligere direktør for General Electric, Jack Welch, (i perioden 1981 til 2001), har i et interview med Financial Times i 2009 erkendt, at shareholder value som strategi ikke er ideel. Han sagde bl.a.: »On the face of it, shareholder value is the dumbest idea in the world«. Faktum er, at aktionærernes interesser er tæt forbundet med virksomhedens øvrige interessenter såsom de ansatte, kunderne, leverandører og det offentlige, der alle har indflydelse og indvirkning på virksomhedens værdiskabelse. Hvis virksomheden opfører sig fornuftigt overfor alle interessenterne, så vil det også på sigt blive afspejlet i værdien af selskabet, og dermed vil ejerne blive belønnet.

### Spekulanter taber på lang sigt

På den lange bane kæmper de kortsigtede spekulanter forgæves. Deres strategi er at forudsige eller gætte, hvilken pris aktiemarkedet vil betale for indtjeningen i den kommende periode for derefter at udnytte denne »indsigt« til at score en gevinst. På kort sigt er der meget støj i aktiemarkedet, og der kan opstå markante udsving i den pris, som markedet er villig til at betale for indtjeningen (P/E - kurs i forhold til indtjeningen). Det kan skyldes enten overoptimistiske og urealistiske forventninger, der driver prisfastsættelsen op. Eller også er stemningen kulsort, hvor ingen tror på, at der er en fremtid i morgen hvilket medfører, at den pris, som aktiemarkedet er villig til at betale for indtjeningen,

>>



## Historisk afkast for amerikanske aktier (annualiseret)

	1970-1979	1980-1989	1990-1999	2000-2012	1970-2012
Spekulativt afkast - ændring i P/E	-7,5%	7,7%	6,9%	-4,4%	0,1%
Indtjeningsvækst	9,9%	4,4%	7,7%	4,6%	6,5%
<b>Kurstigning</b>	<b>1,7%</b>	<b>12,5%</b>	<b>15,1%</b>	<b>0,0%</b>	<b>6,6%</b>
Afkast fra udbytte	4,2%	4,1%	2,4%	1,9%	3,0%
<b>Afkast totalt</b>	<b>5,9%</b>	<b>17,1%</b>	<b>17,9%</b>	<b>1,8%</b>	<b>9,8%</b>
P/E start	15,8	7,3	15,2	29,7	15,8
P/E slut	7,3	15,2	29,7	16,4	16,4

Kilde: ValueInvest Asset Management beregninger baseret på Shiller data - [www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm](http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm). Afkast er beregnet geometrisk og i USD.

>> rasler ned. Men på lang sigt fungerer aktiemarkedet imidlertid upåklageligt, og kursen vil afspejle den fundamentale værdi af et selskab.

**»In the short term, the stock market behaves like a voting machine, but in the long term it acts like a weighing machine«**

**Benjamin Graham** (anses som faderen til value investeringstankegangen)

Igennem de seneste 113 år har det amerikanske aktiemarked givet investorerne et årligt afkast på 9,4 procent før inflation. Det har næsten udelukkende været drevet af indtjeningsvækst og udbytte, og kun i ringe omfang fra ændring i prisfastsættelsen (højere P/E). Siden 1900 er indtjeningen i de amerikanske virksomheder steget med 4,7 procent årligt og udbytte har bidraget med 4,3 procent til det årlige afkast.

### Historisk afkast for amerikanske aktier

Det spekulative afkast, der stammer fra ændringer i prisfastsættelsen, højere eller lavere P/E, kan i enkelte perioder have en stor indflydelse på det samlede afkast. I tabellen ovenfor har vi dekomponeret det årlige afkast for det amerikanske aktiemarked i perioden 1970-2012 i tre dele - spekulativt afkast, indtjeningsvækst og udbytte. Det gennemgående træk er, at indtjeningsvækst og udbytte altid har spillet en væsentlig rolle for det totale afkast. Men med jævne mellemrum svinger stemningspendulet på aktiemarkedet mellem multipel ekspansion (højere P/E) og kontraktion (lavere P/E). Eksempelvis blev P/E-multiplen halveret i 1970'ernes for så igen at stige i 1980'erne og slutte på startniveauet for 1970'erne. I både 1980'erne og 1990'erne var det sam-

lede afkast i stor udstrækning drevet af en ekspansion i P/E multipl. I 1990'erne, hvor IT boblen blev født, gav den teknologiske udvikling indtryk af at rumme et nærmest uudtømmeligt indtjeningspotentiale. Det førte til en voldsom stigning i den pris, som investorerne var villige til at betale for indtjening (P/E). P/E-multiplen blev næsten fordoblet i 1990'erne og steg fra 15,2 til 29,7 gange indtjeningen i håb om, at de langsigtede indtjeningsforventninger kunne indfries. Den årlige kurstigning (eksklusiv afkast fra udbytte) lå i 1990'erne på 15,1 procent og var næsten ligeligt fordelt mellem bidrag fra indtjeningsvækst og spekulativt afkast.

Afkastet fra udbytte var i 1990'erne lavt og udgjorde kun 13 procent af det totale afkast. Det er betydeligt lavere end det historiske gennemsnit, hvor næsten halvdelen af afkastet kommer fra udbytte. I de første 13 år i det nye årtusinde var afkastet hæmmet af en faldende P/E, og desuden var bidraget fra udbyttet historisk lavt, men udgjorde hele afkastet for perioden.

For hele perioden (1970-2012) har ændring i prisfastsættelse af det amerikanske aktiemarked kun haft en marginal betydning med et årligt spekulativt afkast på 0,1 procent sat i forhold til et totalt afkast på 9,8 procent. Det er de fundamentale faktorer som udbytte og indtjeningsvækst, der er basis for det langsigtede afkast.

### Langsigtet investeringsstrategi

#### - en konkurrencemæssig fordel

Investorerens besættelse af kortsigtet performance har medført, at en stor gruppe af dem bruger mange ressourcer på at opnå

en kortsigtet edge (estimere næste kvartals indtjening) i jagten på hurtige gevinster. Det resulterer i en stor udskiftning (omsætning) af aktier, hvilket ofte fører til en forkert prisfastsættelse i forhold til en virksomheds reelle værdi. Det skaber attraktive muligheder for den tålmodige investor, der kan modstå presset og tænke i år frem for måneder. I et kortsigtet investeringsmiljø bliver det en konkurrencemæssig fordel at have en langsigtet investeringsproces. I ValueInvest Asset Management har vi opbygget en disciplineret investeringsproces, der er baseret på langsigtet værdiskabelse med fokus på investering i langtidsholdbare kvalitetsselskaber. I gennemsnit holder vi aktierne i mindst 5 år, og vores analysearbejde er ikke rettet mod at gætte næste kvartalsindtjening og spille med i aktiemarkedets forventnings-lotteri. Derimod bruger vi de fleste af vores ressourcer på, at få indsigt i virksomhedernes forretningsmodeller og langsigtede værdiskabelse. Værdiskabelsen afhænger af selskabets evne til at forrente kapitalen og skabe vækst. Et andet vigtigt element i investeringsprocessen er, at vi afsætter tid til fordybelse og refleksion for at stimulere en langsigtet tankegang. Vi ønsker at løsrive os fra det daglige bombardement af unødigt støj og informationer, der ikke har relevans for langsigtet investering.

Det er også vores opfattelse, at en for snæver kortsigtet »shareholder value«-fokusering ikke er et godt udgangspunkt for at skabe værdi. Vi mener klart, at et bredere perspektiv er påkrævet. Hvis virksomheden agerer ansvarligt overfor alle interessenter - dvs. forbrugerne, aktionærene, medarbejderne og det offentlige, så vil dette på lang sigt øge værdien af selskabet.

Et ufravigeligt punkt og et absolut afgørende element for at skabe et solidt afkast er naturligvis, at investering altid tager udgangspunkt i prisfastsættelse, og at der aldrig investeres uden en betydelig rabat i forhold til fair value, og som minimum forlanger vi i ValueInvest Asset Management en rabat på 35 procent. ■