

Vejen til sunde investerings- principper

■ Artikel af ValueInvest Asset Management S.A.

Der er behov for både at tænke og investere på lang sigt, og det betyder, at investorerne skal agere som "ejere" af deres aktier og ikke som "lejere". Glem humørsvingningerne på aktiemarkedet og fokuser på virksomhedens økonomiske udvikling.

⇒ Mange investorer opfører sig ikke som ejere, når de køber aktier, men opfatter sig derimod som "lejere" af aktierne. De tænker kort, og dermed er de med til at skabe et usundt og usikkert aktiemarked med store udsving. Problemet forstærkes af, at de kortsigtede investorer og mange virksomhedsledere er tiltrukket af hinanden. De lever i en symbiose, hvor investorernes krav om kortsigtet fremgang og gevinst velvilligt bliver efterkommet af virksomhederne, som fodrer investorerne med indtjeningsmål for det kommende kvartal. I tidligere artikler har vi belyst risici og konsekvenserne af overdriven kortsynethed på de finansielle markeder. Det gjorde vi senest i artiklen "*Aktietilbagekøb boomer*" (2.2015), hvor vi satte fokus på virksomhedernes motiver bag aktietilbagekøb og allokering af kapital generelt. Ligeså >>

>> konstaterede vi i "*Slaver af kortsynethed*" (1.2014), at investorernes investeringshorisont er faldet markant. Mange aktieinvestorer lejer aktier fremfor at eje aktier. I dette nummer kommer vi nærmere ind på de sunde principper bag langsigtede investeringer, og i næste nummer (2.2016) afslutter vi serien med en artikel, der fokuserer på Foreningens investeringsfilosofi- og proces, og hvorledes disse harmonerer med principperne bag langsigtede investeringer.

Der er behov for at komme kvartalskapitalismen til livs, mener nogle af verdens største kapitalforvaltere. De har nu indledt et samarbejde om at udarbejde vejledende principper for sunde langsigtede investeringer til gavn for alle interessenter. For at opnå størst mulig effekt vil de især påvirke investeringsstrategier blandt de største aktieejere (institutionelle investorer), så disse tænker mere langsigtet. Hvis de institutionelle investorer ændrer fokus, vil det automatisk sætte gang i en kædereaktion, som vil få kapitalforvaltere, bestyrelser og virksomhedsledere til at ændre adfærd. Det kan bryde den kortsigtede

de adfærd og sparke gang i et positivt feedback loop, hvor alle implicerede agenter motiveres til at tænke mere langsigtet.

Hvorfor er kortsynethed et problem?

Overdreven kortsynethed giver flere udsving på de finansielle markeder og udgør en systemisk risiko, der skaber ustabilitet i det livsnødvendige finansielle system. Når et system er baseret på kortsigtede betragtninger, er der en overhængende risiko for, at kapitalen bliver fejlanbragt uden tanke på fremtiden. En hyppig konsekvens af kortsynethed er en mindre effektiv corporate governance.

Overdreven kortsynethed betyder i virkeligheden, at man i sidste ende saver den gren over, som man selv sidder på. Overfiskeri er et godt billede på den strategi. På kort sigt tjener fiskerne måske mange penge, men når fiskebestanden er udryddet, er det definitivt slut, og så skal fiskerne omskoles og kutterne sendes til ophugning. Finanskrisen er et lærestykke i, hvad der sker, når investorerne undlader at tænde det lange lys.

Det lange perspektiv er godt for alle

Langsigtede investeringer er en fordel for alle. Uden langsigtede dispositioner og investeringer ville vi stadig leve i en subsistensøkonomi som vores forfædre, der var jægere og konstant levede på sultegrænsen, fordi de var samlere eller dyrkede afgrøder i lille skala.

Finanskrisen

- kortsynethed, når det er værst

Den globale finanskrise blev udløst af den såkaldte subprime krise i USA. Den efterfølgende recession har efterladt de fleste udviklede lande i dyb gæld, og regningen er sendt videre til næste generation.



Kilde: FOCUSING CAPITAL on the LONG TERM (FCLT) -Long-Term Portfolio Guide, March 2015.

Et velfungerende kapitalmarked er desuden alfa omega for at fastholde og øge levestandarden. Opsparingen skal effektivt kunne transformeres og kanaliseres til langsigtede værdiskabende investeringer til gavn for alle interessenter – aktionærer, ansatte, kunder, kreditorer og det offentlige.

Her i det 21. århundredes komplekse og udfordrende verden står vi over for en række store udfordringer. Befolkningen bliver ældre, den gennemsnitlige levealder stiger, pensionssystemet og de offentlige finanser er svage i de udviklede lande. Behovet for langsigtede værdiskabende investeringer er stør-

re end nogensinde. Andre store udfordringer som bæredygtig energi og fødevareproduktion kan også kun løses, hvis der i samfundet er en villighed til at satse på den lange bane.

En konfliktfyldt og delikat opgave

At tage vare på andre folks penge er en kon-

>>

Krisen er et helt konkret og skræmmende eksempel på den ødelæggende effekt overdreven kortsigtede incitamenter kan have. Når det gik så galt, skyldes det forkerte rammer og en kortsigtet incitamentsstruktur i den finansielle sektor. Alle implicerede parter i ejendomskarrusellen; huskøbere, ejendomstaksatorer, realkreditinstitutter, kreditvurderingsbureauer, investeringsbanker og institutionelle investorer var alle drevet af kortsigtede incitamenter, og de spillede alle en aktiv rolle i kollapse.

Huskøbere blev lokket med lave *teaser rates* til at købe huse, som de egentlig ikke havde råd til. Men de tog chancen, fordi huspriserne jo kun gik en vej - og det var op. De havde incitament til at tage en uforsigtig risiko, og hvad havde de at tabe? Hvis de ikke kunne betale lånet den dag *teaser rates* ophørte, kunne de jo blot forlade huset, sende nøglerne til långiver (også benævnt "jingle mail", fordi nøglerne rasler i kuerten) og efterlade tabet til aktionærerne i de finansielle institutioner – og i sidste ende hos skatteyderne. I en række amerikanske delstater er der ikke personlig hæftelse, og desuden stod eksperter parat til at rådgive pressede boligejere om walk away-klausuler og fange långiver i juridiske fodfejl.

De institutionelle investorer hoppede med på subprime-bølgen, drevet af et højere afkast, men uden selv at vurdere risici i de komplicerede *mortgage-backed securities*. De institutionelle investorer brugte kreditvurderingen fra kreditvurderingsinstitutterne til at

blåstemple disse komplekse investeringer. Problemet var bare, at de samme kreditvurderingsinstitutter blev betalt af udstederne af disse produkter.



» fliktfyldt og delikat opgave, og den er vel beskrevet i den klassiske principal-agent problematik. Hvordan sikrer man, at agenten har tilstrækkelig incitament til på bedste vis at varetage principalens interesser? Alle-rede i de tidlige år af den industrielle revolu-tion beskrev den skotske økonom og filosof Adam Smith emnet. I *The Wealth of Nations* beskrev Adam Smith i 1776, at det ikke kan forventes, at de, der svarer til vore dages virksomhedsledere, vil udvise samme forsigtighed og årvågenhed som ejerne i et partnerskab.



Vi er blevet afhængige af andre, og det har givet flere lag af agenter, eller finansielle hjælpere, og deres tidsperspektiv er ofte kortere end sparernes (principalernes) mere langsigtede mål.

I dag ligger en stor del af vores opsparing i institutter. Tag f.eks. en kapitalforvalter, der varetager pensionsopsparinger med en målsætning om et solidt langsigtet afkast. Hans/hendes aflønning kan i mange tilfælde være relateret til et årligt merafkast i forhold til et benchmark – til trods for at han/hun varetager langsigtede investeringer.

Graden af institutionalisering kan illustreres ved udviklingen på det amerikanske aktie-marked. I 1945 var 93 pct. af de amerikanske børsnoterede aktier ejet af private investorer, mens 7 pct. var ejet af institutionelle investorer. I dag er de institutionelle investorer de største ejere og sidder på ca. 70 pct. af det amerikanske aktiemarked.

De børsnoterede virksomheder har over tid mistet forbindelsen til ejerne. De er blevet mere autonome, da de fleste investorer nu er indirekte repræsenteret igennem kapitalforvaltere, som i mange tilfælde er anonyme og

passive i relation til de virksomheder, de er investeret i. Det gælder især indeksfonde, der er en kategori i hastig vækst.

Den indirekte aktieinvestor er i dag afhængig af to primære agenter: virksomhedsledelsen og kapitalforvalteren. Som investorer forventer vi, at virksomhedslederne anbringer kapital, så den kan maksimere den langsigtede værdi af selskabet. Dernæst forventer vi, at kapitalforvalterne på vores vegne konstruerer den portefølje, der giver det bedste langsigtede risikojusterede afkast, så vi kan få en behagelig alderdom.

Sunde langsigtede investeringsprincipper

Et initiativ, der har til formål at promovere de mere langsigtede investeringsprincipper, kommer fra *Focusing Capital on the Long Term* (FCLT), der er stiftet af Canada Pension Plan Investment Board (CPPIB) og McKinsey & Company i 2013. Formålet er at gøre noget ved problemet ved at skabe debat og formulere anbefalinger, der kan puffe investe-

rings- og forretningsverdenen i retning af et mere bæredygtigt og langsigtet fokus. Til det arbejde har FCLT samlet mere end 20 repræsentanter fra 9 institutionelle investorer, der tilsammen forvalter den svimlende sum af USD 6.000 milliarder.

Definitionen på den langsigtede investor er ifølge FCLT en, som på ansvarlig vis kan og vil investere i virksomheder, der kan skabe værdi og øge værdien på en måde, der er bæredygtig for alle interessenter.

De vejledende principper (Long-Term Portfolio Guide, marts 2015) fra FCLT er sammenfattet i en kortfattet guide i de efterfølgende afsnit. Det grundlæggende i guiden er, at aktivejerne og de finansielle hjælpere, der skal forvalte disse midler, får opstillet klare rammer. Og så skal der være overensstemmelse mellem incitamenter og aktivejerens investeringshorisont.

Klar investeringsfilosofi

For at få rammerne på plads er det nødvendigt, at de finansielle hjælpere har en klar

Langsigtede investeringer...

- 1 er et spørgsmål om overbevisning mere end det er en tidsperiode - og er en kultur frem for et direktiv
- 2 handler om at gennemføre investeringsbeslutninger med et bæredygtigt fremtidsorienteret perspektiv
- 3 benytter sig af muligheder skabt af, og som ikke er brugbare for, kortsigtede investorer
- 4 lægger vægt på processer og fundamental langsigtet analyse frem for at fokusere udelukkende på kvantitativ dataanalyse
- 5 kræver udholdenhed gennem perioder, hvor kortsigtet performance er lav, og hvor tålmodighed først belønnes senere
- 6 er ikke en kontinuerlig række kortsigtede investeringer og handler om mere end at købe og holde aktier
- 7 er ikke drevet af rankings og benchmark, men fokuserer på langsigtede forventninger og resultater
- 8 passer med de fleste spareres tidshorisont og behov, idet investeringerne giver aktionærerne mulighed for at indfri forventningerne i dag samt langt ude i fremtiden.

Kilde: FOCUSING CAPITAL on the LONG TERM (FCLT)
– Long-Term Portfolio Guide March 2015.

investeringsfilosofi og en beskrivelse af den markedsineffektivitet der søges udnyttet og dernæst, hvordan det i praksis omsættes i investeringsprocessen. Uden en stærk investeringsfilosofi bliver resultatet ofte, at investeringsstrategien løbende tilpasses, og man ender med at jage momentum i markedet. Den slags øger omsætningshastigheden og transaktionsomkostningerne med et ringere afkast og højere risiko til følge.

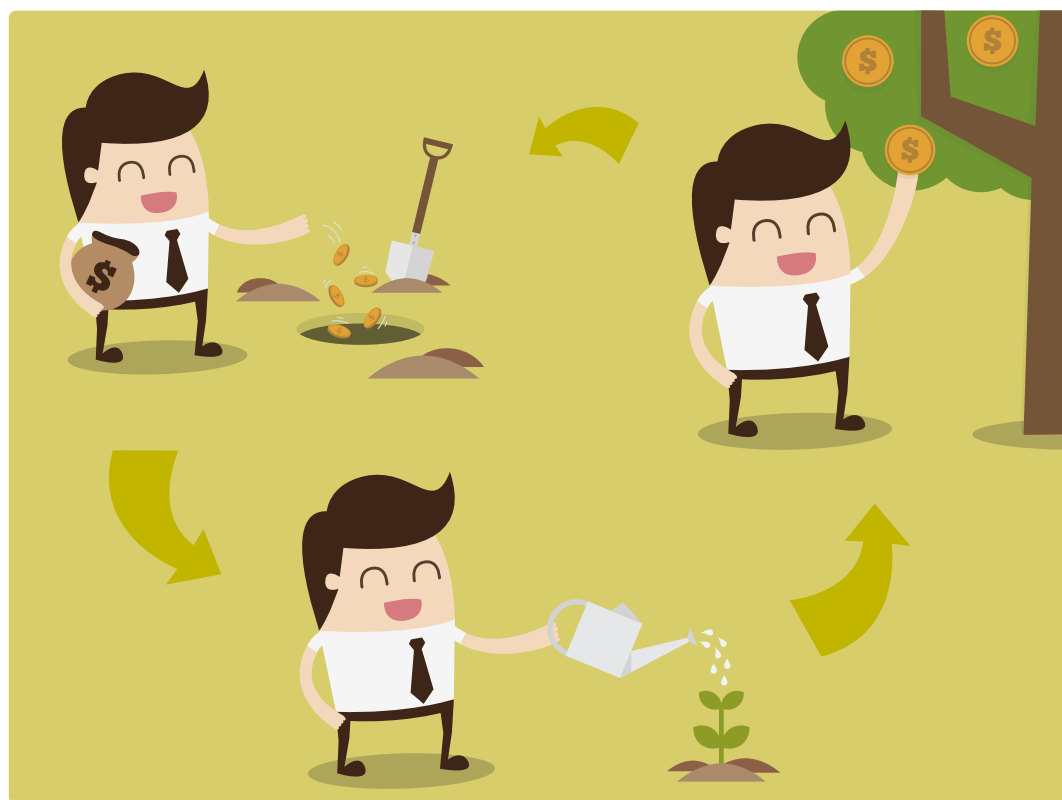
Opstil mål for risikoen

Der skal defineres et risikomål for investeringsstrategien med angivelse af risikotolerance og langsigtede implikationer. Opstil et realistisk succeskriterie for, hvad den valgte investeringsstrategi på lang sigt kan forventes at levere i afkast. En langsigtet investeringsstrategi vil uundgåeligt ramme perioder med skuffende afkast. Det er derfor vigtigt, at investorernes forventninger er afstemt med den valgte strategi, og at der ikke opstår et kortsigtet pres for at ændre investeringsstrategien.

Ejerskabet frem for spekulation

Når vi taler om spekulation, hvor det gælder om at gætte, hvad andre investorer mener om de seneste nyheder - og om det vil få aktien til at stige eller falde - har det absolut intet med investering at gøre. En langsigtet investor skal tænke som en virksomhedsejer, hvor det er vurderingen af virksomhedens evne til at skabe værdi i dets levetid, der er afgørende. En aktieportefølje bør sammensættes af de virksomheder, man gerne vil eje, og som har de bedste muligheder for at skabe værdi på lang sigt. S sammensætningen af et indeks må ikke være den drivende faktor. En kapitalforvalter skal have en disciplineret og stabil proces, der sikrer at fokus bevares. Der skal være plads til at være tålmodig og nok overbevisning til at turde gå mod strømmen.

Den kortsigtede kursudvikling er fuld af støj, som risikerer at fjerne fokus fra de langsigtede faktorer, der påvirker virksomhedens evne til at skabe værdi. Der skal ikke lægges for megen vægt på kortsigtede kursudsving. Den



”

En langsigtet investor skal tænke som en virksomhedsejer, hvor det er vurderingen af virksomhedens evne til at skabe værdi i dets levetid, der er afgørende. En aktieportefølje bør sammensættes af de virksomheder, man gerne vil eje, og som har de bedste muligheder for at skabe værdi på lang sigt.

langsigtede investor bør kun bruge dagsværdien af aktien på børsen til at vurdere sikkerhedsmargin i forhold til den fundamentale værdi. Samtidig kan den aktuelle markedsværdi implicit fortælle noget om, hvilke forventninger (vækst og profitabilitet), der er indbygget i den aktuelle aktiekurs i forhold til investors egne forventninger.

Skal investoren tænke som en virksomhedsejer, er han også forpligtet til at engagere sig i virksomheden og blandt andet udøve sin stemmeret for at fremme virksomhedens langsigtede succes. Aktivt ejerskab handler også om at sikre en incitamentsstruktur for virksomhedsledelsen, så den er sammenfaldende med investorernes langsigtede interesser. Det skal være en struktur, der også medvirker til, at virksomheden agerer fornuftigt i forhold til alle interessenter. At en virksomhed opfører sig ansvarligt og er en god samfundsborger har stor betydning for virksomhedens risikoprofil (risiko-præmie og diskonteringsrate til prisfastsættelse) og fremtidige vækstmuligheder.

Sammenfatning

Mere fokus på langsigtede og bæredygtige investeringer fra institutionelle investorer og kapitalforvaltere vil reducere presset på de kortsigtede præstationer i virksomhederne. Men det kræver også, at incitamentsstrukturen i virksomhederne er afstemt med den langsigtede målsætning og den reelle værdiskabelse. Langsigtede investorer vil også ændre virksomhedernes kommunikation. Der

>>

» vil være mere fokus på strategi og langsigtede mål frem for detaljerede gennemgange af »key performance indicators« for et enkelt kvartal. I sidste ende har et selskab de aktionærer det fortjener – og det er de aktionærer, hvis interesser de imødekommer.

For at skabe værdi skal virksomhederne være dygtige til at allokere kapitalen. Virksomhederne skal tænke langsigtet, men man kommer ikke uden om, at overlevelse afhænger af gode beslutninger på både kort og lang sigt. Den langsigtede udvikling er summen af de kortsigtede resultater! De bedste selskaber i nutidens omskiftelige teknologiske verden skal være gode til at balancere. De skal være skarpe og levere resultater på den korte bane for at fastholde deres markedsposition,

og samtidig skal de være villige til at satse på langsigtede investeringer.

På den korte bane spiller held en stor rolle for aktieafkastet, men på længere sigt er det tålmodighed og proces, der driver afkastet. Langsigtede investeringer baseret på økonomiske principper er sund fornuft. På lang sigt er det den økonomiske udvikling i selskabet

”

In large part, companies obtain the shareholder constituency that they seek and deserve. If they focus their thinking and communications on short-term results or short-term stock market consequences they will, in large part, attract shareholders who focus on the same factors. And if they are cynical in their treatment of investors, eventually that cynicism is highly likely to be returned by the investment community.

Warren Buffett

(brev til aktionærer i Berkshire-Hathaway 1979)

og ikke humørsvingningerne på aktiemarkedet, der bestemmer hvilket afkast man opnår.

I ValueInvest Asset Management S.A. (VIAM), der er investeringsrådgiver for Foreningen ValueInvest Danmark, har vi siden etableringen i 1998 altid investeret ud fra en lang investeringshorisont, og vi har købt ejerandele i virksomheder, hvor aktiemarkedet har undervurderet værdien af den langsigtede værdiskabelse. Det har givet en god kapitalbeskyttelse i perioder, hvor det generelle aktiemarked er faldet og solidt langsigtet afkast med lav risiko (se afsnit for Foreningens afdelinger). I næste nummer (2.2016) vil vi kigge nærmere på, hvordan investeringsmaskinen fungerer i VIAM og den hellige gral for aktieinvesteringer. ●

