

## BREV TIL INVESTORENE: MAI 2017

### Markedsutvikling

Mai var en måned uten de store hendelsene i markedet, og globale aksjer steg 0,6 %. Oslo Børs var et lyspunkt, til en forandring, med en oppgang på 1,8 %. FDA steg 0,3 % og holdt ikke helt tritt med Referanseindeksen.

Avkastning	1 måned	3 måneder	HiÅ	1 år	3 år	Fra start
FDA	0,3 %	3,7 %	5,4 %	14,3 %	34,1 %	62,2 %
Ref.indeks	0,4 %	3,5 %	5,2 %	11,2 %	36,9 %	69,3 %
Verdensindeksen	0,6 %	5,8 %	8,6 %	18,6 %	64,7 %	130,3 %
Norske renter	0,1 %	0,1 %	0,2 %	0,6 %	2,4 %	5,4 %
Oslo Børs	1,8 %	2,9 %	3,9 %	15,1 %	17,4 %	73,3 %

Alle avkastningstall er i norske kroner.

Det var god spredning i feltet i mai. Beste fond steg 4 % og dårligste fond falt drøye - 4 %, selv i et relativt rolig marked er det rom for gode og dårlige allokeringer. Fallende oljepris har trukket russiske aksjer ned og sammen med japanske aksjer ligger de i bunnen av tabellen. Noe mer overraskende er det at våre to norske aksjefond gjorde det dårlig, for på Oslo Børs var utviklingen positiv. En nærmere undersøkelse viser at de fleste norske aksjefond slet med å holde tritt med børsen, det var en vanskelig måned for aktive forvaltere på Oslo Børs.

FDA's Investering	Fokus	Vekt	Avkastn. i mai
Hermes Asia xJap	Aksjer, Asia	6 %	4,1 %
Coeli Frontier Markeder	Aksjer, EM	5 %	3,6 %
LFP Multistrategi Obligasjon	Renter, Globalt	4 %	1,6 %
Mandarin Valeur	Aksjer, Europa	7 %	1,4 %
Kontanter EUR	Renter, Europa	2 %	1,3 %
Sector Global NOKh	Aksjer, USA	6 %	0,9 %
Sector Helse Verdi	Aksjer, USA	7 %	0,7 %
DNB Obligasjon	Renter, Norge	5 %	0,6 %
Holberg Kreditt	Renter, Norge	2 %	0,6 %
Storm Bond Fund	Renter, Norge	5 %	0,6 %
Holberg Likviditet	Renter, Norge	12 %	0,2 %
Kontanter NOK	Renter, Norge	6 %	0,0 %
Ossiam S&P 500	Aksjer, USA	7 %	-0,1 %
Henderson Euroland USDh	Aksjer, Europa	9 %	-1,1 %
Pareto Investment Fund	Aksjer, Norge	4 %	-1,3 %
Kontanter USD	Renter, USA	3 %	-1,7 %
Holberg Norge	Aksjer, Norge	3 %	-1,8 %
UBAM Japan Verdi	Aksjer, Japan	4 %	-2,8 %
East Capital Russland	Aksjer, EM	2 %	-4,6 %

Alle avkastningstall er i norske kroner.

## Porteføljeendringer

Vi fortsatte der vi slapp forrige måned og har trimmet risikoeksponeringen noe ned. Etter en god periode i europeiske aksjer tar vi litt gevinst, og reduserer beholdningen i Henderson Euroland med 1 %. Utviklingen i Russland og Norge har skuffet hittil i år, delvis som følge av at oljeprisen har utviklet seg svakere enn vi forventet. Vi reduserer overvekten i disse markedene noe, og selger 1 % i hver av Holberg Norge og East Capital Russland. Begge fond har gjort det bedre enn sine referanseindekser hittil i år, og vi har fremdeles tro på allokeringen. Vi ser for oss muligheten til å vekte opp igjen senere i sommer, på mer gunstige priser.

Vi har introdusert et nytt fond i porteføljen som har en litt annerledes måte å investere på. I starten av mai kjøpte vi 4 % i LFP Multistrategi Obligasjon. I motsetning til ordinære obligasjonsfond, som kjøper en portefølje av ulike obligasjoner, spiller LFP også på forskjellen mellom to obligasjoner. Det vil si at når LFP forventer at en obligasjon skal stige mer i verdi enn en annen, kan de kjøpe den ene obligasjonen og selge den andre short. Dette er en litt annen måte å omsette et markedssyn til avkastning på enn det FDA normalt investerer i. Imidlertid er denne typen forvaltning en god kilde til lav-risiko avkastning, som ikke utvikler seg i takt med resten av verden. Vi kan forvente en årlig avkastning på 3 % – 5 %, med lav risiko og små svingninger.

Etter nedsalget utgjør aksjeandelen 60 % og høyrenteobligasjoner 7,4 %, resten er plassert i sikre obligasjoner, alternative strategier og bankinnskudd. FDA er således fremdeles moderat overvektet risiko.

## Vi solgte Norges beste aksjefond, hvorfor det?

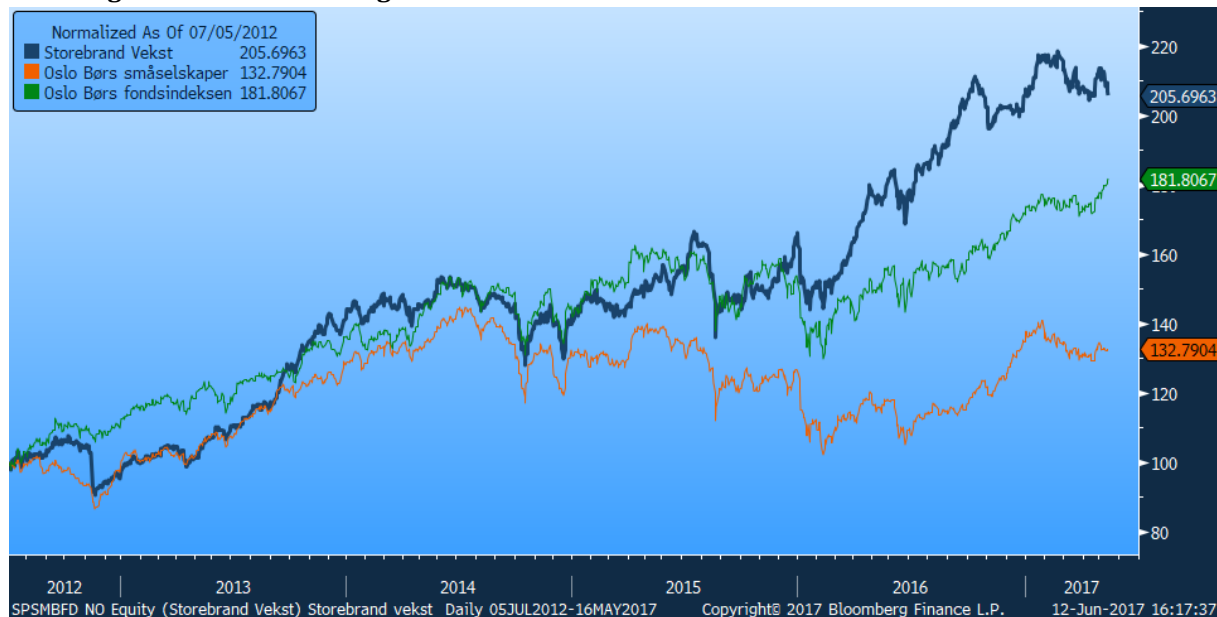
*Når fondsforvaltere blir et offer for egen suksess*

For de som har fulgt oss en stund er Storebrand Vekst et kjent navn i porteføljen. Faktisk har fondet vært med oss siden oppstarten av FDA i juli 2012, og frem til midten av mai i år. Utviklingen ser du i grafen under. I perioden vi har vært investert i fondet har verdien doblet seg. Til sammenlikning har indeksen for småselskaper steget med 30 %. En fantastisk utvikling! Går vi enda lengre tilbake i tid ser vi at Storebrand Vekst er beste norske aksjefond siste 10 år.

Tidligere i år flagget vi fondet «gult», altså en kandidat for å byttes ut. En av de tingene vi overvåker er om en forvalter er i ferd med å bli et offer for sin egen suksess. Det kan høres paradoksalt ut, men en god forvalter kan slutte å levere gode resultater selv om han fortsetter å gjøre en god jobb. Økonomisk teori og litt sunn fornuft tilsier faktisk at dette bør skje.

Andreas Lorentzen som forvaltet Storebrand Vekst fikk etter hvert mye spalteplass for sine resultater. Det tok litt tid, men etter hvert begynte fondet å vokse fort i størrelse. Vi mente at fondet hadde begrenset kapasitet, spesielt siden porteføljen i hovedsak besto av de små selskapene på Oslo Børs. De har betydelig dårligere likviditet enn Statoil, DNB og dets like. Da vi først investerte i fondet var forvaltningskapitalen på rundt 400 millioner, og ved årskifte oversteg kapitalen 1 milliard. Da blir det vanskelig å kjøpe eller selge en investering uten å påvirke kursene i betydelig grad. Fondet var rett og slett i ferd med å bli for stort for sitt mandat.

## Utvikling i Storebrand Vekst og Oslo Børs



Storebrand Vekst investerer primært i småselskaper og indeksen for småselskaper er den mest relevante sammenlikningen.

Innen vi fikk satt oss ned med Lorentzen for å vurdere vår analyse av fondet, slapp Storebrand nyheten om at Lorentzen skulle slutte som forvalter i Storebrand Vekst. Da var konklusjonen enkel for oss: fondet ble kastet ut av alle porteføljene og vi takket for følge etter fem gode år.

Størrelsen på fondet var ikke avgjørende for konklusjonen. Vi bytter automatisk ut alle fond hvis forvalter slutter, og vi har kategorisert fondet for å være styrt av en enkelt forvalter. Enkelte forvaltningsorganisasjoner har organisert forvaltningen som en team-innsats, og da trenger ikke et forvalterbytte å ha noen betydning. Andre, spesielt de mindre og nisjepregede organisasjonene, er mer knyttet til en enkelt person. Vi anser Storebrand i hovedsak for å være en team-organisasjon, men mener Storebrand Vekst var et unntak. Forvaltningen var i stor grad knyttet til Andreas Lorentzen sitt virke.

### Konklusjoner for investor

Skal du gjøre aktive valg i porteføljen, krever det også at du er aktiv med overvåkingen. Det er liten vits å bruke tid på å analysere en investering hvis du ikke får med deg endringer i forutsetningene på et senere tidspunkt. Vi bruker minst like mye tid på å følge opp investeringer vi har som å lete etter nye. Et aktivt valg kan forplikte til mye etterarbeid, og det bør settes i system.

*Espen Seidel*  
*Oslo, 12.06.17*