

BREV TIL INVESTORENE: NOVEMBER 2012

Markedsutvikling

I november falt FDA med 1,6 %, en markant dårligere prestasjon enn referanseindeksen som steg 0,6 % (utvikling målt i norske kroner). Både verdensindeksen for aksjer og indeksen for norske renter steg gjennom måneden. FDAs dårlige utvikling er i hovedsak knyttet til en enkelthendelse i et norsk farmasiselskap, Clavis Pharma. Fortsatt sterk utvikling i norske kroner, målt mot dollar og euro, svekket avkastningen noe for norske investorer med globale porteføljer (se tabellen under).

Endring i november		
	EUR	NOK
FDA	-1,21 %	-1,59 %
FDA Ref.indeks	1,03 %	0,64 %
Verdensindeksen	1,16 %	0,78 %
Norske renter	0,82 %	0,44 %
EURNOK		-0,38 %
USDNOK		-0,51 %

De fleste fondene i FDAs portefølje leverte positiv avkastning i november. Dette var imidlertid ikke nok til å veie opp for et dramatisk fall på 9,3 % i Storebrand Vekst, trukket ned av et fall på hele 90 % i Clavis Pharma. Forskning på tidlig stadium indikerte at selskapets ene kreftmedisin hadde god virkningsgrad, men det siste pasientstudie overrasket ved å avkrefte dette. Dette bidro med -1,5 % i FDAs avkastning i november.¹ FDA vil i hovedsak være investert i fond, men kan ta mindre poster i enkeltaksjer når forventet avkastning er attraktiv.

FDAs Investering	Fokus	Vekt	Endring i NOK
Holberg Kreditt	Renter, Norge	19 %	0,53 %
Aberdeen US HY	Renter, USA	13 %	0,05 %
Invesco Pan Europe	Aksjer, Europa	12 %	0,66 %
Aberdeen Asia SC	Aksjer, Asia	12 %	1,04 %
Aberdeen EM Bond	Renter, EM	12 %	0,30 %
Storebrand Vekst	Aksjer, Norge	10 %	-9,30 %
DNB OBX	Aksjer, Norge	8 %	-0,12 %
iShares S&P 400 MC	Aksjer, USA	5 %	1,68 %
East Capital Russia	Aksjer, EM	4 %	-1,38 %
Vontobel EM	Aksjer, EM	4 %	3,00 %
Clavis Pharma	Aksjer, Norge	0,1 %	-90,43 %

FDAs beste investering i november var et fond fra Vontobel som investerer i aksjer i fremvoksende økonomier. Russland, som også kategoriseres som en fremvoksende økonomi, ga imidlertid dårlig avkastning. Vontobel profiterte på å ha investert i regioner med positiv utvikling (ikke Russland) og selskapsseleksjon. Investeringer i høyrenteobligasjoner fortsetter å prestere bra i FDAs portefølje.

¹ Dette inkluderer et avkastningsbidrag på -0,45 % fra FDAs direkteinvestering i Clavis Pharma. Ved månedsslutt var FDAs posisjon i Clavis Pharma under 0,1 %.

Diversifisering

Det er et kjent ordtak at man ikke bør legge alle eggene i én kurv. Ordtaket gjenspeiler en intuitiv forståelse av risiko og det er allmenn kunnskap at risiko kan reduseres ved spredning. Mye sunn fornuft har blitt gjenoppdaget innen økonomifaget og gitt opphav til teorier med navn som oser av betydningsfullhet og kompleksitet. I dette tilfellet snakker vi om “diversifisering”. Idéen er at en diversifisert investeringsportefølje ikke vil straffes like hardt av ugunstige enkelthendelser, rett og slett fordi ikke alle eggene ligger i en kurv.

Utviklingen i november viser at FDA er en veldiversifisert portefølje. En investering i kun ett norsk aksjefond kunne resultert i et verdifall på nærmere 10 %. I samme periode falt verdien av aksjeandelen i FDA med drøyt 1 %. En globalt diversifisert portefølje har lavere risiko enn en konsentrert norsk portefølje. Den åpenbare reduksjonen i risiko har gjort at diversifisering har blitt et mantra innen finans, som ofte brukes ukritisk.

Det virker intuitivt riktig, å ikke legge alle eggene i en kurv, men det gir liten mening å ha en kurv for hvert egg. Diversifisering er ikke en målsetting i seg selv. Målet er å skape høyest mulig avkastning, ved å ta minst mulig risiko. I FDA økes diversifiseringen ved å investere i ulike regioner og ulike fondstyper, men vi velger kun investeringer som kan bidra til å bedre den risikojusterte avkastningen. Forvaltning er i stor grad et spørsmål om å ta risiko, men i kontrollerte former.

Stjerneforvaltere

Når man investerer i et fond, velger man i praksis en person til å forvalte sine investeringer. Forvalterseleksjonen i FDA er en systematisk prosess som skal være ett av bidragene til fondets avkastning. Hvis vi til en hver tid kan investere i fond med forvaltere som er bedre enn gjennomsnittet, vil FDA gjøre det relativt bra; både i oppgangstider og i nedgangstider. Vi har brukt mye tid på å analysere forvaltere og etablere kriterier som kjennetegner god forvaltning. Gjennom denne prosessen har vi også identifisert de viktigste kjennetegnene på en stjerneforvalter. En stjerneforvalter betegnes ved:

1. Forvalter et stort fond
2. Karismatisk og kunnskapsrik
3. Flaks
4. Ekstrem selvtillit

Små fond er mindre lønnsomme. Store fond er pengemaskiner og forvalter kan reise med privatfly til kundemøter, noe som bygger opp under stjernestatusen og suksesshistorien.

En karismatisk og kunnskapsrik forvalter kan spinne en selgende historie på faglige anekdoter og bidrar til å øke størrelsen på fondet.

Alle forvaltere er tjent med å ha flaks, spesielt i oppstartperioden. Uansett hvor dyktig du er, vil fondet aldri overleve oppstartsperioden hvis tidspunktet for oppstart er starten på en økonomisk depresjon. Utenforliggende faktorer kan stoppe selv de beste prosjekter og for å lykkes må man som kjent være på rett sted til rett tid.

I oppgangstider er selvtillit, fortjent eller ikke, en forvalters beste venn. Ved å inkludere tilfeldigheter som en forklaringsfaktor åpner man for at mange forvaltere kan ha levert gode resultater kun som en

følge av flaks. En stjerneforvalter er imidlertid overbevist om at i hans fond er resultatene en direkte konsekvens av egen fortreffelighet (i den grad tilfeldigheter tillegges vekt er det for å forklare uheldig utvikling i fondet). Det er enklere å selge en historie man tror på selv og en stjerneforvalter har en enkel jobb med å selge fondets suksesshistorie. Punkt 1. og punkt 4. forsterker hverandre.

I FDA prøver vi å unngå stjerneforvaltere. Vi jobber med å identifisere dyktige forvaltere og forvaltningsorganisasjoner. Aberdeen er et eksempel på en slik forvaltningsorganisasjon. Selskapet har en strukturert og kvalitetsorientert investeringsprosess som er felles for alle deres fond. Investeringsbeslutninger fattes på bakgrunn av en omfattende selskapsanalyse basert på informasjon analytikerne har hentet hos selskapet. I tillegg følges hvert selskap i porteføljen regelmessig opp. Systematikken i hvordan Aberdeen jobber med investeringer og ressursene de legger ned i å skape sin egen verdivurdering, gjør at vi mener de gode historiske resultatene også kan forventes i fremtiden.

Konklusjoner for investoren

Forvaltning er en nitid og arbeidskrevende prosess uten den helt store glamourfaktoren – et budskap det til tider er vanskelig å selge. Fristelsen for å investere hos forvaltere med rockestjernestatus og en suksesshistorie krydret med faglig anekdoter kan være stor. Vi mener imidlertid investering bør fortone seg kjedelig, omtrent som å se maling tørke. Ved å se forbi tilfeldigheter og selgende retorikk, finner vi at hardt nøysomt arbeid gir langsiktige resultater. Underholdning kan man få på kino, fondsanalyse er god sovemedisin.

Espen Seidel
Rådgivende forvalter for FDA
Oslo, 10.12.12