

## BREV TIL INVESTORENE: FEBRUAR 2013

### Markedsutvikling

I februar steg FDA med 1,7 % og referanseindeksen 2,8 % (utvikling målt i norske kroner).

Markedsoppgangen var godt hjulpet av sterk utvikling i amerikanske dollar og Verdensindeksen for aksjer leverte nok en god måned med en oppgang på 4,6 %. En betydelig andel av dollarsvekkelsen vi opplevde i fjor ble hentet inn i februar.

Endring i februar		
	EUR	NOK
FDA	0,88 %	1,66 %
FDA Ref.indeks	2,04 %	2,82 %
Verdensindeksen	3,83 %	4,61 %
Norske renter	-0,65 %	0,13 %
EURNOK		0,78 %
USDNOK		4,63 %

Alle fondene i porteføljen viste positiv avkastning i februar. Spesielt positiv var utviklingen i Aberdeens fond med asiatiske småselskaper som steg over 7 %. Både amerikanske aksjer og renter har tjent på dollarstyrkelsen og har vært med på å løfte avkastningen i FDA. Imidlertid er andelen amerikanske aksjer høyere i Verdensindeksen enn i FDA, og dette forklarer FDAs mindreaktning på 1 % -poeng mot referanseindeksen. Norske høyrenteobligasjoner ligger på bunn av avkastningstabellen, men har utviklet seg i tråd med forventningene. De øvrige aksjeinvesteringene i FDA leverte god avkastning i området rundt 3 %.

FDAs Investering	Fokus	Vekt	Endring i NOK
Aberdeen Asia SC	Aksjer, Asia	10 %	7,20 %
Nordea Norden SC*	Aksjer, Norden	5 %	6,73 %
iShares S&P 400 MC	Aksjer, USA	6 %	5,46 %
Aberdeen USD HY	Renter, USA	6 %	5,39 %
MFS Mer. Europa SC*	Aksjer, Europa	3 %	5,22 %
Invesco Europe Struc.	Aksjer, Europa	9 %	3,38 %
DNB SMB	Aksjer, Norge	5 %	2,96 %
Storebrand Vekst	Aksjer, Norge	13 %	2,76 %
Vontobel EM	Aksjer, EM	5 %	2,58 %
Nordea Europa Verdi	Aksjer, Europa	5 %	2,21 %
Nordea US Aksjer*	Aksjer, USA	3 %	1,85 %
East Capital Russland	Aksjer, EM	7 %	0,88 %
DNB High Yield	Renter, Norge	5 %	0,80 %
Holberg Kreditt	Renter, Norge	9 %	0,54 %
Arctic High Return B*	Renter, Norge	8 %	0,12 %

\*Fondet er kjøpt i løpet av måneden. Prosentvis endring er beregnet over hele måneden og reflekterer ikke nødvendigvis FDAs avkastning da FDA har hatt posisjonen i en kortere periode. Vektene er ved utgangen av februar.

Sammenliknet med referanseindeksen har FDA tjent på overvekten i aksjer og aksjeandelen ved utgangen av måneden var økt til 70 %. Imidlertid ga de fleste aksjefondene lavere avkastning enn Verdensindeksen og overvekten i aksjer var ikke nok til å motvirke dette. Norske og russiske aksjer var de største negative bidragsyterne sammenliknet med Verdensindeksen.

## Porteføljeendringer

I februar har det vært relativt store endringer i porteføljen. Aksjeandelen er økt fra 65 % til 70 % og vi har tatt inn fire nye fond i porteføljen.

I januar realiserte FDA sin investering i Aberdeen Emerging Market Bonds som var den renteinvesteringen med lavest effektiv rente. I februar er Arctic High Return tatt inn i porteføljen i form av en reallokering av kapital fra Holberg Kreditt og DNB High Yield. Arctic High Return gir relativt høy direkteavkastning med en effektiv rente på drøye 8 %. Til sammenlikning er direkteavkastningen i Holberg og DNB sine høyrentefond drøye 5 %. Baksiden av medaljen er høyere kredittrisiko i Arctic High Return. Etter flere møter med forvaltningsorganisasjonen, og gjennomgang av forvaltningsstil og -metodikk, mener vi økt direkteavkastning rettferdiggjør økt risiko.

I tidligere månedsbrev har vi diskutert effekten av fallende renter og utviklingen av en global trend der investorer søker etter investeringer med positiv direkteavkastning i form av rente- eller utbyttebetaling. Mange investeringer som tidligere var i denne kategorien gir negativ (real) avkastning i dagens lavrente-verden. Dette gjelder spesielt obligasjoner utstedt av selskaper og nasjoner med god kredittverdighet. Høyrenteobligasjoner betaler fremdeles relativt attraktiv rente, men risikoen er også betydelig høyere. Historisk lave renter skaper asymmetrisk renterisiko: potensiell kursgevinst ved videre rentenedgang er betydelig mindre enn tapspotensiale ved en renteoppgang. Vi ønsker derfor å ha lav renterisiko i porteføljen.

Rentedelen av porteføljen består nå av tre norske og et amerikansk høyrentefond. Det er flere forhold som gjør at vi har en konsentrasjon av norske høyrenteobligasjoner i porteføljen, og som gjør det norske markedet attraktivt relativt til resten av verden:

1. De fleste obligasjoner utstedes med flytende rente. Det vil si at obligasjonsprisene ikke faller hvis renten stiger og investor unngår renterisikoen.
2. Renten (kredittpåslaget) er høy sammenliknet med resten av verden
3. Markedet er relativt modent og likvid

På aksjesiden har vi tatt inn et fond med verdiorientert investeringsstil: Nordea US Aksjer. Fondet har siden oppstart i 1999 levert stabil avkastning med lav nedsiderisiko, en egenskap vi legger stor vekt på. Det er viktigere å beskytte nedsiden enn å strekke seg etter oppsiden. Før eller siden smeller det igjen og vi har begrenset tro på egen evne til å spå når. Vi velger derfor å inkludere defensive egenskaper i porteføljen også når vi har tro på oppgangstider.

Nordea Norden SC og MFS Meridian Europa SC er to fond som investerer i små selskaper, i henholdsvis Norden og Europa. Historikken viser at forvalterne har vært gode til å velge ut vinner-selskaper og fondene har gitt høyere avkastning enn markedet, til lavere risiko. Spesielt gjør fondene det bedre enn markedet når usikkerheten øker og prisene faller. Valg av fond som fokuserer på små selskaper reflekterer vårt syn om at det er lettere for en forvalter å slå markedet i et segment

der det er færre analytikere og konkurrerende forvaltere. Store amerikanske selskaper blir fulgt av flere hundre analytikere og det sier seg selv at det er vanskelig å oppdage noe som markedet ikke allerede har priset inn. Dette er ikke tilfellet for små selskaper i Norden som kun følges av noen få analytikere og forvaltere.

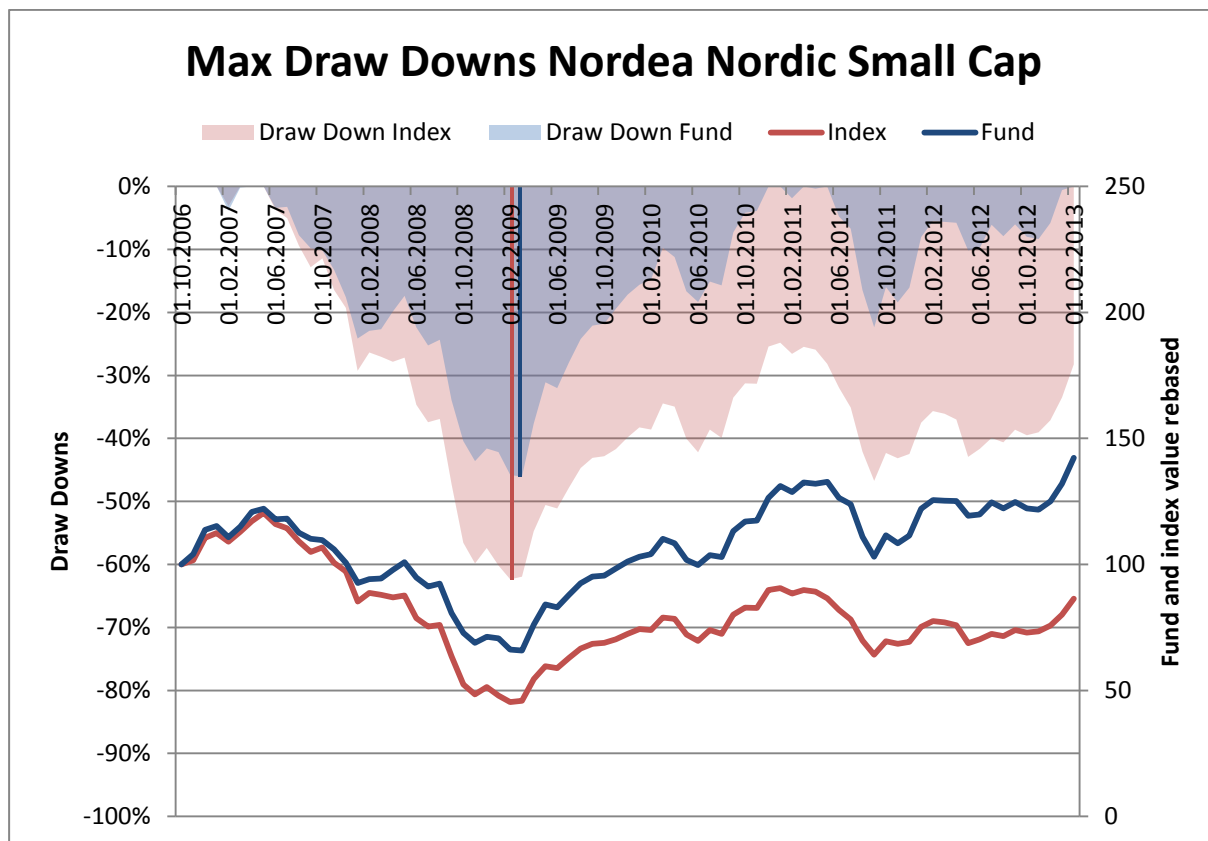
### Utviklingen i Nordea Norden SC sammenliknet med referanseindeksen



Grafen over viser utviklingen i Nordea Nordic Small Cap sammenliknet med referanseindeksen (Carnegie Norden Småelskaper) de siste fem årene og er et eksempel på hvordan vi analyserer fond. Øverste panelet i grafen viser at fondet har hatt en sterkere utvikling enn markedet. Nederste panelet i grafen viser fondets meravkastning som jevnt stigende og stabil. Meravkastningen er ikke et resultat av én enkelt hendelse eller én kort periode. Tilsynelatende skaper forvalteren meravkastning uavhengig av markedsforholdene.

Videre ønsker vi å avdekke om meravkastningen kun er en funksjon av høy risiko. Skal vi investere i fondet må vi kunne tilskrive store deler av meravkastningen til forvalters evne til å velge vinner-selskaper. Høy avkastning kan følge av høy risiko (deltagergrad) i et stigende marked, en type forvaltning som karakteriseres ved store tap i nedgangsperioder. Høyrisiko av denne typen kan være utilsiktet og er da uønsket i et aktivt forvaltet fond. Dessuten hvis vi ønsker høyrisiko markedseksposering kan vi kjøpe det billigere enn ved å investere i et aktivt forvaltet fond.

Grafen under viser at fondet har hatt betydelig mindre nedtrekk (Draw Downs) enn markedet og risikoen i fondet har vært relativt lav. Fondets største fall, fra topp til bunn, er 44 %. I samme periode falt markedet over 60 %. En nærmere analyse av fondets avkastning viser at fondet gjør det betydelig bedre enn markedet i nedgangsperioder og gir omtrent samme avkastning som markedet i oppgangsperioder. Fondets historikk viser et attraktivt forhold mellom risiko og avkastning, og resultatene er så konsistente at det er sannsynlig at fondet vil være en vinner i årene som kommer.



Skravert område viser den negative avkastningen og leses av på venstre akse, blått for fondet og rødt for referanseindeksen. Stolpene angir punktet for maksimalt tap, -44 % for fondet og -61 % for referanseindeksen. Linjene viser verdiutviklingen og leses av på høyre akse, blå for fondet og rødt for referanseindeksen.

Vi gjør denne typen analyse av historisk meravkastning og relative maksimale tap på alle fond som FDA vurderer å investere i. Hvis analysen viser at fondet er en attraktiv investering går prosessen videre til å vurdere om porteføljen blir bedre ved å inkludere fondet i FDA. Hvis vi skal investere i et nytt fond forutsetter det at karakteristikken til FDA blir bedre ved å inkludere det nye fondet. Ikke alle gode fond oppfyller kravet om å forbedre FDAs portefølje. FDA har begrenset med kapital og vi ønsker å begrense antall fond i porteføljen. Eksisterende investeringer blir kontinuerlig utfordret av nye kandidater og sørger for at FDA ikke passivt blir sittende med fallerte stjerner.

Etter å ha inkludert to nye fond som investerer i småselskaper er 25 % av FDA eksponert mot dette segmentet. En slik overvekt, eller forvaltningsstil, kan utgjøre en risikofaktor i porteføljen. Risikofaktorer kan være et utilsiktet resultat av investeringsprosessen og forvalteren kan ha introdusert risikofaktorer i porteføljen uten å være oppmerksom på det. I FDA overvåker vi en rekke ulike risikofaktorer for å avdekke om vi utilsiktet har introdusert uønsket risiko.

## Tema: aktivitet og stil

Når vi skal investere i et aktivt forvaltet fond er vi opptatt av to ting:

1. At forvalter har en spisskompetanse som gjør det sannsynlig at avkastningen blir bedre enn markedet.
2. At vi får mest mulig av investeringskapitalen eksponert i henhold til punkt 1.

Med andre ord: vi vil at forvalter skal ha et fortrinn i markedet og at dette kommer hele kapitalen vi investerer til gode. Ingen av punktene er en selvfølge.

En forvalter som har spesialisert seg på et område der konkurransen er mindre, har et bedre utgangspunkt til å skape meravkastning. Store amerikanske selskaper følges, som nevnt tidligere, av flere hundre analytikere og forvaltere. Det virker rimelig at det er vanskeligere å etablere et konkurransefortrinn i dette segmentet enn for eksempel segmentet for nordiske småselskaper. Småselskapene i Norden følges av et fåtall analytikere og forvaltere. Når vi søker etter forvaltere med et konkurransefortrinn er vi ofte tjent med å vurdere forvaltere som ikke er som alle andre.

Det er imidlertid ikke tilstrekkelig å ha et konkurransefortrinn. Det må brukes også. Mange aktivt forvaltede fond investerer største delen av kapitalen i samme selskaper og med samme vekt som fondets referanseindeks. Årsaken til dette kan være at det er nedfelt i fondets mandat eller at forvalter er mest komfortabel med ikke å skille seg for mye ut. Hvis 80 % av fondet er investert i henhold til referanseindeksen og 20 % er investert basert på forvalters analyse og markedssyn, er kun 20 % av fondet aktivt forvaltet. Det gir dårlig valuta for pengene! Når vi betaler for aktiv forvaltning ønsker vi hele kapitalen eksponert mot forvalterens spisskompetanse. Akademiske studier viser at jo mer aktiv<sup>1</sup> forvalteren er, jo høyere er den forventede avkastningen. Hvor aktiv forvalteren er, er viktigere enn fondets kostnader hvis du skal vurdere om du får valuta for pengene.

### **Bevisst stilfull eller ubevisst klumsete?**

25 % av FDA er investert i fond som er spesialister på aksjeseleksjon i segmentet for småselskaper. Dette introduserer en overvekt av småselskaper i FDA. Forvalters tendens til å ha en overvekt i et segment refereres ofte til som en *forvaltningsstil*. I mange tilfeller er en forvaltningsstil et utilsiktet resultat av investeringsprosessen som forvalteren selv ikke er oppmerksom på. For eksempel kan fokus på å investere i fond med god historikk innen aksjeseleksjon skape en konsentrasjon av småselskaper i porteføljen. Hvis forvalteren er bevisst sin stil er stilen en risikofaktor som kan tilpasses markedsf forholdene. Hvis forvaltningsstilen utilsiktet har introdusert risikofaktorer i porteføljen, kan fondet ha eksponering som går på tvers av forvalters markedssyn. Det er klumsete forvaltning! Man skal være bevisst sin stil.

Vi analyserer FDA regelmessig for å kartlegge eksponeringen mot stilfaktorer. Nyere forskning innrettet mot risikofaktorer har gitt oss modeller som kartlegger hvordan porteføljens risiko er spredd langs flere ulike akser: geografiske regioner, valuta, industrielle sektorer, selskapenes størrelse, selskapenes veksttakt etc. En faktoranalyse gir oss kontroll på hvilke risikofaktorer vi har i porteføljen og gjør oss i stand til bevisst å forvalte risikoen. Når vi har avdekket en risikofaktor kan vi vurdere om eksponeringen er i tråd med vårt markedssyn. FDAs overvekt i småselskaper harmonerer med vårt positive markedssyn og oppfatning av hvor i syklusen vi befinner oss.

Øverste panelet i grafen under viser at småselskaper (hvit linje) på Oslo Børs har utviklet seg svakt sammenliknet med hovedindeksen (oransje linje) de siste fem årene og har gitt 48 % -poeng dårligere avkastning. Panelet under viser differansen i avkastning fra småselskaper og hovedindeksen. Småselskapene har utviklet seg dårlig over lang tid og har gjort segmentet billig.

---

<sup>1</sup> Cremers og Petajisto (2009) viser i sitt studie "How active is your fund manager? A new measure that predicts performance" at jo mer aktiv en fondsforvalter er, jo bedre er avkastningen. Aktivitet relaterer seg ikke til hvor hyppig fondet handler, men i hvor stor grad forvalteren tar posisjoner som avviker fra fondet referanseindeks.

Dette gir en investering i norske småselskaper et verdipreg. Den negative utviklingen har ennå ikke snudd og investeringen er ikke preget av positivt moment. En investering i dette segmentet gir i tillegg til eksponering mot risikofaktoren småselskaper, eksponering mot *verdi* og negativ eksponering mot *moment*.

### Oslo Børs: Indeks for småselskaper versus hovedindeksen

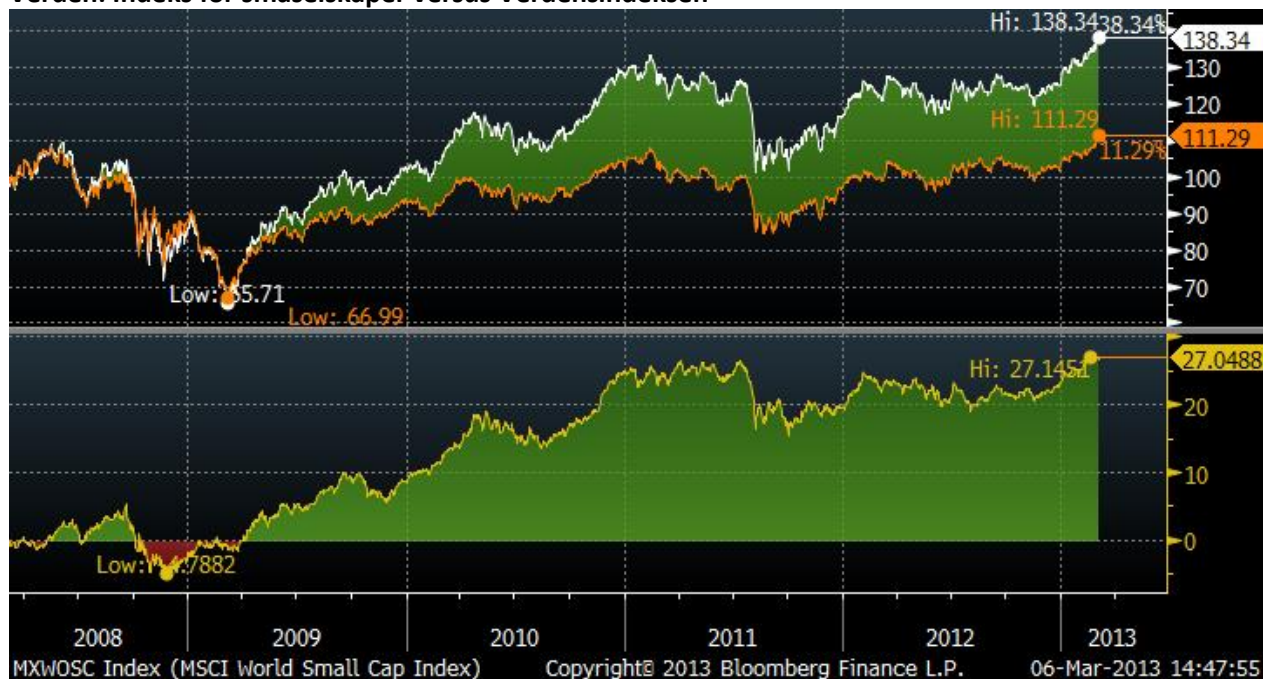


Grafen viser utviklingen i indeksen for småselskaper sammenliknet med hovedindeksen. Øverste panel i grafene viser utviklingen i OSE SX, indeksen for småselskaper (hvit linje) sammenliknet med hovedindeksen (oransje linje). På Oslo Børs har indeksen for småselskaper utviklet seg dårligere enn hovedindeksen og differansen er det røde området. Panelet under viser avkastningen i småselskaper minus avkastning i hovedindeksen, en utvikling som har vært negativ gjennom perioden.

Den nederste grafen viser at utviklingen er vært omvendt i verden for øvrig. Indeksen for småselskaper har gitt 27 % -poeng bedre avkastningen enn Verdensindeksen de siste fem årene. Imidlertid er differansen på samme nivå i dag som den var for to år siden. Investor har ikke fått meravkastning ved å være investert i småselskaper de siste to årene, men momentet er med oss. Småselskapene har vist relativt sterk utvikling de siste månedene.



### Verden: Indeks for småselskaper versus Verdensindeksen



Hvit linje er indeksen for småselskaper og oransje linje er Verdensindeksen. Det nederste panelet viser avkastning fra småselskaper minus Verdensindeksen.

### Konklusjoner for investor

I et globalt investeringsperspektiv fremstår det norske høyrentemarkedet som spesielt attraktivt, både med tanke på prising og andelen obligasjoner med flytende rente. Vi forventer at utenlandske investorer i større grad vil få øynene opp for dette og bidra til en positiv utvikling i markedssegmentet.

Vær bevisst din stil og sørg for at den jobber for deg.

---

*Espen Seidel*  
Rådgivende forvalter for FDA  
Oslo, 08.03.13