

## BREV TIL INVESTORENE: AUGUST 2014

### Markedsutvikling

August startet med et betydelig fall i aksjemarkedet og utsiktene var preget av frykten for en kraftig korreksjon. Imidlertid hentet markedet seg raskt inn igjen, som så mange ganger de siste tre årene, og Verdensindeksen endte måneden opp 0,6 %. FDA hadde en betydelig svakere utvikling enn referanseindeksen og endte måneden ned 1,4 %.

Avkastning	1 måned	3 måneder	HiÅ	1 år	3 år	Fra start
FDA	-1,4 %	3,0 %	4,1 %	12,4 %	N/A	24,6 %
Ref.indeks	0,4 %	4,0 %	6,0 %	13,6 %	41,4 %	28,3 %
MSCI World	0,6 %	6,5 %	9,5 %	22,3 %	71,8 %	48,1 %
Norske renter	0,1 %	0,3 %	0,9 %	1,5 %	4,9 %	3,3 %
Oslo Børs	-0,3 %	0,8 %	11,2 %	22,8 %	61,2 %	48,7 %

Det amerikanske aksjemarkedet fortsatte trenden fra tidligere i år med å lede an den positive utviklingen. Holder vi USA utenom falt Verdensindeksen med 1 % i august. Fondene som har bidratt med positiv avkastning i FDA er i hovedsak eksponert mot amerikanske aksjer. I tillegg har Aberdeen Asia SC fortsatt å levere gode resultater, både absolutt og relativt til markedet. Norske høyrenteobligasjoner bidro positivt, men utviklingene er noe svakere enn det vi har sett tidligere i år. Markedsutviklingen premierte ikke FDAs regionale allokering i august. Spesielt trakk utviklingen i aksjemarkedene i Europa, Japan og fremvoksende økonomier ned.

FDAs Investering	Fokus	Vekt	Avkastn. i august
Sector Global	Aksjer, USA	6 %	0,9 %
Nordea USA	Aksjer, USA	5 %	0,6 %
Sector Helse Verdi	Aksjer, USA	5 %	0,5 %
Aberdeen Asia SC	Aksjer, Asia	8 %	0,4 %
DNB High Yield	Renter, Norge	11 %	0,3 %
DNB Obligasjon	Renter, Norge	13 %	0,3 %
Holberg Kreditt	Renter, Norge	11 %	0,2 %
DNB Finans	Aksjer, Europa	6 %	-0,1 %
Reyl EM Aksjer	Aksjer, EM	5 %	-0,1 %
Storebrand Vekst	Aksjer, Norge	11 %	-0,7 %
Aberdeen EM Bond	Renter, EM	0 %	-1,1 %
Delphi Europa	Aksjer, Europa	5 %	-1,9 %
Invesco Europa Strukt.	Aksjer, Europa	5 %	-2,1 %
Holberg Rurik	Aksjer, EM	5 %	-2,6 %
Aberdeen Japan	Aksjer, Japan	5 %	-3,1 %

*I tillegg til å bli straffet for aksjeallokering til feil regioner i august, leverte de fleste fondene i FDA dårligere avkastning enn sine referanseindekser. Forvalterseleksjonen forklarer 0,8 % -poeng av differansen mellom FDA og referanseindeksen. Kostnader og allokering til feil geografisk region forklarer resten av mindreavkastningen på 1 % -poeng.*

### Porteføljeendringer

Den svake utviklingen i aksjemarkedet ble benyttet til å vekte opp beholdningen i DNB Finans og Holberg Rurik med rundt 1 % - poeng hver. Provenyet ble hentet fra kontantbeholdningen og salg av

DNG High Yield. Ved utgangen av måneden var aksjeandelen i FDA på 63 %, noe over referanseindeksens aksjeandel på 60 %.

## **Enfoldighet slår (litt) kunnskap i aksjemarkedet**

### *Risiko og tilfeldigheter*

I 1998 vant Tante Hulda i lotto og kjøpte aksjer i Enron fordi hun likte navnet på selskapet (norrøne skjøbnegudinnen Norne stavet baklengs). Siden gikk selskapet konkurs og Tante Hulda tapte sine penger. I ettertid vil historien fortolkes noe i retning av at Tante Hulda tapte sine penger fordi hun ikke har greie på aksjer.

Intuitivt liker vi anekdotiske forklaringer og forkaster betydningen av tilfeldigheter. Anekdoter gir oss en følelse av mening og klare sammenhenger mellom årsak og virkning. Våre hjerner er skrudd sammen på en måte som gjør at vi må bruke mye energi på å forholde oss til statistiske data og sammensatte årsaksforhold. I tillegg viser studier at selv når vi prøver er vi ikke spesielt flinke til å fordøye denne typen informasjon.

Det er enkelt å unnlate anstrengelsen ved å engasjere det logiske tankesettet og falle for fristelsen til å akseptere den nærmeste anekdotiske forklaringen. For vi elsker anekdoter, innsikt som er intuitivt tilgjengelig uten at vi må anstrenge oss. Vi liker å høre at Tante Hulda tapte penger på aksjer fordi hun er dum og ikke har greie på aksjer. Imidlertid vil en logisk utgreiing av saken lede til konklusjonen at Tante Hulda hadde samme forventede avkastning som markedet og tapet var en kombinasjon av risiko og tilfeldigheter. Slike utgreiinger er ofte slitsomme og irriterende å forholde seg til.

Det er omtrent like vanskelig å plukke tapere som vinnere i aksjemarkedet. Intuitivt antar vi at en som ikke har greie på aksjer vil velge dårlige aksjer og tape på sine investeringer. Hvis det er slik at det er enkelt å identifisere taperaksjene kan vi skape en vinnerportefølje ved å kjøpe alle aksjene i markedet utenom taperaksjene. Da ville alle aksjefond ansatt en tilleggsforvalter fullstendig blottet for kompetanse hvis eneste oppgave er å finne aksjer som ikke skal inngå i porteføljen.

Ved nærmere ettertanke er det absurd å forestille seg at Tante Huldas manglende aksjekompetanse er en direkte årsak til tapet. Tante Huldas kjøp påvirker åpenbart ikke kursutviklingen i selskapet og hun har ingen kompetanse som tilsier at hun kan plukke ut taperaksjer. Tante Hulda tapte penger fordi hun tok risiko og var uheldig med utviklingen.

En litt overraskende konsekvens av denne tankerekken er at aksjemarkedet farer vel med de enfoldige, gitt at de kontrollerer sin risiko. Det er ingen grunn til å forvente dårligere avkastning hvis man plukker aksjer i blinde eller basert på navn man liker. Aksjeforvalter er en av de få jobbene i verden der man ikke blir straffet for å være fullstendig uvitende om det man bedriver (igjen gitt at man kontrollerer risikoen). Hvis du velger å overlate pengene dine til en kompetanseløs forvalter har det liten betydning, skulle du derimot legge deg på operasjonsbordet til en ufaglært hjertekirurg er konsekvensene åpenbare.

## **Hva med aktiv forvaltning?**

### *Kompetanse og antikompetanse*

I Finansco har vi troen på at aktiv forvaltning kan gi høyere forventet avkastning enn markedet. Holder vi fast ved logikken fra eksempelet over vil aktiv forvaltning medføre økte kostnader, men

ikke økt avkastning. Hvis kompetente forvaltere skal ha høyere forventet avkastning enn markedet er det noen som må ha lavere forventet avkastning, og vi har demonstrert at det ikke er Tante Hulda.

Velger du aksjer helt tilfeldig eller investerer i passive indeksfond, vil du ha samme forventede avkastning som markedet. Hvem er det så som fører de kompetente forvalterne med meravkastning?

Hvis du tror kompetanse skaper meravkastning tror du også (enten du har tenkt gjennom det eller ikke) at antikompetanse (i mangel av et bedre ord) skaper mindreavkastning. Om en investor, fetter Anton, systematisk tar ut høyere avkastning må en annen, Klodrik, systematisk ta ut mindre avkastning. Hva er det så som får Klodrik til å iverksette og fastholde en investeringsstrategi som systematisk gir dårligere avkastning enn markedet og Tante Hulda?

Når du gjør så godt du kan, starter du på minussiden. Vår hjerne er skrudd sammen på en måte som gjør oss uegnet som investorer, en form for biologisk antikompetanse for investorvirksomhet. I tabellen under er det listet opp noen vanlige egenskaper som jobber mot oss som investor.

Egenskap	Konsekvens
Virkelighetsforståelse basert på anekdoter. Vi foretrekker historier fremfor analyser.	Kjøper det som er populært og dyrt.
Overoptimist (lottomentalitet).	Betale for dyrt for sjansen til stor suksess.
Tapsaversjon. Mentalt koster et tap mer en dobbelt så mye som en gevinst. <i>Stop loss</i> .	Selger tapende investeringer for billig.
Flokkmentalitet.	Kjøper dyrt og selger billig.
Dårlig risikoforståelse, undervurderer katastroferisiko.	For høy risiko eller risikokonsentrasjon.
Beslutningsutmattelse. Intuitivt søker vi stadig større utvalg, men rasjonell utvelgelse bryter ned når utvalget blir for stort.	Beslutningsutmattelse baner vei for annen antikompetanse.
Tilfeldig medgang fører til overmot.	For høy risiko og fare for konkurs. <i>Gamblers ruin</i> .
Selvbedrag.	Klodrik tror han er fetter Anton og overvurderer egne ferdigheter betydelig. Urealistisk optimisme om fremtidig avkastning skaper rom for å fastholde en systematisk tapende investoradferd.

Disse menneskelige egenskapene skaper en tendens til systematisk negativ investoradferd (antikompetanse). Vi starter med et handicap i markedet når vi skal gjøre vårt beste. For investorer er det viktig å adressere spørsmålet: Hvordan gå fra å være Klodrik til å bli som fetter Anton?

Det første vi må gjøre er å akseptere vår antikompetanse. Når vi er kjent med vår antikompetanse kan vi etablere en investeringsprosess som eliminerer mange av våre iboende investorsvakheter. Da kan vi dra nytte av investeringskompetansen uten at meravkastningen blir spist opp av vår antikompetanse. Det handler om å gi kompetansen spillerom uten å pådra oss systematisk tap fra antikompetanse.

Når vi i Finansco analyserer andre fondsforvaltere ser vi uten unntak at de har etablert en form for rigorøs investeringsprosess basert på en investeringsfilosofi. Som oftest ser vi at investeringsprosessen har to formål:

- 1) Eliminere systematisk tap fra antikompetanse.
- 2) Systematisk å skape avkastning basert på en investeringsfilosofi (kompetanse)

Derfor er det ikke overraskende å se at fondsforvaltere i gjennomsnitt gir noe bedre avkastning enn markedet (før kostnader).

### **Konklusjoner for investor**

Intuitivt er det vanskelig å akseptere at vi vil gjøre det bedre som investor hvis vi investerer helt tilfeldig enn om vi gjør vårt beste. Men det er intuisjonen som i stor grad jobber mot oss som investor. Vi bør enten innta en helt passiv rolle eller gjøre jobben fullt og holdent. Hederlig innsats blir straffet i finansmarkedene.

Tante Hulda har vist oss at avkastningen i porteføljen i stor grad drives av kombinasjonen av risiko og tilfeldigheter. Når vi erkjenner dette kan vi stoppe og spinne anekdotiske forklaringer rundt porteføljens minste utvikling og analytisk fokusere på relevante investeringsbeslutninger. Realistiske forventninger til porteføljens utvikling bidrar til en bedre hverdag som investor. Skuffende utvikling veier dobbelt så tungt som positive overraskelser. Når du kjenner dine svakheter som investor ligger forholdene til rette for å skape høyere avkastning og at du blir fornøyd med den avkastningen du får.

---

*Espen Seidel*  
*Rådgivende forvalter for FDA*  
*Oslo, 08.09.14*