

Finans Halvor Hoddevik og Richard Priestley



Indeksfond og feilprising

Det er en misforståelse at bobler eksisterer i kapitalmarkedet og at aktive forvaltere styrer klar av dem.



Halvor Hoddevik



Richard Priestley

Halvor Hoddevik, arbeidende styreformann i Rann Rådgivning as, og Richard Priestley, professor ved Handelshøyskolen BI

● Det er lett å misforstå finansielle markeder og finansielle institusjoners rolle i dem. Stein Sjølies innlegg i DN 2. desember illustrerer det.

Et faktum fra akademisk finans er at aktivt forvaltede fond over tid ikke kan slå en passiv referanseindeks når forvaltningskostnader er trukket fra. Om de slår indeksen i ett enkeltår, indikerer dette ingen økt sannsynlighet for å gjenta suksessen neste år. Tvert om, årets suksess kan ikke forklares med annet enn flaks.

De fleste fond gjør det verre enn den relevante referanseindeksen etter kostnader. Hadde vi snakket om en vaksine mot denne spekulasjonssykdommen, ville den for lengst vært tilgjengelig, med 95 prosent effektivitet.

→ Misforståelse 1: Hvis aktiv forvaltning ikke systematisk slår indeksen, burde den ikke eksistere.

Dyktige aktive forvaltere sørger for korrekt prising av aktiva i kapitalmarkedene. En konsekvens av dette er at man trygt kan investere i indeksfond med lave kostnader.

Aktive forvaltere kan tjene penger fra sine ferdigheter ved å bruke informasjon raskere eller bedre enn andre, og således skape høyere avkastning enn indeksen. Men kostnadene forbundet med en slik forvalter fører dessverre til at han vanligvis ikke klarer å skape avkastning utover indeksen, etter kostnader. Så lenge investorene er villige til å betale honoraret som spiser opp verdien av forvalterens dyktighet, men ikke mer, er det liv laga for aktiv forvaltning.

Det viser seg at mange investorer er villige til å være med på dette veddemålet. De fleste aktive forvaltere genererer dessverre ikke nok avkastning før kostnader til å betjene eget honorar.

→ Misforståelse 2: Sjølies argument hviler på en antagelse om at aktiva er feilpriset.

Det er lite grunnlag for å hevde dette. Det kan imidlertid være grunnlag for å hevde at dyktige forvaltere kan bruke ny informasjon til å reprise det som tidligere var korrekt prisede aktiva.

→ Misforståelse 3: Bobler eksisterer i kapitalmarkedet, og en aktiv forvalter vet å styre klar av disse.

Vi lever i en verden proppfull av aktiv forvaltning. Det er derfor et underholdende paradoks at Sjølie på den ene side argumenterer med at aktiv forvaltning skal redde oss fra den skade som bobler skaper, samtidig som han hevder at bobler eksisterer. Økonomiske modeller kan beskrive hvorfor aksjepriser stiger i lang tid og så



↑ Økonomiske modeller kan beskrive hvorfor aksjepriser stiger i lang tid og så plutselig faller, skriver artikkelforfatterne.

plutselig faller, men det er ingen økonomiske modeller som beskriver bobler i finansielle markeder.

Hadde Sjølies påstand vært sann ville bobler ikke eksistert.

Sjølie blander mengden aktiva under passiv forvaltning med omfanget av aktiv kapitalforvaltning.

Kapitalbindingen i aktiv forvaltning kan være svært lav i forhold til den risiko kapitalen tar. Siden dereguleringen av kapitalmarkedene på 1980-tallet har det vært en enorm ekspansjon i antallet, typene og volumet av finansielle institusjoner som bedriver aktiv forvaltning. At mengden aktiva underlagt passive forvaltningsprinsipper har økt, betyr ikke at omfanget av aktiv forvaltning har falt.

Har aktive forvaltere noen andre roller? Ja, de kan gi tilgang til andre risikofaktorer enn de som foreligger i en gjennomsnittsakse, forutsatt at gebyrene ikke er for høye.

Oljefondet er i hovedsak ikke, og bør ikke være, en aktiv forvalter i forstand av aksjeplukking. Det er intet grunnlag for å hevde at slik virksomhet har skapt noen fordel i Oljefondet. Tvert imot, vi har vist at etter

kostnader og justering for den systematiske risiko forvalterne har tatt, er denne delen av Oljefondet tapsgenererende. Tapet er det honoraret vi betaler for å dekke kostnadene knyttet til aksjeplukkingen.

Dette er nøyaktig det samme som klassisk aktiv forvaltning i fondsformat. Kostnadene forbundet med aksjeplukkingsevneheten i Oljefondet er større enn fordelene. Det er en gammel historie, men den er sann.

Når Sjølie påstår at Espen Henriksen og Thore Johnsen i sitt innlegg i DN 25. november har misforstått fullstendig når de skriver at det å betale for aktiv forvaltning er å gi «almissen til noen av de minst trenende i hele verden» er sannheten det motsatte. Økonomiske modeller kan som nevnt beskrive hvorfor aksjepriser stiger i lang tid og så plutselig faller.

Å tro at man kan forutse bobler er litt som å tro på julenissen. I desember i den anglosaksiske verden legger man seg med tomme sokker og våkner opp igjen neste morgen for å oppdage at sokkene er fulle av gaver. Det skjer hvert år. Hvordan kan det ha seg at gavene var på plass, om det ikke var for julenissen?

Å tro at man kan forutse bobler er litt som å tro på julenissen