



Gunnar Torgersen,
HolbergFondene

PORTEFØLJEFOKUS: Indeksforvaltning er på kraftig fremmarsj i mange land, inkludert Norge. Er det “game over” for oss aktive forvaltere, eller har vi fortsatt livets rett? Og i så tilfelle, hvilke kriterier er det fornuftig å bruke i jakten på forvaltere som kan levere meravkastning, eller såkalt alfa?

Alfajakten

Med en forretningsmodell som er tuftet på indeksuavhengig aktiv forvaltning, er sjansen for å bli stemplet som inhabil i debatten rundt passiv forvaltning overhengende. La meg derfor starte med å proklamere at vi i HolbergFondene ikke er mot indeksforvaltning. Snarere tvert imot. Vårt utgangspunkt er at det er rom for både aktive og passive forvaltere. Det sentrale spørsmålet er hvorfor aktive forvaltere har livets rett, hva du oppnår ved å velge en og hva du skal lete etter i jakten på de beste fondene.

I dagens høyteknologiske finansmarked, med eksempelvis 320.000 Bloomberg-terminaler rundt omkring på kloden, er det ingen som med troverdighet kan påstå at de har tilgang til mer informasjon enn andre. Tiden da det var mulig å arbitrere på informasjonsfortrinn er definitivt over. Forestillingen om at markedene og investorene til enhver tid er rasjonelle, som i stor grad ligger til grunn for skepsisen til aktiv forvaltning, kan imidlertid problematiseres. I mitt hode er markedene rasjonelle mesteparten av tiden (heldigvis), men ikke alltid. Det er nok å peke på historiske bobler, krakk og kriser. Ved å akseptere dette erkjenner man også at det vil være rom for forvaltere som søker å utnytte markedets periodevis irrasjonalitet og investorenes påfallende flokkmentalitet.

De fleste vil også være enig i at ikke alle kan være indeksforvaltere. Noen

må sette en pris på det, det være seg aksjer eller obligasjoner. Bedrifter trenger å bli utfordret på sin forretningsmodell, kapitalallokering, lønnsomhet og samfunnsansvar. Frisk kapital blir effektivt allokert til de som fortjener det. Nye bedrifter som har livets rett vil oppstå, mens andre vil forsvinne. I dette perspektivet blir passive forvaltere “gratispassasjerer”.

Det er for øvrig et aldri så lite paradoks at indeksforvaltningens fremmarsj og økende markedsandel faktisk gjør det presumptivt lettere for aktive forvaltere å skape meravkastning. Sett fra kundens ståsted gir aktiv forvaltning muligheten til å oppnå meravkastning i forhold til et avkastningskrav, et investeringsunivers eller en referanseindeks. Utfordringen er mer knyttet til at det på forhånd er vanskelig å vite hvem som vil levere akkurat det.

En oversikt i *Dagens Næringsliv* nylig viste at de fleste aktive forvaltere av norske aksjefond faktisk har levert meravkastning (etter kostnader) gjennom sin levetid. Et viktig unntak, og en åpenbar støyefaktor i denne oversikten, er at den mangler fond som er lagt ned. En doktorgradsavhandling ved NHH i 2010 (Lars Qvigstad Sørensen) konkluderer med at aktive norske aksjefond som gruppe ikke har levert meravkastning i perioden 1982–2008, og at de som har klart det like godt, kan ha hatt flaks. De fleste internasjonale studier peker i retning av at aktive forvaltere

over tid klarer å levere meravkastning, selv om det ikke har vært tilfelle de siste årene.

En annen innfallsvinkel, basert på tilgjengelig empiri, er at aktive fond som gruppe over tid ikke har gjort det svakere enn indeksfond. Man kan dermed hevde at aktiv forvaltning er en opsjon til å oppnå meravkastning, der det viktigste blir å plukke rett forvalter, eller sagt på en annen måte, unngå taperne.

Hvilke kriterier bør brukes og krav stilles til aktive forvaltere i jakten på vinnerne? Her er noen innspill:

- En tydelig, åpen og gjennomprøvd investeringsfilosofi og metodikk, med høy grad av aktiv forvaltning (aktiv andel og/eller tracking error).
- Forvalter bør være “i samme båt” som kunden med tanke på kostnadsnivå og eventuell overskuddsdeling.
- Porteføljeforvaltere bør være investert i egne fond.
- Forvalter bør ha klare tanker og strategier knyttet til forhold som kan redusere muligheten for å skape fremtidig meravkastning (f.eks. vekst i forvaltningskapitalen).

God jakt!