

Investering via flere blandede mandater er ikke optimalt

Blandt danske investorer er det en udbredt strategi at fordele formuen ligeligt på flere forskellige kapitalforvaltere, som alle får et mandat til at investere i en portefølje fordelt på en række forskellige aktivklasser – et såkaldt blandet mandat.

En del af værdiskabelsen forventes at komme fra, at kapitalforvalteren indenfor hver aktivklasse kan skabe et merafkast i forhold til aktivklassens gennemsnitlige afkast. En anden del af værdiskabelsen forventes at foregå ved, at de enkelte kapitalforvaltere vægter op og ned i de enkelte aktivklasser afhængigt af deres forventninger til de enkelte aktivklassers afkast i den nærmeste fremtid – såkaldt taktisk aktivallokering. Investoren følger derefter løbende op på kapitalforvalterne og udskifter en gang imellem de dårligste forvaltere med andre.

Vi vil med denne analyse belyse, at det er en uhensigtsmæssig strategi, der hverken giver en optimal risikospredning eller optimering af afkastmulighederne. Det er en langt bedre løsning at identificere de forvaltere, der er bedst i de enkelte aktivklasser og eventuelt tildele en enkelt forvalter det overordnede ansvar for den taktiske aktivallokering.

AF FORFATTERE



Managing Partner **Mads Jensen**
Jentzen & Partners
E-mail: mj@jentzen.dk

MSc, MBA, EMBA, CFA, CAIA, CIPM, CIFD. Mads er Founder og Managing Partner i Jentzen & Partners. Tidligere chef for Group Wealth Management i Danske Bank. Stiftede i 2012 Jentzen & Partners, der tilbyder konsulentydelse og fund manager selection til institutionelle investorer.



Managing Partner **Allan Lorentzen**
Jentzen & Partners
E-mail: al@jentzen.dk

HD (F), CAIA. Allan er tidligere First Vice President og chef for advisory services i Danske Capital. Blev partner i Jentzen & Partners i 2015.



Kommunikationsrådgiver **Flemming Østergaard**
Content Marketing Advice
E-mail: fo@contentmarketingadvice.dk

MSc(Econ.), journalist. Flemming har i mange år arbejdet med finansiell journalistik og analyse. Tidligere afdelingsdirektør og chefredaktør i Danske Bank. Arbejder i dag med kommunikationsrådgivning og analyse for bl.a. finansielle virksomheder.

Note: Forfatterne takker en anonym referee for en række brugbare kommentarer til artiklen.

Risikospredning ved investering i forskellige aktivklasser

1952 var et skelsættende år i den finansielle verden. Det var det år, hvor det lykkedes for økonomeren Harry Markowitz at gendigte H.C. Andersens eventyr om ”Konen med Æggene” i finansielle og statistiske termer.

Ganske vist var de fleste investorer klar over det smarte i ikke at have alle æg i samme kurv. Men Markowitz påviste,

hvordan man som investor i sammensætningen af sin portefølje kan reducere risikoen yderligere ved at tage hensyn til aktivernes afkast og samvariation. Selv om aktivernes statistiske egenskaber bestemt ikke er stabile over tid, har modellen og tankegangen bag dannet fundamentet for moderne porteføljetori. Alle investorer ved i dag godt, at der er noget om, at det er vigtigt at sprede sine investeringer.

Finansielle aktiver har hver især deres egen risiko og udvikler sig også forskelligt i takt med den økonomiske cyklus og mange andre forhold, hvilket kan ses af Tabel 1. Tabellen viser udviklingen i afkastet i 10 forskellige aktivklasser, udtrykt ved respektive benchmarks, fra og med januar 2009 til og med december 2018.

Tabellen viser, at der er stor variation i de forskellige aktivklassers årlige afkast. Som det fremgår, har det været en god idé at blande aktier og obligationer. Det kunne pege på et behov for løbende at justere, hvor meget investeringerne i de enkelte aktivklasser skal fylde – hvis altså man mener, man er i stand til med nogenlunde sikkerhed at kunne forudsige, hvilke aktivklasser der vil klare sig bedst. En sådan løbende justering kaldes taktisk aktivallokering.

Men før man begiver sig ud i den taktiske aktivallokering, fastlægger man overordnede rammer for, hvor meget de enkelte aktivklasser som udgangspunkt skal fylde i porteføljen. Dette kaldes strategisk aktivallokering, og det er i forhold til disse rammer, at det skal besluttes, hvor meget de forskellige aktivklasser må afvige herfra i den taktiske allokering.

Investering via flere blandede mandater med uafhængig taktisk aktivallokering giver ikke mening

Det er vores erfaring, at mange danske investorer anvender flere forskellige kapitalforvaltere til at håndtere deres investeringer. Ofte ser vi, at der vælges fire forskellige kapitalforvaltere, som alle får til opgave at investere i en portefølje fordelt på en række forskellige aktivklasser – et såkaldt blandet mandat. Efter en periode – typisk 2-3 år – gør man status og skifter de dårligste ud, hvis der er andre, der har gjort det bedre. Hver enkelt af de fire

TABEL 1: 10 års årlige afkast i aktivklasser udtrykt ved benchmark

Aktivklasse	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Danske Obligationer	4,24%	7,48%	11,02%	2,97%	-1,71%	6,00%	0,37%	2,89%	-0,45%	1,11%
Investment Grade	15,89%	4,89%	1,30%	14,01%	2,32%	8,19%	-0,37%	4,35%	2,56%	-1,04%
High Yield	58,18%	15,35%	3,23%	19,01%	6,15%	2,09%	-1,01%	13,38%	6,46%	-5,31%
Emerging Markets Debt (EMD)	29,31%	11,79%	7,10%	17,27%	-5,58%	6,89%	0,96%	7,93%	8,35%	-6,83%
Danske Aktier	38,55%	25,25%	-19,90%	23,81%	38,30%	17,21%	30,83%	3,22%	16,82%	-7,50%
Globale Aktier	30,39%	20,68%	-4,50%	14,79%	17,49%	18,39%	9,00%	10,69%	9,04%	-4,63%
USA Aktier	22,28%	22,93%	4,47%	14,00%	26,09%	28,09%	12,40%	13,80%	6,59%	-0,02%
Europa Aktier	31,56%	11,26%	-8,33%	17,74%	19,81%	6,64%	8,46%	2,20%	10,39%	-10,37%
Japan Aktier	2,91%	23,64%	-11,70%	6,93%	21,66%	9,09%	22,32%	5,05%	9,05%	-8,28%
EM Aktier	72,89%	27,33%	-15,92%	16,86%	-6,82%	11,18%	-5,02%	14,10%	20,75%	-10,07%

Note: Tabellen viser afkast i hver aktivklasse hvert år udtrykt ved benchmark. Danske obligationer dækker mellemlange obligationer.

har mandat til at bestemme for en fjerdedel af formuen, hvordan de enkelte aktivklasser skal justeres undervejs. Alle ved, at spredning er godt i investeringer – det må også gøre sig gældende på forvalterniveau, synes begrundelsen at være.

Men det er en grundlæggende forkert tilgang – en misforståelse af, hvordan man optimerer afkast og risikospredning. Det svarer lidt til, at man vælger fire landstrænere til fodboldlandsholdet med samme mandat til at lægge taktik og foretage udskiftninger undervejs. Det kunne muligvis blive meget underholdende, og måske ville de danske kampe blive mere målrige – i begge ender. Men grundlæggende ville det indebære en stor risiko for at blive en forvirret, uforudsigelig omgang med mange forskellige taktiske dispositioner – og totalt uden retning.

Hvis der kun er to aktivklasser, må de forskellige kapitalforvalteres over- og undervægte ophæve hinanden, medmindre de er i samme retning, og i så fald kunne man lige så godt have nøjedes med én forvalter. Er der flere aktivklasser, kan forskellige kapitalforvaltere i princippet skabe værdi på forskellige måder, selvom de ikke allokerer ens, men i praksis er der stor sandsynlighed for, at den enes værdiskabende allokering blot modvirkes af en andens modsatrettede allokeringsbeslutning.

Lad os lige få slået fast, hvad det egentlig er, taktisk aktivallokering går ud på. Store banker, finanshuse og kapitalforvaltere har strategier til at håndtere den slags. Strategen skal tage en beslutning. Han/hun skal vurdere, hvordan de enkelte aktivklassers afkast påvirkes indenfor allokeringshorisonten af en lang række forhold – makroøkonomi, geopolitik, sektorforhold, renteutvikling, kursniveauer, indtjeningsmuligheder, samfundsmæssige trends, teknologiske innovationer, Trumps ... listen er lang. Men der skal tages en beslutning.¹

Ved at bede flere kapitalforvaltere om at foretage taktisk aktivallokering risikerer man, at de arbejder ”imod” hinanden og dermed neutraliserer hinandens beslutninger. I bedste fald trækker de alle sammen samme vej, men effekten af eksempel-

vis fire forvaltere, der overvægter aktier, hver for en fjerdedel af porteføljen, er selvsagt den samme, som hvis én forvalter gjorde det for hele porteføljen.

Tilsvarende er der ikke nogen gevinst i, at forvalterne vægter aktivklasser modsat hinanden. Overvægter to forvaltere eksempelvis aktier, mens de to andre undervægter, kunne man ligeså godt undlade den taktiske allokering og i stedet holde sig til de andele, der er fastlagt i den strategiske allokering.

Det er vigtigt at forstå, at taktisk aktivallokering indebærer, at man vælger en retning. Man reducerer generelt risikoen for at tage fejl i investeringsstrategien ved at sprede sig på forskellige aktivklasser, men i den taktiske allokering, hvor man kan overvægte en eller flere aktivklasser ud fra aktuelle forventninger til den kommende tid, mens andre undervægtes, handler det om at vælge en retning, og det er meningsløst at sprede disse ”retninger” ud på flere hænder. Man vinder ikke på rouletten ved både at vælge sort og rød (og man taber, når kuglen havner på 0).

Investeringerne indenfor de enkelte aktivklasser

Indenfor de enkelte aktivklasser kan man vælge, om man vil anvende aktiv eller passiv forvaltning. Aktive forvaltere udvælger enkeltaktiver indenfor aktivklassen med det formål at opnå et højere afkast end aktivklassens gennemsnitlige afkast, mens passive forvaltere investerer svarende til markedets sammensætning udtrykt ved benchmark. Om man skal gøre det ene eller det andet afhænger af, om man mener, man kan finde aktive kapitalforvaltere, der kan slå markedet. Det er lettere indenfor nogle aktivklasser end andre, viser erfaringen.

Vælger man aktive forvaltere, giver det ofte mening at sprede investeringerne indenfor hver enkelt aktivklasse på flere forvaltere. Indenfor hver aktivklasse er der nemlig typisk så mange forskellige enkeltaktiver, at der er mange måder, hvorpå man over tid kan skabe et afkast, der er højere end markedets. Det afgørende er, at de enkelte porteføljemanagere har en værdiskabende metode, som de forstår at anvende konsistent.

Således kan der være en fordel i at vælge flere forskellige kapitalforvaltere til at styre hver sin andel af en aktivklasse, hvis de med forskellige stilarter – fx Value og Vækst – komplementerer hinanden, så man samlet set får en større værdi, end hvis man blot havde valgt én af dem. På kort sigt kan flere aktive

1. Læs mere om strategisk og taktisk aktivallokering i fx Weeke og Nordby (2018), Lumholdt (2018), Reilly m.fl. (2012), Maginn (2007).

managere indenfor hver aktivklasse godt komme til at modvirke hinandens beslutninger, men hvis de alle er i stand til at slå markedet på langt sigt, vil spredningen på flere managere kunne give investor et nogenlunde stabilt merafkast over tid.

Denne problemstilling er dog noget mere nuanceret, og der er mange holdninger til, hvor meget og hvordan man optimerer spredningen inden for en enkelt aktivklasse.

Men én ting er sikkert. Det er de færreste kapitalforvaltere, der er gode til at slå markedet indenfor alle aktivklasser, og ved at sprede sine investeringer på flere blandede mandater kan man næsten være sikker på også at få flere dårlige eller middelmådige forvaltere indenfor flere af aktivklasserne.

Det er derfor en bedre idé at forsøge at finde en eller flere gode managere indenfor hver enkelt aktivklasse. Dette bekræftes også af de følgende beregninger.

Hvordan er investorenes porteføljer typisk sammensat?

Den strategiske og taktiske aktivallokering kan være ret forskellig fra investor til investor og afhænger bl.a. af tidshorisont, risikoprofil, skattemæssige forhold, offentlig regulering m.v. Den strategiske allokering kan også omfatte flere eller færre aktivklasser.

Danske kommuner er et eksempel på investorer, som har en risikoprofil, der adskiller sig fra hovedparten af andre investorer. Det er fastlagt af myndighederne i en bekendtgørelse, at stats- og realkreditobligationer er de eneste aktivklasser, som kommunerne må investere direkte i – og de har lov til at investere alle pengene i obligationer.

Aktier må kommunerne imidlertid også investere i. Faktisk må aktier udgøre halvdelen af porteføljen, men det må ikke ske via direkte investeringer – kun via UCITS godkendte investeringsforeninger. UCITS står for "Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities" og henviser til et EU-direktiv, der hvis det opfyldes sikrer investorbeskyttelse og gør det muligt for en investeringsforening hjemmehørende i et EU-land at blive markedsført og gjort tilgængelig for investorer i andre EU-lande.

Kommunerne er således ikke forhindrede i at investere i aktiemarkeder, men i praksis pålægger de typisk sig selv skrappe begrænsninger ved fordelinger af obligationer/aktier mellem 80-20 og 90-10. I efteråret 2018 udbød en dansk kommune eksempelvis kapitalforvaltning i licitation, og det hed sig i udbudsmaterialet, at obligationer skulle udgøre 85-100 pct., mens aktier og Investment Grade virksomhedsobligationer skulle udgøre resten. Kommunernes formuer er vigtige finansielle reserver, og derfor er det forståeligt, at de typisk vælger en tilgang til kapitalforvaltning, som lægger stor vægt på kapitalsikring.

Andre typer af danske investorer har oftest en lidt mere risikovillig tilgang og accepterer dermed en risiko for større udsving i formuens værdi. De vil stadig have en stor andel af porteføljen placeret i danske stats- og realkreditobligationer, mens resten er fordelt på en række andre aktivklasser – herunder forskellige typer af aktier og udenlandske obligationer. I sammensætningen af denne øvrige del af porteføljen skeles i høj grad til, hvor meget de forskellige aktivklasser fylder i det globale billede. Danske aktier udgør fx kun en lille del af verdensindekset.

Til brug for vores beregninger har vi lavet en modelporteføljeme med baggrund i de undersøgte kapitalforvalteres aktuelle for-

Metoder og data – sådan har vi gjort

Seks kapitalforvaltere, 51 investeringsforeninger: Vi har trukket data fra Morningstar for 51 investeringsforeninger fra seks forskellige kapitalforvaltere i Danmark. Vi ser som udgangspunkt kun på udbyttebetalende investeringsforeninger, som også er offentligt tilgængelige for detailinvestorer, og vi har udeladt investeringsforeninger med særlige udvælgelseskriterier indenfor deres aktivklasse (fx aktier med høje udbytter, Value Investing, Vækst m.v.).

Januar 2009 – december 2018: Et kriterium for udvælgelsen af kapitalforvalterne har været, at de skal have en tilstrækkelig bred dækning af alle 10 aktivklasser, vi ser på, samt en historik, der dækker perioden fra og med januar 2009 til og med december 2018. Den største del af nedsmeltningen efter Lehman Brothers' kollaps, der fandt sted i sep.-okt. 2008 er således ikke med. Det er til gengæld et af historiens længste bullmarkeder i aktier såvel som en fortsættelse af et overordnet set langvarigt bullmarked i obligationer – næret af de massive eksperimenter med en meget ekspansiv pengepolitik. Vores kriterier for udvælgelse begrænser os til seks kapitalforvaltere, som til gengæld har en samlet markedsandel i Danmark på 67 pct.

Korrektion: Det skal påpeges, at kun to kapitalforvaltere har så bredt et spektrum af investeringsforeninger med 10 års historik, at de rent faktisk er i stand til at dække alle aktivklasser. Vi har derfor hos de andre forvaltere valgt at foretage korrektioner, så der foretages en fordeling i andre relevante aktivklasser. Som eksempel har vi hos nogle forvaltere sammenvægtet korte og lange danske obligationer for at nå frem til mellemlange obligationer, og råder en forvalter eksempelvis ikke over en investeringsforening med 10 års historik i japanske aktier, indgår denne porteføljevægt på 2 pct. i globale aktier, som dermed stiger fra 17 til 19 pct.

Månedlig rebalancering: Et andet centralt element i vores metode handler om rebalancering. I virkelighedens verden kan man være nødt til at rebalancere porteføljen jævnligt. Det kommer sig af, at aktivklasserne udvikler sig forskelligt, og nogle aktivklasser kan fx udvikle sig mere gunstigt end andre, hvilket kan betyde, at de fylder mere, end det er tilladt i forhold til den strategiske aktivallokering. Har man fx en fordeling af obligationer og aktier på 61,5/38,5 som er udgangspunktet for de porteføljevægte, vi har valgt, kunne en særlig gunstig udvikling for aktier fx medføre, at man får en fordeling på 55/45. Det er forskelligt, hvor ofte der rebalanceres, og det er en beslutning, som den enkelte investor skal tage. Man kan vælge at sætte grænser på den maksimale afvigelse i forskellige aktivklasser, som ved overskridelse fører til øjeblikkelig rebalancering, men som regel foregår det periodisk. Vi har valgt i analysen at tage udgangspunkt i en månedlig rebalancering – dvs. vi ganger porteføljevægtene på for hver måned. Hvis en forvalter er i stand til at slå markedet konsistent med hver af dens investeringsforeninger, vil det komme til udtryk i analysen. Vi har også lavet beregningerne med kvartalsvis og årlig rebalancering, men det ændrer ikke på analysens konklusioner, så derfor begrænser vi os til at vise beregningerne med månedlig rebalancering.

Omkostninger: Beregningerne er foretaget under antagelse af, at der er tale om store investorer – ikke detailinvestorer for hvem omkostningerne er højere. Vi korrigerer de aktive investeringsforeningers bruttoafkast med deres årlige fee til store investorer, der er forskelligt i de respektive aktivklasser og også afviger en smule de forskellige forvaltere imellem. De gennemsnitsomkostninger for de forskellige aktivklasser, vi har valgt, fremgår af tabellen nedenunder. Med de modelvægte, vi anvender i porteføljerne, løber det op i 0,3655 pct. årligt for hele porteføljen. Disse omkostninger fratrækkes bruttoafkastet for kapitalforvalternes respektive modelporteføljer. I de beregninger, vi foretager efterfølgende på forskellige porteføljestrategier, vil der også være transaktionsomkostninger forbundet med den månedlige rebalancering af porteføljerne. Da det retteligt også vil være gældende for benchmarkporteføljerne, har vi valgt ikke at korrigerer for disse transaktionsomkostninger. Hvis man tog højde for disse omkostninger, ville det med baggrund i de anvendte porteføljevægte beløbe sig til 0,1655 pct., som ganget med porteføljens estimerede årlige turnover på 1,2 fører til årlige transaktionsomkostninger for rebalancering på 0,20 pct. Porteføljens værdi efter årlig tilskrivning af afkast skulle således hvert år fratrækkes 0,20 pct., men det har vi valgt ikke at gøre, da vi ikke sammenligner med en egentlig passiv strategi.

Aktivklasse	Årlig omkostningsprocent
Danske Obligationer	0,10
Investment Grade Obligationer	0,50
High Yield Obligationer	0,50
Emerging Markets Debt (EMD)	0,85
Danske Aktier	0,60
Globale Aktier	0,60
USA Aktier	0,60
Europa Aktier	0,60
Japan Aktier	0,60
Emerging Markets Aktier	0,60

deling af aktivklasser i sammenlignelige investeringsforeninger i august 2018. Vi har valgt en fordeling på 10 aktivklasser, men for nogle forvalteres vedkommende er nogle af aktivklasserne repræsenteret af en fælles portefølje i de 10 år, der indgår i analysen. Dvs. dækker forvaltere fx ikke japanske aktier, indgår vægten af denne aktivklasse i globale aktier. Modelporteføljens sammensætning anvendes i hele analysen og fremgår af Tabel 2.

TABEL 2: Sammensætningen af modelporteføljen

Danske Obligationer	48,50%
Investment Grade (IG)	5,00%
High Yield (HY)	2,00%
Emerging Markets Debt (EMD)	6,00%
Danske Aktier	1,50%
Globale Aktier	17,00%
– USA	10,00%
– Europa	6,00%
– Japan	2,00%
– Emerging Markets	2,00%

Med udgangspunkt i denne aktivallokering og seks udvalgte dansk baserede kapitalforvalteres afkasthistorik for de seneste 10 år indenfor de 10 aktivklasser har vi lavet en række beregninger. Præcist hvordan fremgår af faktaboksen s. 15.

TABEL 3: Hvordan har kapitalforvalterne klaret sig i forhold til benchmark?

Forvalter	A	B	C	D	E	F	Benchmark
2009	19,52%	19,57%	17,58%	19,03%	17,10%	16,55%	16,77%
2010	12,12%	13,44%	12,40%	12,09%	11,33%	11,41%	12,85%
2011	0,85%	1,98%	2,66%	1,65%	2,07%	2,47%	4,21%
2012	10,66%	11,38%	10,21%	11,85%	10,47%	8,75%	9,33%
2013	8,03%	6,91%	8,80%	7,01%	8,65%	8,07%	6,25%
2014	11,19%	10,70%	10,22%	11,71%	10,62%	9,46%	10,64%
2015	4,41%	4,62%	5,46%	5,53%	4,24%	5,22%	4,44%
2016	6,73%	7,08%	5,37%	6,69%	6,65%	6,02%	6,23%
2017	3,90%	4,21%	5,56%	5,73%	5,92%	5,41%	4,15%
2018	-3,48%	-1,45%	-4,49%	-3,29%	-1,32%	-1,86%	-1,78%
10 ÅR	7,22%	7,69%	7,23%	7,64%	7,46%	7,05%	7,19%

Hvis afkast i aktivklassen danske obligationer udskiftes med benchmark-afkast:

10 ÅR	6,85%	7,41%	7,33%	7,09%	7,03%	6,81%	7,19%
-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

Note: Tabellen viser afkast for hvert år samt i næstsidste række det annualiserede afkast for de forskellige kapitalforvaltere i perioden jan. 2009 – dec. 2018 med brug af porteføljevægtene fra Tabel 2. Porteføljerne er rebalanceret månedligt – dvs. porteføljevægtene ganges på aktivklassernes afkast hver måned. Omkostningerne herved er ikke trukket fra de viste afkast, men det er de institutionelle omkostninger i de enkelte aktivklasser. Den nederste række viser det annualiserede afkast, hvis de respektive afkast for aktivklassen "Danske obligationer" udskiftes med afkastet for benchmark i aktivklassen, og afkastet i de øvrige aktivklasser bibeholdes.

Resultaterne

Tabel 3 viser, hvilke afkast de forskellige kapitalforvaltere vil have leveret over de seneste 10 år, når man anvender porteføljevægtene fra Tabel 2 på de enkelte managers afkast indenfor de enkelte aktivklasser. Da formålet med denne analyse ikke er at vurdere de enkelte kapitalforvaltere i forhold til hinanden, men at belyse resultatet af forskellige strategier givet managerens historiske afkast, har vi anonymiseret de enkelte kapitalforvaltere.

Som det fremgår, har fem af de seks forvaltere formået at slå benchmark (to dog kun marginalt). Bemærk, at ingen af kapitalforvalterne formår at slå benchmark i alle år. Af de i alt 60 år har forvalterne totalt set slået benchmark i 35 år – dvs. i 58 pct. af tilfældene. Hvis vi justerer forvalternes afkast for påtaget risiko ved beregning af Sharpe Ratio, så viser det sig, at der ikke er fem men kun tre af forvalterne, der klarer sig bedre end benchmark, og det er kun marginalt.

Som før nævnt udgør aktivklassen "Danske obligationer" 48,5 pct. af modelporteføljen, og som det også vil fremgå af senere beregninger, leverer kapitalforvalterne generelt gode resultater for aktivklassen i forhold til benchmark. Et interessant billede opstår, hvis vi erstatter aktivklassen "Danske obligationer" med afkastet for benchmark. Resultatet ses i den nederste række i Tabel 3. Som det fremgår er kun to kapitalforvaltere nu i stand til at slå benchmark. Vi kan altså konkludere, at danske kapitalforvaltere ikke overraskende er gode til danske obligationer (undtagen forvalter C), men de institutionelle investorer får tilsyneladende ikke den samme ekspertise i de øvrige aktivklasser.

Analysen er baseret på månedlige afkast, og det gør det muligt at beregne det rullende 12-måneders afkast for hver enkelt forvalter. Det sker ved at lave forskydninger af 12 mdr. perioder,

TABEL 4: Andelen af 12-måneders perioder hvor kapitalforvalterne har slået benchmark

12 mdr.-perioder	A	B	C	D	E	F
1-10	60,00%	100,00%	40,00%	50,00%	50,00%	0,00%
1-20	45,00%	90,00%	65,00%	45,00%	25,00%	15,00%
1-30	30,00%	60,00%	46,67%	30,00%	16,67%	10,00%
1-40	37,50%	65,00%	52,50%	42,50%	30,00%	15,00%
1-50	50,00%	68,00%	62,00%	52,00%	44,00%	32,00%
1-60	58,33%	66,67%	68,33%	60,00%	53,33%	40,00%
1-70	55,71%	70,00%	65,71%	65,71%	45,71%	34,29%
1-80	58,75%	67,50%	63,75%	68,75%	45,00%	40,00%
1-90	60,00%	70,00%	62,22%	72,22%	51,11%	42,22%
1-100	58,00%	69,00%	65,00%	75,00%	56,00%	48,00%
1-109	53,21%	70,64%	60,55%	71,56%	59,63%	51,38%

Note: Tabellen viser i akkumuleret form stabiliteten i kapitalforvalternes performance for hver 12-måneders periode. Hvis vi fx tager rækken 1-50 og ser på B, så har B altså formået at slå benchmark i 68 pct. af de første 50 12-måneders perioder, mens F eksempelvis kun har formået at gøre det i 32 pct. af 12-måneders perioderne. 12-måneders perioderne er beregnet ved at lave forskydninger af 12-måneders perioder, så vi får i alt 109 12-måneders perioder. Dvs. periode 1 er måned 1-12, periode 2 er måned 2-13 og så fremdeles.

TABEL 5: Hvem er bedst for hver 10 12-måneders perioder?

12 mdr.-perioder	A	B	C	D	E	F
1-10	60,00%	100,00%	40,00%	50,00%	50,00%	0,00%
11-20	30,00%	80,00%	90,00%	40,00%	0,00%	30,00%
21-30	0,00%	0,00%	10,00%	0,00%	0,00%	0,00%
31-40	60,00%	80,00%	70,00%	80,00%	70,00%	30,00%
41-50	100,00%	80,00%	100,00%	90,00%	100,00%	100,00%
51-60	100,00%	60,00%	100,00%	100,00%	100,00%	80,00%
61-70	40,00%	90,00%	50,00%	100,00%	0,00%	0,00%
71-80	80,00%	50,00%	50,00%	90,00%	40,00%	80,00%
81-90	70,00%	90,00%	50,00%	100,00%	100,00%	60,00%
91-100	40,00%	60,00%	90,00%	100,00%	100,00%	100,00%
101-109	0,00%	88,89%	11,11%	33,33%	100,00%	88,89%

Note: Et supplement til Tabel 4, der viser, hvor store udsving, der er i forvalternes performance, som kan gøre det vanskeligt at vælge, hvis man ser på kortere perioder. Række 41-50 viser fx, at fire ud af de seks kapitalforvaltere formåede at slå benchmark i alle disse 10 12-måneders perioder; mens billedet i 21-30 så radikalt anderledes ud.

så vi får i alt 109 12-måneders perioder. Dvs. periode 1 er måned 1-12, periode 2 er måned 2-13 og så fremdeles.

Med disse 12-måneders rullende afkast kan man illustrere stabiliteten i kapitalforvalternes performance ved at se på, i hvor mange 12-måneders perioder de har været i stand til at slå benchmark, jf. Tabel 4.

Alle seks forvaltere formår at slå benchmark i mere end 50 pct. af 12-måneders perioderne – om end A og F dog kun gør det beskedent. De to bedste – B og D – distancerer sig fra de øvrige og når op på at slå benchmark i omkring 70-71 pct. af 12-måneders perioderne totalt set.

Kunne man have identificeret disse to kapitalforvaltere over de 10 år på et tidligt tidspunkt ved at se på denne Tabel 4? Nej, som det fremgår, er billedet ikke entydigt i de første mange 12-måneders perioder. Man får dog en vis indikation af, at B leverer de bedste og mest stabile afkast, men D giver ikke nogen klar indikation.

Man kan også få et indtryk af vanskeligheden ved at identificere den bedste ved at se på Tabel 5, der viser, hvordan status er efter hver 10 af 12-måneders perioderne. Bemærk i øvrigt her, at kapitalforvalterne havde store problemer i 21-30 12-måneders perioderne. Kun en enkelt forvalter formår i en enkelt

periode at slå benchmark – resten får stryg i disse måneder, som er omkring 2011, hvor eurokrisen brød ud i lys lue, og aktierne i Emerging Markets tog store dyk i samme periode.

Der begynder dog at danne sig et mønster i anden halvdel af vores 10-års periode, og B og D skiller sig ud som de bedst performende og mest stabile, mens det øvrige billede er mere broget. E er godt med men har nogle dårlige perioder.

Af tabel 4 fremgår det også, at set over hele perioden formår E – som ender med at levere det tredjebedste afkast over de 10 år - ikke at slå benchmark oftere end C, som totalt set leverer et noget dårligere afkast. Det kan skyldes, at E har slået benchmark med mere end C i de perioder, hvor de har skabt merafkast, så det samlede afkast ender betydeligt over C's afkast.

Der kan også ligge noget andet bag. En kapitalforvalter, der har sin styrke i de aktivklasser, der vejer beskedent i porteføljen, kan blive slået markant af andre, der er gode til de "tunge" klasser – også selv om merafkastet i de aktivklasser procentmæssigt er mindre. Antag fx at en kapitalforvalter har formået at slå benchmark med 5 procentpoint på både danske aktier og japanske aktier, som vægter med hhv. 1,5 pct. og 2 pct. i porteføljen. Sammenlign dette med en forvalter, der har slået benchmark med 2 procentpoint i globale aktier og amerikanske aktier. Sidstnævnte vil klare sig betydeligt bedre samlet set, da de to aktivklasser vægter med hhv. 17 pct. og 10 pct.

Det er altså ret afgørende, hvad de forskellige kapitalforvaltere er bedst til. Vi har også undersøgt, hvilke kapitalforvaltere der har været bedst i de enkelte aktivklasser gennem årene. Her skal blot opsummeres hovedresultaterne:

- Alle kapitalforvaltere ligger efter de 10 år under benchmark i amerikanske aktier, som vejer tungt i porteføljen med 10 pct.
- Kun to formår efter de 10 år at kunne præsentere et afkast over benchmark i globale aktier, der vægter med 17 pct.
- Ingen formår at slå benchmark for HY obligationer på de 10 år totalt set.
- Fem af de seks forvaltere har investeringsforeninger i EM aktier, som alle slår benchmark over de 10 år.
- I 88 ud af de i alt 100 år (10 aktivklasser, 10 år) er afkastet for den bedste investeringsforening i den enkelte aktivklasse højere end benchmark.
- Ud af de 480 år (48 investeringsforeninger, 10 år) slår investeringsforeningerne benchmark i 247 år. Der er tale om 48 investeringsforeninger, idet vi slår lange og korte obligationer sammen for de forvaltere, der ikke har mellemlange obligationer i en særskilt investeringsforening.
- 30 af de 48 investeringsforeninger slår benchmark på 10 år.

TABEL 6: Hvem er bedst i aktivklasserne?

Kapitalforvalter	A	B	C	D	E	F
Havde fonde i så mange aktivklasser (ud af 10)	6	10	9	10	6	7
Var eksponeret i disse aktivklasser så mange år i alt	60	100	90	100	60	70
Havde bedste fond i så mange aktivklasser	6	8	8	10	5	6
Havde bedste fond i aktivklasse i så mange år i alt	10	19	27	19	12	13
Havde bedste fond i så mange pct. af årene	16,67%	19,00%	30,00%	19,00%	20,00%	18,57%
Bedste fond i aktivklasse efter 10 år	1	2	3	2		2

TABEL 7: – hvilke strategier har klaret sig bedst?

Strategi	Afkast 10 år		Annualiserede afkast	
	Strategi	Strategi	Benchmark	Forskel
Bedste forvaltere med blandede mandater				
Vælg 4 bedste forvaltere, udskift den dårligste hvert år	71,21%	5,52%	5,55%	-0,02%
Vælg 4 bedste forvaltere, udskift den dårligste hvert andet år	53,92%	4,41%	4,28%	0,13%
Vælg 4 bedste forvaltere, udskift den dårligste hvert tredje år	72,64%	5,61%	5,55%	0,07%
Bedste investeringsforening i aktivklassen				
Vælg bedste investeringsforening i aktivklasse hvert år	71,88%	5,57%	5,55%	0,02%
Vælg bedste investeringsforening i aktivklasse hvert andet år	55,64%	4,52%	4,28%	0,25%
Vælg bedste investeringsforening i aktivklasse hvert tredje år	77,57%	5,91%	5,55%	0,36%

Forklaring: Der er i beregningerne af disse afkast taget højde for de relevante omkostninger. Handelsomkostninger ved de aktive investeringer (for institutionelle investorer), samt omkostningerne ved strategiernes udskiftninger af forvaltere og investeringsforeninger. Der er dog ikke korrigeret for de handelsomkostninger, der vil være ved rebalancering af de forskellige aktivklassers vægte i den samlede portefølje, da det antages at være i samme omkostningsniveau som de tilsvarende rebalanceringer af benchmarkporteføljen. Det skal bemærkes, at strategierne med statusopgørelser og udskiftninger for hhv. 1, 2 og 3 år ikke løber lige lang tid. I strategien med udskiftning af den dårligste hvert år beregnes afkastet over 9 år i alt. For 2-års strategien er afkastperioden 8 år. For 3-års strategien er afkastperioden 9 år, idet første udvælgelse foretages efter 1 år. For alle strategier gælder det, at den dårligste ikke skiftes ud, hvis en af de to forvaltere i restgruppen ikke har leveret et bedre afkast. Strategierne under "Bedste investeringsforening i aktivklassen" går ud på at vælge den bedste investeringsforening i hver af de 10 aktivklasser og bruge disse i modelporteføljen.

- Kapitalforvalterne er særligt gode på danske obligationer og danske aktier. På 10 år slår fem ud af seks benchmark i mellemlange obligationer, og seks ud af seks slår markedet i danske aktier. Det er måske ikke så overraskende, idet alle forvalterne er dansk baserede.
- Alle seks kapitalforvaltere har investeringsforeninger i forskellige aktivklasser, der har leveret det bedste afkast i nogle af de 10 år.
- Forvalter A og D er de eneste, der har år som bedste investeringsforening i alle de aktivklasser, de er repræsenteret i.
- Forvalter B og D leverer totalt set de bedste afkast over de 10 år med modelporteføljen, og er også de bedste til at slå benchmark i 12-måneders perioderne (tabel 4).

Samlet vidner alle disse resultater om, at alle gør det godt i perioder i forskellige aktivklasser, men ingen er suveræn år efter år. Det lægger op til, at det vil give mening at finde en strategi, der udvælger de bedste til hver aktivklasse på tværs af de seks forvaltere.

Afkastet ved fire blandede mandater versus den bedste forvalter indenfor hver aktivklasse

At vælge managere blot ved at se på de historiske afkast er ikke en optimal metode. Man bør lave en kvalitativ vurdering af de enkelte kapitalforvalteres organisation, investeringsfilosofi og processer. Men for eksperimentets skyld har vi lavet beregninger, hvor forvaltervalget alene er baseret på de historiske afkast.

Vi har regnet på denne strategi for kombinationen af fire blandede mandater for perioder på hhv. 1, 2 og 3 år: Vælg de bedste kapitalforvaltere efter den givne periode. Ved periodens udløb skiftes den dårligste ud, hvis der er en bedre blandt de to andre af de seks kapitalforvaltere, vi undersøger. Efter endnu en periode foretages en ny performanceopgørelse, og den dårligste skiftes ud og så fremdeles.

Disse strategier holder vi op mod den strategi, som vi selv finder, er den mest logiske: Vælg de bedste kapitalforvaltere i hver aktivklasse.

Det skal påpeges, at der i disse beregninger af afkast er fra-

trukket omkostningerne ved at skifte forvaltere og investeringsforeninger ud, for det koster lidt, hver gang det sker.

Det koster i gennemsnit 0,32 pct. at skifte en forvalter med blandedt mandat ud årligt – 0,16 pct. for den forvalter, der ryger ud og 0,16 pct. for den forvalter, der kommer ind – omkostninger, der trækkes fra porteføljens værdi efter tilskrivning af afkast. Udskiftning af fx en enkelt forvalter ud af fire koster altså $0,25 \cdot 0,32$ pct. = 0,08 pct. af porteføljens samlede værdi efter tilskrivning af afkast. Vi tager højde for disse omkostninger i alle strategier men undlader dog omkostninger ved den allerførste indtræden. Der er lavet tilsvarende beregninger for udskiftning af de enkelte investeringsforeninger i strategierne, der handler om at vælge de bedste i den enkelte aktivklasse.

På trods af at udvælgelsen er helt mekanisk baseret, er det tilsyneladende en bedre strategi at vælge de bedste portefølje-managere indenfor hver aktivklasse fremfor at vælge blandede mandater.

Strategien, der udvælger bedste investeringsforening i hver aktivklasse hvert andet år, giver et merafkast på knap 0,12 procentpoint årligt i forhold til strategien, hvor der anvendes 4 kapitalforvaltere med blandede mandater, og den dårligste af disse udskiftes hvert andet år – en strategi, der ofte ses i den virkelige verden. På de 10 år bliver det til et samlet afkast 1,73 procentpoint højere.

Udskiftning hvert tredje år er lidt bedre. Her giver strategien med bedste investeringsforening i hver aktivklasse et merafkast i forhold i forhold til strategien med blandede mandater og udskiftning af den dårligste hvert tredje år, et merafkast på 0,30 procentpoint årligt – og et samlet merafkast efter de 10 år på 4,94 procentpoint.

Resultaterne indikerer, at det er mere hensigtsmæssigt at forsøge at finde bedste investeringsforeninger i hver aktivklasse frem for at bruge metoden med blandede mandater.

Beregningerne er baseret på, at man indenfor alle aktivklasser kun har haft mulighed for at vælge blandt seks dansk base-rede kapitalforvalteres porteføljer. Der er altså slet ikke taget hensyn til, at man ved at vælge strategien, der går på at udvælge den bedste forvalter indenfor hver aktivklasse også opnår,

at man dermed ikke begrænser sig til kapitalforvaltere, der kan tilbyde danske obligationsporteføljer. Indenfor globale aktier og udenlandske obligationer vil man således også kunne vælge udenlandske forvaltere og vores erfaring er, at man i nogle aktivklasser kan finde bedre forvaltere i udlandet end i Danmark.

Konklusion

Med baggrund i analysens argumenter og beregninger konkluderer vi, at det at sprede sine investeringer ud på 3–4 forskellige kapitalforvaltere med hvert sit blandede mandat ikke er en hensigtsmæssig metode at få sine midler forvaltet på. Det skyldes at:

- Der er stor risiko for, at de enkelte kapitalforvalteres aktivallokering blot ophæver og modvirker hinanden.
- Med blandede mandater får man sandsynligvis spredt sin investering indenfor hver enkelt aktivklasse ud på både gode og dårlige forvaltere.
- Hvis man vil have danske obligationer som en væsentlig del af porteføljen, begrænser man sig i praksis til at anvende danske kapitalforvaltere, og dermed afskærer man sig fra at kunne anvende udenlandske kapitalforvaltere indenfor de udenlandske aktivklasser.

Derfor anbefaler vi, at man:

- Finder de bedste kapitalforvaltere indenfor hver aktivklasse.
- Dropper den taktiske aktivallokering til fordel for mekanisk rebalancering, eller lader en enkelt forvalter med særlige allokeringskompetencer stå for allokeringen mellem aktivklasserne.

Men selvom man er enig i ovenstående konklusioner, kan der være nogen, der har andre argumenter imod den anbefalede metode.

For det første kan det forekomme uoverskueligt at skulle vælge forvaltere indenfor alle aktivklasser. Derudover mister man muligheden for at sammenligne de forskellige kapitalforvalteres evner til at levere afkast og taktisk allokering på en bred portefølje af aktivklasser. Og endelig kan man være bekymret for at skulle påtage sig et større direkte ansvar for at vælge de rigtige kapitalforvaltere. Med den traditionelle metode ender man jo med en håndfuld af velkendte store danske finansielle institutioner, og går det galt, er det deres skyld. Ikke investorens.

Det er dog efter vores mening ikke argumenter, der er vægtige nok til, at man skal afstå fra at vælge en metode, der sandsynligvis giver et højere afkast.

I virkeligheden er processen måske ikke mere kompleks end den eksisterende. Hvis man ønsker halvdelen, eller – hvad der ikke er ualmindeligt for mange danske kommuner – op til 80–85 pct. af formuen placeret i danske obligationer, så er det oplagt at starte med at søge efter et par gode danske obligationsforvaltere. Hvis man herudover vælger en dygtig aktieforvalter og et par forvaltere til udenlandske obligationer, ender man ikke med mange flere, end når man har spredt forvaltningen på 3–4 blandede mandater, men sammensætningen er mere hensigtsmæssig og indebærer større sandsynlighed for et bedre afkast.

Med hensyn til sammenligning af afkast kan man altid finde et passende markedsindeks og en peer group, der kan anvendes som sammenligningsgrundlag.

Og i forhold til ansvaret, hvis det går galt, så pådrager man sig vel også en form for ansvar ved at vælge en metode, man på forhånd ved er uhensigtsmæssig.

Vores overordnede anbefaling er under alle omstændigheder, at man skal droppe den traditionelle tilgang til kapitalforvaltning med fordeling af blandede mandater og taktisk aktivallokering på flere hænder og i stedet fokusere på at finde de bedste forvaltere i de forskellige aktivklasser.

Litteratur

- Lumholdt, Henrik, 2018: *Strategic and Tactical Asset Allocation: An Integrated Approach*. Palgrave Macmillan.
- Maginn, John L., Donald L. Tuttle, Dennis W. McLeavey og Jerald E. Pinto, 2007: *Managing Investment Portfolios: A Dynamic Process*. 3. udgave, John Wiley & Sons Inc.
- Ptak, Jeffrey, 2012: Tactical Funds Miss their Chance. *Morningstar Advisor*, Februar/marts 2012, s. 28-32, Morningstar Inc.
- Reilly, Frank K. og Keith C. Brown, 2012: *Investment Analysis and Portfolio Management*. 10. udgave, Harcourt College Publisher.
- Weeke, Kristian Rung og Jacob Nordby Christensen, 2018: Taktisk vs. strategisk aktivallokering – en performanceanalyse. *Finans/Invest*, 6/18, s. 28-35. ■

LEDER ► FORTSAT FRA SIDE 5

om og analyser af vigtige og aktuelle finansielle emner og problemstillinger. Årsrapporten, som igen i år findes sidst i dette nummer, takker hvert år med rette de mange, der hjælper til at løfte denne store opgave, så det vil jeg ikke gentage her. Ingen nævnt, ingen glemt.

I stedet har denne leder gjort status i forhold til Finans/Invest og specielt beskrevet forskellige justeringer, der

blandt andet skal bidrage til, at tidsskriftet i endnu højere grad bidrager gennem en øget synlighed. Med disse planlagte justeringer og ikke mindst finanssektorens konstante foranderlighed glæder jeg mig til at følge udviklingen. Og inden næste fem års status vil Finans/Invest have fejret sine første 50 år som Danmarks unikke finanstidsskrift. ■