

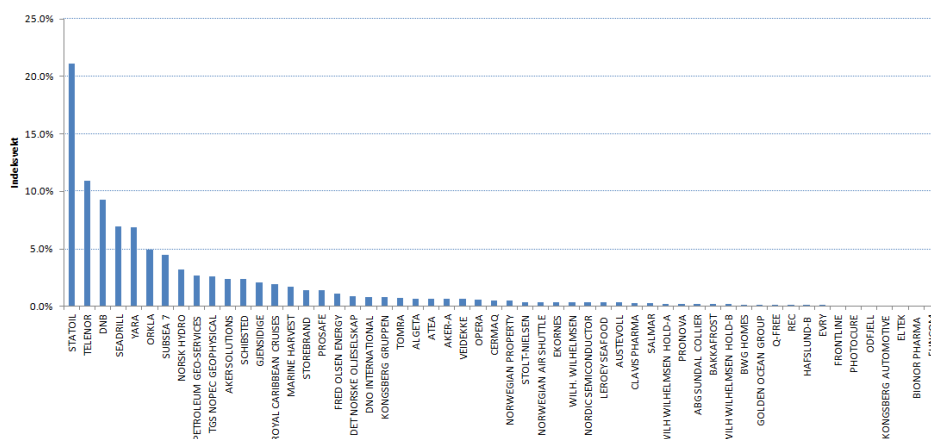
Indeksfond

Aksjeindekser ble introdusert som en metode for å måle gjennomsnittlig avkastning til et utvalg aksjer. Den eldste eksisterende amerikanske aksjeindeksen – *Dow Jones Industrial Average* – ble publisert allerede i 1896. Formålet var å presentere hvordan de største industriselskapene klarte seg på børsen.

Først 60 år senere begynte man å undersøke om en slik indeks faktisk kunne være bedre for aksjefond enn å betale forvalterteam for å plukke favorittaksjer. Hypotesen var at informasjonen som trengtes for å finne vinneraksjer var så dyr at innsatsen ikke lønte seg – med andre ord at aksjemarkedene var sterkt effektive. Det var på tide å se om fondene faktisk klarte å tjene tilbake kostnadene de brukte på aksjeplukking.

I ”*A random walk down Wall Street*” (1973) argumenterte Burton S. Malkiel at investorer som gruppe ikke kan slå markedet. Man dro konklusjonen enda lenger to år senere i *The Financial Analysts Journal*: aksjesparere var tapende part i et spill hvor forvalterne krevde høye honorarer for avkastning som stort sett var gjennomsnittlig. Ideen om et aksjefond som kun skulle gi markedsavkastning på billigst mulig måte var blitt nærliggende; Vanguard lanserte sitt første indeksfond i 1976.

Et indeksfond følger en indeks som en leverandør setter sammen. Indeksen består av en samling av aksjer som oppfyller stadfestede kriterier (f.eks. at selskapene skal være de største i sitt marked og aksjene omsettelige). I Norge refererer man ofte til indeksen som består av de 50-60 største selskapene (”OSEBX”) når man snakker om børsutviklingen.



Figur 1. Selskapene i den norske OSEBX-indeksen

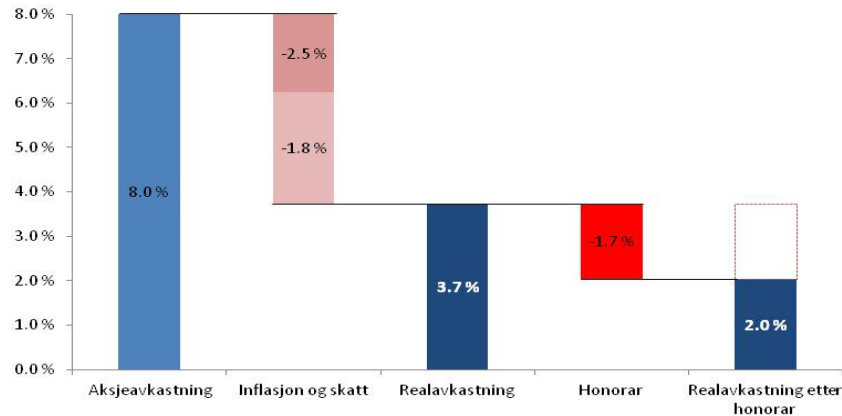
Hvert selskap i indeksen har en vekt som stiger og synker i takt med prisutviklingen på aksjen - slik gjenspeiler indeksen til enhver tid markedssammensetningen. Samtidig sørger dette for å minimere handlene et indeksfond må foreta; prissvingningene sørger for at fondet rebalanseres i takt med indeksen. Noen få ganger i året byttes de aller minste selskapene i indeksen ut med nye som har kommet til. Siden sammensetningen følger etablerte prinsipper, kan indeksforvaltning utføres med lave kostnader.

Forvaltningshonorarer

Indeksfond leverer markedsavkastning til lave honorarer – ofte 0,20-0,30 % per år. Fondene har i praksis få kapasitetsproblemer; nye pengeinnskudd begrenser ikke handlingsrommet. Derfor kan indeksfond tillate seg å bli svært store, og selv de aller største indeksfondene krever kun få årsverk for å levere den lofte avkastningen. Stordriftsfordelene er massive og forvaltningshonoraret blir lavt.

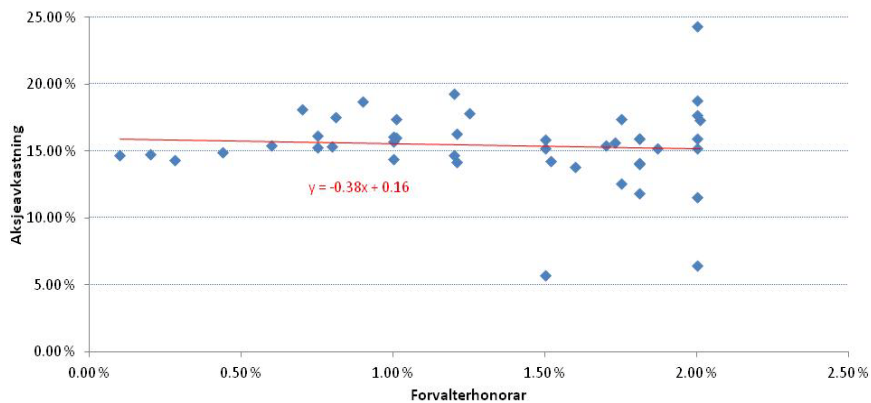
Viktigheten av honoraret er ofte lite synlig i fondsinformasjon som presenteres investorene – altså er man ofte ikke klar over hvor mye det påvirker fondets nettoavkastning. Forvaltningshonorar trekkes fra

fondet hver dag, men kronebeløpet som er trukket i løpet av et år blir sjelden tydeliggjort. Honoraret oppgis oftest som for eksempel "1,7 % per år"¹. En pris på 1,7 % høres lite ut i mange sammenhenger, men det spiser fort 1/3 av ett års realavkastning etter skatt² (Figur 2). Dyrer aksjefond har altså et avkastningshandikap i forhold til billige fond. Klarer de å ta igjen dette handikaket – får man det man betaler for?



Figur 2. Honoraret spiser en betydelig andel av fondets realavkastning.

Figur 3 viser at honoraret hadde lite å si for aksjeavkastningen som norske fond oppnådde i 2009-2012. Billige fond var vel så gode til å plukke aksjer som dyre fond. Altså: når det kommer til fondssparing, er det faktisk det du **ikke** betaler som avgjør avkastningen.



Figur 3. Norske aksjefonds årlig avkastning før honorarer 2009-2012³.

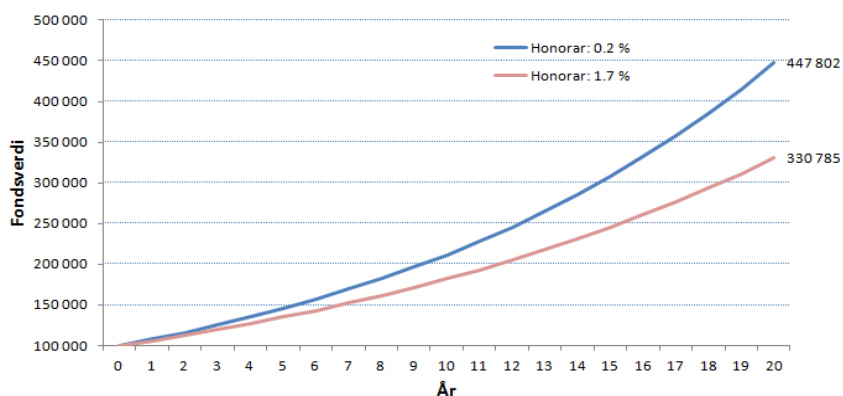
Ikke bare spiser honorarene direkte fra kronebeholdningen - du mister også muligheten til å få avkastning på disse kronene senere. Denne effekten av rentesrente er kraftig. Hvis man setter inn 100 000 kroner i to fond med 1,7 % og 0,2 % årlig honorar så er fondene verdt henholdsvis 330 785 og 447 802 kroner etter 20 år⁴. Det vil si at realavkastningen etter skatt er nesten **halvert** av de høyere honorarene; handikaket til dyre fond øker med tiden.

¹ Gjennomsnittlig honorar for norske aksjefond per juli 2012 var 1.7 %.

² Forutsatt 8% markedsavkastning, 28 % skatt og 2.5 % inflasjon p.a.

³ Kilde: www.morningstar.no. Norske aksjefond investert på Oslo Børs

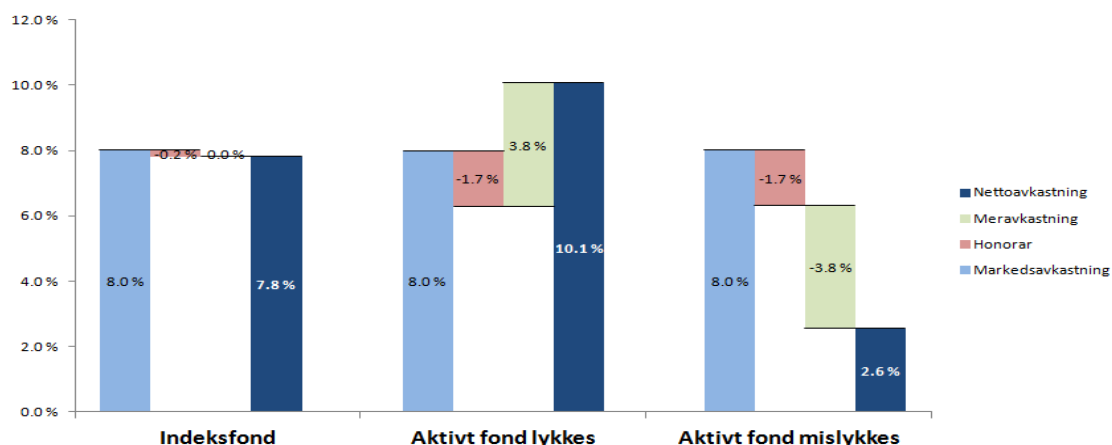
⁴ Før skatt, forutsatt 8 % markedsavkastning p.a., avkastning og honorarrate geometrisk linket. Forskjellen tilsvarer 51 prosentpoeng i realavkastning etter skatt.



Figur 4. Verdien av ett innskudd på 100 000 kroner og 8 % markedsavkastning per år.

Risiko og avkastning

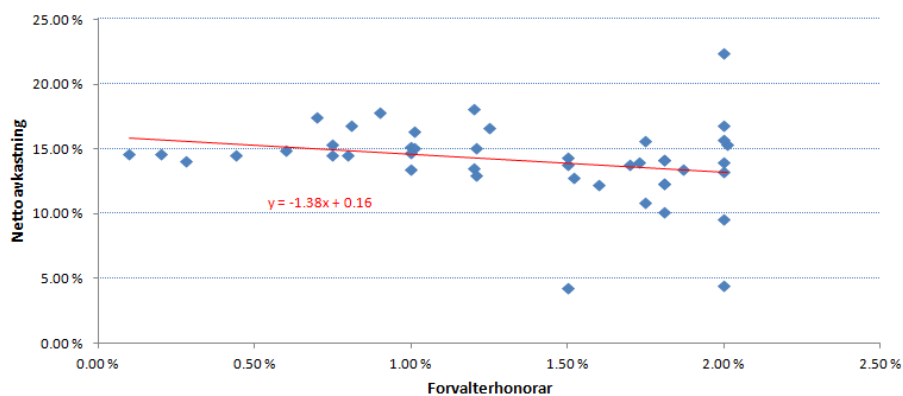
En aktiv forvalter plukker aksjer han tror er bedre enn gjennomsnittet og får en risiko for å levere dårligere eller bedre enn indeksen. Figur 3 viser at de dyreste aksjefondene har størst spredning i avkastningen. Det er denne risikotagningen man betaler for, og som - i gjennomsnitt – er en dårlig deal for investorene. Grunnen er enkel: dersom det aktive fondet lykkes, så er oppsiden mindre enn nedsiden dersom det mislykkes. Dette er illustrert i Figur 5.



Figur 5. Målt mot et indeksfond er gevinsten mindre når man lykkes enn tapet hvis man mislykkes⁵.

Aktiv forvaltning vil altså lønne seg dersom sannsynligheten for å lykkes er mye større enn for å mislykkes. Som vi så i Figur 3, så var sannsynligheten for suksess i beste fall den samme for dyre som for billige fond. Fondenes avkastning etter honorarer blir da som forventet: jo dyrere aksjefond, jo lavere forventet nettoavkastning (Figur 6).

⁵ I eksempelet er det brukt relativ svingningsrisiko på 5 %, informasjonsrate på ± 0.75 .



Figur 6. Norske aksjefonds årlig avkastning etter honorarer 2009-2012.

Men finnes det ikke aktive forvaltere som klarer å ta igjen kostnadene sine? Jo, det finnes fond som hadde så god avkastning at det ville lønt seg å betale de høye honorarene. Spørsmålet er om denne suksessen betyr at det lønner seg fremover også – var det forvalterens dyktighet eller flaks som gjorde utslaget? Og hvis en forvalter virkelig har grønne fingre, vil han gi gevinsten til kundene?

Svaret er naturligvis at han vil sikre seg en høy andel av gevinsten ved å sette honoraret tilsvarende. Resultatet blir ofte at forvalteren sikrer seg sin andel, mens investoren sitter igjen med usikkerheten om meravkastningen blir større enn honorarpåslaget⁶. Mens forvalteren må finne de mest underprisede aksjene, så må altså aksjesparerne finne de mest underprisede aktive fondene – det er liten grunn til å tro at det siste skal være noe lettere enn det første.

Passiv indeksforvaltning

"Hvis du ikkje let opp auga, må du lata opp pungen"⁷. Hvor blindt tør man stole på en mekanisk aksjeindeks - hvor passiv bør indeksforvaltning være?

Den fremste innsigelsen mot indeksforvaltning er nettopp denne: Når leverandøren sender ut pressemelding om at nye aksjer skal inkluderes i indeksen om noen uker, går indeksfondene i flokk og kjøper disse aksjene på tidspunktet som indeksleverandøren har bestemt.

Dette virker ufornuftig siden andre investorer kan løpe i forkant av indeksfondene og drive prisene opp på aksjene (og tilsvarende dytte prisene ned på aksjer som skal ut av indeksen). For de fleste indekser skjer disse utskiftingene på 2-4 faste datoer i året, og gjør at indeksavkastningen kan bli lavere enn markedsavkastningen.

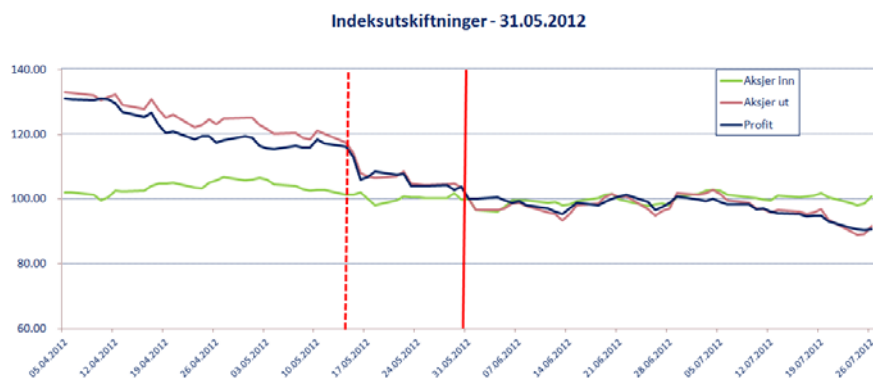
Det er beregnet at S&P500-indeksen (som inneholder de 500 største amerikanske selskapene) over tid taper 0,12 % per år på denne effekten⁸. Dette er heldigvis langt mindre enn et aktivt forvaltningshonorar, men 0,12 % av S&P500-indeksen kan oversettes til 1,3 milliarder dollar – her er det absolutt verdier i spill. For Russell 2000-indeksen beregnes dette årlige tapet til hele 1,84 %⁹.

⁶ Noen forvaltere opererer med avkastningsavhengige honorarer hvor noe av risikoen løftes fra investoren. Men disse honorarene er asymmetriske (de blir ikke negative dersom forvalteren mislykkes)– nedsiden blir større enn oppsiden.

⁷ Sitat tillagt Arne Garborg.

⁸ Chen et al., Financial Analysts Journal, Volume 62, Number 4, 2006

⁹ Chen et al., Financial Analysts Journal, Volume 62, Number 4, 2006. Russell 2000-indeksen består av de amerikanske selskapene som er rangert som nummer 1000 til 3000 etter størrelse.



Figur 7. Aksjene som skal kjøpes og selges er gunstigere priset i forkant enn på selve utskiftningsdagen.

Desto mindre andel av aksjene i indeksen som er eid av indeksfond, desto mindre er sannsynligheten for at noen løper foran og tar avkastning fra indeksen. Verdens største forvalter av indeksporteføljer, Vanguard, la om forvaltningen vekk fra Russell-indeksene i 2003 på grunn av dette. Den samme vurderingen lå til grunn da Statens Pensjonsfond – Utland valgte FTSE som sin indeksleverandør.

KLP bruker MSCI som leverandør for sine indekser, og har en egen gruppe av forvaltere dedikert til indeksforvaltningen. Selv innenfor et strengt risikoregime vil det da være mulig å beskytte seg mot front-runningen ved å handle på et annet tidspunkt enn de andre indeksfondene. KLP handler altså de samme aksjene som indeksen, men på et annet tidspunkt. I 20 av 21 indeksutskiftninger i perioden 2006-2011 ville man oppnådd bedre priser ved å handle den dagen pressemeldingen fra MSCI ble publisert, fremfor å vente de ukene en passiv indeksforvaltning krever. Skulle man i tillegg ha evner til å anvende MSCIs offentlige metodikk til å forutsi innholdet i pressemeldingen, blir den forventede gevinsten enda større.

Selv om dette er gevinster som kun utgjør basispunkter på avkastningen, tilsvarer det en betydelig andel av forvaltningshonorarene. En dedikert indeksforvalter bør altså lytte til den fremste kritikken av passiv forvaltning, overvåke indeksens mulige svakheter og sørge for at fondet får den fulle avkastningen av selskapene i indeksen.

Så når du skal velge indeksforvalter: ikke vær for passiv.