

INDEKSNÆR FORVALTNING

Indeksnær forvaltning er en forvaltningsstil der siktemålet er å oppnå den samme avkastningen som på veldefinerte markedsindekser. Denne artikkelen vil belyse en rekke forhold som er kritiske for å oppnå dette siktemålet og i tillegg avlive noen myter om indeksnær forvaltning.

1. Innledning

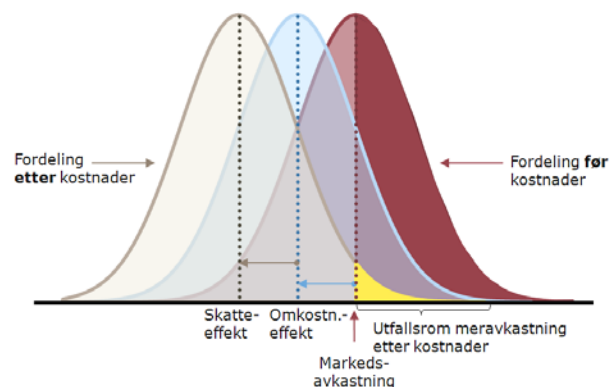
Indeksnær forvaltning er en forvaltningsstil som ofte omtales som passiv forvaltning eller indeksforvaltning. Forvaltningsstilen er å betrakte som passiv i den forstand at det er en indeks innhold og sammensetning som bestemmer den faktiske porteføljens innhold. Dette til forskjell fra aktiv forvaltning hvor forvalter selv velger verdipapirer som hun, på basis av analyser og egne forventninger, tror vil gi best avkastning. Målet for aktiv forvaltning er å gi en meravkastning i forhold til en referanseavkastning (markedsavkastning). Den rendyrkede indeksnære forvaltningen gir forutsigbarhet for å oppnå nær markedsavkastning gjennom en diversifisert portefølje til en lav kostnad. For aktiv forvaltning er det knyttet mer usikkerhet til om forvalter faktisk klarer å realisere en meravkastning etter fradrag for kostnadene. Det er aktiv forvaltere som klarer dette, men de er vanskelig å identifisere på forhånd og det er få som klarer det systematisk over tid. Siden kostnadene knyttet til aktiv forvaltning er vesentlig høyere enn for indeksnær forvaltning, vil kostnadsulempen over tid i seg selv være et vesentlig hinder som må overvinnes for en aktiv forvalter.

En indeks er en gruppe av verdipapirer som representerer et bredt marked eller deler av dette markedet. Ved å gjenspeile verdiutviklingen i markedet den representerer, gir indeksen investor en referanse for dette markedets avkastning. Fordi indekser pr. definisjon er sammensatt for å speile markedets verdiutvikling, er sammensetningen av hvert enkelt verdipapir vektet etter markeds kapitalisering. En indeksnær investeringsstrategi følger avkastningen til en indeks ved å sette sammen en portefølje som investerer i samme gruppe eller utvalg av verdipapirer som omfattes av indeksen, fordelt etter markedsvekt. Blant verdens registrerte kapitalforvaltningsselskaper estimeres det at 1 438 milliarder dollar forvaltes indeksnært eller 11 prosent av totalt forvaltet kapital¹.

2. Kostnadsfokus

2.1. Kostnadenes betydning for avkastningen

For å oppnå målet om å følge en markedsavkastning, er det kritisk å minimere kostnadene ved forvaltningen. For å belyse dette kan vi se på markedet i sin helhet hvor meravkastning ofte er referert til som et null-sum-spill. Dette tar utgangspunkt i at på et hvert tidspunkt summerer alle investorers beholdning til markedet totalt (Sharp, 1991). Siden hele markedet er representert, vil én investors meravkastning i forhold til markedet i en periode motsvares av andre investorers mindreavkastning, slik at den kapitalvektede avkastning for alle investorene summerer til markedsavkastningen. Avkastningsfordelingen til alle investorene kan fremstilles som en klokkeformet kurve (fig. 1) med



Figur 1: Kostnaders virkning på avkastningsfordelingen

markedsavkastningen som gjennomsnitt. I figur 1 er markedet representert ved kurven lengst til høyre med markedsavkastningen som den stiplede vertikale linjen. For enhver periode vil den kapitalvektede meravkastningen til høyre for markedsavkastningen motsvares av mindreavkastningen til venstre for markedsavkastningen, slik at summen av de to er lik markedsavkastningen. I praksis pådrar investorer seg kostnader som meglerhonorar(kurtasje), kjøps-/salgskursdifferanse, forvaltningsomkostninger og skatt som i sum reduserer den realisert avkastningen over tid. Disse kostnadene flytter kurven i figur 1 mot venstre. Justeringen for kostnader er uttrykt i to separate kurver hvor den midterste kurven representerer effekten av transaksjons- og forvaltningskostnader, mens kurven til venstre uttrykker effekten av investors skatteposisjon.

2.2. Kostnadsfordeler ved indeksering

Et viktig poeng å ha i mente er at kostnader er lettere å kontrollere og mer forutsigbare enn fremtidig avkastning. I motsetningen til den økonomiske sammenhengen mellom pris og verdi, leder ikke høyere kostnader til høyere avkastning. Hver krone betalt i kostnader er én krone mindre i mulig avkastning. Dette underbygges av en analyse av fondsmarkedet hvor Financial Research Corporation evaluerte prediksjonsevnen til ulike fondsnøkkeltall inkludert historisk avkastning, Morningstar rating, meravkastning og markedsavkastning². I studien var fondets forvaltningskostnader den mest pålitelige indikatoren for fremtidig avkastning. Fondenes forvaltningskostnader i prosent av forvaltet kapital er en verdifull indikator fordi det er én av de få resultatfaktorene som er kjent på forhånd. Tabell 1 viser den omvendte sammenhengen mellom avkastning og kostnader for ulike fondskategorier.

	Fondskategori etter type selskaper det investeres i					
	Store selskaper		Mellomstore selskaper		Små selskaper	
	Median kostnad(%)	Median avkastn.(%)	Median kostnad(%)	Median avkastn.(%)	Median kostnad(%)	Median avkastn.(%)
1. kvartil	0,69	-1,17	0,90	3,21	0,96	4,21
2. kvartil	1,03	-0,59	1,18	2,74	1,26	3,98
3. kvartil	1,27	-0,99	1,40	1,82	1,50	3,51
4. kvartil	1,89	-1,55	1,99	0,85	2,11	2,42
Referanseindeks		-1,20		3,30		4,73

Tabell 1: Høyere kostnad korrelerer med lavere avkastning: Morningstar kvartilrangering etter forvaltningskostnad. Kilde: Vanguard, Russel and MSCI.

Indeksfond innehar en kostnadsfordel i forhold til mer aktivt forvaltede fond som er vesentlig på lengre sikt. Tabell 2 viser forvaltningskostnaden og omløpshastigheten (dvs. antall ganger fondets investeringer byttes ut i løpet av en periode) i Morningstars³ fondsunivers for store selskaper i forhold til det ledende aksjeindeksfondet i USA, Vanguard 500 Index. Indeksfondet har en kostnadsfordel på 1,02 prosentpoeng (1,21 % - 0,19 %) i forhold til gjennomsnittsfondet i sin kategori. I tillegg har det en omløpshastighet som er 63 prosentpoeng (68 % - 5 %) lavere enn gjennomsnittsfondet. Hvis vi anslår den gjennomsnittlige differansen mellom kjøps- og salgskurs til 0,4 prosent vil den lavere omløpshastigheten øke kostnadsfordelen ytterligere med 0,25 prosentpoeng. Til sammen utgjør dette en "indeksfordel" på 1,25 prosent årlig av forvaltet kapital. I et lengre perspektiv er dette en kraftfull effekt som gir indeksfond en posisjon for å ha større mulighet til å gjøre det bedre enn lignende fond med høyere kostnader og levere enn avkastning nærmere markedsavkastningen.

	Forvaltningskostnad(%)	Omløpshastighet(%)
Average Morningstar Large Blend Fund ⁴	1,21	68
Vanguard 500 Index Fund ⁵	0,19	5
Average Morningstar Small Blend Fund ⁶	1,44	72
Vanguard Small Cap Index Fund ⁷	0,23	29

Tabell 2: Forvaltningskostnad og omløpshastighet for indeksfond og fond inneholdende både vekst-/verdiselskaper. Kilde: Morningstar

3. Indeksforvaltningens hovedprosesser

Utøvelse av indekxnær forvaltning kan inndels i fire hovedprosesser: rebalansering av porteføljen, overvåking og oppfølging av selskaphendelser, styring av kontantbeholdningen og gjennomføring av kjøp og salg i markedet.

Rebalansering er prosessen for å bringe porteføljen tilbake til markedsvekt som følge av endrede indekxvekker.

Selskaphendelser en vesentlig del av porteføljestyringen. Dette fordi selskaphendelser genererer tilførsel av kontanter (mottatt utbytte/renter) eller endringer i indekx sammensetningen som følge av kapitalendringer, oppkjøp og fusjoner. Disse hendelsene oppstår ofte for brede indekser og er ressurskrevende å følge opp⁸. Det setter høye krav til kvaliteten på verdipapirbeholdningens grunnlagsdata og effektiv og tidsriktig tilgang til informasjonen om denne type hendelser.

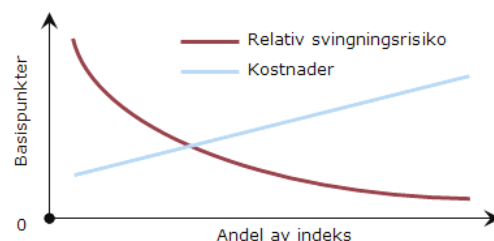
Styring av kontantbeholdningen i porteføljen er vesentlig for å oppnå markedsnær avkastning. Denne beholdningen er kilde til avkastningsavvik mellom porteføljen og indekxen fordi indekxen pr. definisjon ikke inneholder kontanter og er fullinvestert til enhver tid. Derfor er det vesentlig at denne beholdningen styres. Kontantbeholdningen er unngåelig som følge av selskaphendelsene, men også nødvendig for en kostnadseffektiv forvaltning.

Ved gjennomføring av kjøps- og salgsordre påløper det transaksjonskostnader i form av forskjellen mellom kjøps- og salgskurs i tillegg til meglerhonorarer og markedspåvirkning⁹. Dette er kostnader som kommer til fradrag i avkastningen (fig. 1) og må derfor minimeres. Dette er vesentlig ved store transaksjonsvolumet når porteføljesammensetningen må justeres i samsvar med endringer i referanseindekxen eller større tilførsel eller avgang av kapital i porteføljen.

4. Porteføljekonstruksjon

Det er ulike tilnæringer til hvordan en indekxnær portefølje kan sammensettes. Dette spenner fra å inkludere alle verdipapirene i indekxen til å velge et større eller mindre utvalg som kan forventes å gi nesten den samme avkastningen. En fordel med å velge kun et utvalg av indekxen er at det kan unngås å handle lite likvide verdipapirer som er dyre å handle samt at porteføljen blir mer oversiktlig.

Førende for valg av utvalgs metode er hvilket marked som skal indekxeres og hvor indekxnær porteføljen skal være (se tabell 3). For brede markeder (f.eks. globale statsobligasjoner) som har noen dominerende avkastningsdrivere vil det være tilstrekkelig med et relativt lite utvalg av indekxuniverset for å oppnå tilstrekkelig indekxlikhet. For smalere markeder (f.eks. norske aksjer) er det nødvendig å inkludere alle selskaper for å oppnå tilstrekkelig likhet. Nærheten til indekx kan uttrykkes gjennom hvor mye porteføljes avkastning må forventes å avvike fra indekxavkastningen basert på historiske svingninger. Dette uttrykkes gjennom den forventede relative svingningsrisikoen målt som standardavviket til differanseavkastningen. Fordi transaksjons- og



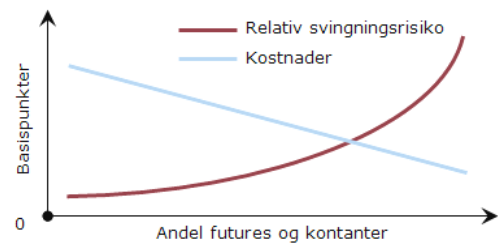
Figur 2: Stilistisk sammenheng mellom kostnader og relativ svingningsrisiko for økende andel av indekxuniverset i porteføljen.

	Andel av Indeks (%)	Relativ svingningsrisiko (%)
Norske aksjer	100	0,1
Globale aksjer	70	0,1
Global kreditt	12	0,5
Global stat	6	0,3

Tabell 3: Andel av indekx representert i porteføljen for ulike markeder. Kilde: KLP Kapitalforvaltning

depotkostnadene øker med stigende andel av indeks må kostnadene avveies mot tilsvarende fallende relativ svingningsrisiko (fig. 2).

Utover effekten av selskaphendelser kreves det en kontantbeholdning for å ha en kostnadseffektiv forvaltning. Det er ønskelig i minst mulig grad å omsette verdipapirene i porteføljen pga. transaksjonskostnadene dette genererer. Kontantbeholdningen ivaretar dette, men har den ulempen at den er avvikende fra indekssammensetning og en kilde til avkastningsavvik (fig. 3). For å redusere dette avviket markedseksponeeres beholdningen gjennom futureskontrakter¹⁰ på indekser som samlet i størst mulig grad følger indeksens verdiutvikling. Hvor stor andelen skal være avveies mellom bidraget til forventet avkastingsavvik og det løpende behovet for kontanter. Med dette oppnås tilnærmet den samme avkastningen som om fondet hadde kjøpt alle verdipapirer som inngår i indeksen. Når nye verdipapir skal inn i indeksen, kan det på forhånd bygges opp en kontantbeholdning som får markedseksponeering gjennom futures, slik at en ved indeksendringene selger futureskontrakter og trekker på kontantbeholdningen i stedet for å måtte selge verdipapirer jevnt over hele porteføljen for å skaffe kontanter til verdipapirkjøpene.



Figur 3: Stilistisk sammenheng mellom kostnader og relativ svingningsrisiko for økende andel av kontantbeholdning i porteføljen.

4.1. Rebalansering

Vektene i indeksen oppdateres i hovedsak periodisk. Dette medfører at det må vurderes om porteføljen må rebalanseres i henhold til endrede indeksevenkter for å opprettholde indekxnærheten. Dette er avhengig av størrelsen på vektendringene og hvor avvikende porteføljen er blitt som følge av løpende selskaphendelser. Om rebalansering er nødvendig, må det tas stilling til tidspunktet for gjennomføringen av rebalanseringen. Mange forvaltere er i samme posisjon og det kan ofte oppnås bedre priser ved å foreta rebalanseringen litt før eller litt etter tidspunktet for indeksoppdateringen. Dette medfører at porteføljen vil være mer avvikende enn normalt for en kortere periode. Det er ingen fast regel for hvordan man best tilpasser seg indeksendringer. Hver rebalansering må vurderes individuelt med sikte på å finne den beste avveiningen mellom å minimere avviksrisikoen og oppnå gunstigere priser inklusive lavere transaksjonskostnader.

5. Myter

En rådende oppfatning om indekxnær forvaltning er at aktiv forvaltning vil gjøre det bedre i fallende markeder. Dette er basert på tanken om at aktive forvaltere kan tidfeste markedsoppgang og markedsnedgang. I markeder hvor all tilgjengelig informasjon er gjenspeilet i prisen er det i beste fall vanskelig over tid gjennomgående å klare dette. Lipper Analytical Services gjennomførte en studie av aktiv forvaltere og deres resultater i perioder med markedsnedgang (definert som en nedgang på 10 prosent eller mer i aksjemarkedet). Resultatet viste at forvalterne gjorde det dårligere enn S&P 500 Index i de seks markedskorreksjonene som inntraff mellom 31. august 1978 og 11. oktober 1990. Det gjennomsnittlige tapet for S&P 500 i disse periodene var -15,1 prosent versus gjennomsnittlig -17 prosent for fond med store vekstselskaper.¹¹

En annen misforståelse er påstanden om at indekxnær forvaltning er enkelt og det bare er å kjøpe indekxens innhold. Forvaltningsstilen er et komplisert og krevende håndverk som forutsetter omfattende informasjonssystemer og strenge krav til datakvalitet og kostnadsfokus. Inngående kunnskap om indekxens sammensetning og dynamikk er avgjørende, og man må i detalj være kjent med hva som skjer av endringer i morgen for ikke å tape litt hele tiden. Det tar lang tid å opparbeide seg den nødvendige kompetansen og innsikt for å følge indekxen - og det er lett å tape litt hele tiden. Kostnadsfokus er indekxnær forvaltnings mantra.

Referanser:

Evans, Rickard E., og Burton G. Malkiel, 1999
Earn more (Sleep Better): The Index Fund Solution (s.98)
New York: Simon & Schuster

Sharp, William F., 1991. The Arithmetic of Active Management. *Financial Analyst Journal* 47(1): 7-9.

¹ Investment Company Institute, 2008. *Investment Company Factbook*, 48th ed. (Washington, D.C.: ICI)

² Financial Research Corporation, 2002, *Predicting Mutual Fund Performance II: After the Bear* (Boston, Mass.: FRC)

³ Morningstar, Inc. er et uavhengig analyseselskap for investorer og tilbyr data på mer enn 325.000 investeringsalternativer.

⁴ Verdipapirfond som definert av Morningstar. Fondene investerer i store vekst- og verdiselskaper med markedsverdi på 11 milliarder US dollar eller mer med en blanding av vekst- og verdikarakteristika.

⁵ Vanguard indeksfond som følger avkastningen til Standard & Poor's 500 Index.

⁶ Verdipapirfond som definert av Morningstar. Fondene investerer i vekst- og verdiselskaper med en markedsverdi på mindre enn 2 milliarder US dollar.

⁷ Vanguard indeksfond som følger avkastningen til MSCI® US Small Cap 1750 Index

⁸ Anslag for MSCI World Index er ca 4.500 selskaphendelser årlig. Kilde: Credit Suisse

⁹ I denne sammenheng referer markedspåvirkning seg til effekten av markedsaktørens handlinger – her kjøp eller salg – på prisen til et verdipapir.

¹⁰ En futurekontrakt er en avtale om å levere en eiendel eller dens pengeverdi på en forhåndsbestemt dag til en forhåndsbestemt pris. Aksjefuturekontrakter handles på børs på samme måte som aksjer. Mange land har vel utviklede markeder med lave transaksjonskostnader. Handel med aksjefuturekontrakter er derfor et kostnadseffektivt virkemiddel for å foreta endringer og justeringer i en aksjeportefølje. Det handles også futurekontrakter på renteinstrumenter

¹¹ Vist til av Evans og Malkiel (1999)