



Photo: Shutterstock

# Evighedsdiskussionen: Kan aktive forvaltere fortsat levere?

Af Nick Henderson, CFA  
SKAGEN Fondene

Hvordan har et evigt skiftende investeringslandskab påvirket aktiv forvaltning gennem årene? I år fejrer SKAGEN Fondene 30-års jubilæum, så anledningen er oplagt til at tage et kig bagud og se nærmere på, om de mest succesfulde forvaltere gennem tiden har haft nogle fællestræk, og på hvilken betydning skiftende markedsforhold, investorernes præferencer og teknologi får for fremtidens aktieudvælgelse.

Efter et kedeligt årti, hvor en række aktive forvaltere vendte bunden i vejret – eller slet og ret gik konkurs – var 2022 et længe ventet år for aktive forvaltere, som her oplevede det bedste år siden 2009. Den mindre gode nyhed er dog, at mere end en tredjedel af de aktive aktieplukkere alligevel ikke formåede at slå deres indeks<sup>1</sup>. Til trods for at den skuffende succesrate kun gælder amerikanske large-cap-aktiefonde, illustrerer de blot 62 pct. vindere alligevel et udfordrende miljø for aktive forvaltere globalt set.

Præmissen for aktiv forvaltning er simpel: Har du evnerne til at udvælge de bedste aktier (eller undgå de værste!), så kan du slå markedet. Alligevel viser tallene, at vejen til det gode relative afkast ikke er nem. Så er det lettere at få øje på, at man hos de

passive forvaltere betaler en lavere pris for at opnå markedsafkastet – hvilket bidrager til at forklare hvorfor et stigende antal investorer da også har søgt mod passiv forvaltning.

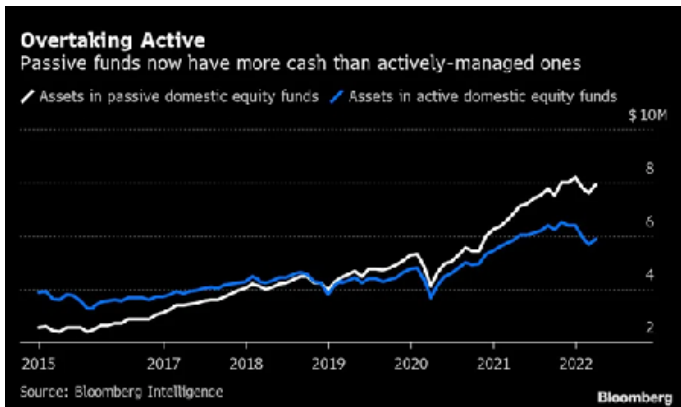
Diskussionen om aktiv versus passiv er efterhånden nærmest mytisk, og den er fortsat et brandvarmt emne i fondsforvalterindustrien – med stærke holdninger i begge lejre. Nedenfor kigger vi nærmere på argumenterne, på stigningen i passive investeringer, på hvordan (og hvor!) de dygtige aktieudvælgere kan skabe værdi trods kæmpestore odds imod sig, samt selvfølgelig på fremtidsudsigterne for aktiv forvaltning.

## Passiv-aggressiv

Den stigende vækst i passiv investering har været en af de mest

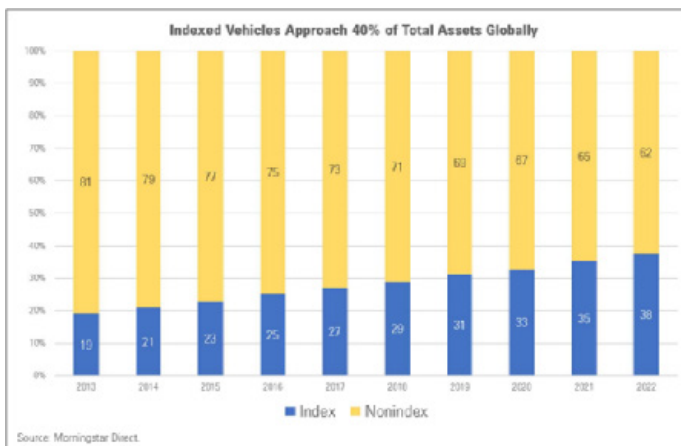
[1] Kilde: Strategas Securities

signifikante trends i forvaltningsindustrien gennem det seneste årti sammen med lavere omkostninger og en stigning i bæredygtige investeringsstrategier (hvilket stigningen i passive strategier også har skubbet bagpå).



Kigger vi på verden største aktiemarked, det amerikanske, oversteg værdien i passive aktiefonde i 2019 her værdien i de aktive. I dag udgør passive strategier omkring 58 pct. af det marked, der samlet set ifølge Bloomberg har en værdi af 13,8 billioner dollars.

I Europa hvor de aktive forvaltere i 2022 overordnet set præsterede mindre godt end i USA, har aktive forvaltere stadig en større markedsandel end på den anden side af Atlanten, men tendensen er ikke desto mindre den samme<sup>2</sup>. Kigger vi på alle aktivklasser globalt, er de aktive strategier fortsat dominerende, selvom den andel af AUM, der forvaltes passivt, er fordoblet over ti år til 38 pct. ifølge analysebureauet Morningstar<sup>3</sup>.



Det er bemærkelsesværdigt, at indeksfonde bliver mere og mere populære, særligt hvis man tager i betragtning, at de kun har eksisteret i omkring 50 år. Frem til 1970'erne blev alle midler forvaltet aktivt men herfra betød opfindelsen af computeren, at det blev nemmere at identificere de dygtigste forvaltere.

“En abe med bind for øjnene, der kaster dartpile mod finanssiderne i en avis, er i stand til at udvælge en portefølje, der kan

klare sig lige så godt som en portefølje, der er nøje udvalgt af eksperter,” lød konklusionen fra Princeton University-professoren Burton Malkiel i hans bestseller fra 1973, A Random Walk Down Wall Street.

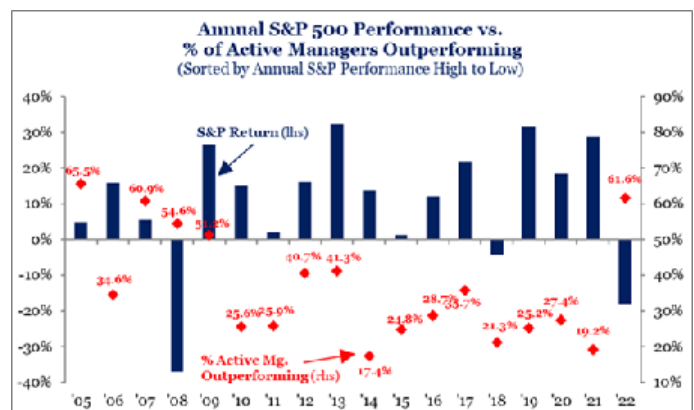
I 1971 stiftede Wells Fargo verdens første indeksfond, og fem år senere blev indeksinvestering tilgængeligt for masserne, da Vanguard-grundlæggeren Jack Bogle introducerede sin første fond til privatkunder, der blev tiltrukket af lave gebyrer og samtidig kunne acceptere “gennemsnitlige” afkast.

Forbedringer i teknologien i de efterfølgende år har siden da hjulpet de passive forvaltere med at blive mainstream, idet udviklingen har betydet, at de har kunnet reducere transaktionsomkostningerne og antallet af tekniske fejl i selve indeks-spejlingen. På samme måde har fremkomsten af computere og smartphones accelereret efterspørgslen ved at gøre indeks og fonde nemmere at overvåge og handle end nogensinde før.

I takt med at midlerne i stigende grad er flydt ind i passive strategier, så er antallet af indeks, man kan investere efter, også steget eksponentielt. Bloomberg estimerer, at der findes omkring tre millioner indeks globalt og over 10.000 børshandlede fonde, såkaldte ETF'er (exchange-traded funds). Denne hastige vækst har betydet, at grænserne mellem aktiv og passiv er blevet udvisket i takt med fremkomsten af specialdesignede benchmarks, aktive ETF'er, smart-beta strategier (der kombinerer aktive og passive strategier) og en sand eksplosion af ESG-orienterede produkter.

**Maskinerne kommer**

De aktive forvaltere har reageret tydeligt på angrebet fra de passive: Man har lanceret en række nye aktive produkter fx med fokus på forskellige markedssegmenter og har fra flere kanter anklaget de indeksbaserede løsninger for at forvolde skade på markedseffektiviteten ved at forvrænge prissætningen, kanalisere penge til dårligt præsterende virksomheder og forstærke volatiliteten.



Der er imidlertid ingen tvivl om, at dette modangreb fra de aktive forvaltere har klinget svagere på baggrund af de seneste mange års kedelige afkast – flertallet af de aktive forvaltere har de se-

[2] Kilde: Haberly, Asset Management as a Digital Platform Industry: A Global Financial Network Perspective, 2018  
[3] Kilde: Morningstar Direct, Global Flows 2022: Outflows Follow 2021's Record Inflows, January 2023



neste år underpræsteret deres referenceindeks efter omkostninger. Grafen ovenfor viser tydeligt fremgangen i de amerikanske large-cap-fonde, der følger S&P 500-indekset – den største og tættest fulgte kategori globalt set. Men billedet er det samme på tværs af selskabsstørrelser og både i USA og internationalt.

Heldigvis for aktive forvaltere blev 2022 enden på en lang periode med lavere afkast end benchmark, for i fjor trak de elendige præstationer i en række mega-cap-vækstselskaber hele det amerikanske marked ned. Det betød, at de fleste aktive forvaltere (62 pct.) slog indekset<sup>4</sup>.

Grafen ovenfor viser tydeligt, hvilken rolle finanskrisen i 2008 spillede i det momentum-skifte, der har givet aktive forvaltere modvind. Krisen antændte en mistillid til såvel bankvæsenet som fondsforvalterne og satte sving i ti år med bull-marked, hvor aktier på tværs af hele paletten steg som følger af kvantitative lempelser fremfor på baggrund af deres fundamentale værdi.

Nu hvor denne periode med finansielle stimuli er ovre, og centralbankerne hæver renterne for at bekæmpe inflationen, forventer analytikerne, at momentum i dette mere normaliserede investeringsmiljø vil tage sig anderledes ud.

**“Den passive tilgang er ikke længere det eneste svar på en god investering, for verden er betydeligt mere differentieret nu. Aktive forvaltere langt bedre muligheder for at slå markedet nu end i en virkelighed, hvor den eneste umiddelbare udfordring var likviditet. I den virkelige, vi står i nu, vil vi se vidt forskellige resultater fra selskab til selskab og fra sektor til sektor.”**

- Mohamed El-Erian, *strateg og cheføkonom ved Allianz, SKAGENS Nytårskonference 2023*

### **Ikke alle aktive forvaltere er lige**

Selvom aktivt forvaltede fonde gennemsnitligt har underpræsteret de billigere indeksfondene med efter omkostninger, dækker dette gennemsnitsbillede alligevel over vigtige forskelle internt blandt de aktive fonde (og deres respektive afkast). Et studie fra 2006 introducerede konceptet “Active Share” til at definere, hvor meget en portefølje afviger fra sit benchmark<sup>5</sup>.

Forskerne bag studiet undersøgte, hvordan 2.740 amerikanske fonde havde præsteret mellem 1989 og 2003. De konkluderede, at selvom den gennemsnitlige fond underpræsterede, så outper-

formede de fonde, der afveg mest fra indekset (defineret ved en Active Share - altså andelen af aktier, der afviger fra indekset - på mere end 80 pct.) årligt efter omkostninger. Mindre aktive fonde underpræsterede i stigende grad, proportionelt med hvor meget de nærmede sig deres respektive benchmark, og merafkastet blev ødt op af forvaltningsgebyrer.

**“Rent økonomisk betyder dette, at aktieudvælgelse, som vist ved Active Share, belønnes af aktiemarkedet, og de mest aggressive aktieudvælgere kan skabe værdi for deres investorer selv efter alle omkostninger.”**

- Cremers og Petajisto (2009).

Siden studiet i 2009 blev publiceret i et akademisk tidsskrift, har Active Share været benyttet i investeringsindustrien til porteføljeanalyse. Studiet er godt til at identificere “skabsindeksinvestorer” – altså investorer, der siger, de er aktive (og som følger kan indkassere højere omkostninger), men i virkeligheden danser tæt med indekset. Det er denne gruppe af skabsindeksfonde – defineret som fonde med en Active Share på mellem 20 pct. og 60 pct. – som smadrer mest af kundernes værdi, og som man siden på tværs af Europa har introduceret lovgivning for at adressere.

Et opfølgende studie fra 2013 af de samme forfattere udvidede observationsperioden med seks år, så det også inkluderede finanskrisen i 2008. Her fandt man lignende resultater<sup>6</sup>. På samme tid har undersøgelser fra Morningstar i 2016 med fokus på europæisk baserede fonde, der investerede i large-cap fra 2005 til 2015, fundet samme resultater på tværs af Atlanten: Fonde i den øverste kvintil målt på Active Share leverede højere gennemsnitlige benchmark-justerede afkast end de mindre aktive fonde<sup>7</sup>.

Et omfattende studie af skabsindeksinvestorer udført af European Securities and Markets Authority (ESMA) finder den samme positive sammenhæng mellem Active Share og fondens præstation på tværs af hele spektret, uagtet virksomhedsstørrelse. ESMA analyserede hele 5.400 EU-baserede fonde, der investerede i selskaber af alle størrelser mellem 2010 og 2018, hvorefter de konkluderede: “Mindre aktive fonde præsterer ikke bare dårligere, de er også næsten lige så dyre som meget aktive fonde.”<sup>8</sup>

Der er bred enighed om, at ikke alle aktive forvaltere er lige, og at dem der er tættest på indekset med garanti underpræster-

[4] Kilde: Strategas Securities, 2023

[5] Kilde: Cremers and Petajisto, How Active is Your Fund Manager? A New Measure That Predicts Performance, 2006

[6] Kilde: Petajisto, Active Share and Mutual Fund Performance, 2013

[7] Kilde: Morningstar, Active Share in European Equity Funds, 2016

[8] Kilde: ESMA Working Paper, Closet indexing indicators and investor outcomes, 2020

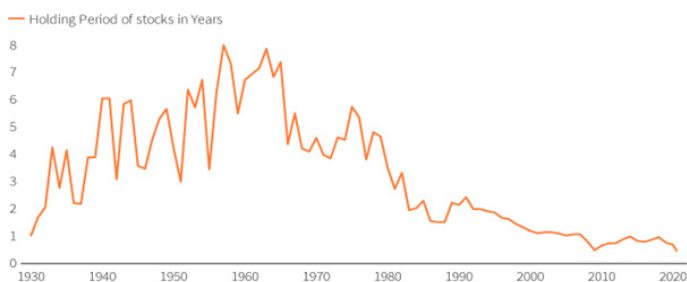
er efter omkostninger. Alligevel kan Active Share-teoriens magt til at forudsige godt udfordres. En høj andel af aktivt udvalgte aktier er snarere en nødvendig faktor end den endelige betingelse for at generere alfa (merafkast). Der er endvidere også andre kendetegn ved den type porteføljer, der forbedrer forvalterens chance for at få succes – blandt andet hvilket marked, der investeres i.

### Porteføljens kraft

Blot fordi en fond afviger fra indekset, betyder det ikke altid, at den er bedre, når det kommer til at generere merafkast, hvilket de vidt forskellige præstationer fra aktive forvaltere både over tid og Active Share-kategori også demonstrerer. Så er der nogle kendetegn ved de succesfulde aktieplukkeres porteføljer (udover at de investerer så langt fra indekset som muligt)?

I forsøget på at forstå årsagen til, at nogen slår indekset igen og igen, har flere studier identificeret en række karaktertræk blandt de bedst præsterende aktive forvalteres porteføljer. For det første forbedrer det afkastet at tænke langsigtet. En uheldig konsekvens ved den teknologiske udvikling og stærkere computerkraft er, at markedets deltagere i stigende grad investerer kortsigtet. Da passive investeringer ved hjælp af algoritmer kom frem og startede den højfrekvente handel, faldt den gennemsnitlige ejerperiode fra otte år i 1960'erne til mindre end seks måneder nu <sup>9</sup>(9).

### Shrinking times



Note: Holding periods measured by value of stocks divided by turnover  
Source: NYSE, Refinitiv

De kortere ejerskabsperioder skaber muligheder for arbitrage, ved at man som langsigtet investor kan udnytte fejlprissatte værdipapirer ved med tålmodighed at afvente en korrektion – og samtidig drage fordel af reducerede handelsomkostninger. Et studie fra 2014 viser, at de bedste afkast blandt Active Share-porteføljer kommer, når man har været investeret i fondene i mere end to år<sup>10</sup>. Forskerne kiggede på 288 amerikanske fonde fra 1990 til 2013 og påviste, at de mest aktive og langsigtede fonde genererede 2,05 pct. mere i afkast årligt efter omkostninger.

Udover at man selvfølgelig skal være klar til at beholde aktierne i længere tid, så handler det også om at maximere værdien ved at performance. Man undersøgte 1.771 aktivt forvaltede amerikanske eje aktierne som del af en koncentreret portefølje. Konventionel visdom foreskriver måske nok, at forvaltere bør diversificere deres

porteføljer for at reducere risici, men konsekvensen ved dette er, at fonden ender med at ligne indekset, og at man øger handelsomkostningerne unødvendigt. Dermed reducerer man potentialet for at levere det maksimale risikojusterede afkast. I et studie i 2005 blev der påvist en positiv sammenhæng mellem overbevisning og performance. Man undersøgte 1.771 aktivt forvaltede amerikanske fonde mellem 1984 og 1999 og fandt, at dem med højere koncentration end gennemsnittet præsterede 0,3 pct. bedre årligt efter omkostninger i snit<sup>11</sup>.

Studierne bakkes op af endnu et fra 2021, som dykker ned i porteføljeforvalternes bedste ideer. Her fandt man, at forvalternes foretrukne aktier, dem der var købt med allerstørst overbevisning, slog markedet såvel som forvalternes andre aktier med mellem 2,8 pct. og 4,5 pct.<sup>12</sup> Analytikerne kiggede på amerikanske fonde fra 1993 til 2018 og erfarede, at resultaterne var konsistente på tværs af forskellige benchmarks, risikomodeller og definitioner af "foretrukne aktier."

**“Resultaterne er et tydeligt bevis på, at den gennemsnitlige fondsforvalter rent faktisk er i stand til at udvælge aktier. Den dårlige overall-performance fra forvalterne i fortiden handler ikke om manglende evne til at udvælge aktier, men nærmere om institutionelle faktorer, der tilskynder dem at overdiversificere, altså til at vælge aktier, der ikke er en del af deres bedste alfa-skabende ideer.”**

- Anton, Cohen and Polk, 2021

### Aktieudvælgernes marked

Aktive forvaltere mener, at aktiemarkedene er ineffektive, hvilket åbner op for muligheden for, at dygtige forvaltere kan skabe merafkast. Konceptet "markedseffektivitet" blev først undersøgt af Nobelprismodtageren Eugene Fama i 1960'erne, der identificerede dysfunktionelle markeder, som aktive forvaltere kunne udnytte. Siden da har denne tese været genstand for betydelig forskning.<sup>13</sup>

Aktive forvalteres chance for succes stiger, når korrelationen – et mål for hvordan aktier bevæger sig i forhold til hinanden – er lav, da dette indikerer, at det er virksomhedsspecifikke faktorer snarere end makroøkonomiske forhold, der driver afkastet. Endnu mere vigtigt er imidlertid spredningen – altså i hvor meget aktierne bevæger sig sammenlignet med gennemsnittet af markedet. Her indikerer stor spredning en bedre mulighed for at slå (men også for at underpræstere!) markedet. I 2022 var aktiespredningen blandt selskaberne i S&P 500 på sit højeste siden 2009, hvilket skabte gode forhold for aktive forvaltere, der kunne praktisere succesfuld aktieudvælgelse.

Der er også dele af aktiemarkedet, der fungerer mindre effektivt end andre, og hvor aktive forvaltere derfor har en større chance for at slå markedet. For eksempel har væksten i passive investeringsmuligheder forvrænget begge ender af spektret over virksomhedsstørrelser. I dag er de fleste indeks vægtet mod selskabsstørrelse, hvilket resulterer i, at de passive fonde, der spejler disse

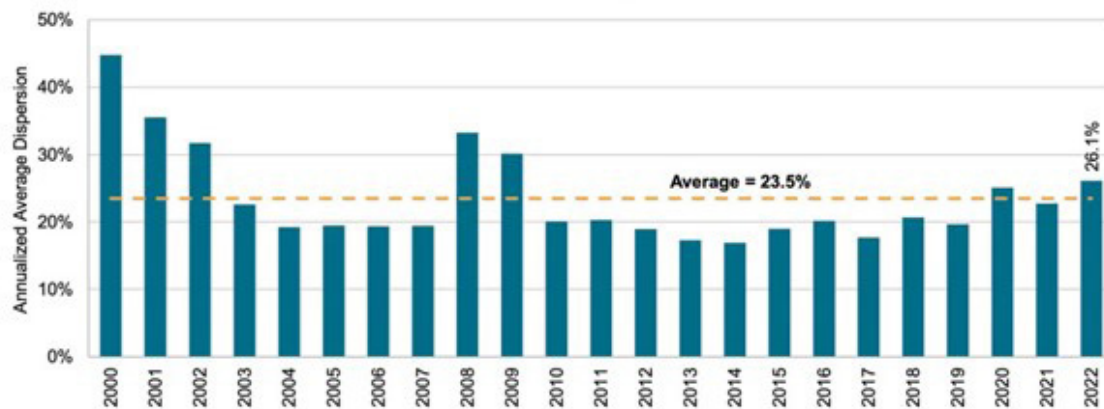
[9] Kilde: Reuters, Buy, sell, repeat! No room for 'hold' in whipsawing markets, 2020

[10] Kilde: Cremers and Pareek, Patient Capital Outperformance: The Investment Skill of High Active Share Managers Who Trade Infrequently, 2015

[11] Kilde: Kacperczyk, Sialm, and Zheng, "On the Industry Concentration of Actively Managed Equity Mutual Funds", 2005.

[12] Kilde: Anton, Cohen and Polk, Best Ideas, 2021

[13] Kilde: Fama, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, 1969

**Exhibit 4: S&P 500 Average Monthly Dispersion by Calendar Year**

Source: S&P Dow Jones Indices LLC. Data as of Dec. 31, 2022. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes.

indeks, vægtes mod de større aktier, Det betyder, at priserne på de store aktier er blevet inflationære – den gennemsnitlige værdi af en virksomhed i det globale indeks er mere end 20 milliarder dollars.<sup>14</sup>

Derudover er de aktive fonde – specielt de større og skab-sindeks-fondene – vægtes mod de største aktier, hvilket betyder, at mindre virksomheder får mindre opmærksomhed fra investorer og analytikere. Sammenlignet med 1.357 large-cap selskaber globalt, så findes der i øjeblikket 6.256 small-cap virksomheder – et kæmpe univers, som analytikerne har svært ved at dække.<sup>15</sup> 90 pct. af large-cap-selskaberne bliver fulgt af flere end ti analytikere, og færre end 4 pct. følges af fem analytikere eller færre. Det står i skarp kontrast til small- og mid-cap-segmentet, hvor kun 16 pct. har mere end ti analytikerbefalinger, og kun to tredjedele har fem eller mindre.<sup>16</sup>

Mangel på research og likviditet har skabt et ineffektivt marked for mindre virksomheder, der kan handles til stor rabat i forhold til det historiske gennemsnit. Forskning fra 2005 viser, at 780 aktive forvaltere af amerikanske small-cap aktieporteføljer vedvarende og i markant grad har outperformat Russel 2000-indekset over en 20-årig periode, hvorfor forfatteren konkluderer: “Efter at have medregnet overlevelseshbias, historisk bias og en mild bias mod large-cap vækst i investeringsuniverset, så ser vi, at præmien ved small-cap aktiv forvaltning er betydeligt højere og konsistent over flere perioder.”<sup>17</sup> Petajisto fandt også, at den positive effekt ved Active Share var størst blandt small-cap-fonde.<sup>18</sup>

Vækstmarkederne har det også med at fungere mindre effektivt end de udviklede, da det er sværere at finde information her, og idet virksomhederne oftest følges af færre analytikere. Samtidig kommer vækstmarkederne også med en større usikkerhed med hensyn til geopolitik og markedsforhold. Det gør dem mere volatile end de udviklede markeder, hvilket igen skaber muligheder for, at aktive forvaltere kan slå indekset.

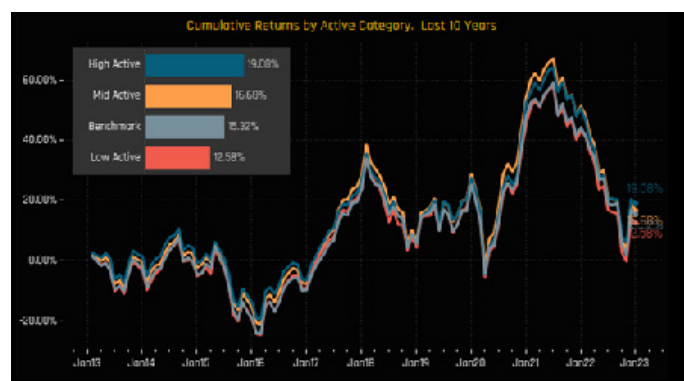
Et studie fra 2017, der gennemgår vækstmarkedsfonde fra 2009 til 2014, viser, at der er en positiv sammenhæng mellem Active Share og præstation. Forskerne undersøgte 67 fonde, og de fandt,

at omkring 70 pct. af dem slog indekset. Det største merafkast (0,2 pct. per måned) blev skabt af fondene i den øverste kvartil af Active Share.

**“Vækstmarkedsfonde bør kunne tilbyde nogle af de bedste muligheder for aktive forvaltere, da markederne ofte har en større politisk og økonomisk risiko end de udviklede markeder. Grundet denne relative markedsineffektivitet burde en dygtig investor med adgang til lokal information være i stand til konstant at slå den ikke-informerede passive investor i disse markeder.”**

– Grottesman og Morey, 2017

På samme måde viser en analyse fra i år af Copley Fund Research, at 278 aktive vækstmarkedsfonde havde skabt et akkumuleret 10-årigt merafkast på 2,76 pct. gennemsnitligt. Fondene i den mest aktive kategori leverede den bedste relative performance (3,76 pct.) i perioden.



### De passive faldgruber

Til trods for at passiv investering på mange måder er mere simpelt end aktivt at skulle udvælge alle individuelle aktier, så er det ikke uden risici. Passive investorer har en stor eksponering mod hele det marked, de følger, hvilket uundgåeligt både inkluderer vindere og tabere. I 2022 faldt S&P 500-indekset med næsten 20 pct. til

[14] Kilde: MSCI All Country World Index as at 31/01/2023

[15] Kilde: MSCI. MSCI ACWI Small Cap Index vs. MSCI ACWI Large Cap Index, as at 31/03/23

[16] Kilde: Bloomberg. Small-cap: €300 million - €2 billion; Mid-cap: €2 billion - and EUR 10 billion, while anything over EUR 10 billion is large-cap

[17] Kilde: Allen, The Active Management Premium in Small-Cap U.S. Equities, 2005

[18] Kilde: Petajisto, Active Share and Mutual Fund Performance, 2013

trods for, at størstedelen (58 pct.) af aktierne præsterede bedre. Nedgangen i det brede marked var drevet af en håndfuld store tech-aktier, der fik dårligere vurderinger (syv selskaber mistede omkring 4.205 milliarder dollars), hvilket passive investorer ikke kunne komme udenom.

Til trods for forrige års korrektion, så er koncentrationen af risici i indeks stadig høj. De ti største selskaber i S&P 500 repræsenterer stadig 28 pct. af referenceindekset, hvor seks af dem kommer fra sektorerne IT og kommunikationsservice. Når indeks er vægtes mod markesværdien allokeres kapitalen nemlig efter størrelsen på selskaberne og ved kontinuerligt at overvægte dyre aktier og undervægte de billige. Med prisfastsættelser – den mest pålidelige indikator for fremtidigt afkast – som stadig er høje for de største selskaber, så kan passive investorer møde mere modstand.

På den anden side kan aktiv forvaltning åbne op for forebyggende håndtering af risici i porteføljen, hvilket kan give en fordel i perioder med fald eller volatilitet. Udover at have fleksibiliteten til at reagere på skiftende forhold, så kan det at bruge fundamental analyse til at undgå de største tabere på aktiemarkedet være lige så vigtigt for afkastet, som at udvælge vinderne.

Der kan også være usynlige risici knyttet til strukturen i passive produkter. For eksempel har ETF'er oplevet problemer med sammensætningen af det underliggende indeks, hvordan det rebalanceres og likviditeten i de enkelte værdipapirer. Omkostningerne ved de passive produkter kan også gnave sig ind i afkastet, specielt i de mindre udviklede markeder, hvor handelsomkostningerne ofte er højere.

For eksempel var indekset Vanguard Emerging Markets Stock Index Fund bag MSCI Emerging Markets-indekset med 28 basispoint forrige år. Gennemsnitligt over 3 år var forskellen på 31 basispoint eller næsten 1 pct. rent kumulativt.<sup>19</sup> Selvom aktive fonde – specielt dem med en højere Active Share – har en god chance for at slå indekset efter omkostninger, så er de passive skabt til at underpræstere i varierende grad.

### SKAGENS aktive tilgang

SKAGEN har været en meget aktiv fondsforvalter lige siden grundlæggelsen for 30 år siden, og investeringsfilosofien fokuserer stadig på value-baseret aktieudvælgelse. Alle vores porteføljeformere investerer nedefra og op ved at udvælge de selskaber, de mener vil levere det bedste afkast til kunderne, uagtet deres position eller inklusion i et indeks.

Vores fonde har den fordel, at forvalterne arbejder med ubegrænsede mandater, og så har porteføljerne konsekvent en Active Share på over 90 pct. Det gør fondene til nogle af de mest aktivt forvaltede på markedet. Vi investerer med stor overbevisning i vores bedste ideer, hvilket betyder, at vi arbejder med koncentrerede porteføljer typisk med færre end 50 aktier, hvor de ti største selskaber repræsenterer mellem halvdelen og en tredjedel af værdien.

Brede og fleksible mandater betyder også, at vores porteføljeformere kan udnytte markedsineffektiviteter, som skaber værdianomalier både i vækstmarkederne (SKAGEN Kon-Tiki) i globale

small og mid-cap-selskaber (SKAGEN Focus) og i globale ejendomsmarkeder (SKAGEN m2). Og endeligt er vi jo også langsigtede investorer, hvilket betyder, at selskaberne i vores fonde gennemsnitligt holdes i mere end to år. Adskillige af de selskaber, vi tror mest på, har været i vores fonde i mange år – nogle endda i årtier.

På linje med den forskning, der er gennemgået ovenfor, er vores yderst aktive tilgang da også blevet omsat til stærke præstationer i fondene – og det til trods for den modvind, aktive forvaltere i øvrigt har oplevet i de seneste mere end ti år efter den globale finanskrise. Størstedelen af vores fem aktiefonde er forud for deres respektive benchmark over et år og tre år, såvel som siden fondene blev grundlagt.<sup>20</sup>

### De kommende 30 år

Fremtiden for aktiv forvaltning vil højst sandsynligt være påvirket af tre faktorer: Investorernes præferencer, markedsforholdene og den teknologiske udvikling. Hvis vi skal begynde fra toppen, er der intet, der tyder på, at efterspørgslen på investeringsløsninger med lave omkostninger er aftagende. Forskning udført af ISS peger på, at indeksfonde vil opnå en markedsandel på mere end 50 pct. i USA på tværs af alle aktieklasser og runde 56 pct. i slutningen af 2027.<sup>21</sup>

For skarpe aktive investorer kan den stigende vækst i passive strategier betyde, at der vil være endnu større muligheder for at slå markedet, for eksempel ved at udnytte de prisbobler, der skabes gennem indeksets overvægtning af large-caps, og andre niches af markedet, der i stigende grad vil blive ineffektive og illikvide hjørner, da kapitalen flyttes mod de mainstream-indeksprodukter.

En anden afgørende faktor for den aktive forvaltnings fremtid er investorernes stigende fokus på bæredygtighed. Ikke mindst efterhånden som formuerne skifter hænder og havner hos de yngre generationer, der har langt større fokus på ESG. Et stigende – også regulatorisk – pres betyder altså, at der er brug for, at alle forvaltere kan vise, at de har integreret ESG i deres investeringsprocesser, uagtet hvor de befinder sig på det aktive-passive spektrum. Hvis den aktuelle tendens til, at investorerne belønner engagement frem for at frasælge, fortsætter – eller styrkes – så bør aktive forvaltere se et stigende inflow på bekostning af den passive investering, der typisk har en mere ekskluderende tilgang til bæredygtighed.

Men der er også meget andet, der peger på, at markedsforholdene kunne gå hen og blive bedre for de aktive forvaltere. Det ses allerede på præstationer blandt de aktive forvaltere i 2022. Afslutningen på en periode med store kvantitative lempelser og en ny æra med et højere rentemiljø bør også udjævne spillepladen. Specielt hvis den vedvarende høje inflation tvinger investorerne i retning af afkast, der kan slå frem for blot at mime indekset, i et forsøg på at beskytte deres opsparinger og købekraft.

Desuden er risikokoncentrationen i passive fonde fortsat meget høj. De ti største virksomheder i S&P 500-indekset repræsenterer i øjeblikket 28 pct. af aktiverne, og seks af disse selskaber befinder

[19] Kilde: Vanguard, as at 31/12/2022

[20] Kilde: Fra d. 31/03/2023, efter omkostninger.

[21] Kilde: For Active Managers, AUM a Weakening Indicator of Financial Success, January 2023

sig i IT- eller kommunikationssektoren. Uden den beskyttelse, som god aktieudvælgelse og sunde prisfastsættelser giver, så betyder denne manglende diversificering, at passive investorer er eksponeret mod bobler både i de nævnte industrier eller i tilfælde af en bredere markedskorrektio. Et betydeligt fald i markedet kunne føre til outflow fra de passive fonde og samtidig betyde gode muligheder (og inflow) for de aktive forvaltere.

Endeligt kan opblomstringen af kunstig intelligens også blive den helt store disrupter i forvaltningsindustrien de kommende år. Teknologien har utvivlsomt bidraget til at drive de passive indeksstrategiers succes de seneste 30 år og man vil højst sandsynligt kun se yderligere udvikling i fremtiden. Foruden de enorme summer, der i øjeblikket investeres i maskinlæring, så vil AI også give investorerne en række værktøjer, der kan hjælpe dem med at identificere investeringsmuligheder og håndtere risici.

Der er blevet lanceret en række ETF'er med AI-fokus, der forsøger at tøjle maskinlæring, sprogprocessor og stemningsanalyser i jagten på det gode afkast. Indtil videre dog med blandt succes. Omvendt vil man i takt med, at AI-teknologien forbedres, og mængden af data bliver større, opleve bedre resultater.

Alt i alt er det svært at ignorere en konklusion, der lyder, at aktive forvaltere ikke kan retfærdiggøre deres omkostninger, når man kigger på deres gennemsnitlige præstation over de seneste år. På den anden side kan man sige, at vægten af akademisk forskning (og vores egne fondes præstationer) viser, at der under de gennemsnitlige tal skjuler sig meget vigtige forskelle forvalterne imellem, og dem, der virkelig i praksis er aktive kontinuerligt har givet et merafkast. Det øger chancen for fremtidig succes yderligere, at der også kan defineres en række kendetegn ved de porteføljer (fokuserede fonde, stærk overbevisning om de bedste ideer og en lang investeringsperiode) og markeder (small-cap og vækstmarkedsaktier), hvor ægte aktive aktieudvælgere virkelig kan folde sig ud.

Mens markedsforholdene den seneste tid har ikke været gunstige for aktive aktieudvælgere, så betyder et skifte i retning af et makroøkonomiske miljø med højere inflation og renter, at de fremtidsudsigterne på den korte bane er gode, og at de mere langsigtede trends for investeringsindustrien også bakker positivt op. Aktive forvaltere, specielt de bedste af dem, der er klar på at investere i mindre konventionelle markeder, vil i fremtiden have endnu bedre mulighed for at bevise deres værd.



[www.skagenfunds.com](http://www.skagenfunds.com)

## VIGTIG INFORMATION

Indholdet af denne præsentation er markedsføring. Ingen oplysninger i præsentationen skal opfattes som investeringsrådgivning. Før en endelig investeringsbeslutning anbefales det at gennemlæse fondenes prospekter og Centrale Informationsdokumenter (CI), der kan findes via [www.skagenfondene.dk](http://www.skagenfondene.dk).

Præsentationen er målrettet private investorer i Danmark, hvor fondene har markedsføringstilladelse.

SKAGEN AS (SKAGEN) er et fondsforvaltningsselskab autoriseret af den norske tilsynsmyndighed, Finanstilsynet, til forvaltning af UCITS i henhold til den norske lov om værdipapirfonde. SKAGEN er en del af Storebrand-koncernen. Storebrand Asset Management ejer 100 pct. af SKAGEN.

En oversigt over investorrettigheder, herunder informationsret, stemmerettigheder og klageret, findes via [www.skagenfondene.dk/investering/investorrettigheder/](http://www.skagenfondene.dk/investering/investorrettigheder/)

Historisk afkast er ingen garanti for fremtidigt afkast. Andre faktorer, blandt andet markedsudviklingen, porteføljeforvalternes dygtighed, fondens risiko samt omkostninger, kan påvirke fremtidigt afkast. Afkast kan blive negativt som følge af kurstab. Der er risici tilknyttet investering i investeringsforeninger på grund af markedsbevægelser, valutaudvikling, renteutvikling, konjunkturer, samt branche- og selskabsspecifikke forhold. Fondene er denomineret i NOK. Afkast kan stige eller falde som følge af valutaudsving. Før du investerer, opfordrer vi dig til at læse fondenes nøgleinformation og prospekter. Oversigt over omkostninger findes her: [www.skagenfondene.dk/investering/omkostninger/](http://www.skagenfondene.dk/investering/omkostninger/)

Hvis andet ikke er angivet, stammer informationerne fra SKAGEN per 31. marts 2023.