



# Resumé

## Af Miranova Analyse

### Udgivet 25. maj 2022

I dette notat viser vi, at der ikke er nogen sammenhæng mellem tidligere afkast og fremtidige afkast for danske aktieinvesterende investeringsfonde. Fonde som klarede sig godt i for eksempel tiårsperioden 2002 til 2011, klarede sig i den efterfølgende tiårsperiode 2012 til 2021 i gennemsnit ikke bedre end andre fonde.

Det betyder, at det ikke er muligt på forhånd at identificere hvilke aktivt forvaltede aktiefonde, som i fremtiden kan slå markedet. En fond som har klaret sig godt i en periode, har hverken større eller mindre sandsynlighed end alle andre fonde for at klare sig godt i en efterfølgende periode. Der er derfor intet belæg for at forudsige, om en fond vil klare sig godt eller dårligt i fremtiden.

Det betyder for investorer, at deres grundlæggende valg af investeringsstrategi ikke handler om at vælge mellem ”gode” eller ”dygtigt forvaltede” fonde på den ene side, og på den anden side passive fonde, som følger et aktieindeks. Det grundlæggende valg står simpelt hen mellem at investere i aktivt forvaltede fonde og at investere i passive fonde.

Dette valg bør være enkelt. For når man over tid sammenligner aktivt forvaltede fonde med passive fonde, har de aktive fonde i gennemsnit klaret sig dårligere end deres markeder, altså deres benchmark-indeks, mens de passive fonde har kunnet følge indeksene.

Det skyldes, at de aktive fondes forvaltere ikke er i stand til at forudsige hvilke aktier, der vil klare sig godt – helt på samme måde som vi i notatet viser, at det ikke er muligt at forudsige hvilke fonde, der vil klare sig godt. Derudover har de aktive fonde langt større administrationsomkostninger, fordi de skal betale løn til forvaltning. Dette er et systematisk problem for de aktive fonde, så der er ingen grund til at tro, at de skulle holde op med at underpræstere i fremtiden.

# Miranova Analyse

Udgivet 25. maj 2022

Sådan udvælger man de gode fonde



## Abstract

Langt størstedelen af alle bilister påstår, at deres køreegenskaber er bedre end gennemsnittet. Realiteten er dog, at ikke alle kan være blandt de dygtigste bilister. Dette er også tilfældet blandt aktieforvaltere. Alle forvaltere tror de er blandt de dygtigste, men den åbenlyse sandhed er, at det ikke er alle aktieforvalterne, der er blandt de dygtigste. Når det er sagt, kan man objektivt udpege de absolut dygtigste bilister, og de vil højst sandsynligt også være blandt de dygtigste bilister næste år, og måske også om 10 år. Igen kan vi perspektivere til aktieforvalteren, hvor den dygtigste forvalter bør være blandt de bedste i en årrække. Og i dette tilfælde skal vi ikke forestille os den objektive sandhed, da vi med data kan se hvem det er. Det burde derfor være ligetil at investere i aktiefonde, da den dygtigste forvalter selvfølgelig leverer det bedste afkast år efter år. Desværre er dette ikke tilfældet. Gennem data fra aktivt forvaltede danske aktiefonde underbygger denne analyse, at sidste års vinder sjældent vinder igen næste år. Analysen undersøger også, om det er usikkerheder der gør, at den dygtigste aktieforvalter ikke leverer det bedste afkast 2 år i træk. For enhver aktieforvalter kan være lidt uheldig i en periode, men hvis man fokuserer på en længere periode, fx 3 år eller 10 år, må den dygtigste aktieforvalter have haft tid nok til at bevise, at han er den dygtigste. Dette er desværre heller ikke tilfældet. Faktisk finder denne analyse, at informationer om, hvilken aktiefond, der leverede det bedste afkast sidste år, de seneste 3 år, eller de seneste 10 år, er fuldstændig ubrugelig til at finde ud af, hvilken aktiefond der leverer det bedste afkast de næste 1, 3, eller 10 år.

## Indledning

Investering i aktier er risikofyldt. Derfor er det god latin at sprede sin risiko ved at benytte aktiefonde, hvor man placerer sin opsparing i mange forskellige virksomheder. Men hvilke fonde bør man benytte? Skal man købe hele markedet med en indeksfond, eller skal man have en porteføljeformaler til at udvælge nålene i høstakken? Med andre ord: Bør man vælge en passiv eller aktiv metode?

Der foreligger utallige undersøgelser af hvilken af de to strategier, der giver de bedste resultater for investorerne. Konklusionen er den samme hver gang uanset hvilken del af aktiemarkedet, der analyseres: Samlet set giver de passive fonde højere afkast end de aktive af den simple årsag, at de er langt billigere at administrere.

I Miranova har vi dokumenteret, at dette mønster også gælder for [aktiefonde udbudt i Danmark siden år 2000](#). De aktive fonde halter samlet set efter markedet med næsten to procent om året, hvilket ganske godt svarer til omkostningerne i de aktive aktiefonde i perioden.

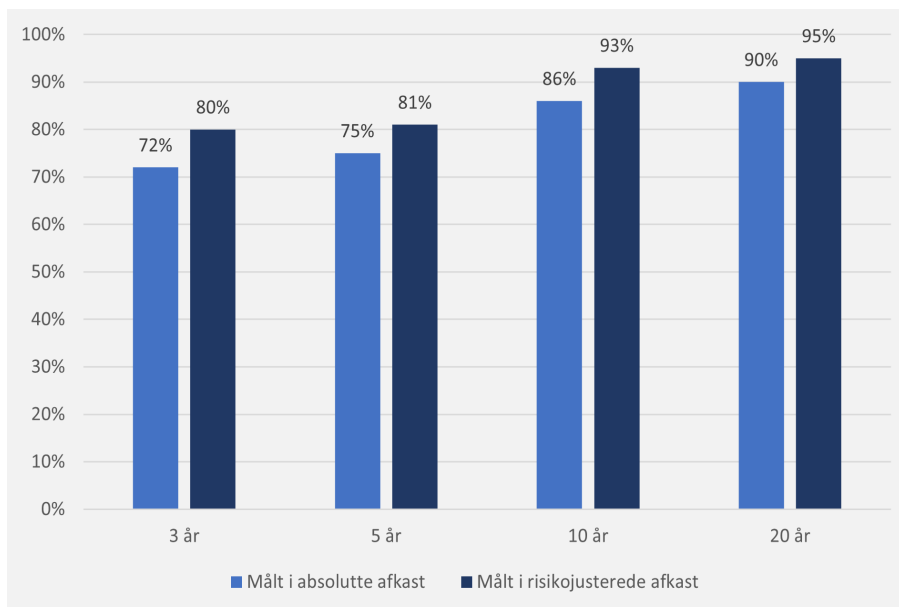
Fortalerne for den aktive side anerkender disse resultater men hævder, at de er irrelevante. For der er jo ingen, der investerer i samtlige aktive fonde på markedet, hvilket er korrekt. Vælger man i stedet de aktive fonde med de bedste afkast, vil man opnå et merafkast efter omkostninger og slå markedet og dermed deres passive konkurrenter. Rationalet er, at de dygtigste forvaltere er markant bedre end konkurrenterne, og at de derfor kan tage sig godt betalt og stadig levere de bedste afkast til investorerne på lang sigt.

Kort sagt: Vælg de fonde, der har givet de højeste afkast i forhold til sammenligningsindeks, så giver du dig selv de bedste kort på hånden.

Det lyder besnærende. Men er det korrekt? Det spørgsmål besvarer vi i denne analyse.

## Det er de færreste aktive fonde, der slår markedet

Hvor svært er det egentlig for aktive fonde at slå markedet og dermed indeksfonde? Det er undersøgt i seneste SPIVA-analyse fra Standard & Poors.



**Figur 1:** Viser hvor stor en andel af amerikanske fonde, der har tabt til markedet målt over de seneste 3, 5, 10 og 20 år.  
**Kilde:** "Spiva US Scorecard 2021."

Af Figur 1 kan vi se, at risikoen for at tabe til markedet med en aktiv fond er markant større end 50%, og at odds bliver stadig dårligere jo længere investeringsperiode man har. Over fem år er det kun en ud af fire aktive fonde, der har formået at skabe merværdi. Over de seneste tyve år er det kun en ud af ti aktive fonde, der har slået markedet.

Det hævdes ofte, at aktive fonde er bedre til at styre risikoen og dermed levere et bedre risiko-justeret afkast end benchmark. Det er ikke tilfældet, tværtimod. Over en periode på tyve år har 19 ud af 20 aktive fonde leveret et ringere afkast end markedet, når vi tager højde for risikoen. Det viser den mørkeblå søjle længst til højre i figuren.

Figur 1 understreger utvetydigt, at hvis man benytter aktive fonde, er man nødt til at finde en effektiv metode til at udvælge de absolut bedste af dem. Ellers vil man med meget stor sandsynlighed ende med et lavere afkast end man kunne have opnået ved at benytte indeksfonde.

## Metode

I Miranova har vi opbygget en database med årlige afkast siden år 2000 for 163 danske aktiefonde, der har investeret i europæiske, amerikanske eller globale aktier. Med udgangspunkt i denne kan vi undersøge, om der har været en sammenhæng mellem historiske og fremtidige afkast i perioden. Hypotesen er, at man opnår det højeste afkast i en periode ved at vælge blandt vinderfondene i den foregående periode.

Studier af denne type kaldes i litteraturen for ”persistens-analyser”. Nogle vil måske finde betegnelsen momentum mere fordøjelig, da man populært sagt undersøger, om fonde med mest fart på kan holde den høje afkastkadence over tid. Hvis det er tilfældet, har vi fundet en metode til at udvælge de succesfulde aktive porteføljemanagere.

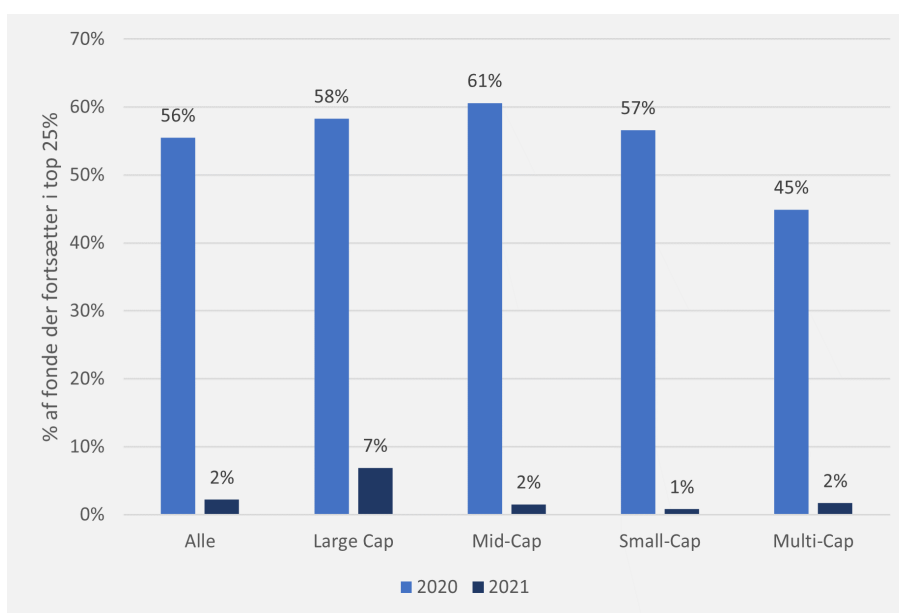
Vores metode er som følger: I en given periode på et eller flere år beregner vi samtlige fondes afkast i forhold til benchmark. Resultaterne rangordnes, så vi kan udpege den bedste halvdel eller fjerdedel (øverste kvartil) af fondene i perioden. Dette gentages for de følgende perioder. Da kan vi afgøre om fondene med de bedste afkast kan holde topplaceringen over flere perioder af samme varighed.

Hvis de bedste forvaltere har en vedvarende og målbar fordel, vil man systematisk finde de samme forvaltere i toppen over tid. Hvis de aktive porteføljemanagere derimod ikke har en nævneværdig fordel i praksis, vil man se at topfondene skifter placering som om de var valgt tilfældigt.

Vi ser i denne analyse bort fra omkostninger og realisation af skat ved løbende at skifte fonde. Hvis dette medregnes, vil det blot gøre det endnu mere udtalt, at hyppige fondsbytter er en dårlig strategi for investorer.

## SPIVA og Persistence Scorecard

Vores metodik er beskrevet og benyttet i de velkendte SPIVA-undersøgelser, hvor SP Dow Jones Indices udpeger vinderfondene over perioder fra et til ti år og ser på den efterfølgende performance. Resultaterne i den seneste rapport for aktiefonde udbudt i USA de seneste tre år er særdeles interessante og et godt eksempel på hvordan metodikken fungerer:



**Figur 2:** Amerikanske fonde i øverste kvartil (top 25%) i 2019 fortsatte den gode trend i 2020, men kørte herefter helt skævt i 2021. **Kilde:** "SP Indices. U.S. Persistence Scorecard 2021".

Tag kategorien længst til venstre (Alle), hvor man ser på alle fonde i USA, der investerer i amerikanske aktier. Der er i alt godt 2.000 fonde, så datagrundlaget er så solidt som det kan blive. Metoden er som følger: I det første år (2019) udvælges de 25% bedste fonde, og man undersøger hvordan de klarer sig efterfølgende.

Hvor mange af disse "topfonde" forblev i den bedste fjerdedel i det følgende år (2020)? Hele 56%, altså langt over de 25% man ville forvente, hvis det var tilfældigt. Resultatet er det samme uanset om man ser på fonde med de største eller mindst aktier, hvilket de blå søjler i figuren viser.

Var der persistens i fonds-afkastene fra 2019 til 2020? Ja, i den grad! Men se så hvad der skete året efter. Stort set ingen af topfondene kunne holde dampen oppe i 2021, hvilket vi kan aflæse af de mørkeblå søjler. Kun 2,2% af top-25% fondene fra 2019 havnede i topkvartilen i 2020 og 2021. Det er væsentlig under hvad man ville forvente, hvis det var tilfældigt fra år 2020 til 2021 ( $56 \cdot 25\% = 14\%$ ), eller hvis topfondene virkelig var i stand til at besætte de øverste pladser på skamlen år efter år. Sagt på en anden måde: Det havde været langt bedre at sælge sidste års vindere og købe taberne i stedet, da man gik ind i året 2021, end det var at beholde vinderfondene fra 2019 og 2020. Der var altså anti-persistens fra 2020 til 2021.

Forklaringen på disse iøjnefaldende resultater er sandsynligvis, at investering i en ekstrem corona-tid favoriserede en type aktier i 2020, som siden har oplevet gedigen modvind uden at porteføljevalterne så det i krystalkuglen.

Uanset, så sender Figur 2 det første klare budskab om, at man ikke bare kan vælge sidste års vinderfonde og forvente et merafkast af den grund.

## Resultater

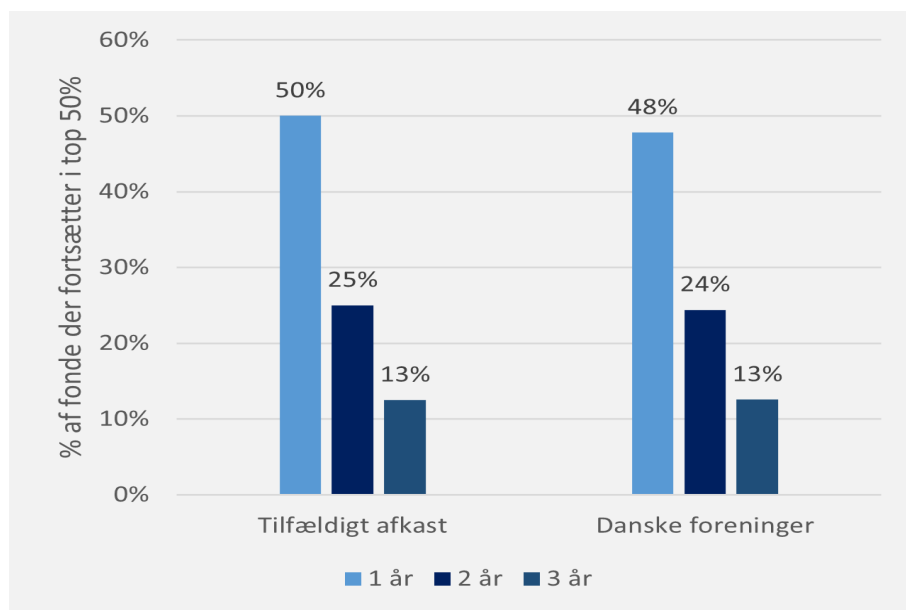
Når vi analyserer afkast i danske aktiefonde siden år 2000, finder vi samme mønstre som i Figur 2 ovenfor. Konklusionen om persistens eller det modsatte afhænger af hvilke perioder, man ser på.

Perioden 2000-2007, det vil sige før Finanskrisen, indeholdt nogle klare vinderfonde, der stort set hvert år befandt sig helt i top på afkastlisterne. Det drejede sig særligt om fonde med en value-strategi, fordi value-aktier havde kronede dage i kølvandet på dot.com krisen i 2000 i forhold til vækst-aktier. Der var med andre ord en høj grad af persistens, og "alle" vidste hvilke fonde, der leverede de bedste afkast.

De seneste femten år er denne sammenhæng imidlertid forsvundet som dug for solen, som vi skal se i det følgende.

## Ingen persistens fra år til år

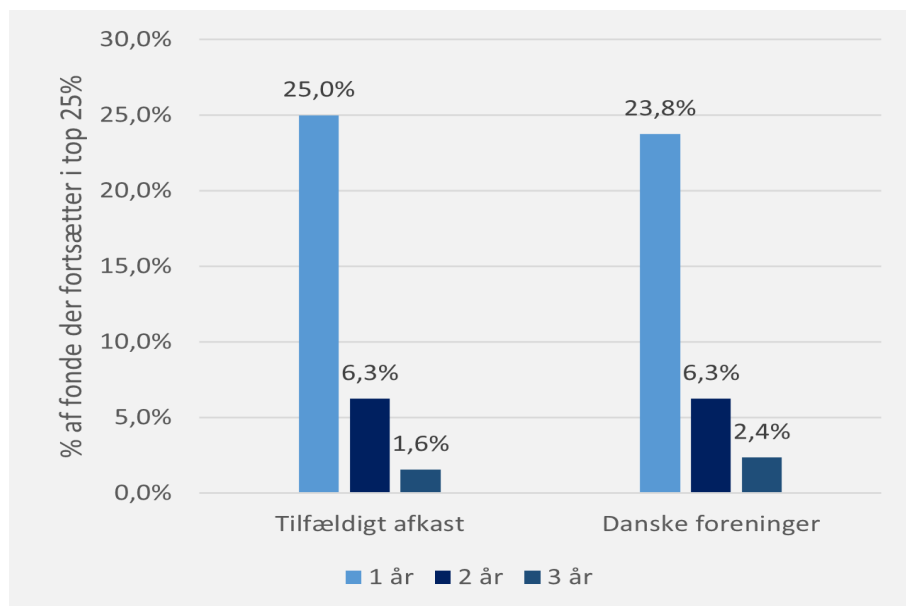
Er det en god ide at vælge en af fjorårets bedste aktive fonde, når man skal sammensætte sin aktieportefølje? Svaret er nej:



**Figur 3:** Viser hvor ofte en vinderfond forbliver i bedste halvdel fra år til år i perioden 2008-2022.

Figur 3 viser hvor ofte fonde i den bedste afkast-halvdel klarer at gentage den præstation i de følgende år. Søjlerne til venstre viser, hvordan fondene ville fordele sig, hvis der slet ikke var nogen sammenhæng mellem et års afkast og det følgende års afkast. 50% af de fonde, som et år ligger i den bedste halvdel, vil i så fald også ligge i den bedste halvdel året efter, hvilket vil sige 50% af 50%, altså 25% af samtlige fonde.

De faktisk observerede tal fremgår af søjlerne til højre, og som man kan se, fordelte fondene sig nærmest fuldkommen på samme måde: 13 procent af fondene ligger i den bedste halvdel tre år i træk, og det er præcis det samme antal, man ville få, hvis der slet ikke var nogen sammenhæng mellem de enkelte års afkast, nemlig 50% af 50% af 50%.



**Figur 4:** Viser hvor ofte en vinderfond forbliver i bedste kvartil fra år til år i perioden 2008-2022.

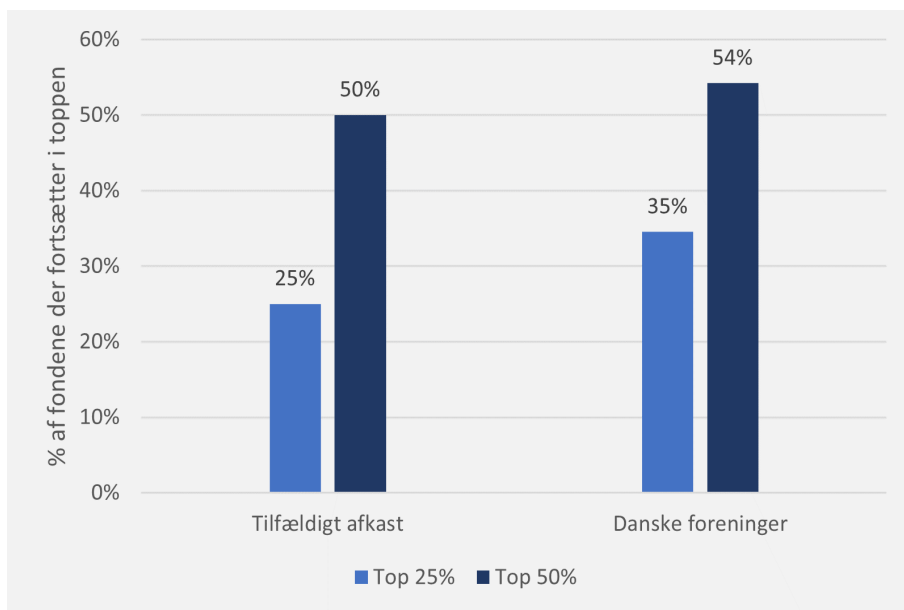
Finder vi persistens, når vi kigger på top-25% i stedet for blot at se på bedste halvdel? Af Figur 4 kan vi se, at vinderfondenes chance for at fortsætte succesen i de kommende år heller ikke her kan skelnes fra hvad man ville observere, hvis der ingen sammenhæng er imellem fortid og fremtid. Det er omtrent 1 ud af 4 vinderfonde, der forbliver i top-25% i det følgende år. Og det er 1 ud af 16 vinderfonde (svarende til 6,3% altså 25% af 25%), der klarer at forblive i toppen de

følgende to år.

Figur 3 og 4 er baseret på mere end 1.600 observationer og viser klart, at der ikke har været en fordel ved at vælge de seneste års vinderfond siden 2008. Det er værd at vide med tanke på, at de fleste reklamekroner for aktive fonde ofte henviser til seneste års høje afkast som et argument for, at de er bedre end resten af feltet.

## Minimal persistens i perioder på tre år

Den mere tålmodige investor vil nok se på længere perioder end et år. Vi har derfor opdelt de seneste femten år i fem perioder af hver tre år og set på, om god historik har været ensbetydende med merafkast i de følgende år.



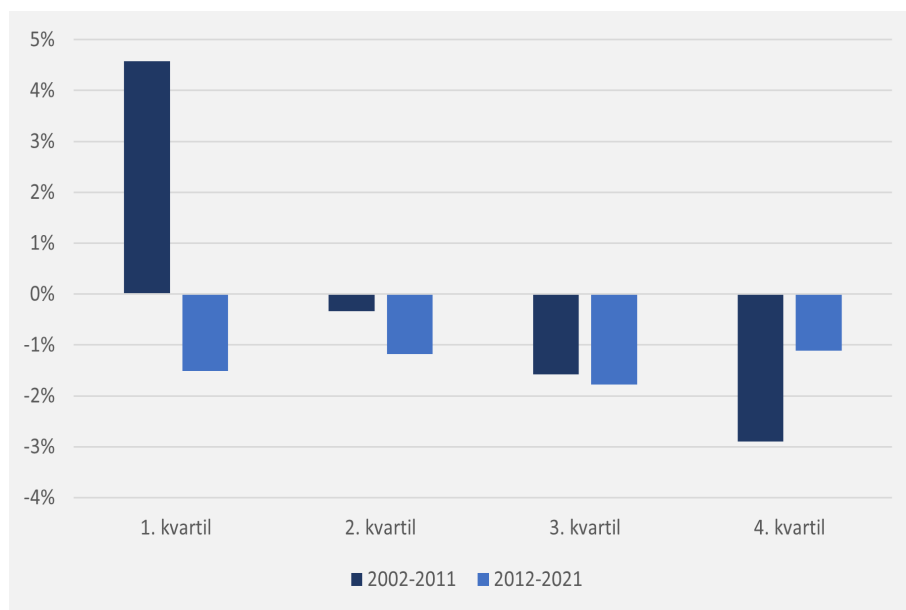
**Figur 5:** Sandsynlighed for at en vinderfond forbliver i bedste kvartil eller halvdel i årene 2008-2022, når hver periode, der måles på, varer tre år. Baseret på 250 afkastobservationer.

Heller ikke her afviger resultaterne væsentligt fra hvad man ville observere, hvis der ingen sammenhæng er mellem en fonds historiske og fremtidige afkast. Man havde været bedre stillet ved at benytte indeksfonde end ved at vælge fonde med bedst historik – det er den praktiske og vigtige information til alle investorer.

## Ingen persistens på den lange bane heller

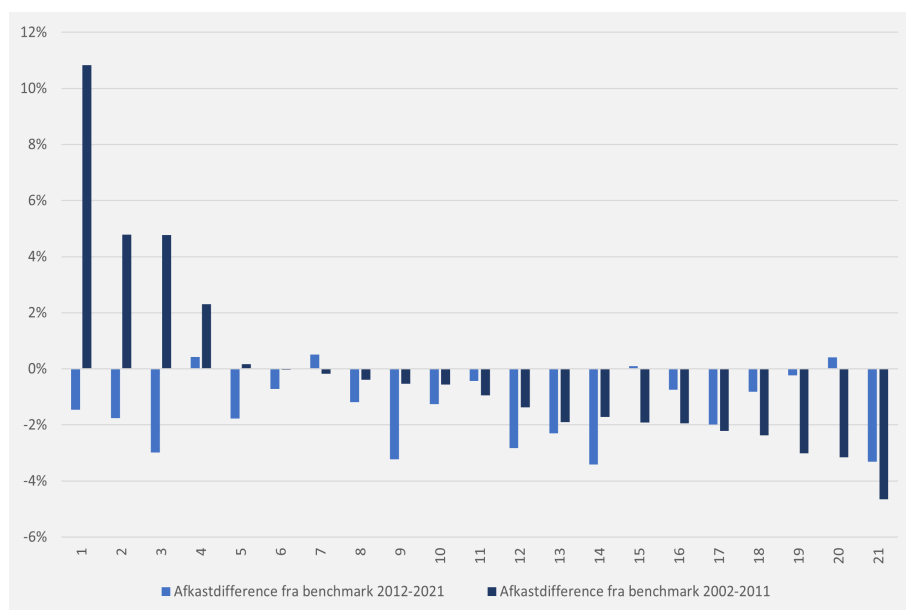
Som investorer over mange år bør vi have fokus på den lange bane. Hvordan ser resultaterne ud, når vi opdeler de seneste tyve år i to perioder af hver ti år?





**Figur 6:** Årligt merafkast i forhold til benchmark på fonde med 20 års historik, rangordnet i kvartiler efter performance i den første periode, 2002-2011 (mørkeblå).

Vi kan se, at topfondene i perioden 2002-2011 leverede et merafkast på mere end 4 procent årligt i forhold til deres respektive markeder. Var det et brugbart signal om kvalitet i de efterfølgende ti år? De blå søjler viser os, at svaret igen er nej – tidligere tiders høje afkast kunne ikke bruges til at prikke fremtidens vindere ud. Topfondene haltede efter markedet i 2012-2021, og det samme gjorde de andre kvartiler. Faktisk gav fondene med de ringeste resultater i 2002-2011 (længst til højre i figuren) et bedre afkast end topfondene i de efterfølgende ti år!



**Figur 7:** Afkast i forhold til benchmark på de 21 fonde med 20 års historik i 2002-2011 (mørk) og 2012-2021 (lys).

I Figur 7 har vi plottet resultatet for hver af de 21 fonde med tyve års historik, rangeret fra bedste til dårligste i perioden 2002-2011 (mørkeblå) fra venstre mod højre. Det sammenholder vi med afkastet for hver fond i 2012-2021 (blå).

Uden at underkaste data en større statistisk analyse kan man umiddelbart se, at afkast i den første periode (mørkeblå) ikke har nogen sammenhæng med afkastet i den sidste periode (blå). Til de teknisk interesserede er korrelations-koefficienten 0,01, hvilket udtrykker at viden om de mørkeblå søjler ingen prædiktiv værdi havde på de blå søjler.

## Opsummering

Vi finder, at der ingen brugbar sammenhæng er mellem historiske og fremtidige afkast, når vi ser på danske aktiefonde i perioden 2000-2022. Dette gælder uanset om vi ser på korte (1 år) eller lange (10 år) perioder. Det vil sige man ikke kan forvente at opnå et bedre resultat fremadrettet som investor ved at vælge blandt de fonde, der forudgående har haft de bedste afkast.

Indtil man finder en metode, der konsistent kan udvælge fonde der fremover vil levere i den absolutte top blandt de aktive fonde, er passive fonde det bedste valg, når man vil maksimere sit forventede aktieafkast.