

## Skal private selv købe aktier?

Vi har spurgt chefporteføljeforvalter i Sparindex, Jacob Loiborg, om hans holdning til den seneste uges debat omkring køb af aktier i forening eller som enkeltperson. Det resulterede i overvejelser, som ikke kun er relateret til økonomisk optimering, men også inddrager den følelsesmæssige side af investering, som kan involvere glæde og ærgrelse.

Af Jacob Loiborg  
Chefporteføljeforvalter i Sparindex

I den seneste tid har der været livlig diskussion om, hvorvidt man som privatperson skal droppe investeringsforeninger og selv investere direkte i aktier. Efter en ekspertgruppe under Penge- og Pensionspanelet, i sidste uge fremlagde deres synspunkter, har diskussionen dog været lidt ensrettet, eftersom de fleste argumenterer for, hvorfor det i praksis kan være uhensigtsmæssigt selv at købe aktierne.

Nedenfor vil jeg gå skridtet videre og bl.a. forsøge at forklare, hvorfor eksperternes forslag i realiteten kan være et direkte dårligt forslag. Men jeg vil også komme ind på en stor mangel i forslaget - den følelsesmæssige faktor - som både kan ødelægge de spinkle fordele ved denne strategi, ved at man agerer på en helt anden måde end strategien forudsætter, men derudover også kan betyde, at vores samlede investeringsoplevelse (både hvad angår afkast og følelsesmæssig påvirkning) har været dårligere i forhold til oplagte alternativer.

### Problemstillingen

Ekspertgruppens hovedbudskab er, at man selv skal købe aktier (gerne danske), efterhånden som man har fri kapital. Herefter skal man lade aktierne stå uberørt, indtil man skal bruge pengene igen efter f.eks. 10-20 år. Derved undgår man to vigtige omkostninger; omkostning til forvaltning af pengene samt omkostninger til handel, når forvalteren beslutter sig for at købe og sælge aktier. Argumentet er, at forvalteren ikke evner at tjene disse omkostninger hjem igen i form af et højere afkast end markedet generelt.

I Sparindex har vi indirekte den holdning, at alle aktier er lige gode, så derfor har vi umiddelbart sympati for en holdning, hvor man helt tilfældigt udvælger aktier til en længerevarende portefølje for at undgå omkostninger til administration og handel.

Investeringsforeningen Sparindex er nemlig en 100 % passiv investeringsforening. Da vi ikke har nogen holdning til de enkelte aktier, forsøger vi blot med lavest mulig omkostning at følge på forhånd angivne benchmark. Denne tankegang er således ganske tæt på eksperternes metode. Da administrations- og handelsomkostninger i Sparindex desuden er de laveste i Danmark, kan det forekomme underligt, at ekspertgruppen kun foreslår passive investeringsprodukter som Sparindex, hvis man af en eller anden årsag ikke selv ønsker at investere i aktierne. Jeg betragter det som en kæmpe fejl, at man forsøger uforvarent at lokke almindelige mennesker ud på glat is med de skader, som det nu engang kan medføre.

Men lad os først kigge på den økonomiske gevinst ved forslaget, som i bedste fald er meget lille, men i praksis formentligt er ikke-eksisterende.

## Kontantstyring

Der er løbende et flow af kontanter i enhver portefølje. Også selvom man ikke handler. Udbytter og andre aktiebegivenheder gør, at man pludselig har nogle frie penge til rådighed. Hvis man gennemsnitligt har 6 % stående i kontanter, så svarer det til ca. 0,5 % i tabt afkast om året (med 8 % i forventet aktieafkast og 0 % i kontantafkast). I Sparindex betaler man kun 0,5 % i årlige administrationsomkostninger, hvilket matcher det tabte afkast, man ofte får som privat person, fordi man ikke får investeret kontanterne.

## Omsætningshastighed

I Sparindex handler vi stort set kun i forbindelse med, at investorerne kommer med penge eller henter dem igen. Derfor har vi en meget lav omsætningshastighed, og samlet kan de årlige handelsomkostninger opgøres til under 0,1 %.

Hvis man følger eksperternes forslag slavisk og sørger for at være fuldt investeret til hver en tid, så vil man kunne opnå et årligt afkast, som er knap 0,6 % bedre end Sparindex.

Jeg vover den påstand, at flertallet vil glemme at være fuldt investeret, og så er der ikke længere nogen afkastfordele ved at investere selv (måske endda tværtimod). Dvs. at vi med rimelighed kan forvente samme beløb om 10 år, uanset om investering sker i Sparindex/passivt eller direkte i aktier. Det økonomiske incitament er dermed væk, eller i hvert fald minimeret. Så nu drejer diskussionen sig kun om, hvorvidt man skal investere i forening eller selv købe aktierne. Det er blevet tid til at kigge lidt på ulemperne ved selv at købe aktierne.

## Ressourceforbrug

Arbejdsindsatsen ved at forsøge at holde porteføljen 100 % investeret er yderst vigtig, og som nævnt ovenfor betyder det også en del for afkastet. Derudover skal man huske, at hvis man egentligt ikke synes, at det er sjovt, så bliver det hurtigt et belastende arbejde at sørge for at holde porteføljen investeret. Det er en af de oplagte fordele ved at investere sammen i en investeringsforening. Her er der folk ansat til at sørge for, at porteføljen dagligt er investeret efter den aktuelle strategi.

Der er også en arbejdsindsats relateret til såkaldte corporate actions, når en aktie f.eks. bliver splittet i to eller bliver overtaget. Det kræver opmærksomhed fra investor, bl.a. fordi man skal sikre sig, at man får det optimale ud af situationen. I få specielle situationer kan man endda være nødsaget til at udfylde formularer og sende breve, for derigennem at anmode om et salg uden om børsen. Får man ikke gjort det, kan ens penge være tabt.

## Overholdelse af strategien

Har man modet og evnerne til at kaste sig ud i selv at købe aktier efter den strategi, som ekspertgruppen anbefaler (køb og behold), så har man formentligt også lysten til at forsøge at vælge de gode aktier. Og det kan blive problematisk, for denne type investor vil helt sikkert ikke nøjes med at købe aktier for at holde dem til pensionsalderen. Han vil ikke kunne dy sig for, at forsøge at sælge dem, han betragter som dårlige og købe nogle nye, som ser gode ud. Selv om vi er flinke og antager, at den private investor gennemsnitligt gør denne aktieudvælgelse ligeså godt som den professionelle, så kommer der handelsaktivitet i porteføljen, og det var ikke meningen. Og de investorer, som konsekvent kommer til at gøre dårlige aktiehandler, vil ende med et rigtigt dårligt afkast.

## Ansvarsfølelsen

En vigtig forudsætning for at kunne følge en sådan strategi er, at man er fuldstændig upåvirket af de afkastudsving, som ens aktier udviser. Selvom man har valgt aktierne tilfældigt, vil de fleste mennesker blive påvirket af at have købt f.eks. Vestas for efterfølgende at se den falde 75 %. Selvom man formår at holde sig til strategien og undgår at gå i panik og sælge aktien (eller købe yderligere op, hvilket kan være katastrofalt), så vil mange blive påvirket følelsesmæssigt. Og mange vil måske endda komme i situationer med søvnbesvær, hvis hele ens portefølje generelt er under pres. Og det vil ske. Køber man kun 15-20 danske aktier, vil der i løbet af 10-20 år være perioder, hvor ens portefølje gør det rigtigt godt, men også perioder hvor aktierne samlet set taber meget i værdi. Også i forhold til andre aktier generelt. Her skal man undgå at gå i panik og bare være ligeglad. Men helt ærligt - hvem kan være upåvirket i en sådan situation? Mange vil tænke, at det er deres egen skyld. Denne skyldfølelse og mentale nedtur vil ikke i samme grad ramme os, hvis vi havde givet ansvaret til

en forvalter. Så ville man blot kunne give ham skylden, hvis man da overhovedet ville opdage de midlertidige nedture. Dette er et eksempel på, at alt ikke kan gøres op i penge, men at den følelsesmæssige påvirkning skal regnes med i hele dette regnestykke for ekspertforslagets samlede nytteværdi (summen af glæde, ærgrelse, arbejdsindsats, slutkapital mm.).

## Den samlede nytteværdi er vigtigere end økonomisk optimering

Der er ikke en lineær sammenhæng mellem vores nytteværdi (glæde, ærgrelse, arbejdsindsats, slutkapital) og det afkast vi opnår. Glæden er aftagende. Vi vil være tilfredse med et afkast som naboen, lidt gladere for et højere afkast, men endnu mere ærgerlige med et dårligere afkast end naboen. Derfor skal man gøre sig helt klart, at hvis man kun investerer i 20 selskaber, så er det rigtigt, at de afkastudsving (standardafvigelsen) man får, er næsten på niveau med de afkastudsving en portefølje med 1.000 aktier har. Men over 20 år vil selve afkastet kunne afvige voldsomt i forhold til markedet.

I øjeblikket er risikoen (tracking error/standardafvigelsen) mellem de 20 største danske aktier og resten af verden på over 15 %. Dvs. at der er ca. 33 % sandsynlighed for, at afkastet afviger mere end +/-15 % målt på et år. Og på kun 10 år vil hver tredje person opleve et afkast, der afviger mere end 50 % fra det samlede verdensafkast for aktier. Det lyder måske vildt, men til sammenligning kan nævnes, at der de sidste 10 år har været et afkast på de 20 største danske aktier, der er 85 % højere end verdensafkastet. Og for samtlige danske aktier er denne afkastforskel på over 100 %. Så det er en voldsom risiko. Som gruppe er det gennemsnitligt set ligegyldigt, men for den enkelte person er det bestemt ikke ligegyldigt, og en faktor man ikke kan negligere. Alene i betragtning af nytteværdi-begrebet vil jeg påstå, at selv om man som gruppe formår at skabe højere økonomisk kapital ved at investere selv, så er det ikke nok til at give en

højere samlet nytteværdi. De personer, som står med et halvskidt afkast efter 10 år, vil altså være betragteligt mere ærgerlige end glæden hos de personer, som tilfældigvis er blevet belønnet til overflod.

Så hvis man er et disciplineret menneske, kan man muligvis være heldig at blive lidt bedre stillet ved at benytte eksperternes forslag. Men der kan ikke forventes nogen nævneværdig upside i forhold til det oplagte alternativ. Derimod kan der uforskyldt være en betydelig risiko for stor downside. Altså at ens samlede nytteværdi har været markant lavere, end hvis man blot havde valgt nogle billige investeringsforeninger. Og gennemsnitligt set er jeg ikke i tvivl om, at nytteværdien vil være endda betydeligt lavere. Men det kan desværre ikke påvises, da vi taler om faktorer, som ikke er mulige at gøre op. Men jeg vil endda gå som langt som til at sige, at selv om man med lukkede øjne (kan ikke anbefales) valgte nogle aktive forvaltere, så ville ens nytteværdi formentligt alligevel blive højere end ved brug af eksperternes forslag. Eksperternes forslag kan altså være til betydelig mere skade end gavn og kan således på ingen måde anbefales for den almindelige private opsparer.

Ovenfor har jeg argumenteret for, at passive investeringsforeninger i høj grad har deres berettigelse og er et oplagt alternativ til selv at investere i aktier. Det betyder ikke at direkte aktiekøb eller aktive foreninger frarådes. Men for begge metoder gælder det, at de kræver langt flere ressourcer og følelsesmæssig styrke hos den private investor, men med den rette indsats kan også de gavne en portefølje.