

Miranova Analyse

Udgivet 19. Juni 2017

**Danske aktiefonde
underpræsterer 1,6% om året
i perioden 2000-2016**



Abstract

Vi undersøger aktive danske investeringsforeningers resultater på internationale aktiemarkeder i det 21. århundrede. Analysen er baseret på 1230 årlige afkast fra 129 foreninger. Vi inkluderer lukkede fonde og viser, at de trækker fondenes samlede afkast markant ned. Vi viser, at 78% af investeringsforeningerne taber til markedet målt over hver af de 129 fondes levetid. Den årlige underperformance i foreningerne på tværs af markederne er -1,6%.

2000-2016	Alle	Åbne	Lukkede	Taber-%
USA	-2,0%	-1,9%	-3,6%	100%
Europa	-1,7%	-1,5%	-1,7%	79%
Global	-1,4%	-0,9%	-3,0%	73%
Alle	-1,6%	-1,2%	-2,6%	78%

Tabel: 129 fondes årlige afvigelse fra benchmark målt over hver fonds levetid opdelt på markeder og samlet set. Medianen ses at være -1,6%. 22% har overperformance, 78% underpræsterer.

Vi finder ingen positiv sammenhæng mellem god afkasthistorik og god performance fremadrettet for fondene. Fortidens afkast kan ikke bruges til at udvælge fremtidens vinderfonde.

Indledning

Investeringsforeninger er i teorien en fornuftig, enkel og overskuelig måde at sprede sine investeringer på. Danskerne benytter i stor stil investeringsforeninger til at placere deres opsparing. Den samlede formue i foreningerne har passeret 2.000 mia., en forbløffende vækst fra mindre end 100 mia. for tyve år siden (Karlsson & Ristorp-Thomsen, 2009).

I Danmark er investeringsfondene¹ langt overvejende aktive. For aktiefonde er beskedne 6% af midlerne placeret i alternativet, passive indeksfonde, hvor prisen for risikospredning er markant lavere. En typisk dansk aktiefond har årlige totalomkostninger på omtrent 2%, hvor de mest effektive udenlandske indeksfonde kan holde omkostningerne under 0,2% (ETF.com, 2016). Investeringsfundsbranchen (IFB) forventer at de passive indeksfondes markedsandel vil stige yderligere (IFB, 2017) og opfordrer til, at skattereglerne forenkles så konkurrencen på fondsmarkedet på tværs af landegrænser øges (IFB, 2016).

I USA har de billige indeksfondes andel af aktiefondene passeret 40% (Carlson, 2017) efter aktive foreningers dårlige resultater over en årrække. Som dansk formuevalter eller privat investor er spørgsmålet derfor:

Er de aktive danske investeringsforeninger pengene værd for deres medlemmer?

Svaret på dette spørgsmål findes i fondenes historiske afkast. Der findes imidlertid ingen tilgængelig eller gennemarbejdet afkast-database for aktive foreninger i Danmark. Investeringsforeningsbranchen offentliggør løbende data for danske fonde, men et samlet overblik over årlige afkast i alle fonde siden start findes ikke. Fusioner og lukning af fonde slører billedet, fordi ophørte fonde ikke tælles med. Problemstillingen er velkendt både i og uden for Danmark.

Vi mener at spørgsmålet er så væsentligt, at vi har etableret afkast-databasen en gang for alle for aktive danske aktiefonde, der dækker markederne i Europa, USA og globalt. Det er en naturlig konsekvens af at være uafhængig formueforvalter, og vi deler gerne vores resultater med danskerne. I skrivende stund udgør disse fonde godt 250 mia. kroner, eller mere end 80% af formuen placeret i aktieforeninger for detailinvestorer. Vores resultater er dermed repræsentative for danske foreninger der investerer i internationale aktier. Alle fonde der har eksisteret siden år 2000 er medregnet, også de afdelinger der er lukket ned undervejs.

Med udgangspunkt i det samlede billede af fondenes historiske afkast viser vi, at prisen for at drive de aktive investeringsforeninger ikke står mål med værdiskabelsen – der er ingen merperformance, ikke engang før omkostninger, og slet ikke efter omkostninger. Danske investorer vil samlet set få markant bedre afkast, hvis de dropper de dyre aktive fonde og i stedet benytter billige og effektive indeksfonde inklusiv betaling for rådgivning og administration.

Opbygning - et hurtigt overblik

Officielle afkasttal fra IFB viser at danske investeringsforeninger underpræsterer deres sammenligningsindeks. IFB's afkastopgørelser er imidlertid ikke fyldestgørende, da de bl.a. ser bort fra nye og lukkede fonde. Derfor konstruerer vi en database bestående af samtlige unikke, aktive aktieforeningers afkast og viser vigtigheden af at inkludere lukkede fonde, helt i tråd med udenlandske resultater og standarder.

Med udgangspunkt i 129 unikke, aktive danske investeringsforeninger analyserer vi de tre største markeders aktiefonde. Vi viser, at samtlige USA-fonde ligger under benchmark. Europa-afdelinger underpræsterer ligeledes, og effekten af lukkede fonde kvantificeres. Vi finder, at ingen af de ældste Europa-fonde har slået markedet, og at flere end 80% af alle USA- og Europa-afdelinger halter efter markedet målt over hele deres levetid. Underpræstationerne er så betragtelige, at investorerne har fået mindre end halvdelen af markedsafkastet i amerikanske og europæiske aktieforeninger siden år 2000.

Globale aktiefonde underpræsterede i 2016 med mere end 3%. Efterslæbet på alle globale fondsafkast sammenlignet med benchmark har årligt været -1,0% siden årtusindskiftet. Vi viser at danske aktier er overrepræsenterede i globale aktieforeninger hos danske forvaltere, hvilket har trukket afkastet op med 0,4% p.a. Vi udpeger vinderfondene målt siden 2000 og viser, at hovedparten af dem ikke har investorernes gunst i dag målt med ”de korte briller” på.

Det er til at leve med at fonde flest gør det dårligt, hvis blot man kan udvælge vinderfondene. Vi viser at det er endog særdeles vanskelig at gøre på baggrund af historiske resultater, helt i overensstemmelse med konklusionerne i lignende

¹ Fonde, investeringsfonde, foreninger, afdelinger og investeringsforeninger anvendes i denne analyse synonymt – kært barn har mange navne.

undersøgelser. Det er et seriøst problem for investorer, forvaltere og fondsmæglere der skal investere egen eller andres opsparing.

Alternativet til aktive, danske investeringsforeninger der handler internationale aktier er superbillige ETF'er, udenlandske børshandlede indeksfonde, der slår markedet hvert år.

Afslutningsvis opsummerer vi de væsentligste resultater og samler trådene. Vi finder at de aktive fondes resultater kan forklares med høje omkostninger, der kan undgås ved brug af de mest priseffektive indeksfonde.

Datagrundlag og metode

Officielle afkastdata fra Investeringsfondsbranchen

IFB offentliggør løbende en serie nøgletal for danske foreninger på www.investering.dk: "...fordi vi mener, at åbenhed og sammenlignelighed er et af vores væsentligste bidrag til et velfungerende marked for investeringsfonde i Danmark". Alle detailfondes afkast opdateres månedlig og hver aktivklasses samlede resultat benchmarkes mod relevante indeks. Resultatet på de største aktie- og obligationsmarkeder over et, fem og ti år fremgår af Tabel 1.

Aktivklasser	2016	2012-2016	2007-2016
US aktier	0,0%	-2,0%	-1,5%
Europa aktier	-1,9%	-0,3%	-0,2%
Globale aktier	-2,6%	-1,3%	-0,6%
Investment grade obligationer	-1,3%	-1,0%	-1,4%
Højrente-obligationer	-4,8%	-3,6%	-2,6%
Højrente-obligationer EM	-0,9%	-4,4%	-3,0%

Tabel 1: Årlige afkast i forhold til benchmark² for danske investeringsforeninger til detail-investorer, der investerer i udenlandske aktier og obligationer. Fra IFB's afkaststatistik dec-2016.

Tallene viser fondenes median-afkast i forhold til indeks omregnet til årlig afvigelse i procent for de angivne perioder. De negative tal viser, at fondene samlet underpræsterer på alle markeder uanset valg af tidshorisont. For hver periode beregner IFB median-afkast i viste kategorier på basis af alle fonde der har eksisteret i hele perioden.

I denne analyse ser vi på danske investeringsforeninger der investerer i amerikanske, europæiske og globale aktiemarkeder. På baggrund af Tabel 1 kan man rimeligvis forvente, at en analyse af obligationsforeninger vil give samme kvalitative resultat som vi når frem til for aktieforeningerne, al den stund at obligationsfondene er relativt dårligst i Tabel 1.

Udfordringer ved IFB's metode til beregning af afkast

Foreningernes afkasttal fra IFB er baseret på samtlige eksisterende (åbne) fonde, hvilket umiddelbart kan forekomme rimeligt. Der er imidlertid fire udfordringer som gør, at IFB-tallene som angivet i Tabel 1 ikke kan benyttes som grundlag for præcis vurdering af foreningernes historiske resultater målt op imod benchmark:

1. Fonde der lukker undervejs i en given periode tæller ikke med.
2. Fonde der starter undervejs i en given periode tæller ikke med.
3. Fonde tælles dobbelt, når samme strategi benyttes på flere fonde. Det er ofte tilfældet når en fond har en akkumulerende "tvilling"-fond.
4. Fonde med en væsentlig anderledes strategi end afkastklassens benchmark tælles med. En small cap fond er et eksempel herpå.

En vurdering af danske foreningers relative performance kræver, at datagrundlaget tager højde for punkt 1-4. Punkt 1 og 2 giver anledning til systematisk overvurdering af afkast, mens punkt 3 og 4 bidrager med "støj": det kan trække median-

²Sammenligningsindeks bag tallene er som angivet af IFB. Hvis flere benchmark er angivet i IFB's afkaststatistik – hvilket er tilfældet for obligationsfondene – er benchmark et gennemsnit heraf. For USA og Europa er benchmark MSCI USA og MSCI Europa, altså lige ud af landevejen. For globale aktier angives både MSCI World og MSCI All Countries (ACWI) af IFB, så benchmark er 50/50 MSCI World/ACWI i denne analyse. Alle indeks/benchmark er Net Return, dvs. fratrullet aktieudbytte-skat.

afkast op eller ned i forhold til benchmark og dermed skævvride foreningernes reelle resultater samlet set. Vi ønsker en æbler-med-æbler sammenligning, hvor alle æbler vejes og måles.³

Vi pointerer at IFB's median-tal er ikke forkerte. Tallene kan bare ikke benyttes til at foretage en præcis måling af foreningernes samlede værdiskabelse sammenholdt med markedsafkastet, hvilket er det primære formål med denne analyse. Historikken på et aktieindeks ser ikke bort fra nye eller ophørte selskaber. Derfor er første skridt at opbygge en komplet database af afkast fra danske aktie-investeringsforeninger inklusiv alle fonde – nye, gamle, åbne og lukkede – men rensset for dubletter og foreninger der ikke bør sammenlignes med kategoriens benchmark.

Data fra Fundconnect inklusiv lukkede fonde

For at sikre at vi har alle fonde med i datagrundlaget tager vores analyse udgangspunkt i årlige fondsafkast leveret af Fundconnect, der er leverandør af investeringsforeningstal til IFB. Vi ser på data fra år 2000 og frem.⁴

Fundconnect har registreret 773 investeringsforeninger med afkast i mindst et kalenderår siden 2000. Af disse er 416 klassificeret som aktiefonde, hvoraf 209 hører hjemme på nordamerikanske, europæiske og globale aktiemarkeder. Hele 82% af alle midler investeret i internationale aktiefonde i Danmark (259 ud 316 mia. kroner) er placeret i de tre nævnte markeder, så de er sværvægterne blandt danske aktieforeninger.

Markeder	Åbne	Lukkede	Inkluderet	Fravalgt	I alt
USA	12	2	14	17	31
Europa	19	15	34	26	60
Global	63	18	81	37	118
Alle	94	35	129	80	209

Tabel 2: Antal investeringsforeninger i afkastgrundlaget i perioden 2000 til 2016. Fravalgte fonde i henhold til punkt 3 og 4 ovenfor.

Tabel 2 viser resultatet af gennemgangen af aktiefondene jævnfør punkt 1-4 ovenfor. 129 af de 209 fonde opfylder kriterierne for at komme med i en database med aktive danske investeringsforeninger i de udvalgte markeder. Se uddybning nedenfor.

Som kontrol har vi sammenholdt data fra Fundconnect med officielle tal og statistikker fra IFB, Morningstar, foreningernes hjemmesider og årsrapporter, gamle fakta-ark, porteføljemanagere osv. De lukkede fonde har fået ekstra opmærksomhed for at sikre, at samtlige fonde der har eksisteret siden år 2000 er inkluderet. Kvaliteten af afkasttallene er meget høj med konsistens på tværs af nævnte kilder. Der er styr på rapporteringen af afkasttal i danske investeringsforeninger.

Lukkede fonde – tabernes kirkegård

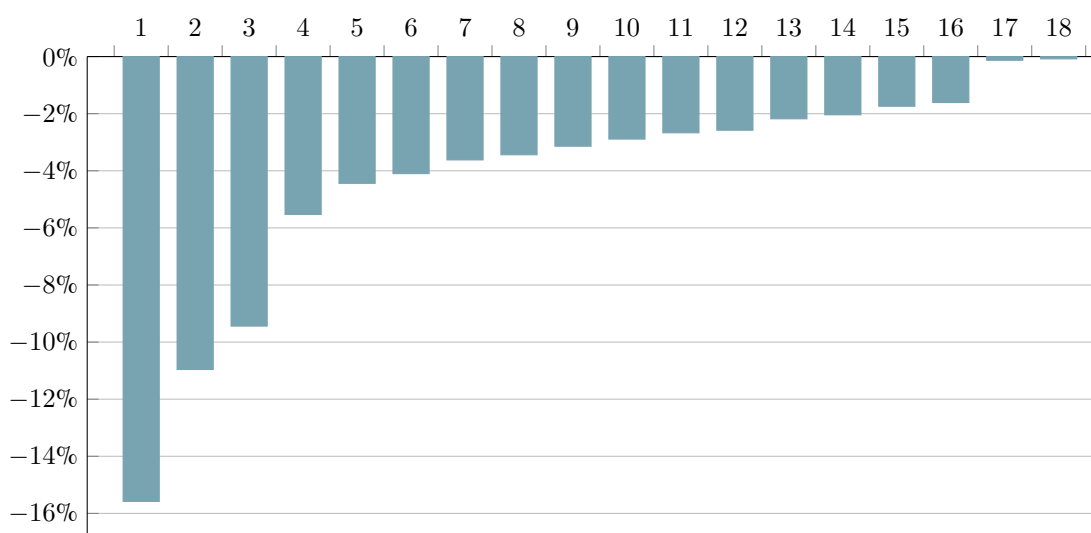
Når en fond lukker ses den næsten altid at fusionere med en anden fond fra samme udbyder. Kun i sjældne tilfælde likvideres fonden og midlerne udbetales til foreningens medlemmer. Efter lukning forsvinder fondens historiske afkast ud af rapporteringen fra IFB og fra investeringsforeningens hjemmeside. Samme er tilfældet på www.morningstar.dk. Det er et større puslespil at holde styr på lukninger og fusioner, for ikke at tale om de mange navneændringer på foreningerne.⁵

Af Tabel 2 kan vi se, at 35 af de 129 fonde i det endelige afkastmateriale er fonde, der ikke længere er i live. Investeringsforeninger lukker sjældent fonde med gode afkast, så de lukkede fonde må forventes at have ringere afkast end fortsættende foreninger. Lad os se (figur 1).

³Eksempler: Hvis fonde med relativ dårlig performance tilfældigvis har dublet-fonde trækker det resultatet ned, hvis disse regnes for uafhængige fonde og tælles dobbelt (punkt 3). Hvis nordiske aktier slår det europæiske aktiemarked, vil en fond med nordiske aktier få europæiske fondes resultater til at se relativt gode ud, hvis den regnes som en europæisk forening (punkt 4).

⁴Vi vil udvide og opdatere vores analyse, når vi får indsamlet tilstrækkelig data fra tidligere år. De foreløbige tal for 1990'erne tegner samme billede som i de efterfølgende år.

⁵Oversigt over lukkede fonde kan findes på IFB's hjemmeside: <http://www.investering.dk/lukkede-fonde>.



Figur 1: Lukkede globale aktieforenings årlige afkast i forhold til benchmark i deres levetid rangeret efter grad af efterslæb. Medianen er -3,5%.

I Figur 1 ses resultatet for globale fonde, der er havnet på kirkegården. Samtlige lukkede fonde ses at levere under benchmark i deres levetid. Alle syv fonde med ringere performance end -3,5% p.a. i forhold til markedet blev lukket ned senest fire år efter start. Lukkede fonde har elendig performance.

Betydningen af de lukkede fonde i performance-analyse af investeringsforeninger har været kendt siden slutningen af 1990'erne (Carhart, 1997), hvilket førte til dannelsen af "CRSP Survivor-Bias-Free US Mutual Fund Database" (Ferri, 2013), hvor den komplette historik for flere tusind fonde i USA er lagt ind helt tilbage til 1962 – på månedsbasis.

Og der lukkes mange fonde. Mindre end halvdelen af alle europæiske og globale aktiefonde udbudt i Europa overlever en periode på ti år (Standard & Poor's Global, 2017). I USA er billedet det samme: Af 2.200 fonde der eksisterende for femten år siden er 41% i live i dag (Standard & Poor's Global, 2017). Det er fonde med de dårligste resultater der havner på kirkegården (Vanguard, 2013). Lukningsraten er mere end femdoblet siden 1960'erne hvor ca. 1% af fondene forsvandt årligt (Kokernak, 2016).

Sagen er således klar: Ser man kun på åbne fondes historiske afkast a la IFB, overser man en væsentlig del af fondsuniverset, som det så ud for investorerne i "real time". Et retvisende billede af investeringsforeningernes afkast får man kun ved at inkludere åbne såvel som lukkede fonde. Ser man bort fra de lukkede overvurderes foreningernes samlede historiske resultater systematisk.

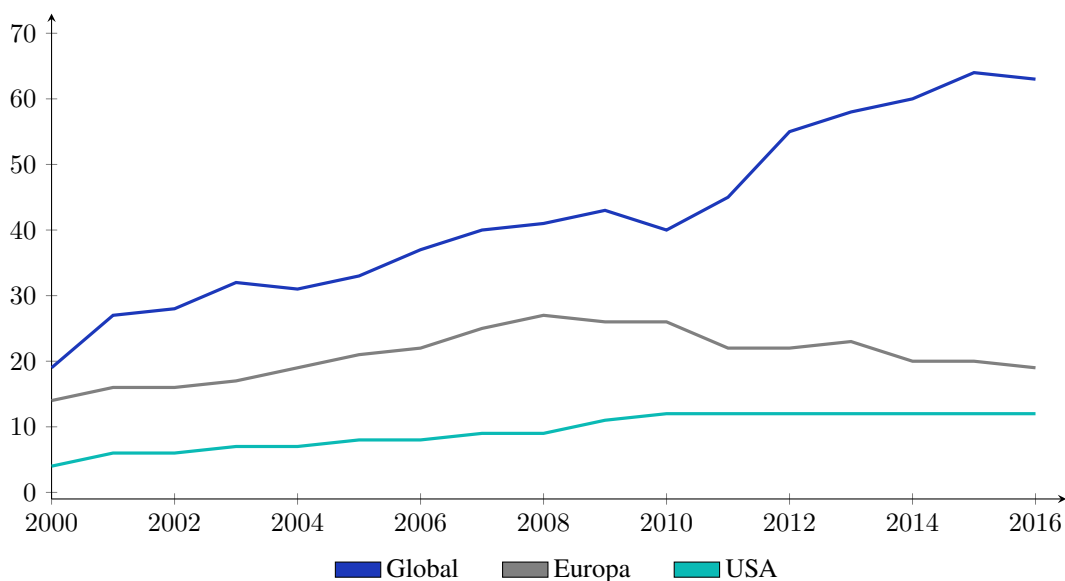
Konstruktion af "survivor-bias-free" database af aktive danske investeringsforeningers afkast

For at konstruere databasen med aktive aktiefonde der investerer i amerikanske, europæiske eller globale områder har vi screenet de 209 foreninger i Tabel 2 som følger:

- Alle fonde med brede aktiestrategier er inkluderet. Det gælder strategier som value- eller vækst, stabile (minimum volatility), momentum, højt udbytte og etik.
- Passive fonde er i sagens natur ikke med. 28 fonde er siet fra på den konto. Et par tilsyneladende passive fonde er ikke fjernet, da deres afkast er åbenlyst ikke-passive. Har en fond skiftet fra aktiv til passiv strategi, er den kun inkluderet i den aktive periode og regnes ellers som lukket.
- 20 fonde er frasortet som "tvilling-fonde". Disse dubletter forekommer hyppigt når en forening har en akkumulerende variant. Det er ikke trivielt at screene konsistent herfor. For eksempel kan to fonde i en periode observeres at have stort set identiske afkast.

- Small cap fonde er sorteret fra, i alt 15.
- Sektor- eller branchefonde er fravalgt. Dog er to fonde med forbrugsaktier in-kluderet.
- Kapitalforeninger er med to undtagelser ikke med i data.
- Fonde er fravalgt hvis resultaterne afviger markant som følge af valuta-hedge.
- Tre lukkede (europæiske) fonde er ikke med i Fundconnects datasæt. De er lagt til.
- Fonde der er lukket før år 2000 er ikke med i datamaterialet.
- Fonde der overvejende investerer i nordiske eller emerging market aktier er sorteret fra, også selv om IFB klassificerer dem som globale afdelinger.
- Fonde kan skifte strategi, benchmark eller status som detailforening på deres rejse. Klassificering kan derfor altid diskuteres. Den heraf følgende usikkerhed vurderes ikke at påvirke konklusionerne i denne analyse i nævneværdig grad.

På den baggrund mener vi, at vores ”survivor-bias-free” database med 129 fonde afspejler investerings-universet af aktivt forvaltede aktieforeninger i Danmark siden år 2000 for markederne Nordamerika, Europa og globalt. Antal foreninger siden 2000 er plottet i Figur 2. Antal foreninger er steget pænt i perioden, men slet ikke i samme takt som totalformuen.



Figur 2: Udvikling i antal fonde i vores screenede database siden år 2000.

Beregningsmetode og nøgletal

Med udgangspunkt i vores database af årlige afkast på aktive aktiefonde kan vi beregne hver fonds afkast-afvigelse fra benchmark år for år. Datamængden fremgår af nedenstående tabel.

Markeder	2002-2006	2007-2011	2012-2016	2000-2016	%-lukkede
USA	36	53	60	159	8%
Europa	95	126	104	355	32%
Global	161	209	300	716	14%
Alle	292	388	464	1230	19%

Tabel 3: Antal årlige afkast fordelt på markeder og ikke-overlappende perioder på fem år. 19% af de i alt 1230 observationer er fra fonde der ikke længere eksisterer i 2017.

Alle vores resultater er baseret på ligevægtede afkast: Alle observationer optræder med samme vægt i beregningerne. Som IFB benytter vi median-afkast og ikke middelværdier. Hermed reduceres betydningen af store afvigelser fra benchmark, plus eller minus. Kun afkast fra hele kalenderår indgår.

Bemærk, at der er forskel på at beregne median på afkast fra samtlige årsafkast fra fondene (eksempelvis de 159 årsafkast på amerikanske fonde, se Tabel 3) og median på de årlige afkast på fondsniveau (eksempelvis de 14 amerikanske foreninger, se Tabel 2). På fondsniveau vil medianen overvægte fonde med kort historik på bekostning af fonde med lang historik sammenlignet med beregning direkte på samtlige underliggende årsafkast. Selv hvis man udelukkende ser på medianværdien af afkast for fonde over en periode hvor fondene har bidraget i alle år – IFB's metode – kan værdien afvige fra median beregnet på de underliggende årlige afkast, altså vores metode.

Vi mener den mest retvisende og informative metode er at inddrage alle årlige afkast fra samtlige fonde, der med rimelighed kan sammenlignes med det valgte benchmark. Uden dublet-fonde, uden indeksforeninger, inklusiv lukkede og nye fonde. Herefter kan data præsenteres som en fordeling af afkast uden reference til en bestemt fond, eller som fordeling på fonds- eller "livsbane"-niveau. Det vil blive klart i resultat-afsnittet nedenfor, hvor vi benytter begge gentagne gange.

Vi har forespurgt Fundconnect om historiske formuetal (AuM) på fondsniveau per år, men de er ej tilgængelige. Vi har derfor ikke formue-vægtet resultaterne i denne analyse. I en analyse på tværs af alle europæiske og globale fonde udbudt i Europa er formue- og ligevægtede afkast grundigt undersøgt uden entydige indikationer på forskelle (Standard & Poor's Global, 2017).

Vi har ikke foretaget en risikojusteret vurdering af afkasttallene. IFB's omfattende afkaststatistikker viser, at forskellen på standardafvigelsen på fondenes afkast og benchmark for alle praktiske formål er ubetydelig på de markeder vi ser på, så der er tale om sammenlignelige afkast i denne analyse. Endelig er det tvivlsomt om standardafvigelse på fondes årsafkast er et godt risikomål.

Andre analyser af afkast i investeringsfonde

Der findes en omfattende litteratur om afkast i investeringsforeninger. Herhjemme citeres resultater fra Morningstar ofte, men deres analyser tager bl.a. heller ikke højde for lukkede fonde (Mikkelsen, 2015).

Den mest omfangsrige undersøgelse af europæiske forvalteres performance i forhold til benchmark hedder SPIVA – Standard & Poors Indices versus Active – og udgives halvårligt (Standard & Poor's Global, 2017). SPIVA-rapporterne tager højde for lukkede fonde, tvillingfonde m.m., altså samme grundige metode som vi benytter. Ja, faktisk grundigere da de opdeler fondene yderligere i value/vækst, small cap etc (datagrundlaget for danske fonde alene er ikke stort nok til denne opdeling). Dermed reduceres kilder til støj i endnu højere grad, og forvalternes evner til at skabe merværdi ved udvælgelse aktier i det givne marked træder klart frem.

I seneste SPIVA-rapport om europæiske fondsmanagere kan man læse, at 88% af alle fonde der investerer i europæiske aktier ligger under benchmark i perioden 2007-2016. For globale fonde er resultatet utrolige 98% der underpræsterer. Fonde der styres af amerikanske porteføljeformidlere følger samme mønster, hvor 92% ligger efter benchmark i perioden 2002-2016. Ligevægtede og formuevægtede resultater er ens. Resultaterne opsummeres således: "Across all time horizons, the majority of managers across all international equity categories underperformed their benchmarks" (Standard & Poor's Global, 2017).

Andre har fundet tilsvarende resultater ved at sammenligne aktive fonde med passive i stedet for et benchmark⁶ (Morningstar, 2016). Af speciel interesse er analyse af porteføljer af aktive og passive fonde ud fra simulationer af 5.000 porteføljer baseret på alle tilgængelige fondes historiske afkast inklusiv lukkede afdelinger (Ferri, 2013). Når passive fonde har større chance for succes end aktive fonde viser Ferri, at sandsynligheden for at en portefølje af aktive fonde slår en tilsvarende med passive fonde bliver mindre (1) jo længere tid man måler over, (2) jo flere fonde der er i porteføljen, (3) jo flere aktive fonde der benyttes i hver aktivklasse. I en veldiversificeret portefølje med 10 fonde i perioden 2003-2012 vinder indeksporteføljen i 90% af tilfældene. Specielt ses inddragelse af lukkede fonde at mere end halvere sandsynligheden for at en aktiv portefølje vinder over en passiv over femten år. Lukkede fonde gør en forskel.

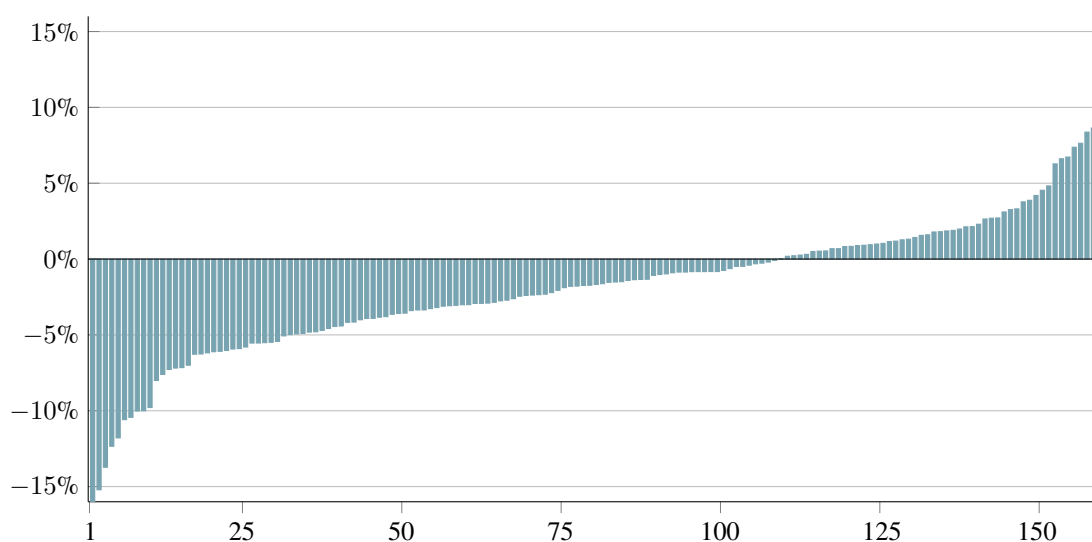
⁶På grund af høj beskatning på benchmarks skal vi senere se, at danske investorer kan benytte indeks-fonde der konsekvent slår deres benchmark, år efter år.

Aktiefonde USA

Udbuddet af aktive danske aktiefonde, der investerer i Nordamerika⁷, har stået i stampe siden finanskrisen. Hver af de største udbydere har typisk en USA eller nordamerikansk fond på hylden; kun Danske Invest har mere end én. Kun to af de fjorten USA-foreninger har en særlig strategi (value og stabil), resten spiller på hele aktiebanen. Kort sagt, der er ikke meget støj der forstyrrer måling af fondenes performance sammenlignet med et bredt markedsindeks som MSCI USA, som hovedparten af fondene angiver som deres egen målestok for markedet.

Afkastfordelinger

I Figur 3 præsenteres fordelingen af afkast fra samtlige USA-foreninger:



Figur 3: Alle 14 nordamerikanske fondes årlige afkast siden 2000 i forhold til benchmark, rangeret fra dårligste til bedste resultat fra venstre mod højre. Medianen er -1,7%. 32% af resultaterne er positive, 68% er negative.

Der er i alt 159 observationer af årlige afkast siden år 2000. Figur 3 viser afkast fratrullet bechmark i det respektive år. Dermed kan performance sammenlignes på tværs af årstal. I 32% af tilfældene slår fondene benchmark, mens de underpræsterer i 68%.

For afkast med underperformance (under nul, det vil sige længst til venstre) er det gennemsnitlige resultat -3,2%. For år med positivt resultat fik investorerne i gennemsnit 1,8%. Med andre ord: Du har dårlige odds for at vælge en vinderfond i et givet år, og tabs-år er dårligere end vinderne er gode. Medianafkastet er -1,7% i figuren (gennemsnittet er -1,85%).

⁷Vi bruger Nordamerika og USA synonymt, da fondene for alle praktiske formål er USA-fonde. Når vi skriver "amerikansk forening" mener vi dansk investeringsforening der investerer i amerikanske aktier. Det er en udbredt skrivemåde, selv om den strengt taget kan misforstås. Vi ser kun på danske investe-ringsforeninger der investerer i internationale aktiemarkeder.

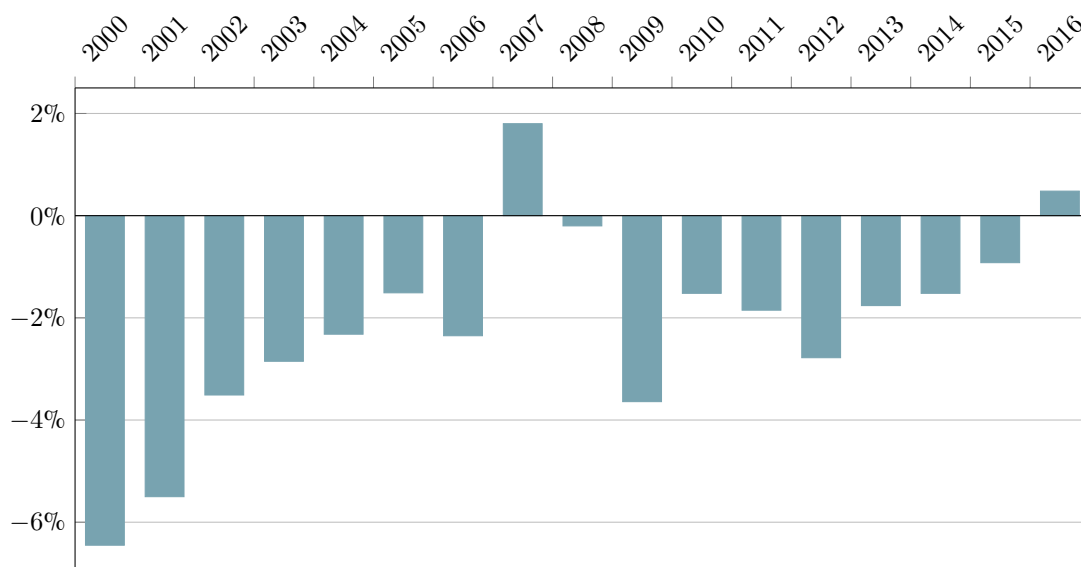
Tabel 4 viser resultaterne opdelt på perioder:

Median	2002-2006	2007-2011	2012-2016	2000-2016
Alle	-2,5%	-0,5%	-1,7%	-1,7%
Åbne	-1,7%	-0,5%	-1,7%	-1,5%
Lukkede	-3,8%	-3,0%		-3,8%

Tabel 4: Median-resultat i forhold til benchmark i angivne perioder. Hver fond bidrager med et tal i hvert år fonden har eksisteret. Tallet er derfor et udtryk for det årlige resultat i forhold til benchmark i perioden, uanset benchmark i et givet år.⁸Ingen afdelinger lukkede i 2012-16.

I nogle år slår fondene markedet...

Ser vi på fondenes afkast på årsbasis målt op imod markedet er billedet dette:



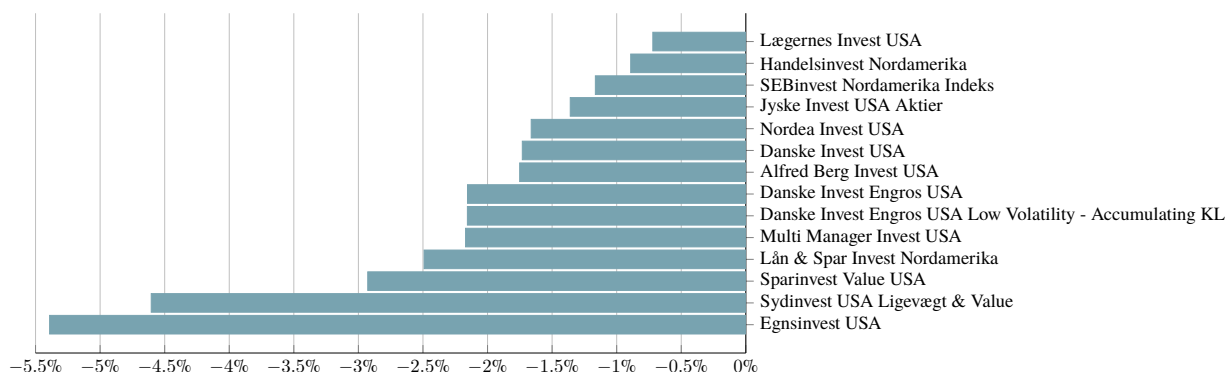
Figur 4: USA-fondes median-afkast på årsbasis i forhold til indeks.

Der er få år hvor hovedparten af fondene præsterer bedre end markedet, eksempelvis i 2016. Men det sker sjældent og med beskednen overperformance. De negative afkast dominerer.

⁸Definition i tabellen: afkast i en given periode for lukkede fonde er baseret på samtlige årsafkast for fonde, som ikke lever i 2016, det vil sige som er døde undervejs. Åbne fonde er for samtlige fonde der lever i 2016. Det spiller ingen rolle hvornår fondene starter.

...men alle US fonde har tabt til markedet over en årrække

Er der nogle foreninger der har slået markedet over de seneste 17 år? Svaret er nej:



Figur 5: Aktive danske aktieforeninger der investerer i USA. Årlig afkast i forhold til benchmark i perioden 2000-2016. Samtlige fonde halter efter markedet. Medianen er -2,0%.

Figur 5 viser det annualiserede efterslæb på fonds niveau i hver fonds levetid i perioden. Kun to af fondene er lukket i dag, EgnsINVEST USA (2007) og Alfred Berg Invest USA (2011).

Hvad betyder et årligt afkast-efterslæb på 2% for investor? Siden primo 2000 har markedsafkastet på amerikanske aktier været 3,63% p.a. målt i danske kroner. Det betyder, at 100 kroner voksede til 183 kroner på 17 år. Med et årligt afkast fratrasket den observerede underperformance i fondene (-2,0%), tilsvarende et renters-rente fondsafkast på 1,67%, vil 100 kroner være vokset til 133 kroner. Fondenes efterslæb betyder med andre ord, at investors afkast er 33 kroner ud af et markedsafkast på 83 kroner. Fondene har altså leveret 40% af markedsafkastet til medlemmerne. De resterende 60% er hovedsagelig spist op af omkostninger.

Målt over tid gør et mistet afkast på 2% p.a. et stort indhug i investorenes bid af afkastkagen. Og 2% årligt er ikke overraskende – det svarer i grove træk til foreningernes totalomkostninger. Mere herom nedenfor.

Det amerikanske aktiemarked er åbenbart vanskeligt at slå for danske fondsforvaltere (Børsen, 2014). De danske aktiefondenes porteføljemanagere der har forsøgt sig herpå har ikke løst opgaven, og deres resultater ligger langt efter markedet. Det er værd at have in mente når vi skal se på globale fonde, for US aktier udgør omtrent halvdelen af verdensmarkedet. Inden vi kommer så langt skal vi se på de europæiske aktieforeninger.

Aktiefonde Europa

Der har været travlt på udskiftningsbænken hos de danske foreninger der investerer i europæiske aktier. Vi har identificeret 34 unikke, aktive Europa-fonde. Af disse er kun 19 på markedet i dag, så 15 fonde er forsvundet. Se Tabel 2. Alle 15 fonds-lukninger siden år 2000 er sket efter finanskrisen, og netto-antallet af fonde er dalet fra 27 i 2008 til 19 i 2016.

Effekten af lukkede aktiefonde – Europa

Det er klart, at de mange hedengangne europæiske fonde potentielt forvrider billedet af foreningernes samlede resultater, al den stund at de udgør næsten halvdelen af fondene. Den følgende tabel kvantificerer effekten.

Median	2002-2006	2007-2011	2012-2016	2000-2016
Alle	-2,7%	-0,9%	-1,2%	-1,7%
Åbne	-2,5%	-0,7%	-0,6%	-1,3%
Lukkede	-2,7%	-1,6%	-2,3%	-2,3%

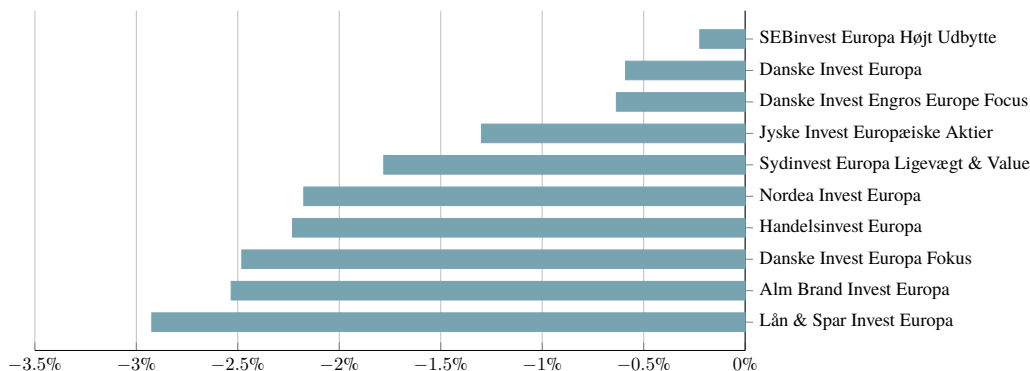
Tabel 5: Viser median-resultat i forhold til benchmark i angivne perioder. Hver fond bidrager med et tal i hvert år fonden har eksisteret. Tallet er derfor et udtryk for det årlige resultat i forhold til benchmark i perioden, uanset afkastniveau i et givet år.

Tabel 5 viser afkast i forhold til benchmark opdelt på åbne og lukkede fonde i forskellige perioder. Det er tydeligt at fonde med relativt dårlige resultater har størst sandsynlighed for at forsvinde. I sidste kolonne kan vi se, at foreningernes afkast fremstår som 0,4% p.a. bedre i den historiske kikkert, hvis man overser de kætrede Europa-fonde.

Det kan måske undre læseren, at ingen fonde lukkede i perioden med de relativt dårligste afkast i tabellen, år 2002-06. En rimelig forklaring kan være, at europæiske aktier i den periode slog verdensmarkedet med mere end 5% per år. De fleste kan leve med relativ underperformance, når det absolutte afkast er 15% p.a. og klart bedre end i andre dele af aktieverdenen. Det harmonerer med de mange fondslukninger i kølvandet på finanskrisen, selv om den relative performance blev bedre. De seneste 10 år er afkastpendulet svinget den anden vej og globale aktier (målt i kroner) har slået europæiske med 3,5% pro anno.

Europæiske aktieforeninger med længst historik underperformer

Nok om de lukkede foreningers dårlige performance. Ser vi på de nuværende 19 åbne fonde var 10 af dem allerede i drift ved årtusindskiftet. Deres resultater fremgår af Figur 6.



Figur 6: Afkast-afvigelse fra benchmark for de ti europæiske aktieforeninger der har eksisteret siden år 2000. Alle ti fonde har negativ performance i forhold til markedet.

Blandt de ældste europæiske aktiefonde findes der ingen fonde der har slået markedet de seneste 17 år. Benchmark-afkastet er beskedne 2,2% p.a., eller totalt 45% i perioden. Fondenes efterslæb på -1,7% p.a. giver til et totalafkast på 10%. Igen er hovedparten af markedsafkastet havnet andre steder end i investorenes lommer. Som i tilfældet med amerikanske aktier medfører tilsyneladende små årlige procent-afvigelser store forskelle i kroner over en lang periode. Bemærk, at alle fonde i Figur 6 udbydes af investeringsforeninger tæt knyttet til banker.

Forklaring på forskel i afkast hos IFB og i vores datasæt

Hvorfor viser IFB's median-afkast for de seneste 5 år -0,3% p.a. i forhold til benchmark (se Tabel 1), når vi finder -1,2% for samme periode i Tabel 5? Og -0,2% siden 2007 når vi finder -1,0% (ikke vist i tabel), altså en forskel på 0,8% årligt over 10 år?

Døde fonde kan forklare halvdelen af differencen, når vi sammenligner alle fonde med åbne i Tabel 5 – husk at IFB kun ser på foreninger der er åbne i hele perioden. Nye fonde i perioden kan derfor også spille ind, men da de har relativt gode resultater (0,0% sammenlignet med benchmark siden 2007) øger de tværtimod afvigelsen der skal forklares.

Hvad er det der trækker IFB-afkastet op? Et nærmere kig i IFB-statistikkerne afslører årsagen: IFB inkluderer small cap-fonde som vi sorterer fra, fordi small cap fonde ikke er en del af det benyttede benchmark. Gør det en forskel? Bestemt, for small cap-aktier i Europa har leveret markant bedre end det brede marked i perioden; danske Europa-small cap fonde har givet mere end det tredobbelte af det brede europæiske aktiemarked de seneste 10 år.

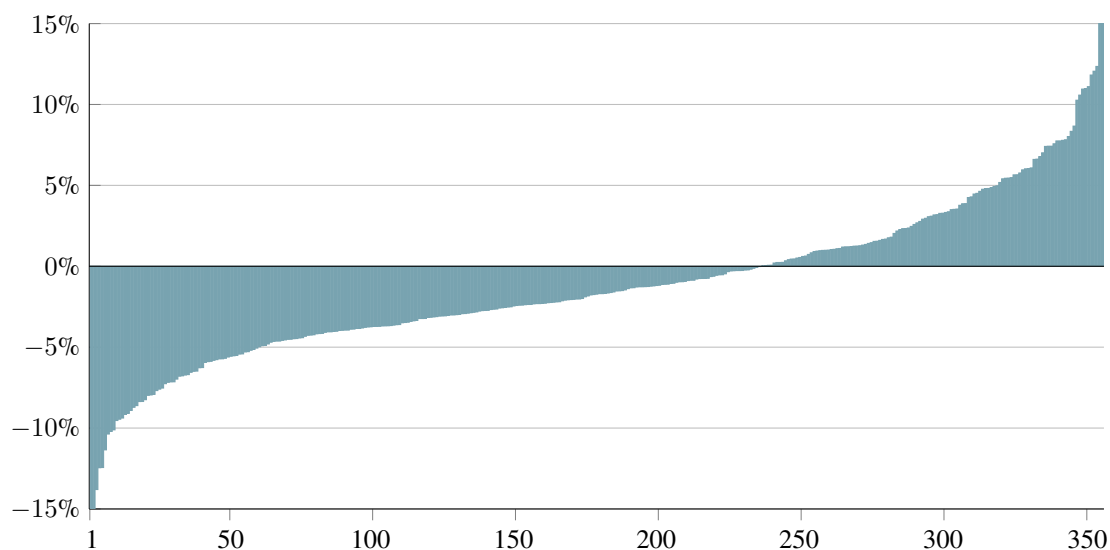
Endelig er afkastet hos IFB beregnet som medianen af fondenes 10-årige afkast (25 observationer, én fra hver fond med ti års afkast uden frasortering, men eksklusiv nye og lukkede afdelinger), hvor vi beregner medianen af alle årlige afkast (355 observationer fra 34 fonde inklusiv nye og lukkede, men frasorteret dubletter, passive og small cap foreninger m.m.).

Eksemplet viser berettigelsen af vores metode til evaluering af foreningernes værdiskabelse samlet set. Vi sørger for:

- At ligestille afkast fra samtlige fonde uanset år.
- Ikke systematisk at ignorere fonde der åbner eller lukker i en given periode.
- Kun at måle fondes performance i forhold til det relevante marked.

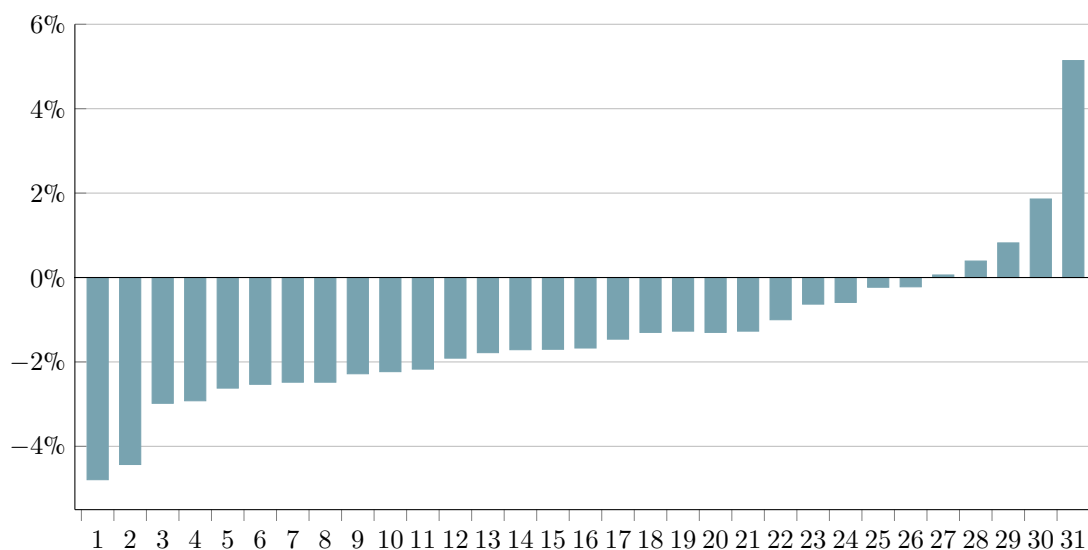
Afkastfordelinger

Fordelingen af de årlige afkast relativ til benchmark fra de 34 fonde i Figur 7 viser samme billede som for fondene med US aktier i Figur 3:



Figur 7: 355 afkast fra 34 europæiske fonde siden år 2000 relativ til benchmark. 34% af afkastene er positive, 66% negative. Medianen er -1,7%, positive afkast's median er 3,1%, negative afkast's median er -3,2%.

Hovedparten af gangene taber fondene til markedet, og de positive afkast trækker ikke mere op end de negative trækker ned. Hvilke konsekvenser har det for afkast på fondsniveau over en årrække? Figur 8 viser fondenes årlige afvigelse fra benchmark for alle Europa-fonde der har mindst fem år på bagen.



Figur 8: Europa-fonde i perioden 2000-16 med mindst fem års historik. Medianen er -1,7%.

Sammenholder man Figur 7 og 8 ser man de store tals lov på arbejde: De årlige afvigelser fra benchmark mindskes (y-aksens skala reduceres), og de positive afkast bliver mindre sandsynlige. Der er dog fonde med positive resultater sammenlignet med reference-indekset MSCI Europa. I Top 3 er Lægernes Invest Europa (+0,8% p.a. i 10 år) og Danske Invest Europa Højt Udbytte (+1,9% p.a. i 13 år). Den iøjnefaldende vinderfond længst til højre, SEBinvest Fokus (+5,1% p.a. i 8 år), er ikke længere tilgængelig. Den fusionerede i 2011 med SEBinvest small cap, der efterfølgende har gjort det udmærket.⁹

Viser fondenes afkast i forhold til markedet, at porteføljeforvalterne samlet set er dårlige? Det er en mulighed. Det er imidlertid ikke vores holdning. Vi mener tværtimod, at data stemmer overens med et marked hvor aktørerne er så dygtige, at det er svært at identificere og udnytte relative fordele. Uanset, Figur 8 viser hvor ringe odds der er for at lykkes med at vælge fonde, der gør det bedre end markedet over tid. Men måske det kan lade sig gøre? Vi skal nedenfor se hvor svært det er at forudsige fremtidens vinderforeninger baseret på historiske afkast.

Opsummering

Historien om europæiske og amerikanske aktiefonde er den samme. Taberne er investorerne, der giver afkald på en langt større andel af det tilgængelige afkast, end de behøver.

⁹Vi har ikke været i stand til at afklare om fonden før fusion i 2011 de facto var en small cap fond, som afkastene antyder. I så fald bør den ikke være med i vores datasæt.

Globale Aktier

Globale aktieforeninger er danskernes foretrukne værktøj til at investere i udenlandske aktier. Der er placeret 200 mia. kroner i de globale fonde¹⁰, hvilket er fire gange mere end i de amerikanske og europæiske aktiefonde – tilsammen. I modsætning til USA- og Europa-fondene er mange af de globale fonde specialiserede. Nogle er value-fonde, andre fokuserer på stabile aktier eller aktier med højt udbytte. Strategier som momentum, etik og sundhed er også repræsenteret. Det vil alt andet lige give et afkastbillede med større relative udsving i perioder når fondenes afkast sammenholdes med et verdensindeks, end tilfældet er med amerikanske eller europæiske aktieforeninger.

Valg af sammenligningsindeks

Globale fonde skal sammenlignes med et globalt benchmark. Men hvilket? Det hyppigst citerede indeks for det globale aktiemarked er MSCI World, eller blot World. Det dækker imidlertid kun de største selskaber i verden (large og medium cap) i de udviklede lande. Skal aktier fra nye markeder, også kaldet emerging markets, inkluderes benyttes MSCI All Countries World (ACWI) stadig oftere som målestok.

I vores analyse af globale aktiefondes resultater benytter vi et sammenlignings-indeks bestående af 50% World og 50% ACWI af følgende grunde:

- De aktive fondes selvvalgte benchmark fordeler sig ligeligt mellem World og ACWI.
- En gennemgang af de største globale aktiefondes beholdninger viser, at andelen af aktier fra emerging markets i gennemsnit er på niveau med 50/50 World/ACWI.¹¹
- IFB angiver begge indeks som referenceramme i deres afkaststatistikker.

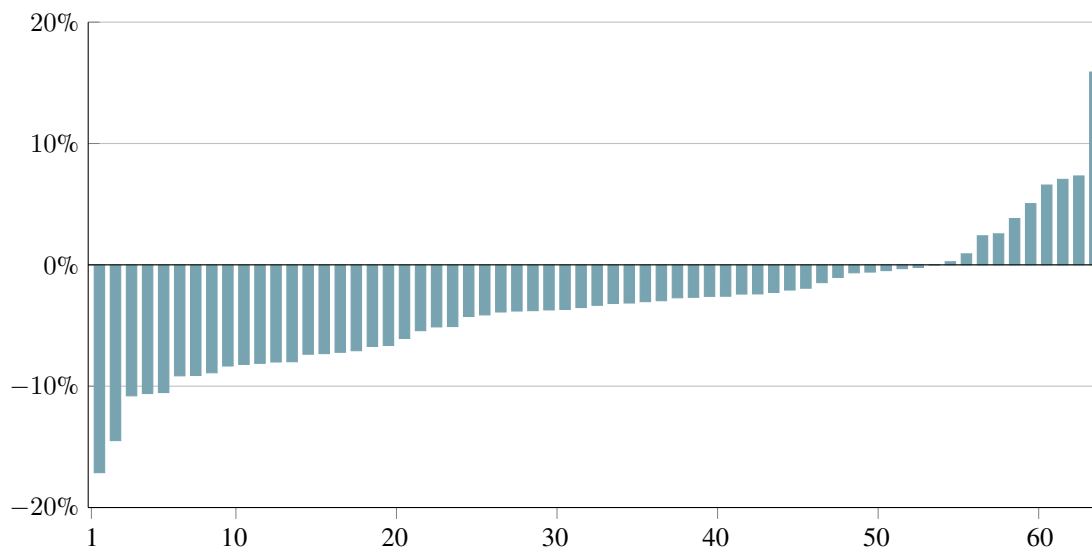
Vi har testet vores resultater med World henholdsvis ACWI som benchmark, og konklusionerne er robuste. Med et overlap på ca. 90% mellem de to verdensindeks er det som forventet. Flere fonde har desuden skiftet benchmark fra World til ACWI de seneste 15 år, så der findes uanset ikke et ”korrekt” valg af indeks.

¹⁰IFB markedsstatistik april 2017.

¹¹I de 20 største fonde varierer andelen af emerging market aktier mellem 0 og 15% med et gennemsnit på 5%.

De aktive fonde haltede mere end 3 procent efter markedet i 2016

Ifølge IFB's opgørelse i Tabel 1 har globale aktiefonde haft det svært de seneste fem år. I 2016 underpræsterede de aktive fonde med godt 3%:



Figur 9: Globale aktieforeningers afkast i 2016 i forhold til markedsafkastet, i alt 63 fonde. Medianen er -3,3%, middelværdien er -3,4%.

Hvordan kan de globale investeringsforeninger tabe så eftertrykkeligt til markedet i 2016? 22 ud af 63 fonde gik glip af mere end 5%-point i afkast. Måske fondene timede investeringerne uheldigt i et år med både Brexit og valg af Donald Trump. Det har vi ikke data til at vurdere. Mere håndgribelige forklaringer toner frem, når vi ser nærmere på danske aktiefondenes sammensætning i forhold til det globale aktiemarked.

Udvalgte markeders afkast sammenlignet med verdensmarkedet

Aktiemarkeder kan opdeles på mange måder: Geografisk, value/vækst, sektorer, store og små selskaber, osv. Afvigelse i årlige afkast på udvalgte markeder i forhold til verdensmarkedet¹² (april 2017) de seneste fem, ti og femten år:

Aktieindeks vs. World	25 år	10 år	15 år
All Countries (ACWI)	-1,0%	-0,2%	0,1%
USA	2,9%	2,6%	0,4%
Europa	-3,1%	-3,5%	-0,8%
Japan	-3,2%	-2,0%	-0,5%
Emerging Markets	-8,5%	-1,5%	3,0%
Danmark	6,7%	2,1%	7,3%
Value	-0,3%	-1,2%	-0,2%
Small Cap	1,2%	1,6%	2,9%
Højt udbytte	-1,4%	-1,3%	-0,1%
Forbrug	0,2%	4,1%	1,9%
Stabile (min. volatility)	0,4%	1,5%	1,3%

Tablet 6: Udvalgte markeders årlige afkast-afvigelse sammenlignet med Verden (MSCI World).

Mindre selskaber, nye markeder, stabile og forbrugsaktier har gjort det bedre end verdensmarkedet. Mest iøjnefaldende er danske aktiers merafkast på hele 7% p.a. over 15 år, ikke mindst drevet af Novo Nordisk.¹³

Tabellen understreger, at en overvægt af danske aktier i globale fonde – såkaldt home bias¹⁴ i aktievalgene – vil få foreningernes afkast til at fremstå som relativt gode sammenlignet med et verdensindeks, hvor danske aktier udgør beskedne 0,5% (og 2,7% af Europa-indekset). Et indeks bestående af eksempelvis 95% World og 5% Danmark har 0,4% mere i afkast årligt end 100% World siden 2002.

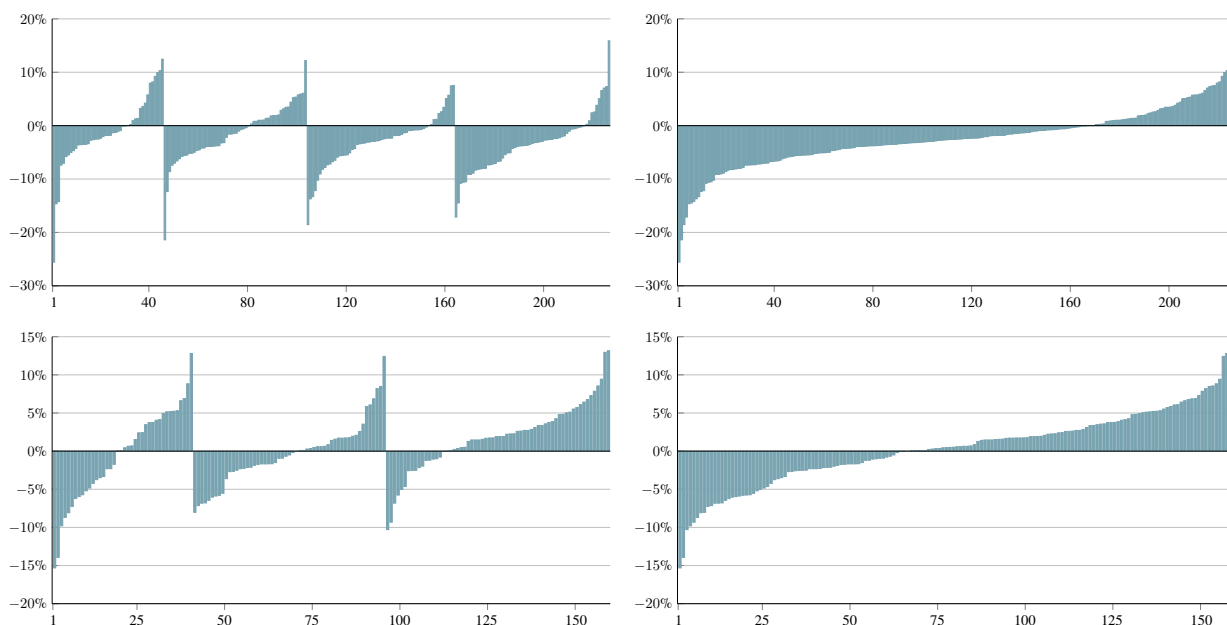
¹²World og ACWI indeholder alle store og mellemstore selskaber (large cap og mid cap), der målt i kroner udgør 85% af den samlede aktiekapital. Small cap-aktier er ikke med i definitionen af verdensmarkedet. Målt i antal indeholder de to store verdensindeks kun en mindre del af alle verdens børsnoterede selskaber (1.650 i World ud af 5.900 inklusiv de mindre selskaber). Det står investeringsforeningerne frit for at investere i small cap selskaber. GN Store Nord og Jyske Bank er de største danske small cap-selskab, når man anvender MSCI definition.

¹³100 kroner investeret i 2002 ville være vokset til 261 kroner med World-afkast og 706 kroner med DK-aktier, eller næsten fire gange højere afkast.

¹⁴Et slående eksempel er danskernes direkte investering i enkeltaktier: I 2016 udgjorde danske aktier mere end 80% heraf (IFB, 2017). De danske pensionskasser har de seneste år meldt ud, at de har reduceret deres store overvægt af danske aktier til fordel for en mere balanceret allokering. Både private og professionelle investorer synes at foretrække det nære frem for det fjerne, når det kommer til aktier.

Danske aktier spiller en væsentlig rolle i globale foreningers afkast

Ser vi på fordelingen af afkast i forhold til benchmark er det tydeligt, at danske investeringsforeninger med globale aktier i høj grad påvirkes af danske aktiers udsving i forhold til benchmark.



Figur 10: Øverst: Afkast i forhold til benchmark i år 2011, 2013, 2014 og 2016 hvor danske aktier ikke slog globale aktier: Aktiefondene underpræsterer klart. Nederst: År 2010, 2012 og 2015 hvor DK aktier slog globale aktier med henholdsvis 21%, 15% og 29%-point. I de år ses fondene at følge med globale aktier og lidt til. Plots i venstre kolonne viser flere på hinanden følgende fordelinger i samme plot. Medianafkast i forhold til reference-indekset i de globale fonde er henholdsvis 0,6% og -2,6% for gode/dårlige år for danske aktier.

Figur 10 viser umiddelbart, at det relative afkast i globale aktiefonde udbudt af danske fondsforvaltere korrelerer med afkast på danske aktier. En gennemgang af de tyve største globale aktiefonde afslører, at danske aktier udgør omtrent 5% af den investerede formue, hvilket er 10 gange mere end i sammenligningsindekset. I de største globale foreninger, Danske Invest Engros Flexinvest Aktier og Nordea Invest Portefølje Aktier, er andelen af danske aktier på hele 15%. Begge var små 4% under verdensmarkedet i 2016, hvor danske aktier var mere end 20% efter globale aktier.

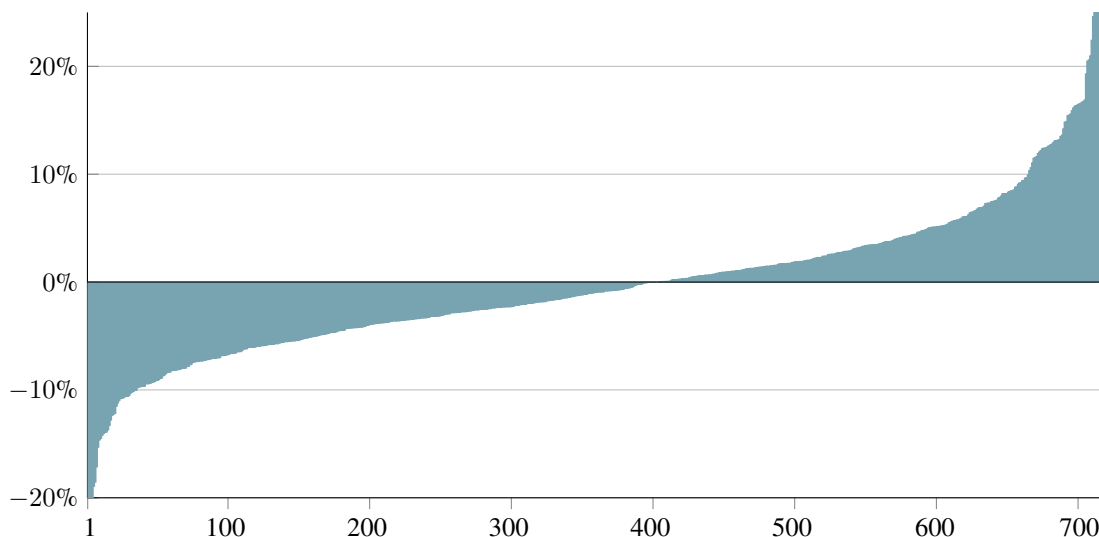
Konklusionen er, at overvægten af danske aktier slår mærkbart ind på globale aktiefondes samlede resultat i forhold til verdensmarkedet. Det skal tages med i ligningen, når fondenes relative performance evalueres. Samme gør sig gældende for europæiske aktiefonde udbudt af danske forvaltere, men i mindre udpræget grad da overvægtningen af danske aktier er mindre udtalt.

Tabel 6 viser, at de globale fonde kunne have skabt merværdi ved at investere i mindre selskaber (small cap) over de seneste 15 år, da small cap har givet solide 3% p.a. mere end det benchmark vi benytter. Fondenes beholdningslister (maj 2017) viser, at små selskaber udgør ca. 2% af investeringerne, hvorfor det ikke batter i det store billede. Danske foreninger søger åbenbart ikke at skabe merafkast ved at investere i de mindre børsnoterede aktieselskaber.

Endelig bemærker vi, at flere af de globale fonde i vores database fokuserer på stabile selskaber, selskaber med højt udbytte og forbrugsaktier. Kort sagt, udvalget af aktive globale fonde har overvægt i markeder der har gjort det bedre end verdensmarkedet siden år 2002. Det betyder alt andet lige, at fondenes samlede resultat målt op imod et globalt indeks i perioden må forventes at være relativt godt. Lad os se efter!

Globale aktiefondes afkast i det 21. Århundrede

Fordelingen af årlige afkast i forhold til markedet fremgår af næste figur. Størstedelen af fondene underperformer fortsat, 56%, som i tilfældene med europæiske og amerikanske foreninger hvor henholdsvis 66% og 68% af alle afkast ligger under benchmark (Figur 3 og 7), men i mindre udtalt grad.



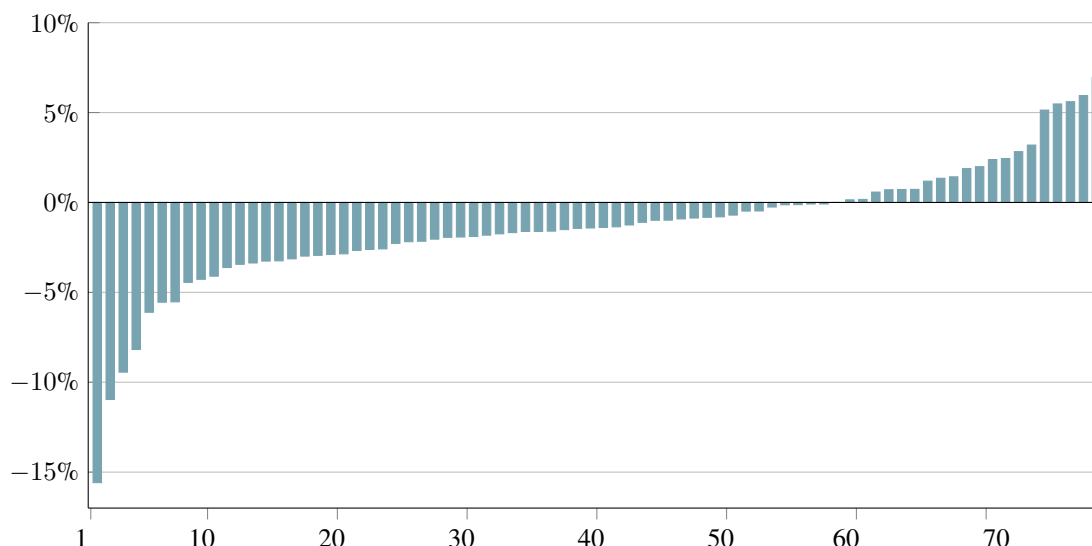
Figur 11: Årlige afkast i forhold til benchmark for alle globale fonde i perioden 2000-2016. 716 observationer. I 44% af tilfældene er resultatet bedre end markedsafkastet. Median-afkast for positive resultater er 3,5%, for negative -3,9%. Medianen er -1,0% for hele fordelingen.

Bemærk, at afvigelserne fra benchmark er større end for USA- og Europa-fonde; halerne af fordelingen er mere ekstreme i Figur 11. Igen er medianen på de negative afkast dårligere end de positive afkast er gode (-3,9% og +3,5%). Danske investeringsforeninger med globale aktier underperformer signifikant samlet set.

Median	2002-2006	2007-2011	2012-2016	2000-2016
Alle	-1,1%	0,1%	-1,4%	-1,0%
Åbne	1,3%	0,2%	-1,3%	-0,7%
Lukkede	-3,7%	-1,3%	-1,6%	-2,4%

Tabel 7: Fondsafkast for globale aktieforeninger.

Af Tabel 7 kan vi se at de lukkede foreningers indvirkning på afkastbilledet øges jo længere vi kigger tilbage i tiden. Det er ingen overraskelse, for fondene skal så at sige have tid til at forsvinde. Flere af de nuværende fonde med de dårligste resultater vil formentlig blive lukket ned – vi har bare ikke set det endnu. De lukkede afdelinger har omtrent samme efterslæb på globale og europæiske fonde. Men for globale foreninger trækker de i mindre grad det samlede resultat ned, fordi de lukkede globale fonde udgør en mindre andel af populationen (14%) end for Europa-foreningerne (32%).



Figur 12: Årlig afkast i forhold til benchmark for alle globale fonde med mindst to kalenderårs-afkast siden 2000. 20 af 78 fonde har slået markedet i perioden. Median = -1,4% i figuren. Medianen er 1,9% for positive observationer, medianen er -1,9% for negative.

Figur 12 viser samme mønster som for aktive USA- og Europafonde: Langt størstedelen af de globale fonde taber til markedet over tid, og størrelsen på vinderne kan ikke opveje de dårlige odds for at vælge en vinderfond. Men der er dog fonde der har leveret afkast-varen.

Vinderfondene mister kunder

Blandt vinderfondene er det iøjnefaldende, at top syv udgøres af, i nævnte rækkefølge, Bankinvest Globalt Forbrug, Skagen Global og fem value-fonde. Alle syv fonde har mere end 10 års performance-historik. Alligevel er de fleste af vinderfondene i perioden 2000-2016 faldet i investorenes unåde efter relativ dårlig performance de seneste år:

- Investorerne har forladt Bankinvest Globalt Forbrug efter flere års underper-formance. Foreningens formue var tidligere mere end tre gange større.
- Skagen Global har det ringeste afkast af samtlige globale fonde i perioden 2014-2016 – husk på det næste gang du vælger en fond på baggrund af tidligere gode resultater!
- Sparinvest Value, flagskibs-foreningen fra Sparinvest der eftertrykkeligt slog verdensmarkedet otte år i træk fra 2000-2007, har ligeledes oplevet et outflow af midler fra utålmodige kunder. Formue under forvaltning i fonden er reduceret fra 23 mia. til 6 mia. siden...2007.
- Blandt vinderfondene målt over de seneste 17 år har kun Valueinvest og Maj Invest Value leveret gode resultater i de seneste år.
- Carnegie Worldwide Globale Aktier, der har slået benchmark siden 2000, endte i 2016 på jumbopladsen blandt de globale fonde. Resultat: Investorerne har trukket 2 mia. ud af investeringsforeningen i første kvartal af 2017. I 2015 blev Carnegie Worldwide kåret som Danmarks bedste investeringsforening af Danske Aktie Analyse (Jyllandsposten, 2015). Siden 2008 er Carnegie's Globale Aktier-afdeling 3% p.a. efter markedet.

På foreningernes hjemmesider, i faktaark og hos Morningstar præsenteres fondenes afkast de seneste fem år. Der uddeles årlige priser til de bedste foreninger. Jagten på gode langsigtede afkast synes at være fokuseret på kortsigtede fondsresultater. Det samme er tilfældet hos institutionelle investorer med næsten ubegrænsede analyse-ressourcer uden at det skaber værdi, tværtimod (Jenkinson, 2014; Rekenhaller, 2015; Swedroe, 2017; West, 2014; Stewart, 2009).

Opsummering

Aktive aktiefonde udbudt af danske investeringsforeninger der investerer i globale aktier underperformer markedet samlet set, og kun et fåtal af fondene slår markedet over en årrække.

Kunsten at udvælge fremtidens vinderfonde

Som gruppe er de danske aktiefonde der investerer i internationale aktier ikke i stand til at slå markedet. Kun de færreste fonde leverer merafkast. Kan man på baggrund af afkasthistorik skelne held fra dygtighed? Man er nødt til at have en metode til at vælge de bedste porteføljemanagere, hvis man vil benytte aktive foreninger. Ellers må man forvente underperformance som vi har vist i Resultat-afsnittet.

En succesfuld porteføljeforvalter er kendetegnet ved at levere konsistent bedre resultater end hovedparten af konkurrenterne over en lang periode. Dygtighed er således et relativt begreb, der måles i relative afkast.

Der er ingen tvivl om, at afkasthistorik benyttes i forsøget på at vælge fonde med forventet merperformance fremadrettet. Ja, historiske afkast er velsagtens den vigtigste parameter i investorernes valg af fonde. Fonde med god performance modtager langt størsteparten af nye midler til investering. Det er indforstået at gode resultater før medfører gode resultater efterfølgende. Men:

Leverer fonde med god afkasthistorik bedre afkast fremover end resten af foreningerne?

Svaret på det spørgsmål kan man finde i "S&P Persistency Scorecard", der udgives halvårlig med overskriften: "Does Past Performance Matter?" (Standard & Poor's Global, 2016). Se også (Carhart, 1997; Vanguard, 2016). For den utålmodige læser kan vi afsløre, at svaret er nej. Vi skal se på tre eksempler fra vores afkastdatabase, der understøtter det svar.

Vælg en vinderfond blandt de europæiske aktieforeninger

Lad os se på de europæiske aktiefonde i de to seneste sammenhængende perioder på tre år, 2011-13 og 2014-16. Kunne man ved indgangen til år 2014, på baggrund af da kendte fondsafkast i 2011-13, prikke vinderne ud i de kommende tre år?

Median	2002-2006	2007-2011	2012-2016	2000-2016
Alle	-1,1%	0,1%	-1,4%	-1,0%
Åbne	1,3%	0,2%	-1,3%	-0,7%
Lukkede	-3,7%	-1,3%	-1,6%	-2,4%

Tabel 8: *Opdeling af Europa-fondes afkast i kvartiler. Kvartil 1 indeholder fonde med de 25% højeste afkast, kvartil 4 de 25% laveste etc. Kolonnen længst til højre viser resultatet i 2014-16 for fondene i kvartilerne i 2011-13. De bedste fonde i 2011-13 ses at have de dårligste afkast i 2014-16.*

Tabel 8 viser hvor svært det er. Kvartil 1 er de 25% fonde med højest afkast, kvartil 2 de næsthøjeste osv. Kvartil 4 er den nederste fjerdedel af foreningerne i perioden 2011-13. Der er stor forskel på de bedste henholdsvis dårligste afkast når vi rangordner fondene.

Lad os sige at vi står ultimo 2013 og skal vælge vinderfonde for 2014-16. Vælger du vinderne i øverste kvartil fra 2011-13? Desværre – de gav klart det dårligste resultat i 2014-16! Faktisk havnede hele tre af de fem bedste fonde i 2011-13 i den dårligste fjerdedel i 2014-16 (to fra Danske Invest, en Multi Manager fra Nykredit). Tre af de fem fonde i nederste kvartil i 2011-13 var lukket tre år senere. Nordea Invest Europa hoppede fra nederste til øverste kvartil. Vi kan ikke se noget mønster mellem fortid og fremtid i tallene.

Ser vi på de seneste 15 år og opdeler i tre 5-årsperioder, så har ingen fond klaret at placere sig i den bedste fjerdedel i alle tre perioder. Fonde med de dårligste afkast synes dog at hænge fast i bunden, hvilket afspejles i det store spænd på totalafkast i perioden 2002-16, se Figur 6.

Globale foreninger rafler med afkast-terningerne

Blandt de globale fonde finder vi 20 der har leveret afkast de seneste 15 år. Lad os holde fast i opdelingen i tre 5-årsperioder og se om der tegner sig et mønster for vinder- og taberfonde. For enkelthedsens skyld deler vi denne gang foreningerne i to halvdele i hver periode rangeret efter afkast med 10 fonde i hver gruppe.

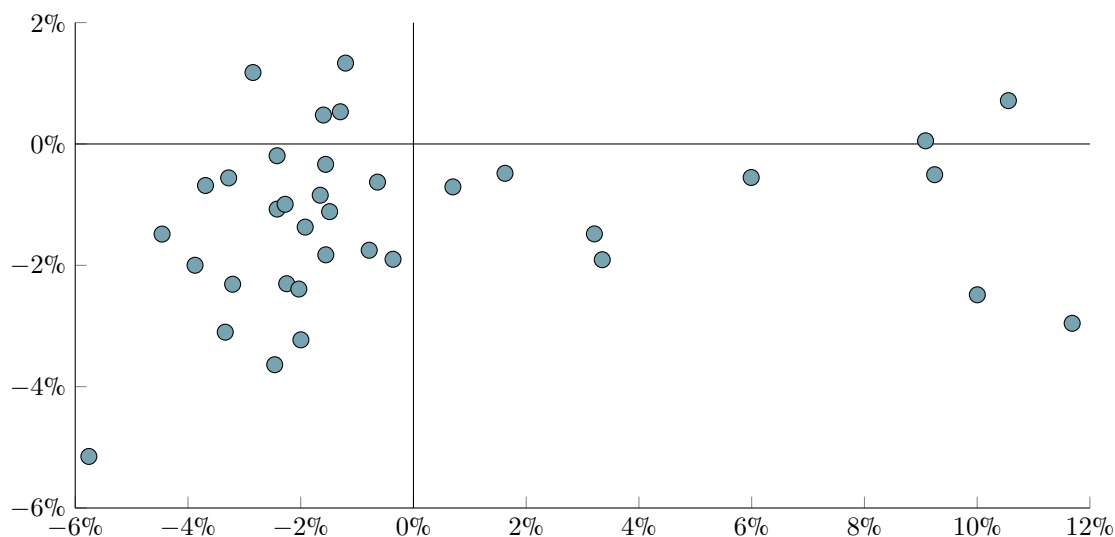
Hvor mange fonde fra den øverste halvdel i 2002-2006 forbliver i den bedste halvdel i 2007-2011? Halvdelen. Det bidrager ikke med brugbar information. Og det gentages: Vinderfondene fra 2007-2012 fordeler sig ligeligt mellem bedste og dårligste halvdel i 2012-2016. Ser vi efter fonde der bliver i samme halvdel i alle tre perioder finder vi to fonde i top og tre fonde i bund. Altså 5 ud af 20 fonde, igen hvad man vil forvente hvis afkastet i forgangne perioder ikke har betydning for det fremtidige afkast.

Hvad med afkastet over tid i de to halvdele? Her ses de bedste fonde fra 2002-2006 af have højere afkast end de dårligste i den efterfølgende periode, 2007-2011 (2% forskel på medianafkast i grupperne). Er det samme tilfældet i 2012-2016? Nej, her har vinderfondene fra 2007-2012 et afkast der er 4% lavere end taberfondene fra 2007-2012. Heller ikke brugbart til at skabe merafst ved rette fondsvalg.

Ingen sammenhæng mellem performance før og efter finanskrisen

Som et tredje og sidste eksempel på manglende sammenhæng mellem merperformance over tid har vi beregnet afkast i forhold til benchmark før og efter primo 2010 for alle åbne fonde der har mindst syv år afkast både før og efter 2010.

Figur 13 viser resultatet. Havde der været en sammenhæng mellem fortid og fremtid ville prikkerne danne en sky fra det nedre venstre til øverste højre hjørne i grafen. Det er ikke tilfældet. Der er ingen tendens. Kun 2 af de 36 fonde har slået markedet i begge perioder siden 2010, den ene endda kun med meget lille margin. Det er som om at prikkerne bliver suget mod sydvest i figuren. Det er ligeledes bemærkelsesværdigt at alle markante merafst er langt til højre, det vil sige skete før år 2010. Siden 2010 har foreningen med det bedste relative resultat leveret godt 1% p.a. mere end markedet. Kun 6 ud af 36 fonde ligger over x-aksen. Altså har 5 ud af 6 fonde underpræsteret siden finanskrisen.



Figur 13: Afkast før (aflæs på x-aksen) og efter (aflæs på y-aksen) primo 2010. Vinderne fra før 2010 ligger længst til højre, vinderne efter 2010 ligger øverst. Alle 36 punkter repræsenterer åbne fonde med historik tilbage til 2003 eller tidligere. Det statistiske mål $R^2 = 0,03$ fortæller hvad øjet umiddelbart kan se: Der er ingen sammenhæng mellem afkast før og efter 2010 i de 36 aktieforeninger med lang historik.

Vores afkastdatasæt er ikke omfangsrigt nok til et større statistisk arbejde som i "S&P Persistency Scorecard", men følgende opsummering derfra kan udmærket bruges:

"An inverse relationship generally exists between the measurement time horizon and the ability of top-performing funds to maintain their status. It is worth noting that less than % of large-cap funds and no mid-cap or small-cap funds managed to remain in the top quartile at the end of the five-year measurement period. This figure paints a negative picture regarding the lack of long-term persistence in mutual fund returns."

Opsummering

Vores tre eksempler falder fint i tråd med resultatet af de grundige undersøgelser af internationale aktiefonde forvaltet i andre lande: fortiden determinerer ikke fremtiden når det kommer til afkast i investeringsforeninger.

En simpel forklaring på danske aktieafdelingers resultater – omkostninger

Det er en rimelig antagelse, at danske porteføljeforvaltere er lige så dygtige som deres udenlandske konkurrenter til at udvælge aktier. I så fald har danske investeringsforeninger ingen relativ fordel, og deres resultater vil samlet set afspejle foreningernes totalomkostninger ved deres strategier. Stemmer det overens med -1,6% i årlig underpræstation i forhold til benchmark, som vi har beregnet?

Lad os se på de systematiske årsager til afvigelse mellem fondsafkast og benchmark:

- Fondenes løbende omkostninger, det vil sige ÅOP fraregnet emission/indløsning. Der er i sagens natur ingen omkostninger i et benchmark.
- Skat på udbytte fra aktier. Aktiefonde benytter alle et såkaldt Net Return (NR) benchmark, hvor skattesatsen er højere end afdelingerne de facto afregner, hvilket trækker fondenes resultat op i forhold til med sammenligningsindeks.
- Løbende indirekte omkostninger. Kursspænd, valuta, market impact og kontanter bidrager hver især med friktionsmodstand i driften af foreningerne. Disse indirekte omkostninger benævnes af IFB som ”afkasttab ved at deltage på markedet”. Det er uanset poster som fonde men ikke benchmark må leve med.
- Home bias. I vores tilfælde det faktum at globale og Europa-afdelinger systematisk afviger fra benchmark ved at overvægte danske aktier.

	Admin	Skat	Indirekte	Home bias	I alt
USA	1,40%	-0,33%	0,28%	0,00%	1,35%
Europa	1,70%	-0,25%	0,18%	-0,15%	1,48%
Global	1,70%	-0,25%	0,27%	-0,40%	1,32%
Alle	1,66%	-0,26%	0,24%	-0,28%	1,37%

Tabel 9: Årsager til forskel på fondsafkast og benchmark. Nederste række er vægtet med hvert markeds andel af alle fonde for at kunne sammenligne med vores resultater. I tabellen betyder negativt/positivt fortegn at fondene stilles bedre/dårligere i forhold til benchmark.

De fire punkter er kvantificeret i Tabel 9. Vi har efter bedste evne vurderet hver post, så den er repræsentativ for perioden 2000-2016. Skat er baseret på vægtet forskel mellem Gross og Net indeks siden 2000. Indirekte omkostninger er korrigeret for at aktierne handles på de mest likvide markeder, og vi har konservativt vurderet kursspænd + valuta + market impact til 0,10%. Hovedparten af de indirekte omkostninger er derfor kontanter. Afkasttab som følge af kontanter i afdelingerne er baseret på realiserede fondsafkast over perioden. Home bias er, i mangel af historiske data, hvad vi har konstateret i fondene i 2016.

Resultatet er, at fondsafkast samlet set forventes at ligge omkring 1,4% under benchmark årligt, hvis de danske porteføljeforvaltere samlet set er lige så dygtige som resten af markedet. Vi mener det er en rimelig antagelse, og der passer udmærket med det observerede efterslæb på -1,6% p.a. givet usikkerheden bag tallene. Med andre ord: De 1230 fondsafkast siden år 2000 viser, at foreningerne samlet set ikke har skabt merafkast før omkostninger.

Udenlandske ETF'er slår markedet – hvert år

Alternativet til de aktive fonde vi analyserer i denne rapport er passive fonde. Som indledningsvis nævnt er den væsentligste forskel på aktive og passive foreninger de løbende omkostninger. Aktive foreninger er væsentligt dyrere i drift end passive.¹⁵ Globale afdelingers ÅOP er tre gange højere i aktive fonde ifølge IFB. Det relevante spørgsmål i denne sammenhæng er:

Hvad er alternativet til aktive danske aktieforeninger?

For at gøre en lang historie kort har vi fundet tre passive børshandlede indeksfonde, ETF'er, der slår benchmark for de tre markeder vi har analyseret, det vil sige USA, Europa og Verden. Vi kunne have valgt andre ETF'er. Resultatet i Tabel 9 er derfor direkte sammenligneligt med de aktive danske investeringsforeningers performance i forhold til benchmark.

Marked	Fonde	Omkostninger	2014-2016
USA	SPDR S&P 500 UCITS ETF	0,09%	0,21%
Europa	DB x-trackers MSCI Europe Index UCITS ETF	0,25%	0,01%
Verden	iShares Core MSCI World UCITS ETF	0,20%	0,13%

Tabel 10: Tre aktiefonde fra forskellige udbydere, der slår deres benchmark. Resultaterne i kolonnen længst til højre er relevante ved det nuværende omkostningsniveau i de tre ETF'er. Hver fond slår sit benchmark hvert år.

Derfor slår superbillige fonde deres benchmark

De effektive aktie-ETF'er i Tabel 10 holder omkostningsniveauet så lavt, at de slår deres benchmark. Det er muligt fordi benchmark antager en højere skatteprocent på aktieudbytter end fonden i praksis skal afregne, se forrige afsnit. Hvis skattedifferencen er større end de løbende omkostninger kan enhver fond, også en dansk investeringsforening, slå benchmark. Man kan ganske rigtig ikke investere direkte i et benchmark, som det ofte indvendes, men det er en udbredt misforståelse at indeksfonde altid vil underpræstere. Tværtimod kan man i dag udmærket investere i ETF'er der leverer benchmark-afkast. Endda en lille smule bedre, hvis de årlige omkostninger kommer under 0,25%, som Tabel 10 viser. Og indeksfondene bliver stadig billigere (Vanguard, 2016; Vanguard, 2017), i modsætning til de aktive danske investeringsforeninger.

Opsummering

Alternativet til aktive danske foreninger er udenlandske ETF'er med superlave omkostning-er, der slår deres sammenligningsindeks år efter år.

¹⁵Der er dog undtagelser: Den aktive amerikanske fond "Vanguard U.S. Value Fund" har årlige omkostninger på 0,23%. Den passive danske forening "SEBinvest Europa Indeks" har 1,29% i årlige omkostninger. Foreningen Halberg-Gundersen er med en ÅOP på 0,97% den billigste blandt aktive danske foreninger der investerer i globale aktier.

Opsummering

Danske aktieforeninger der investerer bredt i de største markeder med en aktiv strategi underpræsterer 1,6% om året i forhold til markedet. Da lukkede fonde klarer sig væsentligt dårligere end åbne fonde, er de lukkede vigtige at have med i en analyse af fondenes samlede præstationer i forhold til relevante sammenligningsindeks.

2000-2016	Alle	Åbne	Lukkede	Taber-%	ETF
USA	-2,0%	-1,9%	-3,6%	100%	0,21%
Europa	-1,7%	-1,5%	-1,7%	79%	0,01%
Global	-1,4%	-0,9%	-3,0%	73%	0,13%
Alle	-1,6%	-1,2%	-2,6%	78%	0,11%

Tabel 11: Tabellen viser 129 fondes årlige afvigelse fra benchmark for de respektive markeder. Afkast måles over hele levetiden for hver fond. Medianen er -1,6% for fondene samlet set. 22% overperformance, 78% negative. Positive afkasts median er 1,9%, hvor negative afkasts median er -1,9%.

Til sammenligning overpræsterer tre ETF'er, der investerer i de samme markeder, deres sammenligningsindeks med 0,1% om året. Altså en samlet årlig forskel på 1,7% for ETF'er vs. aktive danske fonde i ETF'ernes favør. Det er vigtigt at notere sig, at fonde sammenligner sig med nettoindeks og ikke bruttoindeks. Det forhold er forklaringen på, at ETF'er overpræsterer i forhold til deres respektive netto-sammenligningsindeks, hvis de er tilstrækkelig billige i drift.

Omkostninger er i flere sammenhænge brugt som forklaringen på, hvorfor de fleste aktive fonde underpræsterer i forhold til deres indeks. Miranova har i 2016 vurderet, at de samlede omkostninger alt inklusiv for danske aktive aktiefonde er godt 2% årligt.¹⁶ Omkostningerne kan forklare efterslæbet som danske aktiefonde har i forhold til deres benchmark. Andre forklaringer er tilfældigheder, dygtighed eller mangel på samme, og "home bias", hvor danske aktiers afkast påvirker resultaterne.

Vi har desuden vist, at det højst usandsynligt, at man kan bruge fondes historiske afkast til at udpege morgendagens vindere. Der er ingen sammenhæng mellem historiske og fremtidige afkast i forhold til benchmark.

Samlet set ligger de danske fonde meget tæt på deres benchmark før omkostninger. Dermed kan vi besvare vores indledende spørgsmål: Nej, aktive danske investeringsforeninger er ikke pengene værd for deres medlemmer.

¹⁶<http://www.miranova.dk/analyse/analyse-af-danske-investeringsforeninger-4-mia-kroner-aarligt-i-skjulte-omkostninger/>.

Bibliografi

- Børsen. (2014). USA-fonde bliver kørt grundigt over af markedet.
- Carhart, M. (1997). On Persistence in Mutual Funds. *Journal of Finance*, 52 (1), s. 57-82.
- Carlson, B. (2017). *Passive Aggressive Investing*. Fra <http://awealthofcommonsense.com>.
- ETF.com (2016). *The cheapest ETFs in the World*.
- Ferri, R. (2013). A Case for Index Fund Investing.
- IFB. (2017). *Investorportræt 2016*.
- IFB. (2017). *Markedsstatistik 2016*.
- IFB. (2016). *Værdiskabelse og Omkostninger i investeringsforeninger 2015*.
- Jenkinson, T. (2014). Picking Winners? Investment Consultants' Recommendations of Fund Managers. *Journal of Finance*, 71 (5).
- Jyllandsposten. (19.12. 2015). *Carnegie Worldwide er årets vinder*.
- Karlsson, S., & Ristorp-Thomsen, C. (2009). *Investeringsforeninger i Danmark*. Danmarks Nationalbank 4. Kvartal 2009, Handelsafdelingen.
- Kokernak, L. (2016). *The Mutual Fund Graveyard... And Its Implications For Investors*. Hentet fra seekingalpha.com.
- Mikkelsen, N. H. (2015). Investeringsforeningers Performance – det store billede. *Finansforeningen*.
- Morningstar. (2016). *Morningstar's Active/Passive Barometer 2016*.
- Rekenthaler, J. (2015). *Do Institutional Investment Consultants Add Value?* Hentet fra www.morningstar.com.
- Standard & Poor's Global. (2016). *Does Past Performance Matter? The Persistency Scorecard*.
- Standard & Poor's Global. (2017). *SPIVA - Europe Scorecard 2016*.
- Standard & Poor's Global. (2017). *SPIVA - U.S. Scorecard 2016*.
- Stewart, S. (2009). Absence of Value. An Analysis of Investment Allocation Decisions by Institutional Plan Sponsors. *Financial Analysts Journal*, 65 (6), s. 34-51.
- Swedroe, L. (2017). *Top Firms Fail To Beat Passive*. Hentet fra etf.com.
- Vanguard. (2016). *Lower expense ratios for world's largest stock and bond funds*.
- Vanguard. (2013). *Mutual fund graveyard - Analysis of Dead Funds*.
- Vanguard. (2016). *The case for low-cost index-fund investing*.
- Vanguard. (2017). *Vanguard saves investors \$105 million with cost reductions*.
- West, J. (2014). *Hiring Good Managers is Hard? Ha! Try Keeping Them!* Hentet fra www.researchaffiliates.com.