



THE LONG VIEW

21. MAJ 2010

Uafhængig rådgivning er mest en skrøne

AF ERIK MØLLER



Alle søger uafhængig/uvildig rådgivning inden de investerer. Derfor slår mange rådgivere på, at de vælger de bedste managere ud fra historisk afkast. En undersøgelse over 15 år viser imidlertid, at der ingen sammenhæng er mellem de bedste investeringsforeninger det ene år og de fremtidige afkast.

Til gengæld viser det sig, at resultathonorar er i stand til at producere bedre afkast til investorerne.

Uafhængige forvaltere – men ikke rådgivere

I Formuepleje er vi uafhængige formueforvaltere. Vi har ingen aftaler med nogen i den finansielle sektor. Vi giver ikke og modtager ikke provisioner, kurtage eller andre indtægter af nogen art fra andre. Så forvent aldrig at få anbefalet en Formueplejeaktie i banken – vi giver jo ingen returkommission.

Men vi er *ikke* uafhængige rådgivere. Vi anbefaler kun vores egne produkter, fordi vi aldrig kunne finde på at overdrage ansvaret for kundernes midler i andres hænder.

Det er blevet meget udbredt, at man kalder sig uafhængig rådgiver, hvis man anbefaler et andet produkt end sit eget. Jeg så forleden en annonce fra en finansiell rådgiver, der slår på at være uafhængig rådgiver, fordi man tilbyder at finde de bedste investeringsforeninger (IF) ud af 60.000 mulige!

Det rejser to spørgsmål: Er det muligt? Og er det uafhængig rådgivning?

Er det muligt at finde de bedste blandt 60.000?

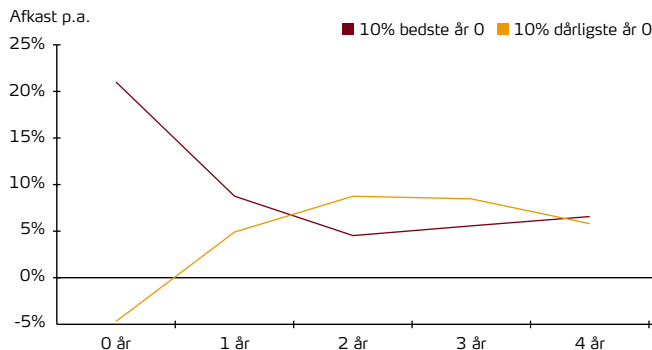
En ny undersøgelse¹⁾ af afkastet i 4.000 amerikanske IF fra 1992-2007 viser, at de IF, der var blandt de 10% bedste i år 0 gav lidt *dårligere resultat de næste fire år* end de IF, der var blandt de 10% dårligste i år 0.

Der viste sig absolut *ingen sammenhæng* mellem at vælge de aktuelt bedste IF og så forvente et bedre afkast i årene fremover. Se figuren på næste side.

Der viste sig absolut ingen sammenhæng mellem at vælge de aktuelt bedste IF og så forvente et bedre afkast i årene fremover.

AMERIKANSKE AKTIEINVESTERINGSFORENINGER

Årligt afkast for de 10% bedste og 10% dårligste foreninger i år 0 -og afkast de næste fire år.



Kilde: Cass Business School, City University, London

Men ikke nok med det. Når en manager forlader en succesfuld IF så *faldt* afkastet i gns. med 1,2 % p.a. året efter. Og hvad værre er. Hver gang en IF står bedst i statistikken, så skaber det mange nye kunder, men undersøgelsen viste, at i IF der også har større kundetilgang end gennemsnittet, der blev afkastet yderligere forringet med 1% året efter.

For at slå hovedet på sømmet undersøgte man også, hvordan det gik med IF, der lå i bunden, og som derfor både mistede kunder og fyrede manageren. Her gav "taber"-IF året efter 3% *mere i afkast* end gennemsnittet.

Professor Blake fra Cass Business School, City University London, der har stået bag undersøgelsen, konkluderede, at historiske afkast ikke er nogen god guide for fremtidige afkast, fordi der er et stort element af tilfældighed, men også fordi managers i de bedste IF i ét år flytter til andre IF, og det store inflow i en toprated IF tillige trækker afkastet ned.

Undersøgelsen viser, at det er ligeså svært at finde nålen i høstakken, når man skal finde næste års bedste manager, som det er at finde næste års bedste aktie – ved at se i bakspejlet.

Er det uafhængig rådgivning?

Der er et gammelt ordsprog, der siger: "En tjener har kun en herre. Ham, der betaler." Den såkaldte "uafhængige" rådgivning bliver betalt som returkommission fra den produktudbyder, som den uafhængige rådgiver anbefaler. Det er et ældgammelt dilemma. Derfor har det engelske finanstilsyn (FSA) gennemført flere undersøgelser for at afdække effekten af returkommission på rådgivningen. Den største undersøgelse²⁾ blev gennemført allerede i 2001 – og resultatet var slående.

*"En tjener har kun en herre.
Ham, der betaler."*

Vi anbefaler alt...

Man undersøgte 13 forskellige slags investeringsprodukter, og det eneste væsentlige parameter for den uafhængige rådgivers anbefaling var størrelsen af returkommissionen. For de produkter, hvor returkommissionen betød mest, gav en stigning på 1%-point (f.eks. fra 1% til 2%) en stigning i markedsandel på op til 60% – og hvem kan stå for det? Forretningsmodellen kan sammenfattes som: Vi anbefaler alt - mod betaling forstås.

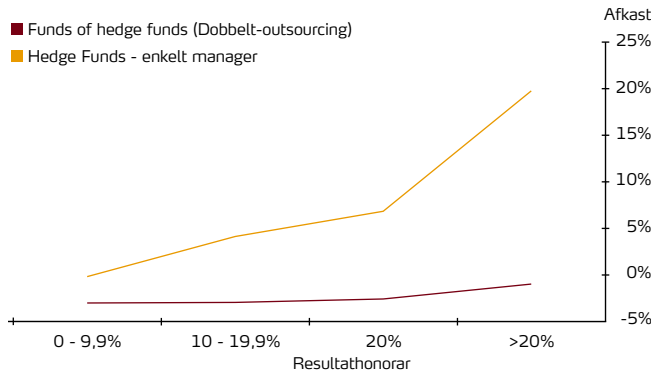
Derfor har FSA nu fået gennemført et forbud i UK mod, at rådgivere og banker modtager betaling fra IF og andre produktudbydere, fordi alle undersøgelser har vist, at rådgivningen primært styres ud fra den betaling, som rådgiveren får som returkommission fra udbyderen af produktet – frem for at anbefale det bedste eller mest egnede produkt. Som det er sket tidligere, må det antages, at den engelske lovgivning vil brede sig til EU-systemet.

Resultathonorar øger afkastet

En anden ny undersøgelse³⁾ har til gengæld vist, at højere resultathonorarer giver højere afkast i hedgefonde. Afkastet er målt fra ultimo 2008 til ultimo 2009.

RESULTATHONORAR ØGER FOKUS OG EVNEN TIL AT SKABE AFKAST TIL INVESTOR

Afkast målt over 12 måneder fordelt efter resultathonorarets størrelse



Kilde: Prequin, Performance Consultants, London

Der er en stærk sammenhæng (korrelation) mellem resultathonoraret og afkastet for (single manager) hedgefonde. Undersøgelsen viste, at et højt resultathonorar gav et højere afkast til investorerne – og omvendt gav hedgefonde med et lavt resultathonorar også et lavere afkast til deres investorer. Undersøgelsen omfatter kun 12 måneder, men forskellen er markant. En del tyder derfor på, at resultathonorar er et godt incitament til at skabe det bedst mulige afkast.

En del tyder derfor på, at resultathonorar er et godt incitament til at skabe det bedst mulige afkast.

Outsourcing kan være en faldgrube

Men for de såkaldte "Funds of hedge funds", hvor rådgiveren havde outsourcet både valg af hedgefonde og management af disse til andre (frem for sin egen hedgefond), kunne der ikke påvises nogen sammenhæng mellem et stigende resultathonorar og afkast til investoren.

Nu kan man i Danmark ikke outsource ansvar, men nok management. Men det, der skal ligne uafhængig rådgivning kombineret med en illusion om, at man søger efter verdens bedste fonde, ender måske op med de produkter, der giver størst returkommission, hvis man skal tro de engelske undersøgelser.

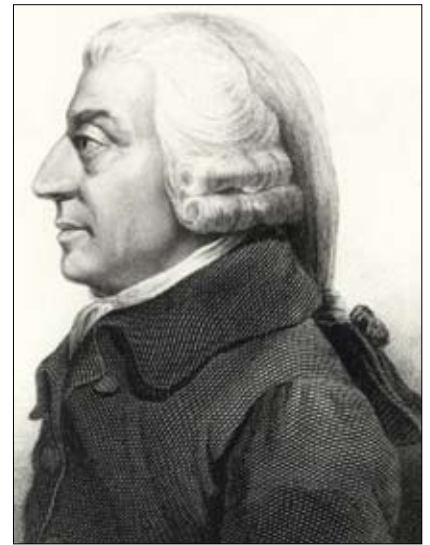
Det ligner en god forretning for rådgiveren – men måske ikke en mindre god forretning for investoren.

Men til gengæld har vi prøvet at løse manager-dilemmaet, som nationaløkonomiens fader, Adam Smith, beskrev allerede i 1770'erne: "We don't manage other people's money with the same care, which we would manage our own."

Vi har søgt at løse dilemmaet på tre måder.

- 1) Vi anbefaler kun produkter, vi selv vil investere i.
- 2) Ansatte, direktion, bestyrelse og ejere har investeret et trecifret mio. beløb i vores produkter.
- 3) Vi opnår resultatbonuser, når der er overskud – og underskud skal modregnes.

Jeg har en idé om, hvad Adam Smith ville vælge.



Nationaløkonomiens fader Adam Smith.

- 1) Kilde: "Why does Mutual Fund Performance not Persist?"
Wolfgang Bessler, David Blake, Peter Lückoff, Ian Tonks, Cass Business School's Pension Institute.
- 2) Kilde: Polarisation: Research into the effect of commissionbased remuneration on advice. December 2001.
Charles River Associates Ltd, London. Offentliggjort på det engelske finanstilsyns (FSA) hjemmeside: http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/pol_res1.pdf
- 3) Kilde: Prequin, Performance Consultants, London.
http://www.prequin.com/docs/reports/Prequin_HF_T&C_April_2010.pdf