

Analyse udarbejdet i anledning af BankInvests 50-års jubilæum i 2019

JESPER RANGVID

DANSKERNES OPSPARING

– med særligt blik på investeringsforeninger



AF JESPER RANGVID

DANSKERNES OPSPARING

– med særligt blik på
investeringsforeninger

UDGIVET **Oktober 2019**
REDAKTION AFSLUTTET **August 2019**
DESIGN & PRODUKTION **OTW**
OPLAG **1.000 stk.**



Gengivelse af uddrag, herunder tabeller og citater er tilladt mod tydelig kildeangivelse.

Rapporten er udarbejdet på opfordring af og med økonomisk bidrag fra BankInvest.
BankInvest har ingen indflydelse haft på konklusionerne i rapporten, ej heller på analysen.



JESPER RANGVID

DANSKERNES OPSPARING

- med særligt blik på investeringsforeninger

Analyse udarbejdet i anledning af BankInvests 50-års jubilæum i 2019

Indhold

- s. 7 **1. Introduktion**
- s. 9 **2. Hvor meget og i hvilke aktiver sparer danskerne op?**
 - 2.1. Aktivfordelingen af vores formue
- s. 15 **3. Risikospredning**
 - 3.1 Hvad er risiko egentlig?
 - 3.2 Risiko ved danske aktier
- s. 19 **4. Spredt danskerne deres risiko?**
 - 4.1 Makrobilledet
 - 4.2 Mikrobilledet
 - 4.2.1 Omkostninger ved ikke at sprede sin risiko
 - 4.2.2 Hvilke investorer holder koncentrerede porteføljer?
 - 4.2.3 Hvorfor holder danske investorer så koncentrerede porteføljer?
 - 4.2.4 Andre lande
 - 4.2.5 Hvor stort er problemet egentligt?
- s. 25 **5. Investeringsforeninger**
 - 5.1 Danske investeringsforeninger
 - 5.2 Omkostningernes rolle
 - 5.3 Skaber investeringsforeninger værdi?
 - 5.4 Banken som rådgiver om valg af investeringsforeninger
- s. 33 **6. Konklusion**

Sammenfatning

Rapporten belyser danskernes opsparing på makro- og mikroniveau. Danskerne har stor formue. Formuen er fordelt på bolig, pension, aktier, obligationer, investeringsforeninger, kontanter og andet.

Rapporten ser nærmere på danskernes investeringer i aktier og investeringsforeninger. Det er opsigtsvækkende, hvor koncentreret danskernes direkte investeringer i aktier er, da koncentrerede investeringer medfører højere risiko end nødvendigt. Et alternativ til direkte investeringer er investering via investeringsforeninger. Her sikres hensigtsmæssig risikospredning, men omvendt skal der afholdes omkostninger til investeringsforeningen.

Rapporten diskuterer nyere forskning, der analyserer danskernes valg af investeringsforeninger samt international forskning om værdien af investering via investeringsforeninger.

1. Introduktion

Danskerne har en stor formue. Men hvor stor er den egentlig, hvordan er den fordelt på forskellige aktiver, og er denne fordeling hensigtsmæssigt? Det er temaet for denne rapport, der lægger ud med at beskrive danskernes opsparing på makroniveau, dvs. danske husholdningers samlede opsparing.

Danskernes samlede opsparing er meget stor – 11 tusind milliarder kroner i 2018. Det gør os til nogle af de mest formuende i verden, når der måles på formuen per individ. Danskerne har også stor gæld. Men når gælden fratrækkes formuen, har danskerne stadig en stor nettoformue i et internationalt perspektiv.

Danskerne har øget deres formuer ganske markant gennem de sidste 15 år, på trods af finanskrisen, europæisk gældskrise,

lave renter og så videre. Formuen er dog ikke ligeligt fordelt blandt danskerne. Mænd har typisk større formue end kvinder, ældre personer typisk større formue end yngre, og individer med lav indkomst har typisk lavere formue end individer med høj indkomst.

Vi har placeret vores opsparing i boliger, pensionsopsparing, aktier, obligationer, investeringsforeningsbeviser, samt kontanter og andet (biler, både, o.lign.). Opsparing i pension og investeringsbeviser er spredt ud på mange forskellige underliggende aktiver. Pensionskasserne sørger for, at vores pensionsopsparing investeres i mange forskellige aktiver, og lovgivningen kræver, at investeringsforeninger holder et minimum antal aktiver. Der er risikospredning.

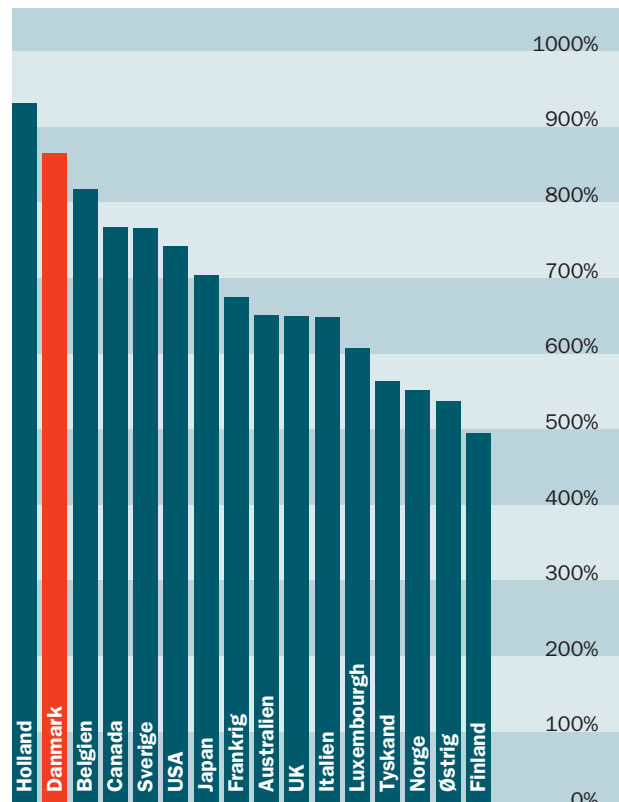
Direkte opsparing i aktier skal vi selv sørge for risikospredning af. Det er interessant at studere vores direkte investeringer i aktier for at få indblik i, hvordan vi investerer, når vi selv tager kontrollen. Dette behandles i rapportens tredje og fjerde afsnit. Det viser sig, at danskere, der sparer direkte op i aktier, generelt ikke spreder deres risiko. Eksempelvis holder to ud af tre danskere, der sparer op i aktier, kun aktier fra én virksomhed. Det er en yderst begrænset risikospredning. Analysen diskuterer den nyere forskning, der også belyser, hvad årsagerne til den manglende risikospredning kan være, samt konsekvenserne heraf.

Hvis man nemt vil sprede sin risiko, kan man investere via investeringsforeningsbeviser. Rapportens femte afsnit diskuterer udvalgte problemstillinger forbundet med investering via investeringsforeninger. For det første diskuteres det, om aktive investeringsforeninger egentlig skaber værdi. Dette er et emne, der har været debatteret, både praktisk og akademisk, gennem en del år. Den seneste forskning på området har bragt nye perspektiver. Hvor den tidligere opfattelse

ofte var, at aktive investeringsforeninger ikke skaber værdi, viser den nyere forskning, at billedet er mere nuanceret end som så.

Dernæst diskuteres forskning omkring, hvordan omkostninger ved investeringsforeninger påvirker performance. Sluttelig belyses bankernes rolle i forbindelse med danskernes valg af investeringsforeninger.

2. Hvor meget og i hvilke aktiver sparer danskerne op?



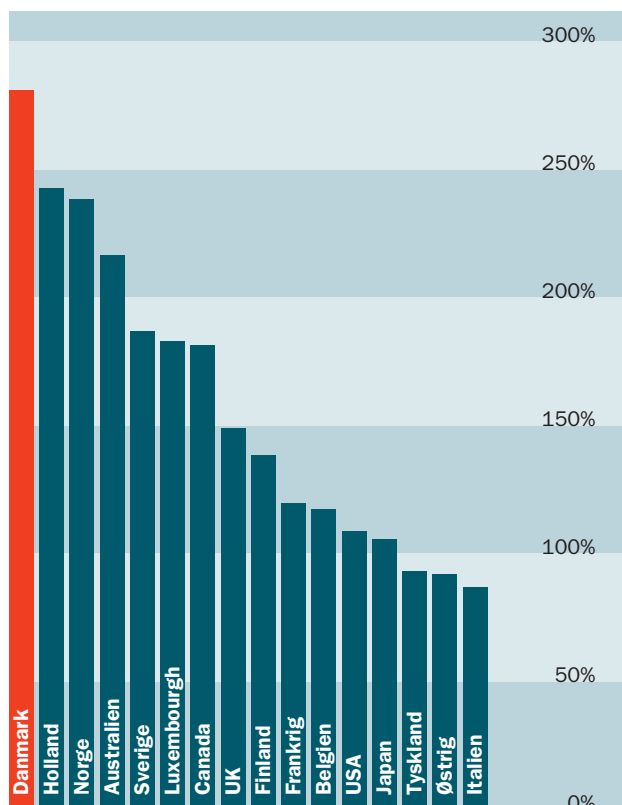
Figur 1. Formue i forhold til disponibel indkomst. 2017.

Kilde: OECD.

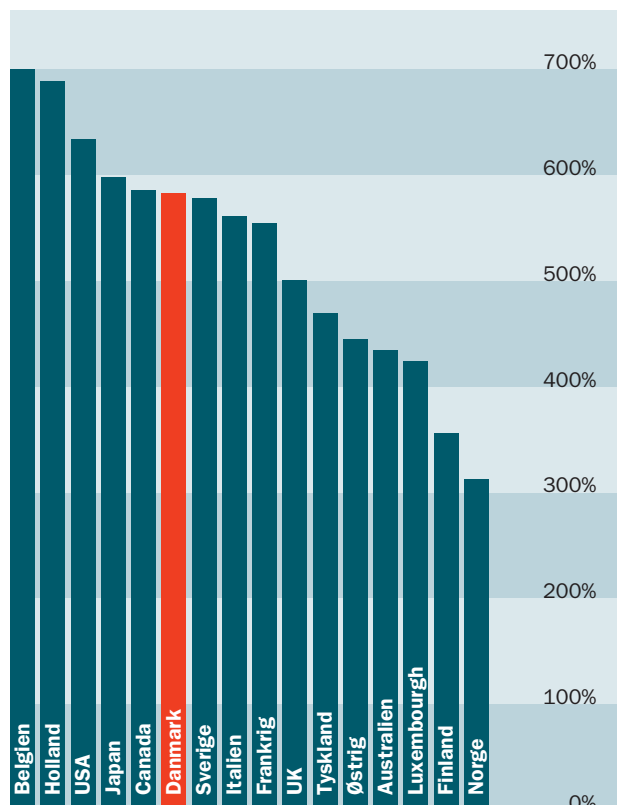
Danske husholdninger er blandt verdens bedste til opsparing, når der måles på størrelsen af den gennemsnitlige danskers formue. Den gennemsnitlige dansker har den næsthøjeste formue (i forhold til den disponible indkomst) blandt lande, vi normalt sammenligner os med, jf. Figur 1.

I 2017 (seneste tal) havde en gennemsnitlig dansker en formue, der var næsten ni gange så stor som den gennemsnitlige danskers disponible indkomst. Vi overgås kun af hollænderne.

Vi har behov for en stor formue. Vi har nemlig også en stor gæld. Man læser ofte, at danskerne er verdensmestre i at opbygge gæld. Og det er rigtigt. Den gennemsnitlige dansker har den højeste gæld i forhold til indkomsten blandt OECD-lande, jf. Figur 2a. Men – trods alt – er vores gældsætning ”kun”



Figur 2a. Gæld i forhold til disponibel indkomst. 2017.



Figur 2b. Nettoformue i forhold til disponibel indkomst. 2017.

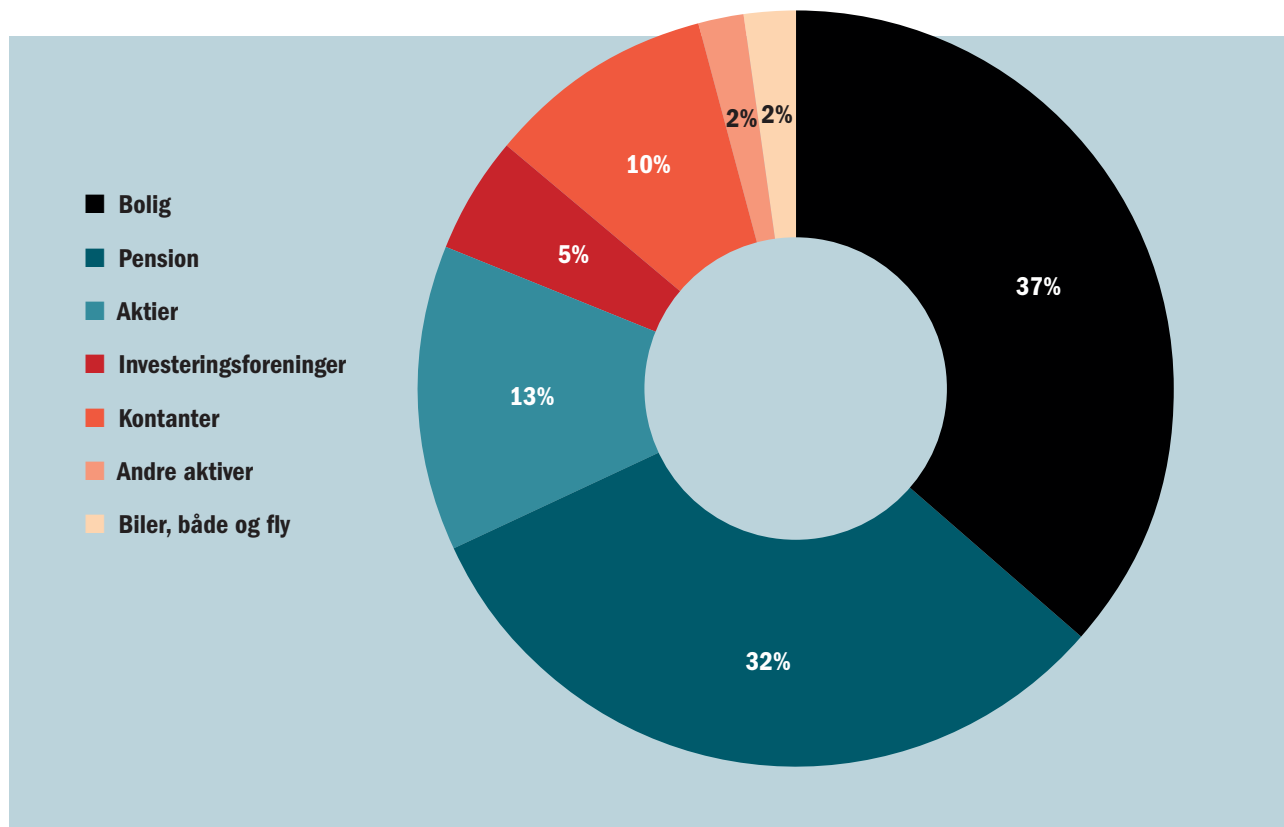
omkring tre gange vores disponible indkomst. Den gennemsnitlige danskers formue er derfor omkring tre gange større end den gennemsnitlige danskers gæld.

Når man trækker vores gæld fra vores formue, får man vores nettoformue – hvad vi hypotetisk ville have tilbage i formue, hvis vi betalte alt vores gæld tilbage. Vores nettoformue udgør omkring seks gange vores disponible indkomst, jf. Figur 2b. Det rækker ikke til en topplacering internationalt, men tæt på. Vi har således, selv når man tager højde for vores store gæld, en stor formue.

Vi har nedbragt vores gæld siden finanskrisen. Vores gæld toppede med 340% af en gennemsnitlig danskers disponible indkomst i 2008. I 2017 udgør en gennemsnitlig danskers gæld 280% af hans/hendes disponible indkomst, som det fremgår af Figur 2a. Dette

har medført, at vi har opbygget nettoformue siden finanskrisen. I 2008 var nettoformuen omkring fire gange vores disponible indkomst. I dag er den næste seks gange vores disponible indkomst, som det fremgår af Figur 2b. Vi er således blevet mere velkonsoliderede siden finanskrisen.

Næstmest forgældede land er Holland, jf. Figur 2a. Holland er samtidig landet med den største formue, jf. Figur 1. Det er nok ikke tilfældigt, at både Danmark og Holland har store formuer og gældsposter. Danmark og Holland har nemlig meget store obligatoriske pensionsopsparinger. Faktisk de største i verden. Pensionsopsparing betyder, at vi er godt rustet til vores alderdom, men tvungen pensionsopsparing kan også medføre behov for større gældsoptagelse gennem arbejdslivet. Nyere forskning (se f.eks. Andersen, 2018)



Figur 3. Danske husholdningers formue fordelt på aktiver. 2018. Kilde: Danmarks Statistik.

indikerer en sammenhæng ml. pensionsopsparing og gældsopbygning. Det vil sige, at når vi bliver tvunget til løbende at betale mere ind på vores pensionsopsparing (som har den positive effekt, at vi er bedre stillet i vores alderdom), så optager vi samtidig mere gæld, så vi på trods af den større pensionsindbetaling kan vedblive at have et højt forbrugsniveau i vores arbejdsduelige alder. Danskerne er dermed dygtige til at udnytte det finansielle systems muligheder for at opnå en hensigtsmæssig udvikling i vores forbrug, formue og gæld gennem livet.

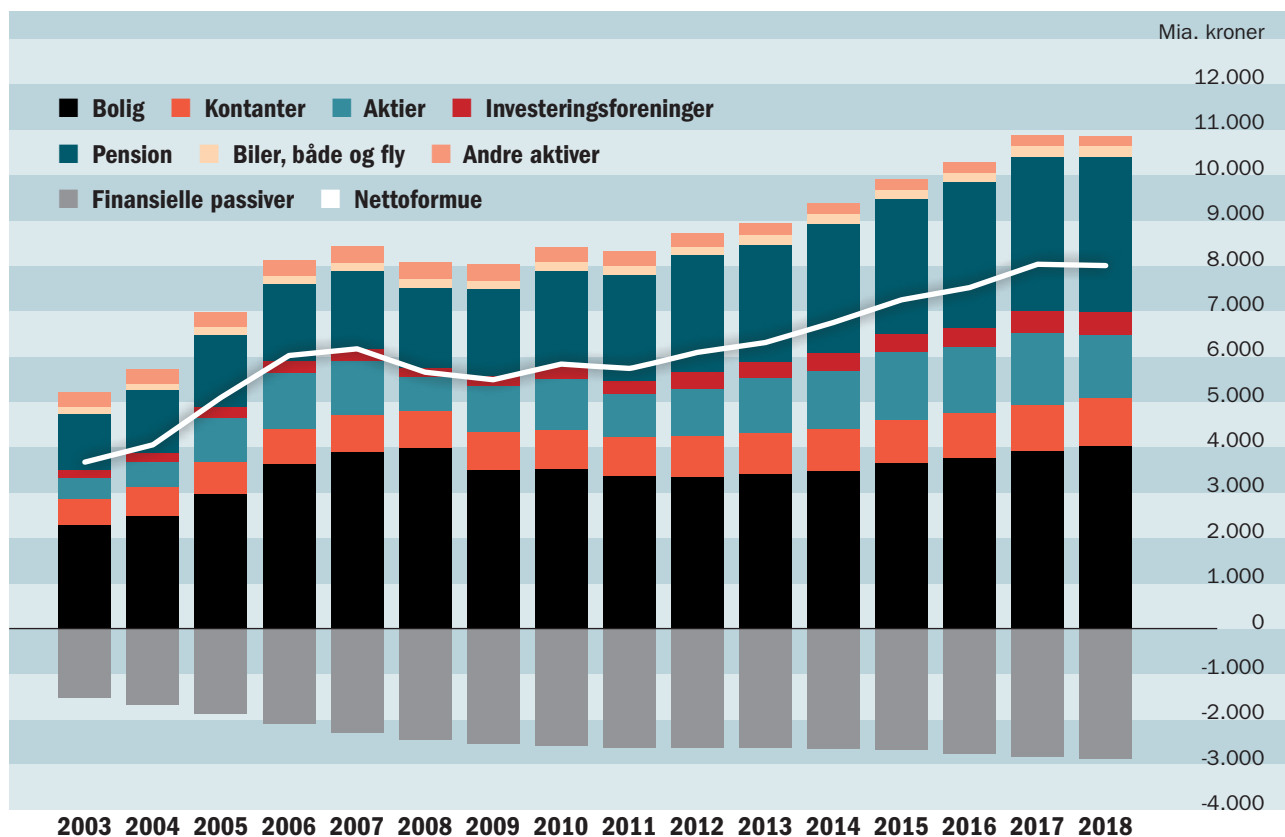
2.1. Aktivfordelingen af vores formue

Vores pensionsopsparing er stor, men hvor stor og hvordan er vores formue i det hele

taget investeret? Danske husholdningers samlede formue var i 2018 – hold fast – 11.000.000.000.000. 11 tusind milliarder kroner.

Ultimo 2018 var der ca. 4,6 mio. danskere over 18 år. Hvis vi deler de 11 tusind milliarder ligeligt ud på danskerne, betyder det, at en gennemsnitlig dansker har en formue på ca. 2,4 mio. kr. Figur 3 viser, hvordan vi har fordelt denne formue på forskellige opsparingsformer.

Den største del af vores formue har vi placeret i vores boliger. Værdien af husholdningernes samlede boligmasse var omkring 4.000 mia. kr. i 2018, dvs. næsten 40% af vores samlede formue. Dernæst kommer vores pensionsopsparing. Denne er 3.400 mia. kr., eller 32% af vores formue. Dette er opsparing i pensions- og livsforsikringssekska-



Figur 4. Husholdningers formue fordelt på aktiver siden 2003. Kilde: Danmarks Statistik.

ber. I tillæg hertil kommer pensionsopsparing i pengeinstitutter og LD, så vores samlede pensionsopsparing er faktisk lidt større. Som tidligere nævnt er vores pensionsopsparing globalt set blandt verdens største (målt i forhold til danskernes indkomst).

Dernæst kommer aktier og investeringsforeninger. Samlet har danske husholdninger investeret ca. 1.900 mia. kr. i aktier og investeringsforeninger. Danske husholdninger har investeret for 1.400 mia. kr. i aktier, både noterede og unoterede, og andre ejerandele. Vi har placeret omkring 500 mia. kr. i investeringsforeninger.² Derved er omkring 5% af vores samlede formue placeret i investeringsforeninger.

Sluttelig holder vi omkring 1.000 mia. kr.

² Se også note 11 side 26.

i kontanter, og ejer biler, både og lignende for 235 mia. kr.

De 11 tusinde milliarder er vores bruttoformue. De fleste boligejere har optaget gæld til finansiering af deres bolig. Samlet skylder vi omkring 3.000 mia. kr. væk. Vores nettoformue er derfor omkring 8.000 mia. kr. Eller i gennemsnit omkring 1,75 mio. kr. per dansker over 18 år.

Figur 4 viser, hvordan vores samlede formue, gæld og nettoformue har udviklet sig gennem de sidste 15 år, fordelt på de forskellige opsparingsformer.

Vores formue, og nettoformue, er vokset markant gennem de seneste 15 år. I 2003 var danske husholdningers samlede formue på små 6.000 mia. kr. I 2018 er den som nævnt omkring 11.000 mia. kr. Det er næsten en fordobling. Lønningerne og priserne er også ste-

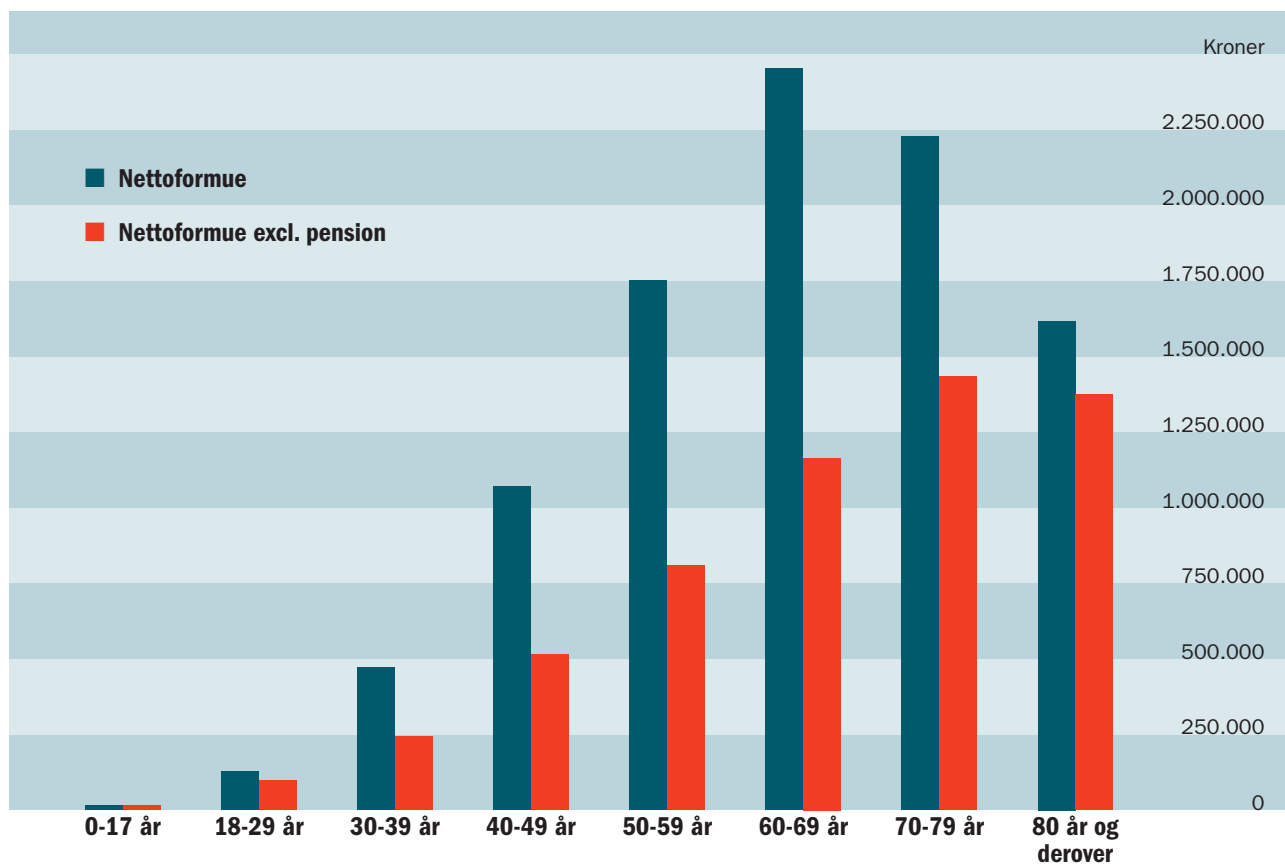


Fig. 5. Formue gennem livet. Med og uden pension.

get, men dog kun omkring 25%. Dvs. i reale termer – efter inflation – er en gennemsnitlig danskers formue mere end 50% større end for 15 år siden. På trods af finanskrisen og andet. I gennemsnit er vi blevet væsentlig rigere.

Som nævnt udgør vores pensionsformue i dag omkring 32% af vores samlede formue. Dette er en markant forøgelse i forhold til for bare 15 år siden. I 2003 udgjorde vores pensionsformue 24% af vores samlede formue. Vi opbygger således pensionsformue. Vi har også (i 2018) en større andel af vores formue i aktier og investeringsforeninger, sammenlignet med i 2003. 17% i dag mod 12% for 15 år siden.

Danskerne opbygger (naturligt nok) formue, mens de er på arbejdsmarkedet, for dernæst at tære på formuen gennem pensionering. Især pensionsformuen følger dette møn-

ster, jf. Figur 5. Den samlede nettoformue toppe omkring 2,5 mio. kr. i gennemsnit for en dansker, når denne er mellem 60 og 69 år, hvorefter nettoformuen falder. Trækker man pensionen fra, opbygger danskerne formue (udover pensionsopsparing) gennem den arbejdsdygtige alder, men holder en rimelig konstant ikke-pensionsrelateret formue gennem pensioneringen. Den gennemsnitlige dansker har således en forholdsvis stor ikke-pensionsrelateret formue hele vejen gennem pensioneringen.

Det er slutteligt vigtigt at gøre opmærksom på, at der er stor spredning på tværs af befolkningen mht. formueopbygning. Den gennemsnitlige mand har f.eks. en større formue end den gennemsnitlige kvinde, gennem hele livscyklens, jf. Figur 6. Der er også stor forskel på dem med store formuer og dem med små.

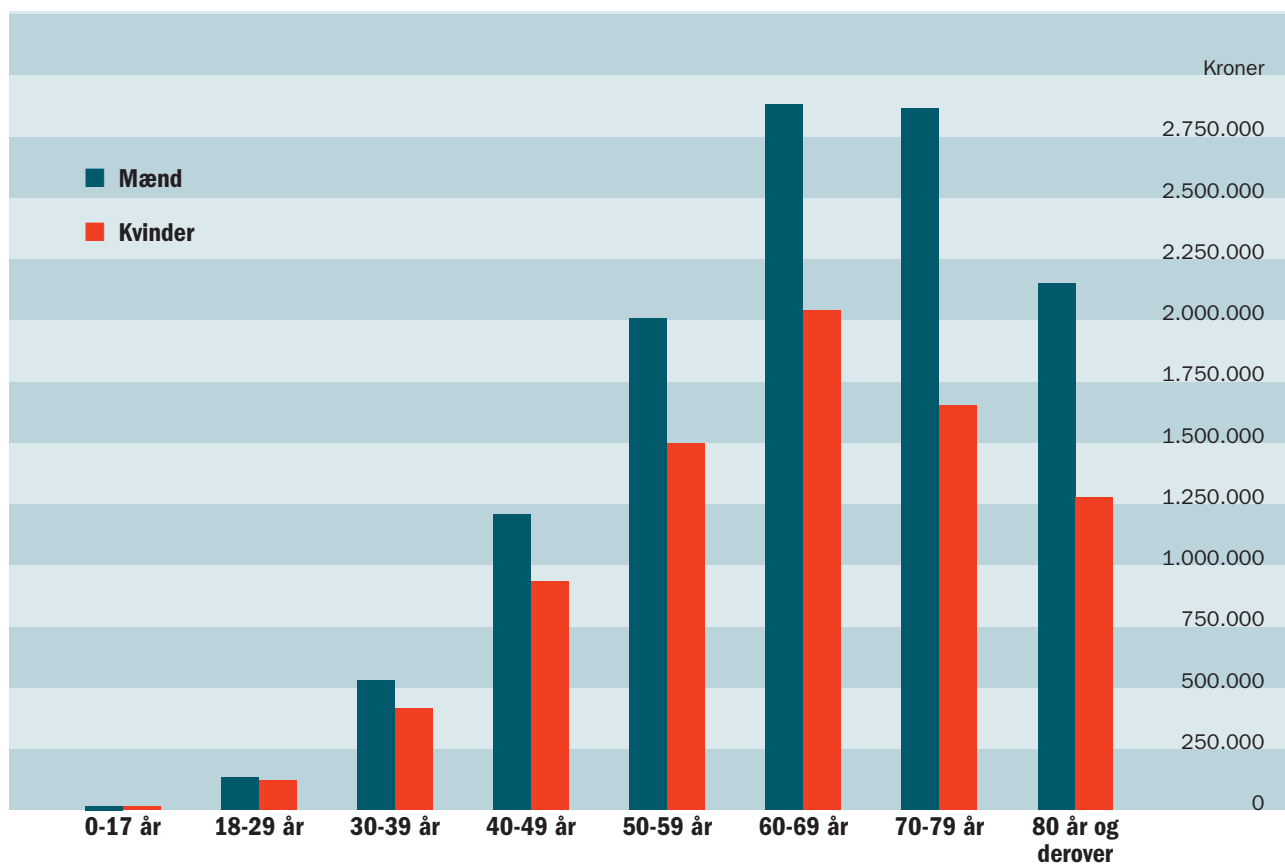


Fig. 6. Formue gennem livet. Mænd og kvinder. Kilde Danmarks Statistik.

De 10% af danskerne med de laveste indkomster har en gennemsnitlig nettoformue på omkring 230.000 kr. De 10% af befolkningen med de højeste indkomster har en gennemsnitlig formue omkring 7 mio. kr.

Hovedkonklusionerne fra dette afsnit er, at danskerne i gennemsnit har store formuer, selv når der tages højde for deres gæld, men at der er stor forskel på, hvordan formuen er fordelt på tværs af befolkningen (køn, alder, placering i indkomstfordelingen).

Formuen er primært placeret i vores boliger, pensionsopsparing, aktier og investeringsforeninger. Vores pensionsopsparing er for mange af os obligatorisk, og vi har ikke mulighed for at påvirke, hvordan den er investeret. Pensionskasserne tager sig af det. Pensionskasser investerer vores pensionsop-

sparing i aktier, obligationer, ejendomme, og en hel masse andre aktiver. Vores pensionsformue er således spredt godt ud over forskellige aktiver. Der er en stor grad af risiko-spredning.

Det er især aktier og investeringsforeninger, som danskerne kan investere frit i. Den resterende del af analysen vil derfor koncentrere sig om, hvordan danskerne placerer deres investeringer i aktier og investeringsforeninger. Et centralt spørgsmål her er, hvor meget danskerne spreder deres risiko med henblik på at opnå en afbalanceret portefølje.

3.

Risiko- spredning³

Risikospredning er måske det vigtigste begreb i investeringsteorien. H.C. Andersen beskrev allerede i 1836 udfordringen ved manglende risikospredning i digtet "Konen med Æggene": *"Konen lagde alle sine æg i én kurv, og satte kurven på hovedet mens hun travede mod Staden for at sælge æggene. Men "Klask! Æggene der paa Jorden laae!"*. Konen havde samlet hele sin formue (sine æg) et sted – i sin hat – og da ulykken ramte, mistede hun alle sine æg (symbolsk, hele sin formue). H.C. Andersen konkluderer, at det for konen måske ikke var så slemt: *"Med dem den hele Lyksalighed faldt—Og det var i Grunden ikke saa galt!"* Men for investorer er den centrale lærdom, at det er fornuftigt at sprede sine investeringer over flere aktiver, sådan, at hvis ulykken rammer ét sted, så har man en del af sin formue et andet sted.

³ Dette afsnit er en smule mere teknisk end resten af rapporten. Selvom begreberne i afsnittet er vigtige, kan man godt læse resten af rapporten uden at forstå alle detaljerne i dette afsnit.

I finansieringsteorien er tanken bag risikospredning specificeret mere præcist. Grundelementet i risikospredning er korrelationen mellem aktiver. Korrelation er et statistisk begreb, der fortæller, hvordan aktiver svinger sammen.⁴ Hvis to aktiver er mindre end perfekt korreleret, dvs. ikke svinger fuldstændig i takt med hinanden, kan man proportionalt nedbringe sin samlede risiko ved at investere i to aktiver i stedet for et enkelt. Med andre ord bliver den samlede risiko i ens investering, hvis man investerer i to aktiver, ikke den vægtede sum af de to aktivers risiko, men mindre end den vægtede sum af de to aktivers risiko. På denne måde opnår man risikoreduktion ved at sprede sine investeringer over flere aktiver, der ikke er perfekt korreleret. Vi kalder også risikospredning for diversifikation af risiko.

Risikoreduktion er et meget stærkt argument. Hvorfor skal man påtage sig risiko, som man nemt og uden problemer kan komme af med? Når man kan opnå samme afkast for mindre risiko, er det vejen at gå. Derfor er risikospredning budskab nr. 1 i de fleste investeringsrådgivninger.

Kan man eliminere al risiko ved risikospredning? Nej. Økonomer skelner mellem det, som man kalder den systematiske risiko og den usystematiske risiko. Den usystematiske risiko er den risiko, som man kan eliminere via risikospredning. Det er f.eks. risiko som er specifik for en enkelt virksomhed, dvs. risiko som påvirker denne virksomhed, men ikke de andre virksomheder på markedet. Denne risiko kan man eliminere ved at sprede sin investering over flere virksomheder. Den systematiske risiko er den risiko, som påvirker alle virksomheder. Den kan man ikke komme af med ved at sprede sine investeringer over flere virksomheder. Da finanskrisen ramte, faldt hele aktiemarkedet. Dvs. selv hvis man holdt alle aktier i hele ver-

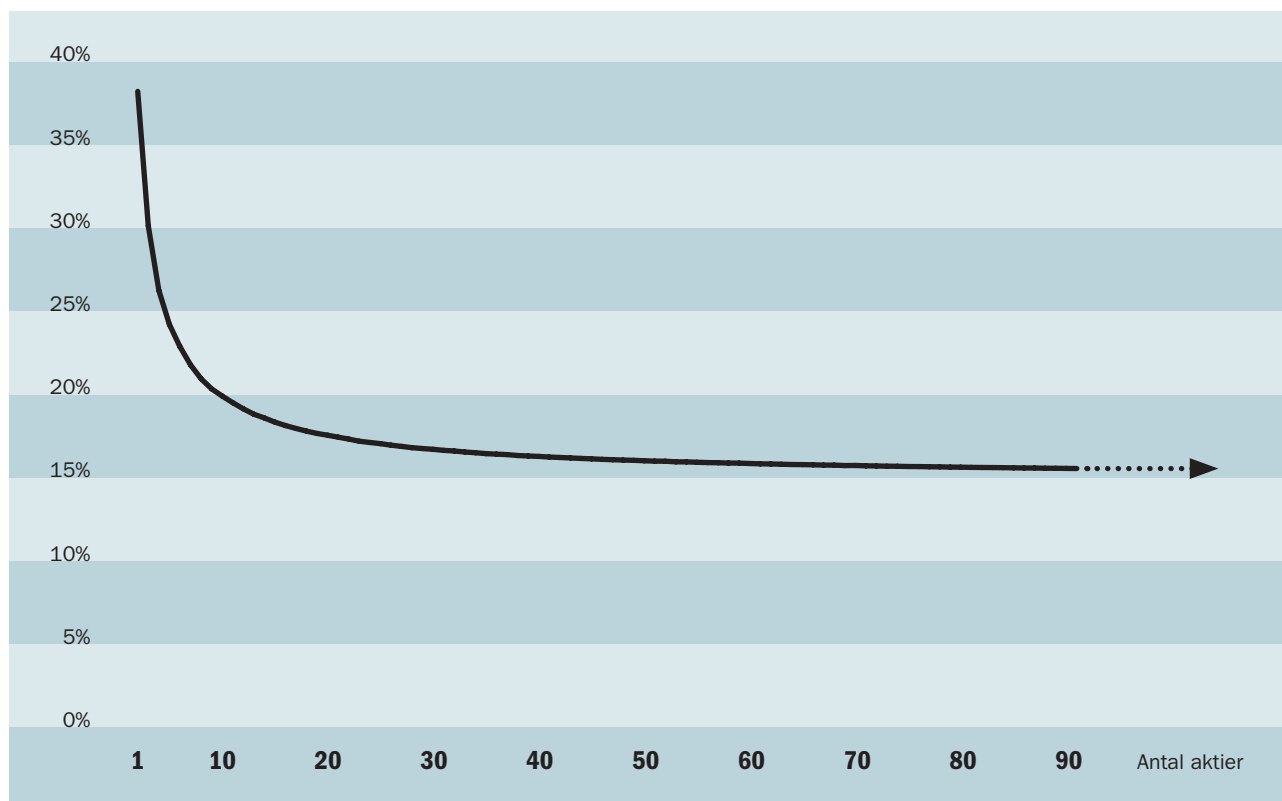
den, og dermed havde elimineret al usystematisk risiko, ville man stadig blive ramt af det globale aktiekursfald. Aktier er derfor risikable. De kan falde (og stige!) i værdi, men der er ingen grund til at påtage sig mere risiko, end man behøver. Derfor er risikospredning så centralt.

3.1 Hvad er risiko egentlig?

Risiko (ved investeringer) betyder i sin grundessens, at der er mulighed for at opnå store tab (og gevinster) i forhold til det forventede. Risiko ved aktieinvesteringer måles typisk via udsving omkring den forventede værdi. Hvis man forventer, at en aktie vil levere et afkast på 6%, måler risikoen usikkerheden omkring dette forventede afkast. Mere konkret måles usikkerhed ofte ved "standardafvigelsen" (også nogle gange kaldet "volatiliteten"). Høj standardafvigelse er udtryk for høj risiko.

Men hvad betyder det mere konkret, at en standardafvigelse er f.eks. 15%? Sammen med det forventede afkast (og – dette er for feinschmeckere – en antagelse om, at afkast er fordelt på en bestemt måde, altså normalfordelt, omkring den gennemsnitlige værdi), kan man bruge standardafvigelsen til at sige noget om, hvor sandsynligt det er, at afkastet ligger inden for et givent interval. Hvis man tror, at aktien giver 6% i afkast og risikoen/standardafvigelsen er 15%, er der 95% sandsynlighed for, at afkastet er mellem minus 23,4% og plus 35,4%. Er risikoen derimod 10%, ligger den forventede afkast

⁴ **Korrelation måler graden af lineær samvariation.** Korrelationer er per definition i intervallet 1 til -1. Hvis to aktiver hænger perfekt lineært sammen, er korrelationen 1. Hvis to aktiver bevæger sig perfekt modsat hinanden (dvs. at det ene aktiv stiger, når det andet falder), er korrelationen -1. Hvis der ingen samvariation er mellem de to aktiver, er korrelationen 0.



Figur 7. Effekt af risikospredning. Kilde Florentsen, Nielsson, Raahauge, Rangvid (2019).

med 95% sandsynlighed inden for intervallet $-13,6\%$ og $25,6\%$. Eller med andre ord: I det første tilfælde med en volatilitet på 15% er der $2,5\%$ sandsynlighed for, at afkastet bliver så lavt som $-23,4\%$, dvs. man taber $23,4\%$ af sin investering. Hvis volatiliteten er 10% , er der $2,5\%$ sandsynlighed for, at man taber $13,6\%$, dvs. et lavere tab. Jo højere risikoen er, desto større tab kan man forvente med en given sandsynlighed. Da tab jo ikke er sjovt, kan man ligeså godt prøve at komme af med så meget risiko som muligt (reducerer tabets størrelse) via risikospredning.

3.2 Risiko ved danske aktier

Sammen med kolleger fra CBS – Bjarne Florentsen, Ulf Nielsson og Peter Raahauge –

har jeg undersøgt, hvor meget risikoreduktion man kan opnå ved risikospredning i danske aktier.⁵ Vi undersøger alle danske børsnoterede aktier, der har eksisteret i den 20-årige periode fra april 1997 til april 2017. Der er 91 danske aktier, der har eksisteret i hele denne periode. Vi udregner for hver enkelt aktie dens risiko, dvs. standardafvigelse af de månedlige afkast fra april 1997 til april 2017. Den gennemsnitlige (annualiserede) standardafvigelse på tværs af de enkelte aktier er 38% . Dvs. i gennemsnit har en dansk aktie en risiko på 38% .

Det gennemsnitlige annualiserede afkast på tværs af de 91 aktier er $10,9\%$. Med et af-

⁵ Det er relevant at se på risikospredning på tværs af danske aktier, da danske aktieinvestorer typisk investerer i danske aktier (se Florentsen, Nielsson, Raahauge & Rangvid, 2019b).

kast på 10,9% og en risiko på 38% har der været 95% sandsynlighed for, at det gennemsnitlige månedlige afkast (annualiseret) har været mellem -63,6% og 87,3%, hvis man har holdt en tilfældig aktie ud af de 91 aktier. Det må man kalde et meget bredt interval. Og en meget stor usikkerhed.

Lad os nu se effekten af risikospredning. Lad os nu sige, at man i stedet for at holde én aktie i sin portefølje, med en gennemsnitlig risiko på 38%, beslutter sig for at holde to aktier. Hvad så? De 91 aktier er ikke perfekt korrelerede. Den gennemsnitlige korrelation er 0,17. Når korrelationen er forholdsvis tæt på 0, må man forvente en forholdsvis stor effekt fra risikospredning. Og det er rigtig nok tilfældet. Med bare to aktier i ens portefølje, i stedet for en, falder risikoen fra de førnævnte 38% til 30%. Det er en reduktion i risikoen på lidt mere end en femtedel – alene ved at holde to aktier i stedet for en. Effekten af risikospredning er stor.

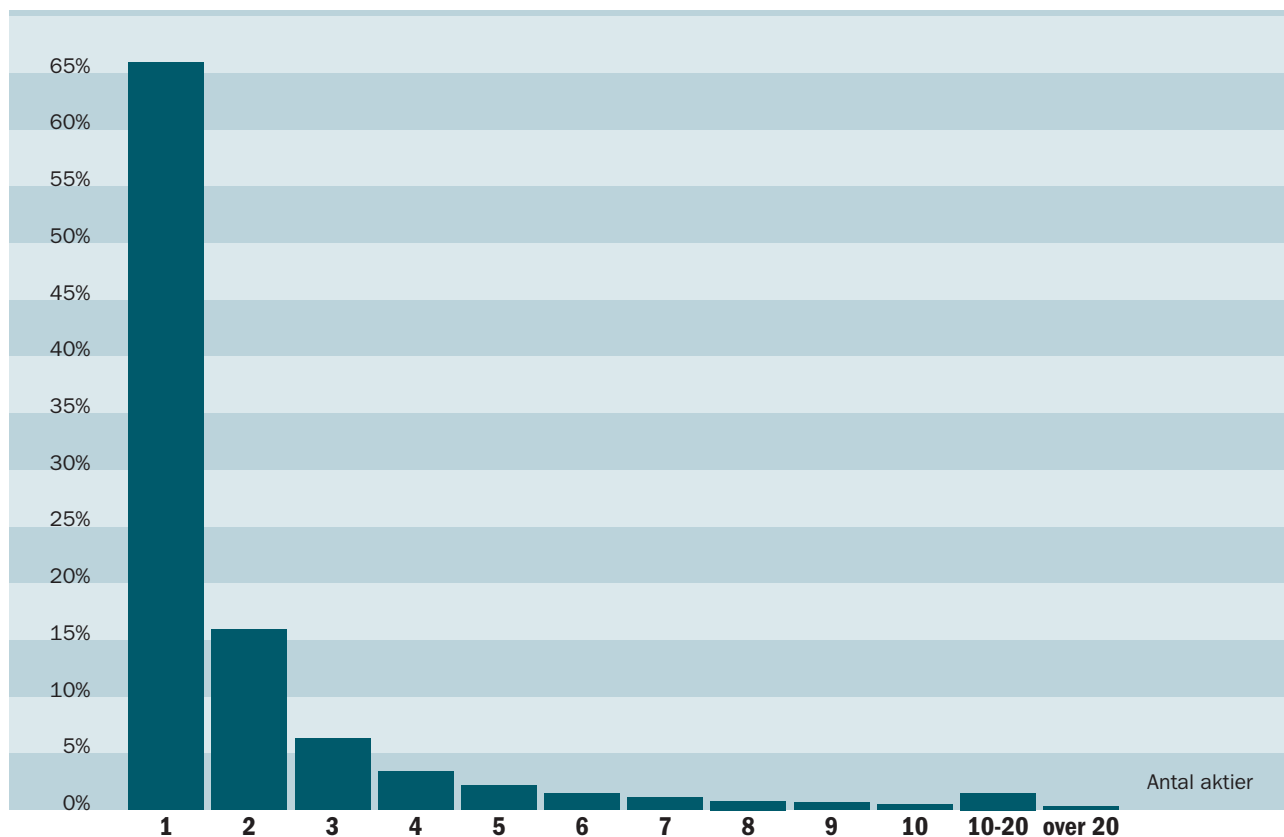
Sammenhængen mellem risikoen i porteføljen og antallet af aktier i porteføljen er afbilledet i Figur 7. Som det fremgår af figuren, er effekten på risikoen størst ved få aktier i porteføljen. Det vil sige, at spørgsmålet om man holder en eller fem aktier i sin portefølje er vigtigere end spørgsmålet om man holder 60 eller 65 aktier. Man kan også se, at når man når op over ca. 30-50 aktier, bliver effekten af at øge antallet af aktier i ens portefølje beskeden. Det er svært at komme lavere ned end 16% volatilitet blandt danske aktier. Den systematiske risiko er således 16%. Det betyder, at man kan eliminere $(38\% - 16\%)/38\% \approx 60\%$ af risikoen, hvis man går fra at holde én aktie til at holde en veldiversificeret portefølje. Der er en stor effekt ved risikospredning.

4. Spredes danskerne deres risiko?

4.1 Makrobilledet

Figur 3 og 4 viste, hvordan danskerne fordele deres investeringer på forskellige aktivtyper på makroniveau. Selvom der ikke er lavet formelle analyser af emnet, er det generelle indtryk, man får fra figurerne, at danskerne i gennemsnit har diversificeret deres risiko i høj grad. Pensionsopsparing er meget veldiversificeret (pensionselskaber søger som nævnt for, at pensionsinvestering er veldiversificeret), og det udgør en stor del af vores formue. Investeringsforeninger er ligeledes veldiversificerede, som også nævnt. Konstanter er stort set risikofrie. Det betyder, at ca. halvdelen af vores formue er placeret enten risikofrit eller veldiversificeret.

Omvendt har danskerne ca. 40% af deres formue placeret i deres bolig. Dette er for de



Figur 8. Andel investorer der holder få aktier. Kilde: Florentsen, Nielsson, Raahauge, Rangvid (2019a).

flESTE danskere en investering i ét aktiv – ens hus eller lejlighed – og er dermed en udiversificeret investering. På den anden side har bolig ofte nogle gode porteføljeegenskaber i forhold til vores andre aktiver, hvorfor det nok afhænger af øjnene, der ser, om 40% af den samlede formue placeret i bolig er højt eller lavt.⁶

Danskerne har for 1.400 mia. kr. placeret i aktier og anden direkte ejerskabsform. Det er 12% af den totale formue og 18% af nettoformuen. En ikke ubetydelig del af dansker-

⁶ Munk (2018) undersøger teoretisk, hvor meget investorer under forskellige forudsætninger **optimalt bør investere i deres bolig**. Afhængigt af antagelser om risikotolerance og størrelse af humankapitalen kan den optimale andel af den finansielle formue investeret i bolig nemt være mindst 40%, se Munk (2018). Med andre ord er det ikke klart, at danskernes investeringer i deres bolig nødvendigvis er for høj ift. en "optimal" investeringsbeslutning.

nes formue. Har danskerne spredt deres risiko på en hensigtsmæssig måde på denne del af deres formue?

4.2 Mikrobilledet

Når vi investerer i aktier for frie midler, kan vi helt selv bestemme, hvordan vi vil gøre det. Vi kan her selv bestemme, hvilke aktier vi vil købe, hvor mange osv. Sammen med Bjarne Florentsen, Ulf Nielsson og Peter Raahauge har jeg undersøgt, om danskerne spreder deres direkte aktieinvesteringer. Den korte konklusion er, at det gør danskerne ikke.

Danskerne har en meget klar tendens til at koncentrere deres direkte investeringer i aktier på meget få aktier. Faktisk overraskende få aktier.

Det viser sig, at den typiske danske aktieinvestor kun holder én eneste aktie (dvs. aktier udstedt af én virksomhed). Mere præcist holder to ud af tre, dvs. 66%, af de danskere, der investerer direkte i aktier for frie midler, kun én eneste aktie, jf. Figur 8.⁷

16% af danske aktieinvestorer holder to aktier, og 6% holder tre aktier. Der er kun 6% af danske aktieinvestorer, der holder flere end fem aktier, og mindre end 2% holder flere end 10 aktier.

Konklusionen er, at danske aktieinvestorer spreder deres investeringer i danske aktier overraskende lidt. Med andre ord spreder danskerne ikke deres investeringer, når de selv får mulighed for at sammensætte deres investeringer.

4.2.1 Omkostninger ved ikke at sprede sin risiko

Problemet med at holde koncentrerede porteføljer er, at man får en portefølje med mere risiko, end man ville kunne opnå ved en mere hensigtsmæssig spredning af sine investeringer. Med andre ord ville man kunne opnå højere afkast for samme risiko, hvis man i stedet spredte sine investeringer mere hensigtsmæssigt. Florentsen, Nielsson, Raahauge & Rangvid (2019a) kvantificerer den potentielle omkostning ved danskernes utilstrækkelig risikospredning. En sådan udregning må nødvendigvis baseres på antagelser. Florentsen et al. (2019a) antager – som det er helt standard i den akademiske litteratur – at investorer bliver kompenseret for den systematiske risiko i deres portefølje, men ikke for den usystematiske risiko. Dette er grundessensen i finansieringsteori. Investorer vil kun holde et risikabelt aktiv, hvis de tror, at det risikable aktiv giver et højere afkast end et risikofrit aktiv.⁸ Men hvis man påtager sig risiko, der kan

elimineres ved at holde en veldiversificeret portefølje, bliver man ikke kompenseret med højere forventet afkast. Man bliver kun kompenseret afkastmæssigt for at påtage sig systematisk risiko. Under disse antagelser, og antagelser om størrelsen af det forventede afkast på en veldiversificeret portefølje, kommer Florentsen et al. (2019a) frem til, at danske aktieinvestorer kunne øge deres afkast med 3,1%-point om året, uden at påtage sig mere risiko, hvis de skiftede deres koncentrerede porteføljer ud med veldiversificerede porteføljer. Udregningen er baseret på antagelse om, at den samlede risiko ikke ændres, men fordelingen af risikoen ændres. I stedet for en portefølje med usystematisk risiko, som ikke bliver kompenseret afkastmæssigt, skifter man til en portefølje med systematisk risiko, som bliver kompenseret afkastmæssigt. Skiftet sker ved, at man skifter sin koncentrerede portefølje ud med en veldiversificeret.

Som nævnt er sådanne udregninger baseret på forskellige antagelser. Florentsen, Nielsson, Raahauge & Rangvid (2019a) undersøger robustheden af udregningerne ved at variere antagelsen om det forventede afkast på den veldiversificerede portefølje, ved at udelukke investorer, der også holder investeringsforeninger, ved at inkludere omkostninger ved at risikosprede via investeringsforeninger, osv. Selvom man varierer antagelser-

⁷ Florentsen, Nielsson, Raahauge og Rangvid (2019a) undersøger data for 2012. Datagrundlaget i Florentsen, Nielsson et al. (2019a) er endog meget stort. **De har data for alle danskere, der investerer for frie midler. Det drejer sig om ca. 1 mio. danskere.**

⁸ Med mindre **aktivet har så gode risikospredningsegenskaber, at det opvejer risikoen i aktivet.** I tekniske termer, at aktivets beta er så negativt, at det opvejer merafkastet som risikokable aktiver generelt kræver. Men dette er også for feinschmeckere. Generelt vil risikable aktiver have højere forventet afkast end risikofrie aktiver.

ne, fremstår den overordnede konklusion, at danske aktieinvestorer går glip af potentielt signifikante gevinster, fordi de holder koncentrerede aktieporteføljer, robust.

4.2.2

Hvilke investorer holder koncentrerede porteføljer?

Florentsen, Nielsson, Raahauge & Rangvid (2019a) undersøger også, hvilke typer af investorer, der er specielt tilbøjelige til at holde koncentrerede porteføljer. Det viser sig, at det primært er investorer, som generelt set har en relativ lav indkomst, en relativ lav formue og et relativt lavt uddannelsesniveau. Med andre ord går de danskere, der har den laveste indkomst og formue i højere grad glip af et potentielt afkast (for samme risiko), relativt til investorer med høj indkomst, formue og uddannelsesniveau.

4.2.3

Hvorfor holder danske investorer så koncentrerede porteføljer?

Det er slående, at så få danske aktieinvestorer benytter den velkendte regel om, at man skal sprede sine investeringer. Det leder naturligt til spørgsmålet, hvorfor danskere i så lav grad spreder deres investeringer. Florentsen, Nielsson, Raahauge & Rangvid (2019a) undersøger to hypoteser.

For det første kan man forestille sig, at danske aktieinvestorer betragter deres aktieinvesteringer som et lotteri. Man satser på den enkelte aktie, da man håber at løbe ind i en aktie, der giver et meget højt afkast. Det er svært eksplicit at teste for dette, men Florentsen et al. (2019a) vurderer, at det nok ikke er den primære årsag til, at danskere holder så koncentrerede porteføljer. Florentsen et al. (2019a) baserer denne vurdering

på to forhold: (i) det er ikke småbeløb, som danskerne investerer for og (ii) sandsynligheden for at finde "vinderaktier" er lav.

Det koster måske 20 kr. at spille lotto. Det er et lille beløb. Danskere, der holder én aktie, holder i gennemsnit aktier for 17.000 kr. Investorer med to hhv. tre aktier, har placeret 68.000 kr. hhv. 135.000 kr. i aktier. Det er ikke småbeløb. Dertil kommer, at sandsynligheden for at ramme en vinderaktie er forholdsvis lav. F.eks. viser Florentsen et al. (2019), at sandsynligheden for at udvælge en aktie, der giver et højere afkast end det gennemsnitlige afkast blandt de 91 aktier, er en ud af fire, dvs. 25%. Hvis det virkelig skulle være lotteritendensen, der skulle drive danskerne til at satse på én aktie, er lotteritendensen meget stærk. Det kan naturligvis ikke udelukkes, men Florentsen et al. (2019a) tror det ikke.

For det andet kan man forestille sig, at danskerne enten ikke er helt klar over fordelene ved risikospredning eller at de er "dovne", dvs. risikospredning simpelthen bare ikke. Florentsen, Nielsson, Raahauge & Rangvid (2019a) vurderer, at dette er den mest sandsynlige forklaring på den manglende risikospredning blandt danske aktieinvestorer. F.eks. viser det sig, at de danskere, der har en tilbøjelighed til at holde meget få aktier, ligeledes har en tilbøjelighed til at holde danske aktier, dvs. ikke sprede deres investeringer internationalt. Da der ikke er noget, der indikerer, at man burde forvente specielt højt afkast på danske aktier, tyder det på, at danske aktieinvestorer vælger det, som de kender, og i mindre grad tænker på risikospredning, når de investerer.

4.2.4

Andre lande

Det faktum, at danske aktieinvestorer hol-

der meget koncentrerede porteføljer er ikke et specielt dansk fænomen, men noget som også karakteriserer private investorer i andre lande, se f.eks. Kelly (1995), Barber & Odean (2000), Polkovnichenko (2005), Ivkovic, Sialm, & Weisbenner (2008), og Goetzmann & Kumar (2008). Dette faktum, sammen med det faktum, at private investorer handler for ofte samt benytter andre simple porteføljekonstruktionsregler (se f.eks. Gathergood, Hirshleifer, Sakaguchi & Stewart, 2019), betyder, at private investorer ofte ender op med porteføljer med lavere afkast eller højere risiko, end man behøver, hvis man fulgte nogle af finansieringsteoriens simple regler. En meget stor akademisk litteratur om såkaldte "behavioral biases" demonstrerer disse karakteristika ved private investorer.⁹ Meget tyder på, at investorer der gør det selv, ikke gør det så godt, som de kunne. Og årsagerne er ofte såkaldte "behavioral biases".

4.2.5 Hvor stort er problemet egentligt?

Danskerne har en samlet formue på omkring 11.000 mia. kr. Florentsen et al. (2019a) ser på danskernes investeringer i noterede aktier for frie midler. Givet danskernes stærke tendens til at koncentrere deres aktieinvesteringer for frie midler virker det kun rimeligt at antage, at danskerne også holder koncentrerede aktieinvesteringer, når de investerer direkte i aktier via deres pensionsopsparing, i unoterede aktier og i andre ejerandele.¹⁰ Danskernes samlede investeringer i aktier (noterede og unoterede) og andre ejerandele udgør ca. 1.400 mia. kr. Danskerne har pensionsopsparing for 3.400 mia. kr. og investeringsforeningsbeviser for 500 mia. kr., dvs. i alt 4.000 mia. kr. Pensionsopsparing og investeringsbeviser er veldiversificeret. Det er aktier og andre ejerandele nok ikke, givet de meget markante og klare resultater for danskernes

aktieinvesteringer for frie midler. Selvom det er meget svært at lave den præcise udregning af omkostninger ved manglende risikospredning, da det kræver individdata for både noterede og unoterede aktier samt andre ejerandele, for frie midler og i midler i pensionsdepot, og for resten af formuen, herunder bolig og pension, virker det realistisk, at en ganske stor del af danskernes formue (der er 1.400 mia. kr. samlet i aktier og andre ejerandele) ikke er tilstrækkeligt diversificeret. Alt tyder på, at danskerne kan reducere deres risiko, hvis de diversificerer deres investeringer bedre.

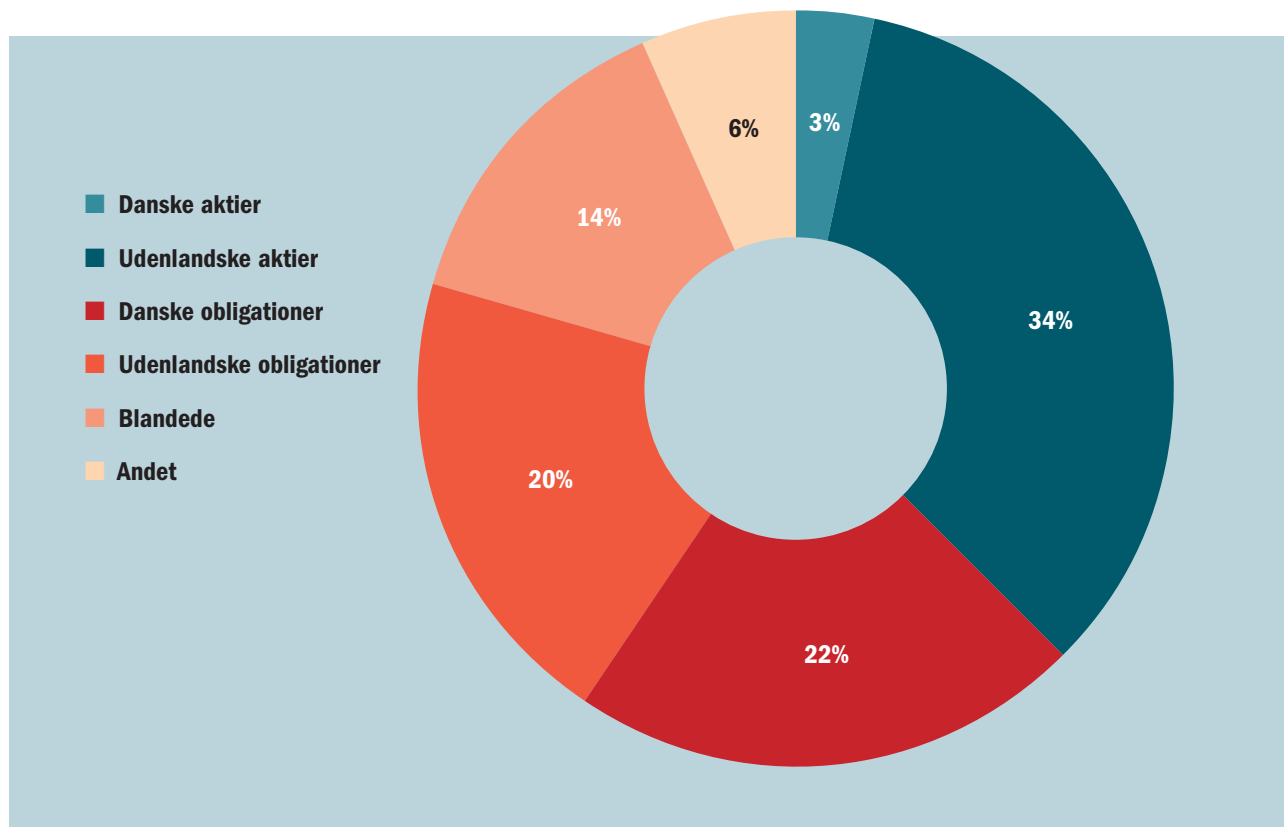
⁹ En nylig omfattende oversigt over litteraturen om **behavioral finance** findes hos Beshears, Choi, Laibson og Madrian (2018).

¹⁰ Det bemærkes dog, at der er **krav om spredning over mindst 5 aktier**, når man investerer direkte i aktier via pensionsopsparing. Med andre ord må man maksimalt købe for til 20 procent af værdien af sin pensionsordninger i et pengeinstitut i et enkelt aktieselskab, når beløbet overstiger 51.500 kr. (2019). Det er kursværdien på købstidspunktet, der er afgørende. Dette er interessant i lyset af, at Hirschleifer et al. (2019) finder, at investorer har tendens til at følge simple regler, når de køber aktier – spreder f.eks. deres investeringer over 5 aktier med en 5-del i hver, når de køber aktier – mens de ikke følger op på dette senere. Hirschleifer et al. (2019) finder således, at investorer ikke rebalancerer deres investeringer så der vedbliver at være en 5-del i hver, aktie efterhånden som tiden går, og aktierne udvikler sig i værdi relativt til hinanden. Med andre ord er reglen om max. 20% i en aktie, så absolut bedre end ingenting, men sikrer ikke kontinuerligt tilstrækkelig risikospredning. Dertil kommer, at man kan investere op til 51.500 kr. i en enkelt aktie.

5. Investerings- foreninger

Når danskerne har så klar tendens til at koncentrere deres aktieinvesteringer, virker det oplagt at diskutere investeringsforeninger. Pointen er, at hvis investoren synes, at det er kompliceret at købe 30-50 forskellige aktier, som der reelt nok skal til for at eliminere al usystematisk risiko, se Figur 7, samt holde udenlandske aktier, kan investor købe en investeringsforening. Investeringsforeninger er via regulering underlagt krav om spredning af risiko. Vil man gerne sprede sin risiko, men ikke kan overskue de mange enkelte aktier, er en nem vej frem at købe en passende investeringsforening, f.eks. én, der investerer i et globalt aktieindeks.

Universet af investeringsforeninger er dog meget stort. Ifølge Investering Danmark (brancheorganisationen for investeringsforeninger i Danmark) var der 818 forskellige af-



Figur 9. Formuefordeling i retail-investeringsforeninger. 2018. Kilde: Investering Danmark.

delinger af investeringsforeninger i 2018. Der findes aktive og passive investeringsforeninger, danske og udenlandske, aktier og obligationer, "dyre" og "billige", og så videre. Litteraturen om investeringsforeninger er ligeledes meget stor. Det er ikke intentionen, ej heller muligt, at give et udtømmende overblik over alle diskussionerne i litteraturen her. Dette afsnit vil derfor dykke ned i udvalgte problemstillinger, der ofte diskuteres, når emnet er investeringsforeninger.

5.1 Danske investeringsforeninger

Der var ultimo 2018 investeret 881 mia. kr. investeret i detailforeninger, dvs. foreninger rettet mod private investorer, ifølge Investering Danmark.¹¹

Den største del af disse (300 mia. kr., 34%) er placeret i udenlandske aktier, jf. Figur 9. Dernæst kommer placeringer i danske obligationer (200 mia. kr.) og udenlandske obligationer (180 mia. kr.).

Der var som nævnt 818 afdelinger af investeringsforeninger i 2018. Der er flest af-

¹¹ Dette er højere end de ca. 500 mia. kr. nævnt tidligere. Årsagen er, at de 500 mia. kr., som Danmarks Statistik oplyser, er husholdningernes investeringer i investeringsforeninger, mens de 881 mia. kr., som Investering Danmark oplyser, er investeringer i detailfonde. Visse institutionelle investorer kan dog også investere i detailfonde, hvorfor tallet fra Investering Danmark mhp. investeringer i detailfonde bliver større end husholdningernes investeringer i investeringsforeninger. Omvendt kan man fra Danmarks Statistik ikke se, hvordan husholdningernes investeringer fordeles sig på forskellig type af investeringsforeninger, som i Figur 9. Her må vi benytte tallene fra Investering Danmark for investeringer i detailfonde.

delinger, der investerer i udenlandske aktier (338, dvs. 41% af det samlede antal foreninger), mens der kun er 89 afdelinger, der investerer i danske obligationer mod 180, der investerer i udenlandske obligationer.

Investering via investeringsforeninger giver automatisk risikospredning. Derudover sørger investeringsforeninger for porteføljepleje, dvs. rebalancering indenfor porteføljen, geninvestering af udbytte (i akkumulerende afdelinger), indberetning til myndighederne osv. For dette arbejde skal investeringsforeningerne have en betaling. Der skal også være mulighed for at skabe en profit, så nye foreninger har incitament til at blive skabt, og der er konkurrence på markedet. Betalingen finder sted, når man køber og sælger investeringsforeningsbeviser, og via en løbende årlig betaling. Den samlede betaling summeres i nøgletallet Årlige Omkostninger i Procent, ÅOP.¹² ÅOP ligger i intervallet fra 0,2%-0,3% for simple obligationsafdelinger, over 0,5%-0,6% for indeksforeninger med aktier, 0,7%-1% for andre obligationsafdelinger (udenlandske obligationer og erhvervsobligationer) og mellem 1%-2% for aktive aktieafdelinger, de fleste her i intervallet 1%-1,5%. Disse tal er for fonde uden rådgivning inkluderet i prisen.

5.2 Omkostningernes rolle

Et omdiskuteret spørgsmål er, om fonde med forholdsvis lave omkostninger tenderer til at klare sig bedre end fonde med forholdsvis høje omkostninger. Hvis man sammenligner to forvaltere, der begge investerer i f.eks. globale aktier, og den ene har høje omkostninger og den anden lave, burde man så ikke intuitivt vælge den "billige"? Umiddelbart ville man måske tendere til at svare ja. Træder man et skridt tilbage, er svaret dog måske ikke helt så klart. Hvis investorerne er ratio-

nelle, vil de jo ikke investere i foreninger med høje omkostninger, med mindre de troede, at de fik noget ud af det.¹³ Og det viser sig da også, at svaret ikke er helt så klart. I et meget stort studie af sammenhængen mellem investeringsforeningers performance og omkostninger i mange lande, konkluderer forfatterne, at "there is not consistent evidence of a statistically significant negative relation between fees and performance" (Ferreira, Keswani, Miguel & Ramos, 2012, s. 21). Med andre ord findes der ikke klart belæg for hypotesen om, at investeringsforeninger med høje omkostninger generer dårligere performance (efter der er taget højde for omkostningerne) end foreninger med lave omkostninger. Eller omvendt. Der findes studier, som viser en negativ sammenhæng mellem omkostninger og performance (Carhart, 1997, Gruber, 1996, Dahlquist, Engström, and Söderlind, 2000, og, for Danmark, Bechmann & Rangvid, 2007), men der findes også studier, der ikke finder nogen sammenhæng (Chen et al., 2004, Ferreira et al., 2012). Hvis der ikke er nogen systematisk sammenhæng mellem omkostninger og performance (efter omkostninger), men der er variation på tværs af investeringsforeninger mht. deres omkostninger, dvs. nogle foreninger har høje omkostninger og nogle har lave, så betyder det, at de foreninger, der har høje omkostninger, tenderer til også at have bedre performance før om-

¹² Bechmann & Rangvid (2007) **diskuterer og analyserer omkostninger og omkostningstyper i danske investeringsforeninger** og Rangvid (2008) diskuterer ÅOP.

¹³ Måske er private investorer karakteriseret ved behavioral biases, når de investerer, som tidligere nævnt, men markedet for investeringsforeninger inkluderer også masser af sofistikerede institutionelle investorer, som må antages at opføre sig professionelt og rationelt.

kostninger. Når omkostningerne så fratrækkes, ja, så er performance efter omkostninger nogenlunde den samme for foreninger med høje og lave omkostninger. Det er således ikke entydigt klart, at fonde med høje omkostninger systematisk klarer sig dårligere, efter omkostninger, end fonde med lave omkostninger.

5.3 Skaber investeringsforeninger værdi?

Da der er omkostninger forbundet med investering via investeringsforeninger, vil man gerne have noget igen for disse omkostninger.¹⁴ Man vil gerne, at investeringsforeninger skaber værdi. Somme tider hører man, at hvis en aktiv investeringsforening ikke slår et benchmark, har den ikke skabt værdi. Det er lidt forsimplet. Hvis f.eks. en investeringsforening opnår samme afkast som et benchmark, men med en lavere risiko, har investeringsforeningen jo klaret sig flot, selvom den ikke har slået et benchmark. Eller omvendt, hvis en investeringsforening har opnået højere afkast end benchmark, men har påtaget sig meget høj risiko (som måske materialiserer sig i tab senere hen), er det jo ikke udtryk for speciel dygtighed. I forskningen anerkender man derfor, at man ikke alene kan se på afkastet i en investeringsforening ift. afkast på benchmark, men bliver nødt til at inddrage risikoen, som investeringsforeningen har taget for at skabe afkastet. I den akademiske litteratur ser man derfor på risikojusterede afkast. Den traditionelle måde at gøre dette på er via det såkaldte Jensens alpha, der finder det risikojusterede afkast en investeringsforening har skabt i forhold til visse risikofaktorer. Typisk ses på fire risikofaktorer, som argumenteret i de hyppigt citerede studier af Fama & French (2010) og Carhart (1997). Den største del af litteraturen beskæftiger sig med aktive investe-

ringsforeninger, der investerer i amerikanske aktier.

Et omtalt resultat i denne litteratur er, at det gennemsnitlige alpha ofte er negativt. Det betyder, at når den gennemsnitlige investeringsforenings afkast normaliseres mht. den risiko, som foreningen tager, ja, så ender foreningen op med et negativt risikojusteret afkast. Resultatet er ofte blevet udlagt således, at når investeringsforeninger på denne måde ikke skaber værdi, er der ingen grund til at investere aktivt. Fama & French (2010) går så langt som til at hævde, at selv i de tilfælde, hvor investeringsforeninger skaber værdi (målt som positivt alpha), så er det rent held og ikke udtryk for dygtighed.

I den nyere akademiske litteratur er der en stigende skepsis over for dette resultat. Grundlæggende virker det underligt, hvis investorerne år efter år skulle være villige til at kaste milliarder og atter milliarder efter investeringsforeninger, hvis man ikke får noget for pengene. Så dumme er det svært at forestille sig, investorerne er. Der er også en intern ideologisk konflikt i forskningen, forstået på den måde, at det virker kontraintuitivt, at markedet for de underliggende aktiver (aktier, obligation osv.) ofte antages at være efficient, dvs. priserne afspejler al information, mens markedet for aktivforvaltning skulle være inefficent, forstået på den måde, at investorer betaler omkostninger, som de ikke får noget for (Garleanu & Pedersen, 2018a). Et eller andet sted virker det nogle gange lidt paradoksalt, at forskere, der stærkt argumenterer for, at aktivmarkedet er efficient, anklager markedet for aktivforvaltning for at være inefficent (som, f.eks. Fama & French).

¹⁴ I forhold til foregående afsnit, **ser dette afsnit ikke på, om fonde med høje omkostninger giver bedre performance eller ej**, men mere generelt på, om investeringsforeninger skaber værdi.

Berk & van Binsbergen har i en række artikler søgt at nuancere billedet af den værdi, som investeringsforeninger skaber, se f.eks. Berk & van Binsbergen (2015, 2016, 2017). For det første argumenterer de for, at det er for snævert alene at fokusere på amerikanske aktier, som man som nævnt typisk gør i de akademiske studier. Investeringsforeninger investerer også i udenlandske aktier, forskellige typer af obligationer, osv. Dvs. selv hvis man finder, at investeringsforeninger ikke kan skabe værdi, når de investerer i amerikanske aktier, er det jo ikke nødvendigvis ensbetydende med, at de generelt ikke kan skabe værdi. Samtidig er udenlandske aktier, forskellige typer af obligationer, osv., typisk aktiver, der er mindre opmærksomhed på, hvorfor der alt andet lige burde være større mulighed for at vælge de "bedste" aktiver her og derved skabe værdi. For det andet, og dette er mere teknisk, argumenterer Berk & van Binsbergen for, at den måde, som der risikojusteres på i den traditionelle akademiske litteratur, undervurderer omkostningen forbundet med risikojustering. I den akademiske litteratur benyttes oftest konstruerede risikofaktorer ("Fama & French faktorer"). Disse tager dog ikke højde for, hvad det ville koste, hvis man som investor rent faktisk skulle investere i disse risikofaktorer. Berk & van Binsbergen benytter derfor passive benchmark fra Vanguard til at risikojustere. Endelig måles investeringsforeningers værdi i Berk & van Binsbergens analyser på en lidt anden måde end det traditionelle alpha.

Hovedkonklusionen i Berk & van Binsbergens arbejde er, at investeringsforeninger skaber værdi. De sætter ligefrem et tal på. Den gennemsnitlige forvalter af investeringsforeninger i USA skaber værdi for 3,2 mio. USD per år. Når der i alt er 6.000 amerikanske investeringsforeninger i deres undersøgelse, bliver det en samlet set stor værdi.

Derudover finder de, logisk nok, at de dygtigste fondsforvaltere forvalter de største formuer, dvs. investorerne gennemskuer, hvem der er de dygtige forvaltere, og hvem der er de mindre dygtige. Det er ikke kun Berk & van Binsbergen, der argumenterer, at aktive forvaltere skaber værdi i gennemsnit. Argumenterne genfindes, i andre analyser, hos Pastor, Stambaugh & Taylor (2015) og Garlandu & Pedersen (2018a, b).

Denne nyere forskning betyder ikke, at aktiv forvaltning altid er godt og passiv forvaltning dårligt. Der er masse af gode argumenter for passiv forvaltning. Med passiv forvaltning får man eksponering til brede markeder for lave omkostninger. Det er et meget stærkt argument. Og der er aktive forvaltere, der gang på gang underperformer indekset, dvs. ikke gør det godt nok, selvom deres omkostninger er høje. Men forskningen viser, at det negative syn på aktiv forvaltning, som gennem de senere år har vundet indpas, nok bør nuanceres. Det er også en vigtig pointe.

Men er aktive forvaltere ikke dømt til at underperforme? Nobelpristageren William Sharpe publicerede i 1991 en meget omtalt artikel, hvor hovedkonklusionen er, at aktive forvaltere er dømt til at gøre det dårligere end passive forvaltere. Det var et stærkt resultat. Argumentet er, at da afkastet på markedet er lig afkastet, som de passive investorer genererer plus afkastet, som de aktive investorer genererer (dette er en definition), og afkastet, som de passive investorer genererer, er det samme som markedsafkastet (de passive investorer skygger jo markedet), ja, så må afkastet, som de aktive investorer skaber, ligeledes være lig markedsafkastet. Før omkostninger. Og da omkostningerne til de aktive investorer er højere end omkostningerne til de passive, ja, så vil aktive investorer gøre det dårligere end de pas-

sive. Efter omkostninger. Da argumentet er så simpelt, er det et stærkt resultat, som derfor også er berømt. Men ved nærmere eftertanke er argumentet måske ikke helt præcist alligevel. Pedersen (2018) viser, at Sharpes argument er baseret på den antagelse, at markedet aldrig ændrer sig, dvs. investorerne ikke behøver at købe eller sælge aktier. Men markedet ændrer sig. Voldsomt endda. Der kommer nye aktier på markedet, og gamle bliver aflistet. Pedersen (2018) viser for eksempel, at efter ti år er 40% af aktierne på markedet forsvundet og blevet erstattet af nye. Selv hvis man er passiv investor, bliver man nødt til at handle, hvis man vil vedblive at være en passiv investor. Man bliver nødt til at købe de nye aktier, så man kan blive ved at holde markedsporteføljen. Og når man skal ændre sin portefølje, kan aktive investorer vise deres værdi. Hvem skal sætte prisen på de nye aktier, når de handles første gang? Det må per definition være de aktive investorer. Og når de sætter prisen, kan de have en fordel og derved skabe værdi.

Der har gennem de senere år været et meget stort flow fra aktive til passive forvaltere. Der er meget godt at sige herom. Hvis investoren primært er interesseret i at opnå markedsafkastet, er der ingen grund til at betale mere for det end højst nødvendigt. Der er dog stadig mange midler under aktiv forvaltning. Og de fleste forskere (se f.eks. Garleanu & Pedersen, 2018b og Pastor & Stambaugh, 2012) og forfatteren til denne rapport, forventer, at der vil blive ved med at være mange midler under aktiv forvaltning. Forskerne forventer, at der sandsynligvis vil være relativt færre midler under aktiv forvaltning (i forhold til midler under passiv forvaltning) end vi historisk har været vant til, men samtidig, at der er god grund til, at der er og vil vedblive at være aktiv forvaltning.

5.4 Banken som rådgiver om valg af investeringsforeninger

Danske investorer holder primært aktive investeringsforeninger. Der er mange aktive foreninger. Det kan være svært at orientere sig i landskabet og finde de "bedste" fonde. Selvom de to foregående afsnit har argumenteret, at aktive fonde kan skabe værdi, så skal man naturligvis stadig være på vagt. Der er jo spredning i de aktive foreninger. Nogle klare sig godt og andre mindre godt. Man vil være bedre stillet ved en passiv foreninger, end en aktiv, som generelt gør det dårligt.

En finansiel rådgiver kan være en hjælp til at navigere blandt de mange foreninger. Mange danskere benytter deres bank som rådgiver. Det kan der være gode årsager til, da banken har uddannet personale, kan hjælpe med det samlede overblik over ens økonomi og livssituation, osv. Men selvfølgelig er banken også en virksomhed, som skal tjene penge.

Det har i litteraturen været svært at evaluere, hvor stor en rolle banker spiller, når private investorer skal vælge investeringsforening, da en sådan analyse kræver mere detaljeret data, end man tidligere har haft adgang til. Florentsen, Nielsson, Raahauge & Rangvid (2019c) har adgang til meget detaljerede data om danskernes bankforbindelse og valg af investeringsforeninger. Florentsen et al. (2019c) har derfor mulighed for at kaste nyt lys over bankers betydning for private investorers valg af investeringsforening. Det viser sig, at bankernes betydning er stor. F.eks. har private danske investorer i gennemsnit omkring 70% af deres midler i investeringsforeninger tilknyttet deres bank. Er man kunde i eksempelvis Danske Bank, er det sandsynligt, at man har en stor del af ens midler i investeringsforeninger investeret i foreninger fra Danske Invest. Og det samme med kunder i Nor-

dea Bank mht. deres investering via Nordea Invest, kunder i Jyske Bank mht. deres investering via Jyske Invest osv.

Florentsen et al. (2019c) benytter en smart metode til at komme nærmere spørgsmålet om, hvad banker betyder for kunders valg af investeringsforeninger. De ser på kunder i banker, der gik ned i forbindelse med den finansielle krise. Lad os, som eksempel for illustrationens skyld, sige, at man var kunde i Fionia Bank inden finanskrisen. Fionia Bank blev overtaget af Nordea Bank i 2009. Florentsen, Nielsson, Raahauge & Rangvid (2019c) viser, at kunder – inden bankkrakket – ikke har nogen tendens til at investere via investeringsforeninger tilknyttet deres nye bank (i eksemplet har kunder i Fionia Bank inden 2009 ingen speciel tendens til at købe investeringsforeninger fra Nordea Invest). Efter overtagelse har kunderne i den nu krakkede bank en meget markant tendens til at købe via investeringsforeningen i den overtagende bank (kunder i nu krakkede Fionia Bank har tendens til at købe i Nordea Invest, dvs. efter de er blevet kunder i Nordea).¹⁵ Fra stort set ikke at have investeringsforeningsbeviser tilknyttet den overtagende bank før bankkrakket, har investorerne fire år efter bankkrakket omkring 1/3 af deres investeringer i investeringsforeninger i foreninger tilknyttet den overtagende bank.

Florentsen, Nielsson, Raahauge & Rangvid (2019c) viser også, at kunderne efter at have skiftet en stor del af deres investeringsforeninger (efter bankkrak) ikke har opnået en bedre (eller værre) Morningsstar-rating. De har heller ikke lavere (eller højere) omkostninger i deres portefølje af investeringsforeninger. Kvaliteten af porteføljen af investeringsforeninger er stort set den samme som før bankkrakket og porteføljeomlægningen. Men man har afholdt omkostninger i forbindelse med omlægningen af sin portefølje.

Hvorfor sker en sådan omlægning, når det ikke er for at opnå bedre eller billigere investeringsforeninger? Banken skaber indtjening, når kunder investerer via investeringsforeninger tilknyttet banken. Meget tyder derfor på, at disse omlægninger primært gavner banken. Det er i princippet naturligt, at banken primært rådgiver om egne produkter, da banken kender disse bedst. En Mercedesforhandler vil jo heller ikke rådgive om en Volvo. Men man skal som kunde være opmærksom på, at dette er tilfældet og at banken har en interesse i at sælge egne produkter.¹⁶

¹⁵ **For en god ordens skyld** understreges, at Florentsen et al. (2019c) ikke kigger på den enkelte bank, men et gennemsnit af flere banker. Fionia og Nordea er en af disse cases. Den nævnes i teksten således alene for illustrations skyld.

¹⁶ **Om såkaldt uafhængig rådgivning** (eller nyere selvbetjeningsløsninger/roboadvisor) er bedre for den gennemsnitlige investor eller ej tages der ikke stilling til her. Man kan dog konstatere, at visse uafhængige investeringsrådgivere i Danmark primært er rettet mod forholdsvis velhavende kunder og derved ikke et reelt alternativ for den gennemsnitlige investor. Samtidig har de senere år set fremkomsten af nye Roboadvise-/selvbetjeningsportaler. Disse kan muligvis sikre investeringsløsninger til forholdsvis lave omkostninger, men er så omvendt standardløsninger. Uafhængige analyser af fordele og ulemper ved bankrådgivning versus roboadvise/selvbetjening over til uafhængig rådgivning er en mangelvare. Det er således ikke muligt umiddelbart at konkludere, at den ene model entydigt er bedre end den anden, da der kan være fordele og ulemper ved forskellige rådgivningsmodeller.

6 Konklusion

Denne analyse har konkluderet, at danskerne har store formuer, også målt i forhold til udlandet. Der er dog markante forskelle på danskernes formue på tværs af aldersgrupper, køn, indkomstniveauer osv. Store dele af vores formue er placeret veldiversificeret (pension og investeringsforeninger), men det er overraskende så koncentreret danskerne placerer deres aktieinvesteringer. Et alternativ med en hensigtsmæssig risikospredning er investeringsforeninger. Den nyere forskning indikerer, at også aktive investeringsforeninger skaber værdi. Man skal som privatkunde dog være opmærksom på, at banker har incitament til at sælge specifikke investeringsforeninger.

Litteratur

-
- Andersen, H.Y (2018). Do Tax Incentives for Saving in Pension Accounts Cause Debt Accumulation? Evidence from Danish Register Data. *European Economic Review* 106, 35-53.
-
- Bechmann, K. & J. Rangvid (2007). Rating mutual funds: Construction and information content of an investor-cost based rating of Danish mutual funds. *Journal of Empirical Finance*, Vol. 14, no. 5, 662-693, 2007.
-
- Berk, J. B. & J. van Binsbergen (2015). Measuring Skill in the Mutual Fund Industry. *Journal of Financial Economics* 118, 1-20.
-
- Berk, J. B. & J. van Binsbergen (2016). Active Managers are Skilled: On Average, They Add More Than \$3 Million Per Year. *Journal of Portfolio Management* 42, 131-139.
-
- Berk, J. B. & J. van Binsbergen (2017). Mutual Funds in Equilibrium. *Annual Review of Financial Economics* 9, 147-167.
-
- Beshears J, J. Choi, D. Laibson, B.C. Madrian. (2018). Behavioral household finance. Forberedt til publicering i D. Bernheim, D. Laibson, S. DellaVigna *Handbook of Behavioral Economics - Foundations and Applications 1*. Elsevier.
-
- Carhart, M. (1997). On persistence in mutual fund performance, *Journal of Finance* 52, 57–82.
-
- Chen, J., Hong, H., Huang, M., and Kubik, J. (2004). Does fund size erode performance? Liquidity, organizational diseconomies, and active money management, *American Economic Review* 94, 1276–1302.
-
- Dahlquist, M., Engström, S., and Söderlind, P. (2000). Performance and characteristics of Swedish mutual funds, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35, 409–423
-
- Fama, E. F., and K. R. French (2010). Luck versus Skill in the Cross-Section of Mutual Fund Returns. *Journal of Finance* 65, 1915–1947.
-
- Florentsen, Nielsson, Raahauge & Rangvid (2019a). The aggregate cost of equity underdiversification. Forberedt til publicering i *Financial Review*.
-
- Florentsen, Nielsson, Raahauge & Rangvid (2019b). Turning Local. Home-bias dynamics of relocating foreigners. *Arbejdsrapport*, CBS.
-
- Florentsen, Nielsson, Raahauge & Rangvid (2019c). How important is the distribution channel for mutual fund flows? *Arbejdsrapport*, CBS.
-
- Garleanu, N. & L.H. Pedersen (2018a). Efficiently inefficient markets for assets and asset management. *Journal of Finance* 73, 1663-1712.
-
- Garleanu, N. & L.H. Pedersen (2018b). Active and passive. *Arbejdsrapport*, CBS.
-
- Gathergood, J., D. Hirshleifer, D. Leake, H. Sakaguchi and N. Stewart (2019). Naïve buying diversification and narrow framing by individual investors. *NBER working paper* 25567.
-
- Khorana, A. H. Servaes & P. Tufano (2012). Mutual fund fees around the world. *Review of Financial Studies* 22, 1279-1310.
-
- Munk, C. (2018). A mean-variance benchmark for household portfolios over the life cycle. *Arbejdsrapport*, CBS.
-
- Pastor, L. og R. F. Stambaugh (2012). On the size of the active management industry. *Journal of Political Economy* 120, 740-781.
-
- Pastor, L., R. F. Stambaugh & L. A. Taylor (2012). Scale and skill in active management. *Journal of Financial Economics* 116, 23-45.
-
- Pedersen, L. (2018). Sharpening the arithmetic of active management. *Financial Analysts Journal* 74, 21-36.
-
- Rangvid, J. (2008). Nyt nøgletal for omkostninger i investeringsforeninger: ÅOP – Årlige Omkostninger i Procent. *Finans/Invest* 3/08, 4-8.



Jesper Rangvid

Jesper Rangvid, 49 år, professor i Finansiering ved Copenhagen Business School, CBS, er en af landets mest citerede økonomer, hvilket dels hænger sammen med et stort talent for at kommunikere, og dels er et resultat af hans deltagelse i flere centrale udvalg og råd i de senere år. Som formand for undersøgelsesudvalget om årsagerne til finanskrisen i Danmark, lagde han navn til "Rangvidrapporten", og han er i dag formand for bl.a. Det sagkyndige Råd, der beregner årlige afkastforudsætninger på brede aktivklasser. Desuden medlem af bestyrelsen i Grandhood, Det Systemiske Risikoråd på Færøerne, Advisory Board for Forenet Kredit, samt rådgiver om finansiell stabilitet for den svenske Riksbank. På CBS er Jesper Rangvid leder af CBS Executive MBA samt Pension Research Center (PeRCent).

BANK INVEST

Handler med omtanke

