



FOTO: EIVIND YGGESETH

Maskiner overtar forvalternes oppgaver:

I krigen med billigfond



FOTO: EIVIND YGGESTEJH

Fronteer Solutions vil snu opp ned på dagens fondsmarked ved hjelp av maskinelle forvaltere, algoritmer og datakraft. – Tradisjonell aktiv forvaltning fungerer ikke, sier gründerne. Norges største fondstilbyder, DNB, legger imidlertid ned sitt faktorfond.

Det ligger an til krig i fondsverdenen, meldte *Financial Times* i februar i år. Krigen er en såkalt smart beta war, hvor en sterkt voksende andel billigfond truer de veletablerte aktive forvalterne. Smart Beta kalles faktorforvaltning eller faktorfond på norsk, og er en type aksjeplukking basert på store datamengder kombinert med valgte suksessfaktorer. Passiv investering med en tvist, om man vil.

– Den største risikoen for dagens aktive forvaltere er å gjøre ingenting, sier Joe Sullivan, forvalter i Legg Mason, som har over 670 milliarder dollar i forvaltningskapital, til *Financial Times*. Til tross for at forvalteren har ansvar for svimlende summer, er bare 15 millioner dollar av disse forvaltet i faktorfond. Han tror dette vil endres.

– Det hjelper ikke å tenne lys og be for dagens situasjon. Markedet er i endring.

Beta er en aksjes systematiske risiko som man ikke kan diversifisere seg bort fra. Rene indeksfond tar sikte på å følge avkastningen i gitte indekser, mens i et faktorfond eller et smart beta-fond bruker forvaltere enkle strategier eller faktorer for å gjøre fondet "smartere". Eksempel på faktorer kan være at selskapene skal være lønnsomme eller lavt priset, og deretter bruker man datakraft for å velge ut disse aksjene.

Velger blant 2.500 aksjer

Noen som har klokkeklar tro på faktorforvaltning er Fronteer Solutions. Selskapet fikk nylig konsesjon fra Finanstilsynet og lanserer snart faktorfondet Harvest for private investorer. Selskapet er spunnet ut fra forskningsmiljøet ved NTNU, og har nå blant annet Atle C. Christiansen, som i sin tid etablerte og etter hvert solgte Point Carbon, som konsernsjef

og investeringsdirektør Bernt Brun med bakgrunn fra Oljefondet på laget. Styreleder er Åge Korsvold, og Martin Skancke – tidligere ekspedisjonssjef i Finansdepartementet med ansvar for utviklingen av Oljefondets strategi – er blant investorene i selskapet.

I over tre år har selskapet jobbet med å utvikle teknologi som gjør det mulig for datamaskiner å velge og sette sammen aksjeporteføljer ut fra forhåndsbestemte kriterier. Det hele er basert på flere tiårs forskning, som blant annet Eugene Fama fikk Nobel-

– Det vi holder på med, kan tilbys billigere enn tradisjonell aktiv forvaltning. Vårt faktorfond passer for alle som vil spare i aksjer. Mye handler om tilgjengeliggjøring, sier Brun.

Ifølge investeringsdirektøren viser tall at 65 prosent av midlene hos de 20 største hedgefondene i verden forvaltes enten kvantitativt eller systematisk.

Målet for Harvest-fondet er en årlig meravkastning på to til tre prosent over tid. Det anbefales en investeringshorisont på minst fem år. Benchmarkindeksen er MSCI ACWI som



– Det hjelper ikke å tenne lys og be for dagens situasjon. Markedet er i endring.

Joe Sullivan, forvalter i Legg Mason, til *Financial Times*

prisen i økonomi for i 2013.

– Om man løfter blikket og ser hvordan de smarte pengene i verden er forvaltet i dag, ser man at dette er noe som kommer mer og mer. Faktoringinvesteringer er noe som flere av verdens største pensjonsfond, blant andre det japanske og nederlandske, i økende grad bruker. Dette vil i større grad erstatte de aktive mandatene. Forskning viser at tradisjonell aktiv forvaltning ikke fungerer på grunn av høye kostnader og fordi metodikken ikke er veldig robust, sier Christiansen.

I Norge er det først og fremst tradisjonell fundamental analyse og aksjeplukking som dominerer i forvaltermiljøene. Christiansen og Brun mener at i utlandet er det flere produkter som er basert på systematiske metoder. Dette er også noe som i større grad brukes i hedgefond, som i dag ikke er tilgjengelig for den vanlige fondsspareren på gata.

består av 2.500 store og mellomstore selskaper, hvor gjennomsnittlig markedsverdi på selskapene ligger på rundt åtte milliarder dollar.

Antall aksjer som historisk har inngått i indeksen er 9.000, noe som derfor strengt tatt er utgangspunktet i metoden her. Ny teknologi gjør det mulig å bruke historisk data 20 år tilbake i tid og regne på dette enorme universet med aksjer.

– Mye av forskningen har vært knyttet til amerikanske aksjer, og vi ser at det fungerer. Men vi har jo et globalt univers i vår forvaltning, og er derfor avhengig av å kunne være trygge på at det også fungerer i Asia og Europa, sier Christiansen.

Fronteer har valgt fem faktorer som maskinene rangerer aksjene ut fra. Disse faktorene er **momentum** – altså om aksjen for eksempel har vinden med seg og er på vei oppover, **kvalitet** – som handler om aksjens avkastning på egenkapitalen, **størrelse**, **volatilitet**



- Det at du har flaks noen ganger, kan ikke repeteres.

Bernt Brun, Fronteer Solutions

og verdi. Sistnevnte handler om prisingfaktorer som P/E, Pris/bok etc.

- Viktigere enn hvilke faktorer vi har, er egentlig metoden vi bruker for å finne disse faktorene. Hva som får deg til å tro på noe. Vi har hypoteser, som for eksempel at vi tror det er smart å kjøpe billige aksjer. Vi bruker vitenskapelige metoder for å finne bevis for at faktorene virker. Enkelt sagt ønsker vi at faktorene i alle regioner, over alle de ulike industriene og over tid. Vi ser at de fungerer i de ulike sammenhengene, for seg selv og sammen. Videre ser vi at om vi setter faktorene sammen, så får vi enda bedre resultater, sier Christiansen.

Ved hjelp av faktorene beregnes forventet avkastning, før risikoen på enkeltaksjene vurderes. Tredje steg er å finne ut hvordan den beste porteføljen ser ut. Hvordan faktorene jobber sammen er vesentlig, i tillegg sier Christiansen at de har "et øre til bakken" om hva markedet tenker.

- Forskningen viser at selv enkle handleregler som dette, fungerer over tid. Faktorene virker sammen. Om en aksje ser marginalt dyr ut, men har vinden med seg og markedet liker den, kan det være en aksje vi er positive til. Men om P/E begynner å gå opp i 25 og aksjen ser ekstra dyr ut, men har fortsatt vind i seilene, da er vi kanskje nøytrale. Omvendt kan vi si at i et negativt momentum, hvor alle hater aksjen, men det ser superbillig ut, så vil vi ikke ta i den om markedet er på vei nedover, sier Christiansen. Kjøpstidspunktet er når aksjen er billig og investorene begynner å like den. Nøkkelen er repeterbarheten.

- Dette er regelbasert. Det er en kjensgjerning at noen aktive forvaltere forelsker seg i enkeltaksjer. Her er det bare en maskin som tar beslutningene, fortsetter han.

Etter at maskinene har gjort sitt, ut fra kriteriene til Christiansen og kol-

legene, skal fondet sitte igjen med 40 aksjer. Rebalansering skjer en gang i måneden.

Dette skal de nå ut i markedet med, med fokus på at økt bruk av maskiner skal gjøre det til en rimeligere måte å investere på. Målet er å nå en milliard i forvaltningskapital innen neste sommer.

- Vi mener det går an å gjøre forvaltningen smartere, og forskning viser at det går an. Men det skal også være fornuftig prising. Du skal ikke måtte betale halvannen til to prosent for dette. Vi skal automatisere, bruke noe av det beste fra aktiv forvaltning og lene oss på forskningen. Dette fungerer, sier Christiansen.

- Er dette for de konservative aksjeinvestorene?

- Det er for de som i utgangspunktet har bestemt seg for å spare i aksjer. Det som skiller oss fra andre er den vitenskapelige tilnærmingen og repeterbarheten, sier Christiansen.

Han får støtte av sin kollega, som mener at de tradisjonelt forvaltede fondene ikke leverer.

- Norge oversvømmes av dårlige produkter, selv i en tid hvor folk egentlig bør spare mer selv på grunn av dårligere offentlige pensjonsordninger i fremtiden, sier Brun.

Ser veksten ute

- I det store bildet er dette voksende, sier analytiker Thomas Furuseth i Morningstar om faktorforvaltning.

- Dette har vokst veldig i USA, mens det har vært mer ruglete den siste tiden i Europa, fortsetter han og sier det er vanskelig å tallfeste hvor stor andel norske investorer som investerer i faktorfond. Også definisjonen av faktorfond kan være uklare.

- Det er noen fond som bruker faktorer på en eller annen måte. Verdi er jo en type faktor, som flere aktive forvaltere bruker. Der er det forvalteren som har definisjonsmakten. Ved

rene faktorfond bruker man en implementering av et sett regelverk, men må jo velge faktorer. Hovedtema er å vekte indeksen på en annen måte enn markedsverdien av verdipapirene. Det blir en hybridaktig forvaltning hvor du har passiv implementering, men aktiv utvelgelse av hvilke faktorer du skal ha, sier Furuseth. Han er ikke glad i uttrykket "smart beta", og foretrekker i stedet å kalle det strategisk beta.

- Det er fordi det ikke er sikkert alle de er så smarte, og det gir derfor en assosiasjon som ikke er helt heldig.

Noe som er med på å øke oppmerksomheten rundt alternativer til aktivt forvaltede fond, er populariteten til ETFer, eller børshandlede fond, som de siste årene har seilt opp som den største konkurrenten til "vanlige" fondsinvesteringer. Gjennom ETFene kan man som investor være eksponert mot alt fra rene aksjeindekser i enkeltsektorer, råvarer eller valutaer, men de handles altså over børs, noe som gjør dem blant annet mer fleksible enn tradisjonelle indeksfond.

- Vi ser at rene indeksfond har gjort det veldig bra de siste fem årene, sier Furuseth. Han trekker frem KLLPs globalindeksfond, som de siste fem årene har slått 90 prosent av sine konkurrenter. I et indeksfond får man ikke faktoreksponering, noe man får ved å gå inn i ETFer eller faktorfond.

- Det viser litt om hvor vanskelig det har vært i dette markedet, men det går i sykluser. Noen ganger er det verdi man må se på, andre ganger størrelse, og noen ganger overlapper de.

- Utfordrerne mener at aktiv forvaltning har null verdi?

- Og slik markedet har vært nå, har de rett. Men det går i sykluser. Den største utfordringen for aktive forvaltere er de høye kostnadene, de må jo først få inn det før de kan gi merverdi. Sånn sett starter de på hælen i ▶

forhold til andre. Samtidig har rene indeksfond etter hvert fått lavere kostnader. Strategisk beta har litt høyere kostnader igjen.

- Lite kundeinteresse

Selv om faktorinvestering foreløpig ikke er stort i Norge, har det eksistert og vært et tilbud i flere år. Flere av de største fondstilbyderne har eller har hatt sine varianter av ulike faktorfond, uten at det har tatt av.

DNB Asset Management hadde tidligere ett faktorfond, DNB Value & Momentum, som fungerte som en byggestein i deres kombinasjonsfond, men som også ble tilbudt kunder direkte. Banken har imidlertid lagt om forvaltningen av kombinasjonsfondene og bruker derfor ikke faktorfondet lenger. Ifølge Anders Petter Wik, leder for strategisk allokering og investeringskommunikasjon i DNB Wealth Management, var det ingen stor kundeinteresse for fondet.

- Faktorfond, eller smart beta, er bra så lenge faktoren bidrar til ekstra avkastning i forhold til markedet for øvrig. De har dessuten en konkurransekraft ved at de i likhet med indeksfond kan forvaltes kvantitativt og dermed tilbys til lave provisjoner, skriver Wik i en epost.

Han påpeker imidlertid at avkastningen i faktorfond vil variere over tid, og ser en fare for at kunder som skifter mellom ulike faktorfond ikke henger med i svingene og ender med dårlig avkastning.

- Det er ikke lett å treffe på avkastningsvingninger i slike faktorinvesteringer, og slike investeringer brukes derfor ofte i langsiktige investeringsstrategier, fortsetter Wik.

Han avviser imidlertid ikke at faktorforvaltning kan ha en fremtid også i Norge.

- Smart beta kan bli populært også i Norge ettersom dette kan være en kostnadseffektiv måte å oppnå meravkastning på. Spørsmålet er imidlertid om investorene klarer å bruke slike faktorfond i en investeringsstrategi slik at disse faktisk bidrar med ekstra avkastning og ikke bare hyppe porteføljeskift.

- Er faktorfond for komplisert for den vanlige fondskunde?

- Jeg tror årsaken er enklere. I dag handles de fleste spareproduktene over store plattformer, hvor det selges mest av det plattformene tjener



VOKSENDE: - I det store bildet er dette voksende, sier analytiker Thomas Furuseth i Morningstar om faktorforvaltning. - Dette har vokst veldig i USA, mens det har vært mer ruglete den siste tiden i Europa.

FOTO: NTB SCANPIX

penger på. Problemet er at konsumentene ikke krever nok, sier Christiansen i Fronteer. Han mener det også handler mye om pris.

- I aktiv forvaltning sitter det folk som er flinke i sitt fag og plukker de beste aksjene. Men all forskning viser at over tid så fungerer det ikke. Det som faktisk skaper meravkastning er veldig enkle ting, det er ikke så komplisert. Det er faktorer som verdi - om selskapene er billige, kvalitet, høy

valtningshonorarene lave, men tjene penger på høyt volum.

- Vi ser for oss å prismessig ligge nærmere indeksfond, og langt under prisene på aktiv forvaltning. Vi skal være et fresht alternativ og være tydelig på at vi tør å snakke om teknologi. Vi har en robot som aldri har en dårlig dag på jobb.

- Tradisjonell aktiv forvaltning er jo størst i Norge, og noe de fleste nordmenn sverger til i dag? Mange vil vel

- Vi har en robot som aldri har en dårlig dag på jobb.

Atle Christiansen, Fronteer Solutions



avkastning på egenkapitalen og det er lønnsomme selskaper. I prinsippet er det superenkelt, og da er det vanskelig å rettferdiggjøre en prising på 1,5-2 prosent, fortsetter Christiansen.

- Et velkjent begrep er jo at historisk avkastning ikke er noen garanti for fremtidig avkastning? Er det et argument mot deres metode?

- Nei. En ting er at man må tro på vitenskapelig tilnærming og forskning. Forskning viser at dette er ting som har fungert over lange perioder. Man må spørre seg om man tror verdien kommer til å gå videre i omtrent samme form og farge som nå, eller om det blir noe helt annet. Har vi mennesker egentlig forutsetninger for å si noe som helst annet enn det man har empirisk belegg for? spør Brun.

Planen til Fronteer er å holde for-

si at de mener det gir grei avkastning?

- Kanskje i enkelte år. Om 100 personer triller terning, så vil det være noen som får fem seksere på rad. Det handler om "luck vs. Skills". Vi ser jo på forskningen som nobelprisvinner Fama gjorde, han tok for seg hele det amerikanske fondsmarkedet og fant ut at bare én prosent av fondene leverte verdi etter kostnader. Så gjelder det å finne den ene prosenten. Hele spillet om å finne en forvalter som kan levere verdi, justert for kostnader og faktorer, er håpløst, sier Brun.

- Poenget er at man må justere for det som kan replikeres. Det at du har flaks noen ganger, kan ikke repeteres.

Ina Vedde-Fjærestad

ina@kapital.no