

# Her er Norges b

Blant rundt 100 aksjefondsforvaltere som har vært i sving på 2000-tallet, er det et fåtall som kan slå i bordet med statistisk solide resultater.

## FINANS

### Marte Ramuz Eriksen og Espen Linderud Oslo

Er det noen flinke aktive forvaltere der ute? Eller er alt bare flaks og stang inn og ut og tilfeldigheter?

For å finne svar på dette spørsmålet har DN saumfart mer enn 70 norske aksjefond som har vært i sving på 2000-tallet og gjort 350–400 regresjonsanalyser av fond i ulike perioder.

Det har vært cirka 100 forvaltere, som i korte eller lengre perioder, har hatt ansvar for de ulike fondene. Kriteriene er:

- Forvalteren må ha slått børsutviklingen etter justering for markedsrisiko, og resultatet må være statistisk signifikant i den perioden de har forvaltet fondet.

- Har forvalteren klart å slå Børsen også etter justering for såkalte risikofaktorer?

- Jo lengre historikk, jo bedre. Ingen fond/forvalter med mindre enn seks års historikk er valgt ut.

- Må ha slått Børsen siste fem år. Det betyr at forvaltere som har gjort det bra i en tidligere periode, men som ikke har klart å følge opp, faller ut.

- Sjekk med analyseselskapet Morningstars vurdering av fondene/forvalterne.

Den som scorer aller best, er Håkon Persen Søderstrøm (se forrige side).

De andre forvalterne som sniker seg gjennom nåløyet er, i tilfeldig rekkefølge:

Aller best var Søderstrøm –  
Se forrige side



**Albert Collett (54)**



**Pernille Skarstein Christensen (50)**



**Leif Eriksrød (47)**

**Utdannelse:** Maskiningeniør fra Göteborg og BSc (Honor) Technology & Business Studies fra University of Strathclyde

**Fond:** Alfred Berg-fond og Arctic Norwegian Equities (2000–2016)

**Forvaltningskapital:** 3,1 mrd. (Arctic)

Collett kan slå i bordet med statistisk signifikante resultater hvis man kombinerer to av Alfred Berg-fondene (Aktiv og Norge Classic) han har forvaltet med Arctic-perioden. I Arctic jobber rente- og aksjegruppen tett.

– Det leser lånedokumentene, det er noe jeg aldri har ørtet å gjøre, sier Collett.

Makroutsikter, selskaps- og bransjespesifikke forhold går inn i analysen av selskapene, og selskapene rangeres etter hvor attraktivt priset de er.

– Det er alltid aksjer i markedet som er feilprisert, sier Collett.

Store, likvide selskaper som DNB, Statoil, Telenor og Marine Harvest har selskap av mer risikable aksjer som NRC Group og Napatech i Arctic-porteføljen.

**Fond:** Carnegie Aksje Norge (1995–2016)

**Utdannelse:** Siviløkonom NHH

**Forvaltningskapital:** 2,5 milliarder kroner

Pernille Skarstein Christensen har forvaltet Carnegie Aksje Norge i mer enn 20 år og har slått Børsen jevnt og trutt i denne perioden.

– Vi har slått markedet i 17 av 22 år, så jeg er stolt av fondet vårt, sier hun.

Porteføljen består av cirka 25 aksjer som er blant de største og mest likvile aksjene på Oslo Børs. Obskure it- og hel-seksjer, med binært utfallsrom, styrer fondet unna. Beholdningen av aksjene i porteføljen kan avvike til dels mye fra fondsindeksemene.

Når fondet har slått Børsen den siste tiden, skyldes dette kraftig overvekt i Aker BP og undervekt i Telenor, blant annet. Fondet har i dag overvekt i Subsea 7 og Schibsted for å nevne noen posisjoner. Forvalterne baserer seg på fundamental analyse.

**Utdannelse:** Siviløkonom BI

**Fond:** Alfred Berg Gambak og Alfred Berg Norge Classic (2010–2016)

**Forvaltningskapital:** Samlet cirka 7,5 mrd.

Han forvaltet Delphi Norge til 2007, gjorde comeback hos Alfred Berg sommeren 2010. Han har i den siste perioden levert solid avkastning for alle de norske Alfred Berg-fondene, spesielt de to nevnte. Eriksrød har kun drøye seks års sammenhengende historikk å vise til.

– Portefølje forvaltning er ikke hjernekirurgi. Det gjelder å ha enkle regler, da blir sluttresultatet ganske bra, sier han.

Alfred Berg Gambak er et momentum-fond. Momentum er et fenomen i aksjemarkedet og en såkalt risikofaktor: Aksjer som har steget har en tendens til å fortsette å stige. Aker BP, Borregaard, Subsea 7, Lerøy Seafood Group og Veidekke er Alfred Berg Gambaks største veddemål nå.

I de øvrige fondene legges det mer vekt på verdivurdering av aksjene.

## Ingen garanti for fremtidig avkastning

Historiske gode resultater er ingen garanti for fremtidige.

**Oslo:** Om det er disse fondene og forvalterne som vil levere varene fremover, er uvisst.

– Selv om de har hatt gode historiske resultater, så kan det alltid komme en periode med svake resultater, sier analytiker Thomas Furuseth i Morningstar.

Det er nemlig flere eksempler

på fond som har gjort det veldig bra før det har stoppet opp, enten som følge av forvalterbytte eller som følge av at forvalteren simpelthen ikke klarer levere like gode resultater lenger. Odin Norge og Holberg Norge er eksempler på fond som har gjort det spektakulært bra over mange år, men som de siste ti årene ikke har slått Børsen. Hadde DN laget denne saken for ti år siden, ville disse to fondene blitt trukket frem.

Alf Inge Gjerde slo Børsen 12

### Systematiske risikofaktorer

- Noen kategorier aksjer har spesielle avkastnings- og risikoegenskaper. Dette kalles systematiske risikofaktorer. Småselskaper (SMB), aksjer som har steget mye (momentum) og lav børsverdi/bokført verdi (verdi) er de vanligste risikofaktorene.

### Aktive aksjefond

- I aktivt forvaltede aksjefond forsøker forvalterne å finne frem til aksjer som skal gi bedre avkastning enn den generelle børsutviklingen.
- De norske aktive fondenes forretningsidé er å slå børsutviklingen, det vil si fondindeksen (OSEFX) på Oslo Børs.
- Et indeksfond tar sikte på å oppnå samme avkastning som den generelle børsutviklingen.
- Et aktivt fond er dyreste enn et indeksfond. Et aktivt aksjefond som selges til privatkunder, koster i snitt 1,70 prosent i årlig forvalningshonorar. Et indeksfond som selges til privatkunder, tar fra null til 0,3 prosent i honorar.
- Hvis det aktive fondet ikke klarer å slå indeksen, ville kundene tjent på å kjøpe et indeksfond.

# este forvaltere



**Hans Thrane Nielsen (49)**

**Utdannelse:** Befalskolen marinen, siviløkonom og høyere avdeling finans, NHH.

**Fond:** Storebrand Norge I (2004–2016)

**Forvaltningskapital:** 5,6 milliarder kroner

Hans Thrane Nielsen tok over Storebrand Norge I i 2004. Levert jevnt bra resultater. Fondet er stiinøytralt, altså ingen spesiell vridning mot eksempelvis vekst- eller verdiaksjer. Aksjene velges ut etter fire prinsipper: Avvik mellom forvalternes egne estimer og analytikernes estimer, priseng av selskapene sammenlignet med egen historikk, pris på sammenlignbare selskap, og absolutt priseng – er aksjen dyr eller billig basert på forvalternes egne modeller.

– Norge er et saett, lite land. Det er mange selskaper som ikke følges av analytikere. Jo færre analytikere som følger en aksje, jo dårligere estimer og jo dårligere informasjonsstrøm fra aksjen, sier han.

Porteføljen utgjøres av de store, likvide selskapene på Oslo Børs pluss noen mindre selskaper.



**Odd Hellem (62)**

**Utdannelse:** Siviløkonom NHH, autorisert finansanalytiker og porteføljeforvalter, MBA finans, NHH/NFF.

**Fond:** Fondsfinans Norge (2003–2016)

**Forvaltningskapital:** 1,3 milliarder kroner

– Det gjelder å unngå tapere. Jeg har en forkjærlighet for verdiaksjer, og såkalte vekstaksjer har jeg normalt sett ikke. Jeg liker dessuten ikke aksjer med binært utfallsrom, sier Odd Hellem.

Aksjevalgene er basert på analyse av makroforhold, som oljepris, og verdivurdering av selskapene.

– Du må ha evne til å selge aksjer. Mange foreleser seg i aksjer som har gitt god avkastning. Gode selskaper kan bli for dyre, men dårlige selskaper kan også bli for billige.

Han skal også skjonne hva selskapene driver med.

De største selskapene i porteføljen er nå DNB, Storebrand, Statoil, Sparebank 1 SR-Bank, Hydro, Borregaard og Aker.



**Tore Været (54)**

**Utdannelse:** Siviløkonom St. Gallen, Sveits

**Fond:** Pareto Investment Fund (2007–2016)

**Forvaltningskapital:** 2,2 milliarder kroner

Tore Været har hatt ansvaret for Pareto Investment Fund siden starten av 2007. Kjører en kombinasjon av vekst- og verdiaksjer.

– Jeg er pragmatisk, jeg er ikke gift med én filosofi, sier han.

De siste årene har det vært mer vekstaksjer, siden renten har vært lav. Blant de største bidragsyterne til at fondet har slått Børsen er blant andre Bank Norwegian, Protector Forsikring og Schibsted.

Den største posten i porteføljen er cruideleriet RCCL, som ble tatt av Oslo Børs, men som Været mente var så lavt priset at det ikke var noe poeng å selge. Dernest følger Grieg Seafoods, Aker BP, Norwegian, Bank Norwegian og Borregaard.



**Andreas Berdal Lorentzen (42)**

**Utdannelse:** Siviløkonom NHH, revisor Høyskolen i Molde, akvakultur Høyskolen i Bodø

**Fond:** Storebrand Vekst (2009–2016)

**Forvaltningskapital:** 1,4 milliarder kroner

Han tok over Storebrand Vekst i 2009, som hadde floppet, men gjorde dette til et vinnerfond og ble det beste fondet i perioden 2009–2016. Satser på underanalyserte teknologi- og helse-selskaper og aksjer med binært utfallsrom – aksjer som enten går veldig bra eller som kan gå i baken.

Han velger selskaper som lever sitt eget liv, uavhengig av børsutviklingen.

– Mange av disse selskapene lever sitt eget liv. Om rentenivået går opp eller ned, om Kina vokser seks eller syv prosent – det er et gjesp, sier Lorentzen.

Blant selskapene han satser på nå er Link Mobility Group, Next Biometrics, Gentian Diagnostics, Data Respons, Cxe-nse og Napatech.

år på rad med Storebrand Aksje Innlund. I denne perioden var resultatene hans statistisk solide, men etter noen middels år som i sum er på linje med børsutviklingen er de ikke det lenger. Det skal altså ikke så mye til før statistisk signifikant blir insignifikant, noe som er tilfelle for det

**Førsteamanuensis Trond Døskeland** ved Norges Handelshøyskole.

store flertallet av fondene. Det er nemlig ikke noe belegg for at aktive fond i snitt klarer å slå Børsen – statistisk sett – viser DNs undersøkelser. Det er i stor

grad eksponering mot risikofaktorer som forklarer avkastningen. Det er særlig momentum-faktoren som gjør seg gjeldende.

– Analysen viser det som ofte er resultatet av fondsevaluering, vi finner at aktiv forvaltning ikke har gitt en signifikant positiv meravkastning. Hvis det er noe som har skapt positiv meravkastning, så skyldes det faktoreksponeringen. Men jeg vil ta et forbehold om at generelt er det vanskelig å måle faktoreksponering i et lite marked som det norske, sier førsteamanuensis Trond Døskeland ved NHH.

espen.linderud@dn.no  
marte.eriksen@dn.no



**Porteføljeforvalting er ikke hjernekirurgi. Det gjelder å ha enkle regler, da blir sluttresultatet ganske bra**

**Leif Eriksen**, forvalter i Ifred Berg Gambak og Alfred Berg Norge Classic (2010–2016)

## Null – statistisk sett

Hvordan gjennomsnittet av de aktive fondene har gjort det i ulike perioder. Inkluderer fond som er lagt ned. For at et resultat skal være statistisk signifikant, må t-verdien være over to.

Utvag	Antall fond	Meravkastning*	Alfa**	Faktor-alfa***	T-verdi (alfa)	T-verdi (faktor-alfa)
Etablert før 2007	62	0,38 %	0,71 %	-0,24	0,79	0,29
Etablert før 2000	44	0,01 %	0,35 %	-0,63	0,59	0,09

## Verre for småsparerne

Fondene med lavt minsteinnskudd (under 25.000) har gjennomgående høyere forvaltningshonorar. Dermed blir resultatene dårligere.

Utvag	Antall fond	Meravkastning*	Alfa**	Faktor-alfa***	T-verdi (alfa)	T-verdi (faktor-alfa)
Etablert før 2007	39	0,00 %	0,27 %	-0,80	0,42	-0,11
Etablert før 2000	31	-0,17 %	0,18 %	-0,84	0,42	-0,13

\*Årlig avkastning sammenlignet med fondsindeksem, Osef. \*\*Fondenes avkastning sammenlignet med fondsindeksem, justert for markedsrisiko. \*\*\*Fondenes avkastning sammenlignet med fondsindeksem, justert for markedsrisiko og systematiske risikofaktorer (smb, momentum og kpris/bok).

2017 DN Grafikk/Kilde: Morningstar; Bernt Arne Ødegaard (faktorer). Databehandling DN