

Finans Trym Riksen



# Fond med konsentrasjonsvansker

Aksjemarkedet påvirkes av et mindre antall selskaper enn før. Det skaper konsentrasjonsvansker for aktive forvaltere av aksjefond.



Trym Riksen

Trym Riksen, leder av porteføljeforvaltning i Gabler

● Ifølge Standard & Poor's har åtte av ti globale aksjeforvaltere gjort det svakere enn verdensindeksen det siste året. De siste tre årene har bare fem-seks prosent av de globale aksjeforvalterne slått markedet.

Det hører med til naturens orden at de fleste aktive forvaltere slås av markedet på grunn av kostnader. Nobelprisvinner i økonomi, William Sharpe, kalte dette for den aktive forvaltningens aritmetikk. Normalt er det bare 40 prosent av de aktive forvalterne som ligger foran referanseindeksen i et kalenderår, en andel som faller etter som observasjonsperioden øker.

Årsaken til aktive forvalteres spesielt svake resultater de siste ett til tre årene, er økende konsentrasjon om et lite antall selskaper i aksjemarkedet. Den nederste linjen i figuren viser hvor mye markedsverdien av verdens 50 største selskaper utgjør av verdensindeksen. Man må tilbake til 2001 for å finne en periode med like stor konsentrasjon om de 50 største som i dag.

Syv av disse 50 selskapene omtales som «Magnificent Seven» og står for halvparten av verdiene i verdens 50 største.

Konsentrasjonen om et fåtall selskaper, spesielt innenfor teknologisektoren, skyldes amerikanske selskapers dominans. Den øverste linjen i figuren viser amerikanske selskapers andel av verdensindeksen. Det siste året har USAs andel blitt større enn den var i 2001. Tall fra London Business School-forskerne Dimson, Marsh og Staunton viser at USA var like dominerende fra omtrent 1950 til 1970, samt på slutten av 1920-tallet.

Det har likevel skjedd før at aksjemarkedet domineres nesten fullstendig av en viss type selskaper. Eksempelvis utgjorde jernbaner omtrent halvparten av børsverdiene i USA og Storbritannia i 1900. Børsens lokomotiver har med andre ord oftere vist vei inn i fremtiden, enn båret bud om at endestasjonen er nær.

Med børskonsentrasjon kommer advars-



↑ Konsentrasjonen om et fåtall selskaper, spesielt innenfor teknologisektoren, skyldes amerikanske selskapers dominans, skriver Trym Riksen. Foto: Timothy A. Clary/AFP/NTB

ler om at det er farligere enn før å investere i indeksfond, hvor utviklingen avhenger av et mindre antall selskaper enn før. Dette argumentet blir hult når det fremmes av aktive forvaltere som alltid har solgt konsentrerte porteføljer med veddemål i et lite antall aksjer. En del av de samme finansforetakene har gjennom årenes løp anbefalt både tematiske fond med merkelapper som «ESG», «etisk», «teknologi», «kunstig intelligens» og mye annet, hvor konsentrasjonen var høy og kundeavkastningen lav.

Advarslene om børskonsentrasjon ledsages gjerne av påstanden om at antall børsnoterte selskaper faller – som om verdens aksjemarkeder domineres av en håndfull store på toppen og lekkasje i bunn. I USA

har antall selskaper på børs falt fra omtrent 7000 i 1996 til 3500 selskaper i dag. Det er imidlertid 40 tusen børsnoterte selskaper i resten av verden, et antall som fortsatt vokser.

Er man ute etter fravær av konsentrasjon om de største, er løsningen lett tilgjengelig. Det finnes indeksfond som investerer i omtrent 6000 av all verdens mindre selskaper. I dette småselskapsutvalget utgjør de ti største selskapene et par prosent.

En av verdens fremste eksperter på området advarer for øvrig mot å bruke antall børsnoteringer i USA til å forstå dynamikken i økonomien. Professor B. Espen Eckbo og Markus Lithell skriver i «Merger-Driven Listing Dynamics» (2023) at «det dramatiske (≈ 50 %) fallet i amerikanske børsnoteringer siden 1996 (...) reverseres fordi de «forsvunne» selskapene de facto fortsetter å eksistere inne i børsnoterte selskaper etter oppkjøp».

Advarslene om konsentrasjon på toppen og erosjon i bunn kan ses i lys av indeksfondenes økende markedsandel. Mens flere titall tusen milliarder kroner har gått inn i rimelige indeksfond det siste tiåret, har omtrent tilsvarende beløp gått ut av dyrere, aktive fond.

Dette skiftet er farlig for dem som lever av forvaltningshonorarer, men det er neppe farlig for fondskundene.

Derfor er det rimelig å spørre om advarslene om børsenes sammensetning i større grad speiler aktive fondsforvalteres frykt for egne marginer, enn reell frykt for svak kundeavkastning.

## Konsentrasjonen tiltar

↓ ■ Amerikanske selskapers andel og ■ verdens 50 største selskapers andel av verdens samlede børsverdier (verdensindeksen).

