

PERSPEKTIV #4 BLS CAPITAL

NOVEMBER 2015

BLS
CAPITAL



FORSTÅ HVAD DU INVESTERER I

I BLS Capital betragter vi investeringer i aktier som langsigtede ejerandele i virksomheder. Selskaber, som vi vurderer har en høj kvalitet og overtrufne evner til at skabe langsigtet og holdbar værdi. Vi investerer i selskaber, vi anser for at være veldrevne, i stedet for at følge med strømmen og alene fokusere på de selskaber eller aktiver, der på et givet tidspunkt er de mest populære.

Vi investerer ikke i avancerede finansielle instrumenter til erstatning for regulære aktier. For os er det de underliggende aktiver og værdier, der tæller. Vi bruger vores tid på at skabe et indgående kendskab til selskaber før vi tager en endelig investeringsbeslutning.

Vi har en stor tro på vigtigheden af at kende vores investeringer inderligt. I BLS Capital ser vi dette som en del af at skabe gode muligheder for langsigtede afkast. Ved at have en dyb indsigt i en investering kan man øge sin forståelse af selskabets fremtidige afkastpotentiale – men næsten endnu mere vigtigt kan man skabe en forståelse af selskabets underliggende risiko.

Vi er bevidste om, at tilvalg betyder fravalg, og vil hellere kende et begrænset antal selskaber rigtigt godt end at have begrænset viden om mange virksomheder. Dette er en af grundene til, at afdeling BLS Invest Danske Aktier består af mellem 10 og 15 selskaber, mens BLS Invest Globale Aktier består af mellem 25 og 30 selskaber på et givet tidspunkt.

RISIKABLE PRODUKTER

Hvorfor er det vigtigt at forstå, hvad man investerer i? Der findes en række dybt komplicerede og uigennemskuelige investeringsprodukter i markederne, som på overfladen ser attraktive ud, men reelt fratager investorerne mange af de bedste egenskaber ved aktier.

I BLS Capital følger vi eksempelvis med bekymring, når simple finansielle produkter bliver omformet til dybt komplicerede og uigennemskuelige strukturer bygget op om finansielle instrumenter for at udbydere kan tjene flere penge.

Hvis der skulle komme en ny krise på de finansielle markeder, kan vi være bekymrede for, at den stigende udbredelse af **syntetiske ETF'er** vil forværre denne. Der kan, desværre, således trækkes paralleller til den finansielle krise fra 2008, hvor den massive tilstedeværelse af komplicerede finansielle derivater baseret på blandt andet boliglån førte til hurtigere og kraftigere fald.

EXCHANGE TRADED FUNDS

Exchange Traded Funds – ETF'er – er blevet populære investeringer, siden de i 1993 blev introduceret i USA og herefter kom til Europa lige før årtusindeskiftet.

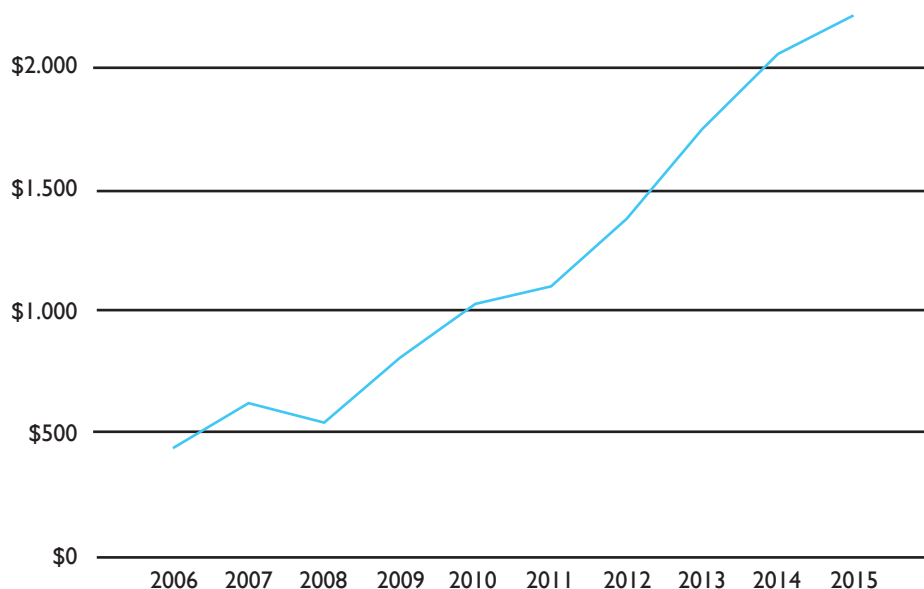
En ETF er, som navnet angiver, en børsnoteret fond, der typisk ønsker at replicere et indeks til lavere omkostninger end en traditionel investeringsforening. Udbredelsen af ETF'er har været hurtig og kraftig, og der estimeres i dag at være omkring 2.100 milliarder dollars investeret i disse produkter – svarende til omtrent 6 gange markedsværdien af de 19 selskaber i det danske C20 indeks eller næsten 7 gange Danmarks bruttonationalprodukt.

Det anerkendte revisionshus EY estimerede i starten af 2015, at markedet for ETF'er årligt vil vokse med 15 procent i USA og 20 procent i Europa over de næste fem år. Populariteten skyldes især, at man som investor kan sprede sine investeringer over et helt marked med lave omkostninger til følge. Samtidig er det let at købe og sælge beviser, da det i praksis svarer til at handle én enkelt aktie.

Den store og voksende efterspørgsel har ført til opfindsomhed. ETF'er er nu ikke kun redskaber til langsigtet investering i aktie- og obligationsindeks, men anvendes også til

mere kortsigtede og spekulative køb og salg. Der kan spekuleres i olie, guld, kaffe, valuta, gearede strategier, kinesiske A-aktier med meget mere.

KAPITAL INVESTERET I EXCHANGE TRADED FUNDS (MIA. USD)



Kilde: Barclays.

Der findes overordnet to typer: **fysiske** eller **syntetiske** ETF'er.

Den oprindelige form er de såkaldte **fysiske** ETF'er, hvor man som investor ejer et udstedt bevis, der er bakket op af en beholdning af aktier eller obligationer. Her køber man således reelt de papirer, man efterspørger. Sammensætningen af investeringen følger et givent aktie- eller obligationsmarked passivt, og man får derigennem et markedsafkast, fratrukket omkostninger samt eventuelle kurstab og -gevinster, der kan opstå i særlige situationer.

Forenklet beskrevet er de fysiske ETF'er "de gode", mens man som investor skal være mere på vagt ved de syntetiske ETF'ere. Den Internationale Valutafond (IMF) og andre

toneangivende markedsdeltagere har således udtrykt stor bekymring herom.

KOMPLICEREDE FINANSIELLE PRODUKTER

Den nyere og mere bekymrende form er de såkaldte **syntetiske ETF'er**. Modsat den førnævnte fysiske form er der *ikke* en bagvedliggende beholdning i disse. Som investor køber man således ikke de værdipapirer, markedsindekset består af. I stedet erhverves en række finansielle instrumenter – eksempelvis såkaldte optioner, futures eller SWAPs. De meget komplicerede finansielle konstruktioner bag disse ETF'er kan rumme en række u hensigtsmæssige risici, som man nu langsomt er ved at opdage.

Med introduktionen af optioner og gearing bliver risikoen langt mere kompliceret, da der indgås aftaler med mange direkte og indirekte modparter. Der findes yderligere afledte risici på kryds og tværs, som selv eksperter har svært ved at få overblik over, hvilket skaber grundlag for bekymringer.

Et eksempel på en **syntetisk ETF** kunne være et produkt, der følger kinesiske A-aktier. Det er bekosteligt, kompliceret og yderst omstændeligt for en udenlandsk investor at erhverve kinesiske A-aktier noteret i Shanghai eller Shenzhen. I stedet for at erhverve disse aktier, investeres der ofte i disse selskaber gennem finansielle kontrakter med lokale kinesiske børsmæglere, hvormed disse vil betale en pengestrøm svarende til afkastudviklingen i markedet. Ved at indgå disse kontrakter består "værdien" af ens investering i modpartens evne til at overholde denne og gennemføre fremtidige betalinger. Dette medfører således en modpartsrisiko.

Modpartsrisiko er en risiko for, at aftalens anden part (modparten) ikke overholder sin del af aftalen. En misligholdelse af aftalen medfører et finansielt tab. Set i bakspejlet var en mangelfuld styring af modpartsrisikoen en af de væsentlige årsager til eskaleringen af den finansielle krise i 2008. I denne periode var der flere store banker – også i Norden – som ikke var i stand til at imødekomme deres del af aftalen.

ADVARSLER

Tilbage ved den spæde start i 1993 var der reelle værdipapirer bag ETF'erne, der modsvarede værdien af udstedte beviser. Der var således tale om **fysiske ETF'er**. Grundet lovgivning udgør de **fysiske ETF'er** hovedparten af markedet i USA, mens situationen er anderledes i det hurtigere voksende marked i Europa. Her estimeres de **syntetiske**

ETF'er at udgøre over 70 procent. IMF hæfter sig ved den øgede acceleration af markedet, og specifikt brugen af derivater til replikation i **syntetiske EFT'er**, da den øgede kompleksitet ved disse finansielle instrumenter øger risikoen for investorer.

Det har ikke skortet på løftede pegefingre eller advarsler fra myndigheder, som forståeligt kæmper for ikke at glemme lektionerne fra finanskrisen. I sommeren 2011 var både IMF, BIS og G20-landenes Financial Stability Board på banen med offentlige advarsler til myndighederne i lighed med en række andre, anerkendte institutioner.

Kritikken går blandt andet på, at ETF'er er et forholdsvis ungt produkt, som ikke for alvor er blevet testet under hårde markedstilstande og derfor stilles disse (ubesvarede) spørgsmål: Hvorfor lave et syntetisk produkt, når det kan konstrueres med reelle underliggende aktiver? Hvem monitorerer disse syntetiske strukturer? I hvor høj grad er investorerne beskyttet i situationer med stressede finansielle markeder?

LIKVIDITET

På overfladen er en ETF let at handle, hvilket gør den til et på papiret likvidt værdipapir. Hos BLS Capital opfatter vi dog likviditet i stabile markeder på en anden måde end likviditet i mere stressede markeder. Når eller hvis en krise kommer, kan investeringsfonde reelt ikke være mere likvide end de værdipapirer, der ligger i fondene.

I en dansk investeringsforening foretages en emission ved køb af andele, og ved salg af andele er foreningen forpligtet til at indløse til indre værdi. Det vil sige markedsværdien af de underliggende aktiver, og markedsprisen for andele vil således som udgangspunkt følge udviklingen i de underliggende aktiver. En ETF prisfastsættes derimod udelukkende via bud og udbud i markedet. Effekten af dette er, at man kun kan sælge, hvis der er en køber.

I et normalt marked vil kursen på ETF'en også følge den indre værdi som følge af det, der i finansiell teori kaldes en arbitragemekanisme. Hvis en **fysisk ETF** kan købes under indre værdi, kan professionelle markedsdeltagere erhverve den og herefter bytte mod de underliggende aktiver, hvormed der skabes øjeblikkelig profit. I et normalt fungerende marked er der altid nogle, som holder øje med muligheder som denne.

En problemstilling kan således være, at de **syntetiske ETF'ers** underliggende finan-

sielle kontrakter oftest har en markant anderledes risikoprofil end de værdipapirer, der forsøges kopieret. Det er således ikke sikkert, at der kan findes en køber af disse kontrakter, hvorfor udviklingen i værdien af den **syntetiske ETF** kan afvige markant fra udviklingen i indekset, hvis der ikke er en villig køber.

Således kan man ikke veksle den **syntetiske ETF** med de underliggende aktier i indekset, og den tidligere omtalte arbitragemekaniske har således ikke den samme effekt på disse, hvis markedsprisen afviger fra det udvalgte aktie- eller obligationsindeks.

Udfordringen opstår derfor især ved stressede markeder, hvor likviditeten oftest er lavere. Her kan der forekomme uforholdsmæssige store afvigelser fra indre værdi, hvilket kan medføre store tab for investorer, hvis et salg foretages på et uheldigt tidspunkt.

Et eksempel på dette skal vi ikke langt tilbage i tid for at finde. Mandag den 24. august 2015 stod det amerikanske marked til at åbne lavere ved åbning efter store kursfald i Asien og Europa. Ved åbningen af handlen faldt værdien af S&P 500 således med hele 5,3 procent. På samme tidspunkt faldt flere store serier af ETF'er med 20 procent eller mere, hvad der var en katastrofe for investorer, som skulle sælge. iShares Core S&P 500 ETF, som har 65 milliarder dollars under forvaltning, faldt hele 26 procent svarende til 20 procent under indre værdi.

REELLE AKTIVER ER AT FORETRÆKKE

I BLS Capital er vi bekymrede over den hastigt voksende udbredelse af **syntetiske ETF'er**, hvorfor vi har beskrevet nogle af udfordringerne i dette Perspektiv. Produkterne indeholder en risiko, som er vanskelig at gennemskue for såvel lægmand som fagfolk, og risikoegenskaberne fremgår ikke altid af varedeklarationen.

På trods af at ETF fremtræder og markedsføres som værende billige grundet lave løbende omkostninger, fortæller udstederne i investeringsbankerne samtidig aktionærer, at indtjeningen på disse er stor og voksende. Det er således i disse bankers interesse, at promovere et yderligere salg af ETF'er til deres kunder.

De fysiske ETF'er kan have en ganske fin anvendelse i mange investorers porteføljer, men det er vigtigt at forholde sig til, hvad man reelt investerer i. Her må man nødvendigvis se på, hvordan produktet er skruet sammen. Ved købet af en **syntetisk ETF** er-

hverves der således ikke de aktiver, markedet består af. Dette kan føre til erhvervelsen af utilsigtet risiko.

Vores opfordring er, som altid, at investere langsigtet og som investor kræve at ens investeringsforening eller ETF viser alle dele af porteføljen – også eventuelle finansielle instrumenter. Som investor skal man kunne se, at man investerer i reelle værdipapirer og ikke afledte instrumenter, der forsøger at kopiere udviklingen i disse.

I BLS Capital erhverver vi således regulære ejerandele i selskaber, og det er en af årsagerne til, at vi altid kan gå fremtiden i møde med fortrøstning. Vi har tillid til, at de reelle værdier er tilstede i selskaberne. Selskaber, som tjener penge og skaber værdi hver eneste dag uanset om børsen fungerer eller ej.

ORDFORKLARING:

Exchange Traded Funds

Exchange Traded Funds – forkortet: ETF – er en investering i brede aktieindeks. Eksempelvis vil en ETF på det anerkendte S&P500 indeholde alle selskaberne i dette indeks og med samme fordeling. Afkastet på en ETF følger således i store træk markedsafkastet.

Optioner

En option er et såkaldt finansielt instrument, hvormed man opnår rettigheden til enten at købe eller sælge et aktiv på en forhåndsbestemt kurs – dette kan være enten på en forudbestemt dato eller blot inden en "udløbsdato". En såkaldt "call-option" er et eksempelvis retten til at købe et aktiv til 25 kr., uanset hvad markedsprisen end måtte være på det tidspunkt.

Futures

En future er en aftale om på en given dato at handle et aktiv på en fastlagt kurs. En aftale om at købe en given aktie til en given pris om 6 mdr. kunne være et eksempel på dette.

Hvor en option er rettighed til at udføre en handel, er man med en future forpligtet hertil. En optionshaver kan således vælge ikke at benytte denne, hvis det ikke er fordelsagtigt på tidspunktet, mens man ved en indgåelse af en future forpligter sig til handlen.

SWAP

Under en swap-aftale er det på forhånd aftalt, at man afgiver et afkast/en pengestrøm mens man modtager et andet afkast/en anden pengestrøm fra modparten. SWAPs er blevet alment kendt i Danmark efter en lang række andels- og boligforeninger indgik såkaldte rente-SWAPs i årene op til finanskrisen.

Modpartrisiko

Modpartrisiko er risikoen for at lide et finansielt tab som følge af en modparts misligholdelse af sine betalingsforpligtelser. Mangelfuld styring af modpartrisiko var en væsentlig årsag til eskaleringen af finanskrisen i 2008.

Gearet strategi

I en gearet-strategi låner en investor/spekulant et beløb til brug for investeringen. Dette forstærker effekten af afkastet – mens dette kan være fordelagtigt ved opadgående kurser er det også mindre fordelagtigt ved nedadgående kurser.

International Monetary Fund – IMF

På dansk Den Internationale Valutafond. Senest har denne været omtalt for at yde finansiel hjælp til lande som Grækenland mod at disse lande vedtager og udfører en række reformer for at genoprette sundheden af de finansielle systemer.

Bank of International Settlement – BIS

Fra hovedsædet i Basel forsøger BIS at fremme internationalt monetært og finansielt samarbejde. BIS fungerer i praksis som bank for verdens centralbanker og blev oprettet i 1930, som den første internationale finansielle institution.

Financial Stability Board

FSB blev oprettet i 2009, og har fem overordnede områder, der skal overvåges – herunder blandt andet gennemsigtigheden og prisfastsættelsen af finansielle aktiver, samt risikoen i de finansielle systemer.

US Securities and Exchange Commission

I daglig tale kaldet SEC. SEC overvåger værdipapirhandel i USA, og skal sikre, at aktiviteterne her er i overensstemmelse med lovgivningen for at beskytte investorer.

iShares Cores S&P 500

iShares er den verdensspændende kapitalforvalter Blackrocks produkt inden for exchange traded funds. Denne specifikke ETF har fysiske underliggende aktiver og følger det amerikanske S&P500, der indeholder de 500 største noterede selskaber i USA.

BLS Capital er en åben og tilgængelig kapitalforvalter, som deler sin viden med sine medinvestorer. Det gør vi via vores hjemmeside, Perspektiver, halv- og helårsrapporter, generalforsamling og arrangementer. Vores information er målrettet både private og professionelle investorer. BLS Capital vurderer, at løbende information fremmer mulighederne for medinvestorer for over tid at opnå et vellykket, langsigtet investeringsforløb.

Dette perspektiv er udarbejdet af BLS Capital Fondsmæglerselskab A/S på baggrund af offentlige oplysninger og egne beregninger. BLS Capital forbeholder sig alle rettigheder til at ændre holdning. Det er ikke en opfordring til at købe eller sælge nogle former for værdipapirer. Husk, at historiske afkast ikke er nogen indikation på fremtidige afkast, og at skøn om fremtidig udvikling kan vise sig at være forkerte.



Send gerne perspektivet videre til venner og bekendte,
der kunne have glæde af det. Tilmelding til mailservice her

Har du spørgsmål eller kommentarer til nyhedsbrevet,
er du velkommen til at kontakte
BLS Capital på info@blscapital.dk eller 4558 4020.



BLS
CAPITAL