

## HVA GJØR EN INDEKSFORVALTER?

Indeksfond blir stadig mer populære og ofte anbefalt til fondssparere<sup>1</sup>. De lave honorarene er den fremste grunnen til suksessen. Aktivt forvaltede fond sliter med å tjene tilbake de høye honorarene som trekkes ut, mens indeksfond krever mindre forvaltningsarbeid og kan tilby markedsavkastning til lavere kostnader<sup>2</sup>.

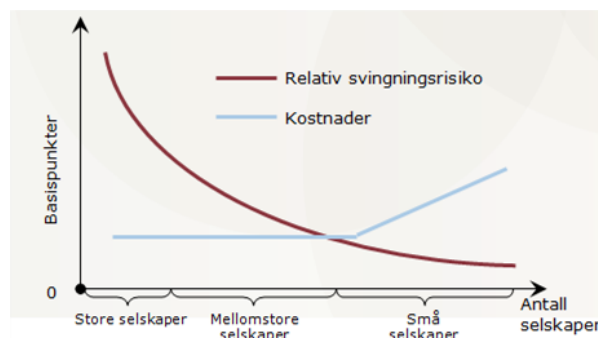
Indeksfond skal gjenspeile et gjennomsnitt av aksjene på den aktuelle børsen - som oftest vektet etter selskapsstørrelse. Slik kan indeksforvaltning i stor grad støtte seg på automatiserte prosesser og holde kostnadene på et minimum - stordriftsfordelene blir massive. Men betyr det at indeksforvalteren er irrelevant for avkastningen? Hva er egentlig forvalterarbeidet i indeksfond? Selv om store deler av indeksforvaltning er automatisert, er det problemstillinger en indeksforvalter må ta stilling til.

### Indeksmetodikk

Et indeksfond skal levere tilnærmet lik avkastning som indeksen. Det grunnleggende spørsmålet er hvilken metodikk man vil bruke når aksjeporteføljen skal settes sammen. En portefølje som skal følge en smal nasjonal indeks vil sannsynligvis bruke en annen metodikk enn en portefølje for en bred global indeks. Nasjonale indekser kan bestå av et titalls selskaper, mens indekser som dekker hele det globale markedet består av opptil 8 000 selskaper.

For den nasjonale indeksen kan det godt tenkes at man kjøper samtlige aksjer til den nøyaktige vekten de har fått tildelt – såkalt fullreplikering. For en bred indeks kan man med rimelig sikkerhet oppnå indeksavkastning selv om man ikke holder samtlige aksjer i indeksen – det kan man få til ved en systematisert eller optimalisert aksjeutvelgelse.

Det kan påløpe unødige administrative kostnader ved å holde tusenvis av aksjer som utgjør liten forskjell på avkastningen - forvalteren bør derfor vurdere hvor mange av aksjer som behøves i porteføljen for å sikre indeksavkastning. I tillegg kan de minste aksjene i en indeks være lite omsettelige og da må behovet for å kjøpe dem vurderes mot kurspåvirkningen ved en handel. En indeksforvalter vil naturligvis anvende analyseverktøy for å gjøre disse evalueringene og jevnlig tilpasse verktøyene til porteføljene og markedene.



Figur1: Kostnadene med å handle mange aksjer veies mot risikoen for ikke å treffe indeksavkastningen.

Neste spørsmål er hvordan og når aksjene skal handles i markedet. Aksjevektingen i indeksen endres hver dag i en global indeks (selv utover det som skyldes prisbevegelser). Å handle i aksjemarkedet for å tilpasse seg enhver endring på daglig basis ville ha belastet porteføljen med unødige

<sup>1</sup> <http://www.dinepenger.no/spare/indeksfond-en-skjult-gullgruve/599130>

<http://www.dn.no/privatokonomi/article2010106.ece>

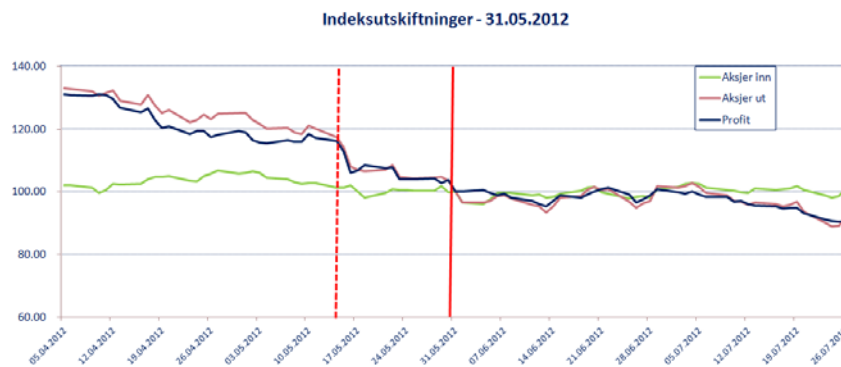
<sup>2</sup> <http://www.forskning.no/artikler/2010/juni/252549>

handelskostnader. Indeksforvalteren vil derfor begrense handelsaktiviteten til et nødvendig minimum – for eksempel ved å benytte tegninger til fondet til å tilpasse seg både gjennomførte og annonserte vektendringer. Risikoverktøy vil igjen være viktig for indeksforvalteren for løpende å vurdere sannsynligheten for å få avkastningsavvik fra indeksen. Til slutt er det forvalterens oppgave å bruke de rette kanalene og algoritmene for å få handlet aksjene til lavest mulig kostnad og minimal kurspåvirkning.

### Passiv indeksforvaltning

Det er påpekt at indeksforvaltning kan komme med skjulte kostnader<sup>3</sup> - indeksen mekaniske regler kan utnyttes av andre aktører i markedet. Det er ofte kjent i forveien hvilke aksjer indeksen kommer til å kjøpe og selge.

På jevnlig basis byttes noen aksjer i indeksen ut med nye aksjer – dette skjer for at indeksen så langt som mulig skal gjenspeile det faktiske aksjemarkedet. Men kursene på aksjene som er annonsert på vei inn i indeksen har en tendens til å bli drevet opp i forkant av indeksenringen – og tilsvarende kursfall for aksjer som er på vei ut<sup>4</sup>. En indeksforvalter kan beskytte porteføljen fra denne effekten ved å handle på andre tidspunkt enn den offisielle indekssdatoen.



Figur 2: Aksjene som skal kjøpes og selges er gunstigere priset i forkant enn på selve utskiftingsdagen.

Indeksavkastningen kan også reduseres av at indeksreglene ikke klarer å bevare aksjeverdien fullt ut når selskaper annonserer tegningsretter, emisjoner eller oppkjøpstilbud. Ved gitte selskapshendeler foretar indeksen et mekanisk valg før den reelle svarfristen og gir således fra seg valgmuligheter som kan være verdifulle. I andre tilfeller kan indeksen behandling av selskapshendelsen avhenge av forvalternes stemmegivning – den passive investeringsstrategien vil altså først være kjent etter man har avgitt stemme.

Forvalteren bør i disse tilfellene sørge for at indeksfondet får samme muligheter som andre investorer. En absolutt passiv indeksforvaltning er altså verken mulig eller ønskelig. En dedikert indeksforvalter bør overvåke indeksen mulige svakheter og sørge for at fondet får den fulle avkastningen av selskapene i indeksen.

<sup>3</sup> <http://www.morningstar.no/no/news/86392/Hvordan-velge-indeksfond.aspx>

<sup>4</sup> Chen et al., Financial Analysts Journal, Volume 62, Number 4, 2006 anslår denne effekten til å redusere den årlige avkastningen for S&P500-indeksen med 0,12 % og hele 1,84 % for Russell 2000-indeksen.