

Aktiv kontra passiv forvaltning

Bechmann, Ken L.; Pedersen, Lasse Heje

Document Version
Final published version

Published in:
Finans/Invest

Publication date:
2017

License
Unspecified

Citation for published version (APA):
Bechmann, K. L., & Pedersen, L. H. (2017). Aktiv kontra passiv forvaltning. *Finans/Invest*, (3), 2-4.

[Link to publication in CBS Research Portal](#)

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us (research.lib@cbs.dk) providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Download date: 04. Jul. 2025



Aktiv kontra passiv forvaltning

Ken L. Bechmann and Lasse Heje Pedersen

Journal article (Publisher's version)

CITE: Aktiv kontra passiv forvaltning. / Bechmann, Ken L.; Pedersen, Lasse Heje.
In: *Finans/Invest*, No. 3, 06.2017, p. 2-4.

Uploaded to [Research@CBS](#): March 2018

Aktiv kontra passiv forvaltning

Fordele og ulemper ved aktiv og passiv forvaltning har fået fornyet opmærksomhed blandt andet i forbindelse med den forestående implementering af MiFID II. Som bidrag til denne diskussion indeholder dette nummer af Finans/Invest tre artikler, der behandler aktiv og passiv forvaltning fra forskellige vinkler. Denne leder forklarer, hvorfor valget mellem aktiv og passiv forvaltning er mere kompliceret, end hvad man kunne tro ved første øjekast, og konkluderer, at der vil være plads til – og behov for – begge typer forvaltning.

AF FORFATTERE



Professor **Ken L. Bechmann**, Institut for Finansiering, Copenhagen Business School, CBS
E-mail: kb.fi@cbs.dk

Ken L. Bechmann er professor i finansiering ved Copenhagen Business School.



Professor **Lasse Heje Pedersen**, Institut for Finansiering, Copenhagen Business School, CBS og AQR Capital Management.
E-mail: lhp.fi@cbs.dk

Lasse Heje Pedersen er professor i finansiering ved Copenhagen Business School og principal hos AQR Capital Management.

Hvem vinder – aktiv eller passiv forvaltning?

Aktive forvaltere har et incitament til at vise de fonde, som har haft de bedste afkast og give udtryk for, at de kan slå markedet, men mange fonde ender med at levere skuffende resultater. Med udgangspunkt i Sharpe's (1991) "The Arithmetic of Active Management" fremføres ofte, at passiv forvaltning altid i gennemsnit vil vinde over aktiv forvaltning. Argumentet er simpelt, at markedet udgøres af aktive og passive investorer. Når passive investorer endvidere (før omkostninger) har et afkast svarende til markedet, må aktive investorer (ligeledes før omkostninger) i gennemsnit også have et afkast svarende til markedet. Da omkostninger ved aktiv forvaltning er højere end ved passiv forvaltning konkluderes, at det gennemsnitlige afkast fra aktiv forvaltning er lavere end afkastet fra passiv forvaltning.

Der synes dog at være flere argumenter for, at ovenstående ikke nødvendigvis holder i den virkelige verden. For det første kan det ikke udelukkes, at et mindretal af porteføljemanagere har strategier, der gør dem i stand til at slå passive investeringer,

selv om gennemsnittet af de aktive investorer ikke kan. For det andet gælder Sharpe's aritmetik ikke helt eksakt, som vi vil redegøre for i det følgende.

Fordelen ved passiv investering

Passiv investering handler om at minimere omkostningerne. Hvis en kapitalforvalter tager 1,5% i omkostninger, så lyder det måske ikke af meget, men det kumulerer over tid. Desuden skal de årlige omkostninger ses i forhold til de årlige forventede afkast – hvis det forventede afkast f.eks. er 6%, så er de nævnte omkostninger en fjerdedel af afkastet!

Når man køber den billigste vare i et supermarked, så forventer man typisk, at kvaliteten er derefter. Det overraskende ved investeringsverdenen er, at passiv investering – den billigste investeringsform – typisk er et "middel produkt", ikke det dårligste produkt, så det er god værdi for pengene.

Som en anden analogi: hvis man virkelig sparer på kræfterne i et løb eller en anden konkurrence, så vil man ofte forvente at komme sidst i mål, men i investeringsverdenen kommer man i mål ca. midt i feltet af aktive investorer (før omkostninger). Det er jo et rigtig godt resultat, hvis man kan slå halvdelen af dem, som gør deres bedste som aktive investorer, imens man selv minimerer omkostningerne som passiv investor.

De passive er ikke helt passive

Selv om passive investorer får et afkast tæt på middel, så får de ikke nødvendigvis præcis de samme afkast før omkostninger som den gennemsnitlige aktive investor, fordi Sharpe's aritmetik ikke nødvendigvis er helt eksakt, jf. Pedersen (2017). Det skyldes, at den passive fond i en række tilfælde er nødsaget til at handle for løbende at matche fondens indeks, og at de passive indeks ikke udgør hele markedet. Dette sker eksempelvis i forbindelse med ændringer af indekset, aktieemissioner og aktietilbagekøb. Udover de handelsomkostninger, som dette medfører, kan disse events være til direkte ulempe for passive fonde. Dette

REDAKTØR: Professor **Ken L. Bechmann**, CBS (Ansvh.). **REDAKTION:** Professor **Charlotte Christiansen**, Aarhus Universitet | Professor **Christian Riis Flor**, Syddansk Universitet | Professor **Peter Norman Sørensen**, Københavns Universitet.

ADVISORY BOARD: Adm. direktør **Lars Bo Bertram**, BankInvest | Adm. direktør **Jeppe Christiansen**, Maj Invest A/S | Professor **Anders Grosen**, Aarhus Universitet | Vicedirektør **Henrik Hjortshøj-Nielsen**, Nykredit | Direktør **Christian Hyldahl**, ATP | Bankdirektør **Niels Erik Jakobsen**, Jyske Bank | **Niels-Ulrik Moustén** | Direktør **Ulrik Nødgaard**, Finansrådet | Lektor **Henrik Ramlau-Hansen**, CBS | Nationalbankdirektør **Lars Rohde**, Danmarks Nationalbank | Bestyrelsesformand **Peter Schütze**, DSB | CEO **Lené Skole**, Lundbeckfonden.

REDAKTIONSPANEL: Lektor **Tom Aabo**, Aarhus Universitet | Lektor **Michael Christensen**, Aarhus Universitet | Professor **Nis Jul Clausen**, Syddansk Universitet | Professor **Tom Engsted**, Aarhus Universitet | Professor **Jesper Lau Hansen**, Københavns Universitet | Partner **Svend Jakobsen**, Scanrate Financial Systems A/S | Professor **Bjarne Astrup Jensen**, CBS | Professor **Peter Løchte Jørgensen**, Aarhus Universitet | Direktør **Jan Kondrup**, Lokale Pengeinstitutter | Professor **David Lando**, CBS | Lektor **Linda Sandris Larsen**, CBS | Lektor **Jesper Lund**, CBS | Professor **Michael Møller**, CBS | Lektor **Peder Harbjerg Nielsen**, Aarhus Universitet | Lektor **Claus Parum**, CBS | Aktieanalysechef **Jacob Pedersen**, Sydbank | Direktør for Forretningsudvikling **Peer Roer Pedersen**, Jyske bank | Professor **Thomas Plenborg**, CBS | Direktør **Peter Reedtz**, Asset Allocation Institutet | Chefanalytiker **Per Søgaard-Andersen**, Danske Capital | Analysechef **Thomas Winther Sørensen**, Nordea | Professor **Carsten Tanggaard**, CREATES, Aarhus Universitet | Professor **Frank Thinggaard**, Aarhus Universitet | Investeringsdirektør **Jan Østergaard**, Industriens Pension.

er specielt udtalt i forbindelse med ændringer i indekset, hvor passive fonde for at minimere tracking error vil justere porteføljen samtidig med den egentlige ændring i indekset. Da disse ændringer enten er annonceret tidligere og/eller forudset af markedet, vil de positive effekter af, at en aktie bliver en del af indekset, være indregnet i aktiekursen i perioden inden ændringen får virkning. Tilsvarende gælder, når en aktie ryger ud af indekset. Med andre ord vil passive fonde systematisk være nødsaget til at købe aktien, efter at kursen er steget og sælge aktien, når den er faldet.

Petajisto (2011) analyserer konsekvenserne af disse indekseffekter for S&P 500 og Russell 2000 og finder, at effekterne fra annoncering af ændringen til selve ændringen i gennemsnit for de to indeks har været +8,8% og +4,7% for inklusioner og -15,1% og -4,6% for eksklusioner. De tilsvarende overordnede omkostninger (såkaldt index turnover cost) på afkastet for den passive investor estimeres til mindst at være henholdsvis 0,21-0,28% og 0,38-0,77% årligt.

Endelig er der en række eksempler på, at selv større indeksfonde kun investerer i et udsnit af det indeks, der udgør fondens benchmark, jf. Bechmann og Nielsen (2015). Dette gøres uden tvivl for at undgå for store handelsomkostninger, men det betyder alt andet lige, at der nu her haves et "aktivt" valg i forhold til, hvorledes man gennemfører den passive strategi. Dette betyder også, at der for indeksfonde vil være en afvejning mellem omkostningsprocenter og tracking error.

Fordelen ved aktiv forvaltning

Aktive investorer kan bruge deres dygtighed, flid, store mængder af data og analyser til at søge at skabe højere afkast på grundlag af de risikopræmier og "inefficiencies", der kan være i markedet, jf. en række eksempler herpå i Pedersen (2015). Deres handelsstrategier kan både være at udnytte de muligheder, som opstår, fordi de passive holder en varierende delmængde af markedet, og strategier, hvor de aktive investorer spekulerer imod hinanden, således at den enes gevinst er den andens tab. Sidstnævnte strategier indeholder de tilfælde, hvor aktive forvaltere bidrager med likviditet til investorer, som ønsker at afdække forskellige risici, således at de tjener en risikopræmie.

Det er vigtigt at huske, at aktive investorer spiller en vigtig rolle i økonomien, idet det er dem, som gør markedet relativt efficient. De finansielle markeder skal i sidste ende hjælpe virksomheder med at finansiere deres aktiviteter, og aktiv stillingtagen til den enkelte investeringscase er helt essentielt for, at kapitalmarkedet allokerer kapitalen bedst muligt. Dette gælder i særdeleshed i forbindelse med større events såsom børsnoteringer, overtagelsestilbud m.v. Hvis alle investorer var passive og ikke ville deltage i børsnoteringer, så kunne nye virksomheder ikke komme på markedet. Hvis alle investorer var passive og per automatik deltog pro rata i alle børsnoteringer, så ville alle børsnoteringer blive en succes uafhængig af prisfastsættelsen og uafhængig af, om det var en korrupt virksomhed eller ej. Begge disse situationer er naturligvis ikke holdbare.

Hvad siger empirien?

En række undersøgelser viser, at de aktive fonde i gennemsnit har mere end svært ved at slå de passive fonde, jf. blandt andet

LEDER

Aktiv kontra passiv forvaltning

Af: Ken L. Bechmann og Lasse Heje Pedersen

SIDE 2

BIVIRKNINGER VED PASSIV INVESTERING

Samfundsøkonomiske bivirkninger ved passiv investering

Af: Michael Clemens og Lars Bo Bertram

SIDE 5

INDEX INVESTMENTS AND ESG

Index investments and the integration of ESG

Af: Matti Tammi

SIDE 12

AKTIVE FONDE VURDERET RELATIVT TIL PASSIVE

Aktive fonde head-to-head mod passive alternativer

Af: Nikolaj Holdt Mikkelsen

SIDE 18

REDAKTØRENS KOMMENTAR TIL RANGLISTEN

Ranglisten over bankernes soliditet – en smiley-ordning for bankerne

Af: Ken L. Bechmann

SIDE 25

RANGLISTE OVER BANKERNES SOLIDITET

Ultimo 2016-rangliste over de danske børsnoterede bankers soliditet

Af: Johannes Raaballe

SIDE 26

INFORMATION: Udgiver, abonnement og annoncetegning



FINANS/INVEST

Finansforeningen, H.C. Andersens Boulevard 7, 1. 1553 København V, Tlf. 33 32 42 75, E-mail: mail@finansinvest.dk, www.finansinvest.dk

Manuskripter sendes til: Ken L. Bechmann, Institut for Finansiering, Copenhagen Business School E-mail: kb.fi@cbs.dk

Kr. 1.750 inkl. moms og porto pr. årgang (fuldtidsstuderende 1/2 pris)

Udgave nr. 342, Juni 2017 – ISSN 0106-1798 – Oplag: 2000

Tidsskriftet er uafhængigt af organisationsinteresser og har som formål formidling af fakta om og analyser af investering, finansiering og kreditformidling samt den lovgivning, der knytter sig hertil.

Gengivelse af artikler mv. er kun tilladt med udgiverens forudgående tilladelse.

Layout/produktion: www.henrietteDupont.dk Tryk: www.ecograf.dk

FINANS
FORENINGEN | THE DANISH
FINANCE SOCIETY



FORTSÆTTER SIDE 4 ►

Mikkelsen (2017) i dette nummer. Bechmann og Nielsen (2016) finder som udgangspunkt samme resultat men viser, at hvis de aktive fondes performance måles før formidlingsprovision (men efter selve investeringsomkostningerne), så forsvinder denne underperformance, og de aktive fonde ender i gennemsnit (på 3, 5 og 7 års horisont) med et positivt – om end insignifikant – merafkast i forhold til fondenes benchmark.

Den nyere akademiske litteratur synes også at bekræfte, at der findes fonde, der er i stand til at skabe et merafkast selv efter omkostninger. Som eksempel kan nævnes Kosowski, Timmermann, Wermers og White (2006) som konkluderer: “we find that a sizable minority of managers pick stocks well enough to more than cover their costs. Moreover, the superior alphas of

these managers persist.” Tilsvarende finder en del anden litteratur, at der også blandt hedge fonde, private equity og venture fonde er fonde, hvis forvaltere besidder ”skill”.¹

Problemet med at identificere gode forvaltere

Det kan således ikke afvises, at der findes aktive forvaltere, der

1. For hedge fonde kan eksempelvis henvises til Jagannathan, Malakhov, og Novikov (2010) mens Kaplan og Schoar (2005) betragter private equity og private equity fonde.

FORTSÆTTER SIDE 16 ►

RES: Redaktørens Executive Summary

Samfundsmæssige bivirkninger ved passiv investering

Af Michael Clemens og Lars Bo Bertram

Passive indeksinvesteringer synes at have negative bivirkninger på aktiemarkederne. Noget tyder ydermere på, at øget kapitalkoncentration (drevet især af passive indeksfonde) kan medføre kartellignende tilstande på markederne for almindelige investeringsprodukter og -services. Fokus fra regulatorer og politikere bør derfor også inkludere overordnede samfundshensyn og ikke kun indeksfondes omkostningsfordele. Billige indeksfonde for den enkelte investor kan ende med at være dyrt købte for samfundet som helhed. ■

Index investments and the integration of ESG

Af Matti Tammi

Denne artikel beskriver den accelererende udbredelse af indeks fonde og ETF'ere samt deres anvendelse i moderne porteføljestrategier. Artiklen diskuterer endvidere de væsentligste årsager til den voksende udbredelse og konkluderer herpå, at væksten forventes at fortsætte. I forlængelse heraf redegør artiklen for, hvorledes et tilsvarende øget fokus på environmental, social and governance (ESG) forhold i porteføljer giver udfordringer for indeksfonde og ETF'ere og forskellige muligheder for at adressere disse. ■

Aktive fonde head-to-head mod passive alternativer

Af Nikolaj Holdt Mikkelsen

I takt med øget bevågenhed om aktive forvalteres manglende formåen og investorernes flugt mod billigere, passive

alternativer er det bl.a. fremført, at performanceevaluering mod forvalternes egne benchmarks er unfair. Argumentet er, at markedseksposeringen ikke kan opnås uden omkostninger. Morningstar Active/Passive Barometeret evaluerer performance i amerikanske, aktivt forvaltede fonde mod passive alternativer og adresserer dermed kritikken. Denne artikel ser nærmere på, hvordan aktive fonde klarer sig, når benchmark ikke er markedsafkastet men et komposit af passive alternativer. ■

Ranglisten over bankernes soliditet – en smiley-ordning for bankerne

Af Ken L. Bechmann

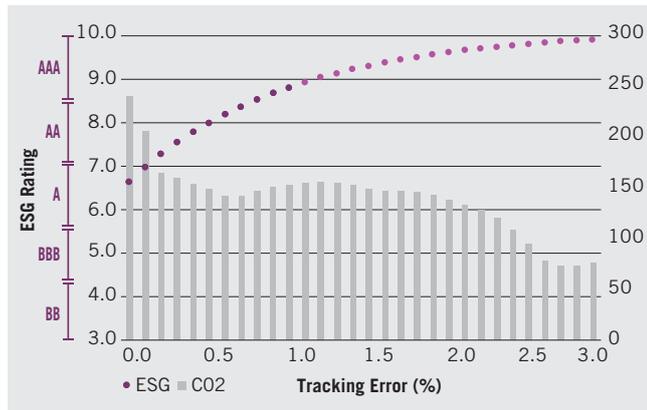
Artiklen Raaballe (2017) i dette nummer af *Finans/Invest* præsenterer en ultimo 2016-rangliste over de danske, børsnoterede bankers soliditet. Redaktøren knytter i denne minileder et par kommentarer til ranglisten. Det fremføres specielt, at ranglisten, udover at fungere som en smiley-ordning om tilstanden i de enkelte banker, kan erindre om, at nogle banker stadig er svagt kapitaliseret, og at disse fortsat bør have fokus på at få øget robustheden til gavn for den finansielle stabilitet. ■

Ultimo 2016-rangliste over de danske børsnoterede bankers soliditet

Af Johannes Raaballe

Baseret på MSolvens indeholder denne artikel en rangliste over de danske børsnoterede bankers soliditet opgjort ultimo 2016 suppleret med forfatterens kommentarer til betydningen af en banks placering på ranglisten samt udviklingen i ranglisten i perioden 2014 til 2016. Formålet med listen er at bidrage med information om, i hvor høj grad de enkelte banker kan opfattes som sikre. ■

FIGURE 6: Comparing tracking error, ESG and carbon emission



Notes: The above is based on a simulation that aims to maximize a hypothetical portfolio's ESG rating. In constructing the hypothetical portfolio, BlackRock takes all companies in the MSCI World Index and MSCI ESG data and performs a standard mean variance optimization for each given tracking error. * Carbon emissions data are measured in metric tons per million US dollars in total capital (total equity and debt). The forward looking tracking error is an estimation that uses the BlackRock Fundamental Risk for Equity model. Source: MSCI, BlackRock calculations as of 30 December 2016.

takes over 200 bps of tracking error before obtaining a further significant reduction in carbon emissions.

The relationship between carbon emission and ESG rating is not necessarily consistent. However, companies with low carbon emissions may have low ESG ratings due to, for example, corporate governance concerns. For investors explicitly seeking to achieve both lower emissions and higher ESG scores, an alternate solution is to use an optimisation model that seeks to maximise both ESG and minimise carbon emission. Optimising for two factors, though, means accepting higher active risk.

In summary, our research suggests that relative to traditional ESG indices, risk-based ESG optimisation offers an alternative, more flexible approach for benchmark-aware investors. We also show that ESG optimisation can help maximise a portfolio's overall ESG rating, minimise a portfolio's carbon emission footprint, or any combination thereof within specific active risk constraints. Although results can vary depending on the investment universe and the level of active risk, ESG rating im-

provements can be achieved consistently over time across both developed and emerging markets. It is also possible to apply ESG optimisation to specific E, S and G factors, such as water efficiency and gender diversity, and combining them with traditional financial factors such as low volatility, value or growth (for more information consult our paper *Creating a sustainable core*, cf. BlackRock; 2017).

Conclusion

Index funds and, increasingly ETFs, play an important role in many investors' portfolios, whether they are pension funds, insurers or individual savers. They offer market returns at low cost and easy access to a diversified investment portfolios. Moreover, we see several longer-term trends such as a persistently low return environment and regulatory changes that support the continued growth of index-based investing.

In parallel, we see a growing focus on ESG integration by investors, with the Nordic investment community taking a leading role. They essentially seek to that in two ways: 1) through investment stewardship that encompasses all portfolio holdings and 2) dedicated ESG strategies that target specific ESG goals. In this context, index investors may appear at a disadvantage relative to active portfolios, in that they cannot sell holdings if investment stewardship efforts do not pay off, and that ESG dedicated strategies may lead to higher levels of active risk than they are willing or able to accept.

Our paper highlights that, contrary to the above-mentioned perception, index investors can use their long-term commitment to a company to help drive sustainable long-term value creation, provided they have a robust investment stewardship programme in place.

Further, in relation to dedicated strategies, we show that a risk-based ESG optimisation could offer a viable alternative for investors who are not in a position to tolerate significant tracking error relative to standard policy benchmarks.

Literature

- BlackRock, 2017: *Creating a sustainable core*. Report, downloadable from BlackRock.com/international.
- Greenwich, 2016: *2016 European Exchange-Traded Funds Study*. Report, Greenwich Associates. ■

LEDER ► FORTSAT FRA SIDE 4

er i stand til at skabe et attraktivt afkast. Udfordringen – både teoretisk og i praksis – er således, hvorledes man identificerer disse forvaltere og sonderer imellem ”skill” og ”luck”. Der burde opstå en ligevægt, hvori den gennemsnitlige aktive forvalter lige præcis er sine omkostninger værd, og hvor de investorer, som har mulighed for at finde de bedste aktive forvaltere, kan drage en fordel, mens de investorer, som finder de dårligere forvaltere, ville være bedre tjent med passiv forvaltning (Garleanu og Pedersen, 2017). Store investorer, f.eks. pensionskasser, har ofte et professionelt team, som søger at vælge de bedste forvaltere og forhandle deres omkostninger, hvilket giver dem en chance for

at slå markedet, imens små investorer ofte blot vælger de ”dyre” aktive fonde, som bliver solgt til dem.

Redaktøren har i forbindelse med arbejdet med dette nummer haft kontakt til udtalte tilhængere af aktiv forvaltning og hørt, om de ikke kunne bidrage med en artikel til belysning af valget af dygtige forvaltere. Desværre var tilbagemeldingen – efter noget tid – at resultaterne ikke var stærke nok. Redaktørens fortolkning heraf er, at det – åbenbart selv for eksperterne – er

FORTSÆTTER SIDE 24 ►

stand til at overvægte fonde, der klarede sig bedre end gennemsnittet. Billedet er i tråd med resultaterne i barometeranalysen, eftersom formuevægtede afkast ofte er højere end samme fondes ligevægtede afkast.

Barometeranalysen bekræfter, at investorerne kan forbedre deres odds for succes betydeligt ved at fokusere på billige fonde. Bechmann og Rangvid (2007) nåede lignende konklusioner. Med andre ord er akilleshælen for aktive fonde også, at prisen for egne produkter er for høj. Selvom ikke alle passive er billige og ikke alle aktive dyre, så er prisen på passiv forvaltning generelt lavere end for aktive fonde. Denne omkostningsfordel er uden tvivl en faktor bag de relativt attraktive afkast, som passive fonde har leveret i forhold til deres aktive modstykker. Dermed ikke sagt, at aktiv forvaltning ikke har en berettigelse, men investorerne bør vælge aktive fonde med omhu og være omkostningsfokuserede - akkurat som det er tilfældet med passive investeringsprodukter.

Litteratur

- Bechmann, Ken L. og Jesper Rangvid, 2007: Rating mutual funds: Construction and information content of an investor-cost based rating of Danish mutual funds. *Journal of Empirical Finance*, 14, s. 662-693.
- Bechmann, Ken L. og Mads Stenbo Nielsen, 2016: Formidlingsprovision og performance af danske investeringsfonde. *Finans/Invest*, 01/16, s. 5-11.
- Berk, Jonathan og Jules van Binsbergen, 2015: Measuring skill in the mutual fund industry. *Journal of Financial Economics*, 118, s. 1-20.

- iShares, 2016: *Annual Report and Audited Financial Statements – For the year ended 31 July 2016*. Årsrapport, iShares.
- Jensen, Nicolai, Peter Nielsen og Jeppe Nielsen, 2014: Performanceevaluering af danske investeringsforeninger – ny metode til justering for held/uheld. *Finans/Invest*, 06/14, s. 7-12.
- Morningstar, 2014: *Færre fonde slår markedet. Performanceanalyse af aktivt forvaltede aktiefonde fra hjemlige investeringsforeninger*. Rapport udarbejdet for Morgenavisen Jyllands-Posten.
- Morningstar, 2015: *Performance In Active Managed Danish Investment Funds, Based on the Investors' Allocation*. Rapport, Morningstar.
- Morningstar, 2016: *European Fund Expenses Are Decreasing in Percentage*. Rapport, Morningstar.
- Morningstar, 2017a: *Morningstar Active/Passive Barometer Year-end 2016*. Rapport, Morningstar.
- Morningstar, 2017b: *Vanskeligt 2016 for aktive forvaltere*. Analyse, Morningstar.
- Morningstar, 2017c: *Global Investors Shun Equity, Return to Fixed Income in 2016*. 2016 Global Asset Flows Report, Morningstar.
- Clausen, Thomas Peter, 2015: *En Statistisk Analyse Af Aktive Danske Obligationsfonde*. Arbejdsrapport, www.escapecrisis.dk. ■

LEDER ► FORTSAT FRA SIDE 16

mere end svært at identificere dygtige forvaltere. Dette er jo i høj grad en stor udfordring for såvel de aktive forvaltere som rådgivningen i bankerne – og tilsiger isoleret set, at det mest fornuftige valg for små private investorer vil være gode (billige) passive fonde.

Konklusion

Både aktiv og passiv forvaltning er uden tvivl kommet for at blive – det er blot et spørgsmål om, i hvilket forhold. I den nærmeste fremtid må man forvente, at udviklingen imod mere passiv forvaltning fortsætter, jf. Tammi (2017). Dette skyldes blandt andet den øgede opmærksomhed på de aktive fondes omkostningsniveauer, den internationale konkurrence fra passive ETF'er, og den teknologiske udvikling ("fintech"). Tilsvarende må man også forvente, at kravet i MiFID II om, at rådgivning om investeringsfonde skal levere en kvalitetsforbedrende service, vil være en udfordring for de mange aktive fonde, såfremt høje omkostninger ikke synes at stå i et passende forhold til de præsterede afkast.

Litteratur

- Bechmann, Ken L. og Mads Stenbo Nielsen, 2015: *Aktive og passive danske investeringsfonde*. Rapport udarbejdet for BankInvest, 2. november 2015.

- Bechmann, Ken L. og Mads Stenbo Nielsen, 2016: Formidlingsprovision og performance af danske investeringsfonde. *Finans/Invest*, 1/16, s. 5-11.
- Garleanu, Nicolae and Lasse Heje Pedersen, 2015: *Efficiently Inefficient Markets for Assets and Asset Management*. Working-paper.
- Jagannathan, Ravi, Alexey Malakhov og Dmitry Novikov, 2010: Do Hot Hands Exist among Hedge Fund Managers? An Empirical Evaluation. *Journal of Finance*, 65, s. 217-255.
- Kaplan, Steven N. og Antoinette Schoar, 2005: Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows. *Journal of Finance*, 60, s. 1791-1823.
- Mikkelsen, Nikolaj Holdt, 2017: Aktive fonde head-to-head mod passive alternativer. *Finans/Invest*, 3/17, s. 19-25.
- Pedersen, Lasse Heje, 2015: *Efficiently Inefficient: How Smart Money Invests & Market Prices Are Determined*. Princeton University Press.
- Pedersen, Lasse Heje, 2017: *Sharpening the Arithmetic of Active Management*. Working-paper.
- Sharpe, William F, 1991: The Arithmetic of Active Management. *Financial Analysts Journal*, 47, s. 7-9.
- Tammi, Matti, 2017: Index investments and the integration of ESG. *Finans/Invest*, 3/17, s. 13-17. ■