



# Hlutabréf og eignastýring á 21. öldinni: Hlutlaus leiðin eða tímasetning

Árið 1870 var Skotinn Robert Fleming sendur af hálfu vinnuveitanda síns til Bandaríkjanna til að hafa umsjón með fjárfestingum hans þar. Fleming heillaðist af þessu framandi landi og öllum þeim tækifærum sem hann sá þar. Þegar hann sneri til baka til Skotlands safnaði hann saman peningum hjá áhugamönnum og stofnaði sjóð til að fjárfesta í hlutabréfum í Bandaríkjunum. Þessi hlutabréfasjóður er einn sá fyrsti sem sögur fara af.

Hlutabréfasjóðir og skuldabréfasjóðir hafa það hlutverk að greiða almennum fjárfestum leið að tækifærum sem þeir hefðu ekki kost á nema með því að leggja í sjóð með öðrum. Það mikilvægasta í rekstri hlutabréfa- og skuldabréfasjóða er að nákvæmlega sé staðið við fjárfestingarstefnu þeirra og að gefnar séu vandaðar og greinargóðar upplýsingar um eignasamsetningu, kostnað og árangur í hverjum mánuði. Á síðari hluta 20. aldarinnar varð John C. Bogle einn mesti forvigismaður í rekstri hlutabréfasjóða. Hann stofnaði Vanguard 1974 og gagnrýndi harkalega kollega sína fyrir alltof háan kostnað og losaraleg vinnubrögð.



Fjárfestar sem ætla sér að byggja upp eignir þurfa að hyggja að tveimur meginþáttum, þ.e. eignaskiptingu og eignastýringu. Með eignaskiptingu er átt við það hvernig eignasafn skiptist í mismunandi verðbréfaflokka og hve mikið hver flokkur um sig vegur. Með eignastýringu er átt við hvernig vægi á milli flokka í eignasófnum er breytt til að hækka ávöxtun, og hvernig hlutabréf eða skuldabréf eru valin saman í söfn, viðskipti með þau eru tímasett o.s.frv.

Fjárfestir þarf að fylgjast með á markaði og stýra safni sínu til að ná settum markmiðum. Sá sem tekur ákvörðun um að fjárfesta í hlutabréfum og skuldabréfum gerir það til að ná hærri ávöxtun en í boði er á öruggum bankareikningi. Hann tekur meiri áhættu og hann hefur fundið svör við spurningunum um fjárfestingartíma, áhættu og stöðu hlutabréfa og skuldabréfa í markaðssveiflunni. Eftir það setur fjárfestirinn sér markmið um árlega ávöxtun og tvöföldunartíma, t.d. tíu ár, átta ár eða sjö.

- 17 *Sendiför Skota til Ameríku 1870 markar upphaf hlutabréfasjóða*
- 18 *Bogle rekinn frá Wellington og stofnar Vanguard 1974*
- 19 *Tvöföldun á tíu, sjö eða fimm árum? Skipting eigna í safni*
- 20 *Hlutabréf og eignastýring: Hlutlaus stýring og tímasetning á sínum stað í hlutabréfahringnum*

## 17

## *Sendiför Skota til Ameríku 1870 markar upphaf hluta- bréfasjóða*

Það eru mörk á milli þess að ávaxta annarra manna peninga með faglegum hætti og að selja og markaðssetja fjármálaþjónustu. Þetta eru ósýnileg, óáþreifanleg mörk, en þau eru engu að síður á sínum stað. Og þegar við förum yfir þessi mörk er ábyrgð okkar mikil.

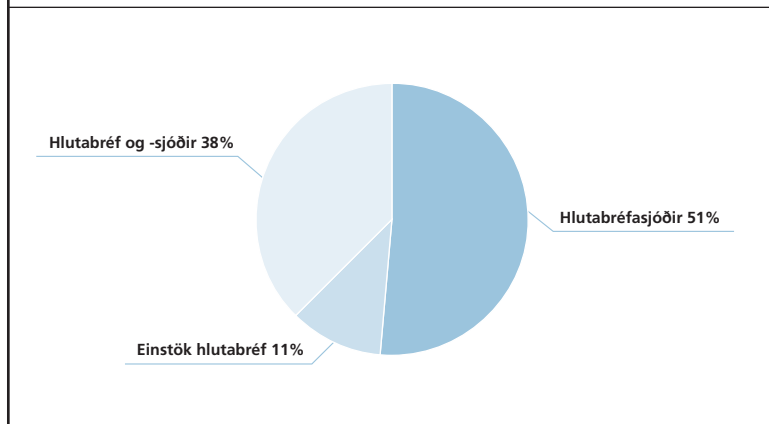
John C. Bogle

- 
- *Helmingur bandarískra heimila áttar sig á kostum sjóða*
  - *Skoti finnur leið fyrir almenna fjárfesta til að kaupa hlutabréf*
  - *Góður árangur næst aðeins með bestu eiginleikum*
  - *Margvislegar aðferðir við flokkun sjóða*
  - *Fyrstu lög um verðbréfavíðskipti í Bandaríkjunum 1929*
  - *Upplýsingar verða að endurspegla nákvæmlega starfsemi hlutabréfasjóða*
  - *Morningstar er brautryðjandi í framsetningu upplýsinga*
  - *Upplýsingar um hlutabréfasjóði á Íslandi eiga langt í land*
- 

Það getur verið spennandi að eiga hlut í góðu hlutafélagi og fylgjast með gengi þess á markaði, vöru eða þjónustu sem fyrirtækið býður og hvernig reksturinn gengur. Fyrir suma fjárfesta vegur þetta atriði þungt þar sem markmið þeirra er ekki einungis að ná góðri ávöxtun heldur einnig að hafa ánægju af fjárfestingunni og fylgjast með „sín-um“ fyrirtækjum.

Hlutabréfasjóðir eru hins vegar af ýmsum ástæðum heppilegri fjárfestingarkostur fyrir marga fjárfesta, og þeir eru settir saman úr raunverulegum fyrirtækjum sem hægt er að fylgjast með þótt þeir séu ekki framleiðslufyrirtæki. Í raun má segja að með kaupum í hluta-

### Skipting eignarhalds hjá hlutabréfajárfestum í Bandaríkjunum

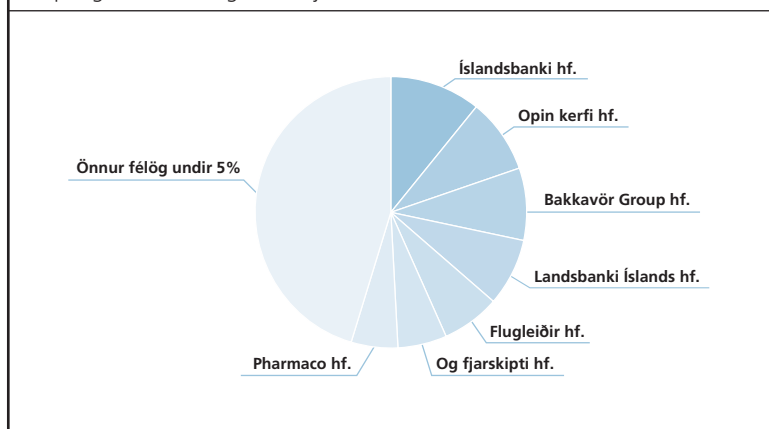


Rannsókn Investment Company Institute (ICI) og The Securities Industry Association (SIA) frá janúar 2002 sýnir að yfir helmingur fjárfesta kaupir eingöngu í hlutabréfasjóðum en ekki stök hlutabréf.

**Verðbréfasjóðir** eru samsafn af skuldabréfum, hlutabréfum eða öðrum auðseljanlegum verðbréfum. Fjárfestar geta keypt hlutdeildarskírteini í slíkum verðbréfasjóðum og eignast þar með hlut í mörgum tegundum verðbréfa sem annað hvort geta verið skuldabréf eða hlutabréf, eða blanda af hvoru tveggja. Verðbréfasjóðir sem eingöngu fjárfesta í hlutabréfum eru nefndir hlutabréfasjóðir.

### Sjóður 10 – úrval hlutabréfa

Skipting hlutabréfaeignar 30. júní 2003



Eigendur Sjóðs 10, sem rekinn er af Eignastýringu Íslandsbanka, áttu í alls 19 félögum þann 30. júní 2003.

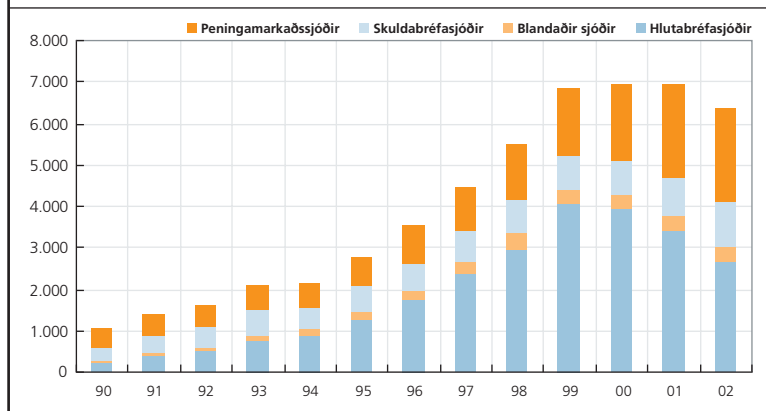
bréfasjóði sé fjárfestir að kaupa hlut í mörgum félögum. Gengi hlutabréfa þeirra hefur bein áhrif á gengi sjóðsins. Á myndinni að ofan má sjá stærstu fyrirtækin í Sjóði 10 og ræður afkoma þeirra miklu um árangur sjóðsins.

Á tímabilinu frá 1990 til 2002 sexfölduðust eignir verðbréfasjóða í Bandaríkjunum. Þetta jafngildir rúmlega 16% árlegum vexti sem rekja má bæði til ávöxtunar og nýs fjár. Eignir í árslok 2002 námu yfir 500 þúsund milljörðum í íslenskum krónum.

Heimild: Mutual Fund Factbook.

### Eignir sjóða í Bandaríkjunum 1990–2002

Milljarðar dollara



### Helmingur bandarískra heimila áttar sig á kostum sjóða

Aðalástæða vinsælda verðbréfasjóða er væntanlega sú að grundvallarkosti þeirra er auðvelt að skilja. Víkjum nú að helstu eiginleikum sjóðanna.

**Áhættudreifing** Flestir fjárfestar eru áhættufælnir og markmið þeirra er að hámarka ávöxtun sína og um leið að lágmarka áhættu. Fyrir einstaklinga og jafnvel fyrirtæki er bæði erfitt og kostnaðarsamt að ná fram nægilegri áhættu- og eignadreifingu með fjárfestingum í einstökum hlutafélögum, en með kaupum í hlutabréfasjóðum næst eignadreifing á einfaldan og ódýran hátt. Þetta er án efa stærsti kostur hlutabréfasjóða, enda var upphaflegt markmið þeirra að gera minni fjárfestingum kleift að taka þátt í fjárfestingu sem þeir áttu ekki annars kost á.

**Eignastýring fagaðila** Mikil vinna er fólgin í því að skoða og velja hlutabréf og fyrir flesta almenna fjárfesta er það einfaldlega of tímafrekt. Ef fjárfestar gefa sér ekki góðan tíma til að sinna eignadreifingu er hætta á að hún verði ómarkviss og árangur ekki fullnægjandi. Það er því mikilvægt að hafa bæði innsýn og þekkingu á markaðnum ef árangur á að nást.

Fjármunirnir sem koma inn í hlutabréfasjóð eru notaðir til fjárfestingar samkvæmt fyrir fram ákveðinni fjárfestingarstefnu. Sjóðstjórar stýra eignum sjóðsins og velja þau hlutabréf sem hæfa best markmiðum hans. Ákvarðanir um kaup og sölu eru byggðar á grundvelli reynslu og þekkingar sjóðstjóra að teknu tilliti til greiningar á markaðsaðstæðum og afkomu fyrirtækja hverju sinni. Ef eitthvað í

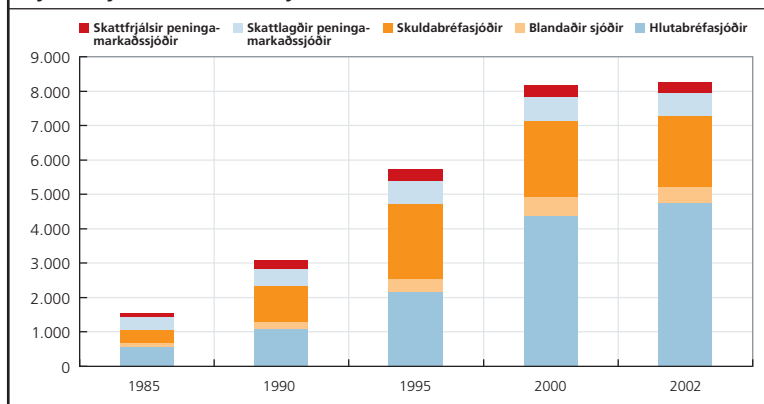
efnahagssumhverfinu eða starfsumhverfi fyrirtækjanna breytist fylgist sjóðstjóri með því og bregst við, ef þörf þykir, með því að gera breytingu á eignum sjóðsins.

**Kostnaður** Í viðskiptum með einstök hlutabréf er að jafnaði munur á kaup- og sölugengi og það sama á yfirleitt við um hlutabréfasjóði. Þessu til viðbótar er algengt á Íslandi að þóknun vegna viðskipta með einstök hlutabréf sé um 1% og að lágmarki ákveðin föst upphæð. Í viðskiptum er jafnframt oft um að ræða fast færslugjald. Viðskiptakostnaður er að jafnaði lægri við kaup í hlutabréfasjóðum en í einstökum hlutabréfum sem gerir hlutabréfasjóði hagstæða, sérstaklega fyrir minni fjárfesta. Auk þess er hægt að kaupa fyrir mun lægri fjárhæðir en fýsilegt er þegar keypt er í einstökum hlutafélögum. Stærri fjárfestar, s.s. hlutabréfasjóðir, eru í betri aðstöðu til að ná hagstæðum samningum en almennir fjárfestar, bæði hvað varðar kaupverð og kostnað.

**Þægindi við kaup og sölu** Einfalt er að kaupa hlutdeildarskírteini í verðbréfasjóðum. Það má gera með símtali við banka eða verðbréfa-fyrirtæki eða gegnum internetið. Einnig er einfalt að selja, enda hvílir innlausnarskylda á verðbréfasjóðum. Fjárfestir sem kaupir í skuldbréfasjóði þarf ekki að hafa áhyggjur af gjalddögum og endurfjárfestingu eins og ef hann ætti stök skuldabréf. Að sama skapi þarf fjárfestir í hlutabréfasjóði ekki að endurfjárfesta sjálfur eftir greiðslu arðs.

**Mikið úrval** Samkeppni milli fjármálafyrirtækja gerir það að verkum að reglulega eru nýir fjárfestingarmöguleikar og sjóðir kynntir. Úrval hlutabréfasjóða á innlendum markaði er fjölbreytilegt. Þetta á

### Fjöldi sjóða í Bandaríkjunum



Árið 1970 var ekki nema 371 verðbréfasjóður starfandi í Bandaríkjunum en fjöldi þeirra jókst mikið á síðustu áratugum 20. aldarinnar.

Heimild: Mutual Fund Factbook.

bæði við um sjóði sem í eru innlend hlutabréf og sjóði sem fjárfesta í erlendum hlutabréfum, hvort sem þeir eru reknir af innlendum aðilum eða seldir samkvæmt umboði frá erlendum rekstraraðilum. Úrval hlutabréfasjóða á erlendum markaði er gríðarlegt og ætti hver og einn að geta fundið sér sjóð sem fellur að hans þörfum og óskum. Í Bandaríkjunum einum standa fjárfestum til boða viðskipti við hátt í 5000 hlutabréfasjóði en verðbréfasjóðir þar eru yfir 8000 talsins og í heiminum öllum er fjöldi verðbréfasjóða yfir 50 þúsund.



**Öryggi vegna eftirlits** Um rekstur verðbréfasjóða á Íslandi gilda sérstök lög og er Fjármálaeftirlitið eftirlitsaðili með því að verðbréfasjóðir starfi samkvæmt þeim. Lögnum er meðal annars ætlað að auka neytendavernd og öryggi fjárfesta. Hliðstæð lög eru í gildi í öllum viðskiptalöndunum.

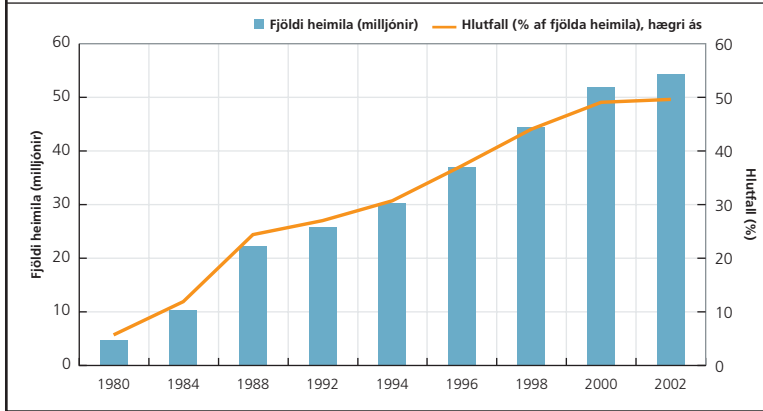
**Góðar upplýsingar** Upplýsingar um gengi og ávöxtun hlutabréfasjóða eru veittar bæði af rekstraraðilunum sjálfum og óháðum aðilum sem fylgjast með sjóðunum. Ítarlegar upplýsingar um sjóði má finna á heimasíðum rekstraraðila, í fréttabréfum og á yfirlitum. Flestir gefa jafnframt út sérstök upplýsingablöð um þá sjóði sem þeir hafa umsjón með. Síðar í þessum kafla má finna ítarlegri umfjöllun um það hvar upplýsingar um hlutabréfasjóði er helst að finna og samanburð á þeim.

**Flæði fjármuna í hlutabréfasjóðum** Helsti ókostur opinna hlutabréfasjóða er sá að fjárfestirinn hefur engin áhrif á flæði fjármuna inn og út úr sjóðnum. Sú staða getur komið upp að sjóðstjóri eigi í erfiðleikum með að fjárfesta fyrir peningana í fyrirtækjum á hagstæðu verði ef margir vilja fjárfesta í sjóðnum á skömmum tíma. Einnig er slæmt ef margir vilja innleysa sjóðsbréf sín á sama tíma. Til að greiða þeim út þyrfti sjóðstjórinn þá hugsanlega að selja bréf sem hann hefði annars ekki viljað selja.

**Minni líkur á miklum hagnaði** Í einum helsta kosti hlutabréfasjóða, áhættudreifingu, felst líka einn af ókostunum. Með minni áhættu minnka að sama skapi líkur á miklum hagnaði. Ef gert er ráð fyrir að flestir fjárfestar séu áhættufælnir hlýtur minni áhætta að vega þyngra.

Um helmingur bandarískra heimila á eignir í verðbréfasjóðum, bæði hlutabréfa- og skuldabréfasjóðum, en þeir eiga ekki einungis vinsældum að fagna meðal einstaklinga. Einstaklingar eiga um 75% af hlutdeildarskírteinum í bandarískum verðbréfasjóðum en fjórð-

## Fjöldi og hlutfall bandarískra heimila sem eiga eignir í verðbréfasjóðum



Tæp 6% bandarískra heimila átti eignir í verðbréfasjóðum árið 1980 en það hlutfall var komið í nær 50% árið 2002. 75% af heildareignum bandarískra verðbréfasjóða var í eigu einstaklinga en fjórðungur í eigu fyrirtækja og stofnana.

Heimild: Mutual Fund Factbook.

ungur er í eigu fagfjárfesta, s.s. sjóða og fyrirtækja, sem hafa í auknum mæli beint augum sínum að þessari tegund fjárfestingar. Aukinn áhugi almennings og aukin þekking hefur einnig stuðlað að frekari þróun og vexti sjóða.

### Skoti finnur leið fyrir almenna fjárfesta til að kaupa hlutabréf

Fyrsta vísinn að hlutabréfasjóðum má rekja allt aftur til 19. aldar. Skoskur maður, Robert Fleming, var árið 1870 sendur til Bandaríkjana þar sem hann átti að hafa umsjón með fjárfestingum yfirmanns síns í Ameríku. Fleming hreifst mikið af þessu nýja landi og þeim tækifærum sem það bauð upp á. Þegar hann snéri heim stofnaði hann The Scottish American Trust.

Aðild að The Scottish American Trust áttu einstaklingar sem höfðu áhuga á fjárfestingum í Bandaríkjunum. Enginn þeirra hafði nægilegt fé á milli handanna til að stunda slík viðskipti upp á eigin spýtur, en með því að slá saman gátu þeir sent mann til Bandaríkjanna til að kaupa hlutabréf í ýmsum fyrirtækjum og fylgjast síðan með fjárfestingunni. Með þessu mátti ná fram góðri dreifingu á safnið sem var í umsjón aðila, sem hafði bæði reynslu og þekkingu til að bera, nokkuð sem áður hafði aðeins verið á færi vellauðugra manna.

Tveimur árum áður, árið 1868, höfðu nokkrir fjárfestar í London tekið sig saman og stofnað sjóð sem nefndist The Foreign and Colonial Government Trust. Fjárfestarnir, sem sumir höfðu hagnast á uppbyggingu járnbrauta, höfðu á þessum tíma fáa aðra kosti til að ávaxta peninga en að kaupa bresk ríkisskuldabréf sem báru lága vexti. Sjóð-

*Sjóðurinn sem Robert Fleming stofnaði heitir í dag The Scottish American Investment Company og er staðsettur í Edinborg. Fjárfestingarstefna hans er enn alþjóðleg hlutabréf.*



urinn var stofnaður í þeim tilgangi að nýta fjárfestingarkosti á nýmörkuðum þess tíma, sem þeir annars hefðu ekki getað nýtt sér vegna mikillar áhættu. Hann er talinn vera fyrsti hlutabréfasjóðurinn en reyndar voru fyrstu fjárfestingarnar fyrst og fremst skuldabréf. Þrátt fyrir að búist væri við að sjóðurinn gæfi tvöfalt hærri vexti en ríkisskuldabréfin reyndist svo erfitt að selja hlutdeildarskírteinin í fyrstu að upphafleg stærð sjóðsins var aðeins helmingur af því sem vonast hafði verið til. Við stofnun var gert ráð fyrir að sjóðnum yrði lokað árið 1892 en vegna góðrar frammistöðu hans var það ekki gert. Sjóðurinn er enn skráður í kauphöllinni í London undir nafninu The Foreign & Colonial Investment Trust Co.

Þessir fyrstu hlutabréfasjóðir voru lokaðir sjóðir, þ.e. í upphafi var safnað saman fjármunum til að fjárfesta fyrir og síðan lokað á frekara innstreymi fjármagns og ekki hægt að bæta við.

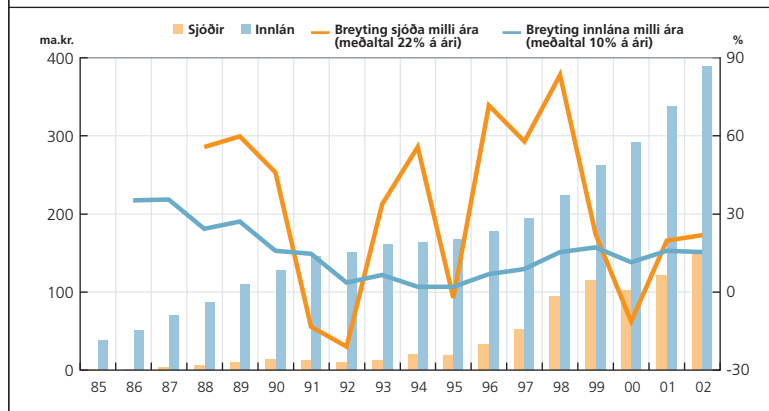
Fyrsti lokaði sjóðurinn í Bandaríkjunum var stofnaður árið 1889. Hann hét The New York Stock Trust. En hina eiginlegu sögu verðbréfasjóða í Bandaríkjunum má rekja til ársins 1924 þegar fyrsti opni hlutabréfasjóðurinn var stofnaður. Þessi sjóður nefndist The Massachusetts Investors Trust. Þrátt fyrir að svo langt sé síðan fyrsti sjóðurinn var stofnaður var það ekki fyrr en á síðari áratugum 20. aldarinnar að takmörkunum á fjölda þeirra var aflétt í Bandaríkjunum. Síðan þá hafa vinsældir verðbréfasjóða vaxið gífurlega og nú er svo komið að fleiri verðbréfasjóðir eru skráðir í kauphöllinni í New York en hlutafélög.

Helstu ástæðurnar sem nefndar hafa verið fyrir miklum vexti hlutabréfasjóða í Bandaríkjunum síðustu áratugina eru meðal annars þær að markaðurinn hefur verið á uppleið og gefið góða ávöxtun. Einnig hafa skattareglur verið fjárfestum hagstæðar og fjárfesting á eftirlaunasparnaði einstaklinga og fyrirtækja í verðbréfasjóðum hefur aukist mjög. Þessu til viðbótar hafa margar nýjungar litið dagsins ljós með áhugaverðum tækifærum fyrir fjárfesta og aukinni þjónustu við hluthafa. Og síðast en ekki síst hefur aukin net- og tölvuvæðing haft mikil áhrif á hlutabréfasjóði, enda hafa með því opnast áður óþekktir möguleikar. Mikil niðursveifla á hlutabréfamarkaði árin 2000 til 2002 olli smávægilegum samdrætti í heildarstærð verðbréfasjóða árið 2002 en fjárfestar virðast ekki hafa innleyst hlutdeildarskírteini í niðursveiflunni heldur frekar breytt eignahlutföllum á milli hlutabréfa- og skuldabréfasjóða.

Fyrsti íslenski hlutabréfasjóðurinn, Hlutabréfasjóðurinn hf., var stofnaður árið 1986 en árið áður höfðu Kaupþing hf. og Fjárfestingafélag Íslands stofnað fyrstu íslensku verðbréfasjóðina.

*Fyrsti opni hlutabréfasjóðurinn í Bandaríkjunum The Massachusetts Investors Trust er enn starfandi. Stærð hans í lok maí 2003 var 6.688 milljónir dollara.*

## Eignir íslenskra sjóða og þróun innlána 1990–2002



Miklar sveiflur hafa verið í eignum íslenskra verðbréfasjóða og hlutabréfasjóða frá 1985 til 2002 og hafa sjóðirnir stundum minnkað á milli ára. Í árslok 2002 voru heildareignir þeirra 148 milljarðar króna og höfðu vaxið að meðaltali um 22% árlega frá 1985. Innlán hafa vaxið stöðugt á tímabilinu, að meðaltali um 10% á ári, og voru heildarinnlán í árslok 2002 tæpir 389 milljarðar króna.

Á árunum 1984 til 2002 veitti fjárfesting í hlutabréfum einstaklingum skattaflátt upp að ákveðnu marki og ýtti það undir vinsældir hlutabréfasjóða hérlendis. Vegna áhættudreifingar og lægri kostnaðar var eftirspurnin mikil eftir hlutabréfasjóðum sem reknir voru sem hlutafélög því að þannig gátu einstaklingar nýtt sér skattahagræðið og eignast hlut í fleiri félögum en þeir hefðu annars átt kost á. Þrátt fyrir að þessum sjóðum hafi fækkað eftir að skattaflátturinn var felldur niður hafa hlutabréfasjóðir sem reknir eru sem verðbréfasjóðir haldið vinsældum sínum, bæði meðal fagfjárfesta og einstaklinga.

Í árslok 2000 áttu fimmtíu og þrjú þúsund íslenskar fjölskyldur eignir í hlutabréfum að markaðsvirði um 300 milljarða króna.

### Góður árangur næst aðeins með bestu eiginleikum

Í samræmi við upphaflegan tilgang verðbréfasjóða, þ.e. að bjóða smærri fjárfestum tækifæri til að dreifa eignum sínum betur og njóta fjölbreyttari fjárfestingarkosta og þekkingar fagmanna, þurfa sjóðir að hafa ákveðna eiginleika. Fjöldi hlutabréfasjóða er mikill og sumir sjóðir eru einfaldlega betri en aðrir.

Hlutverk sjóða er að opna fjárfestum leið inn á ákveðinn hluta markaðar þar sem áhætta er skilgreind nákvæmlega. Markmið sjóðs verður að vera skýrt til að fjárfestar geti valið sjóð sem fellur að þeirra eigin þörfum og markmiðum.

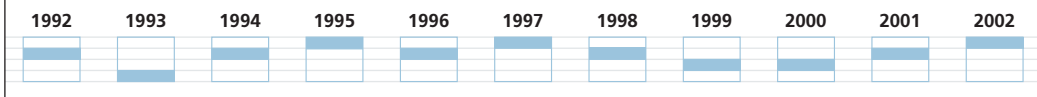
**Gagnsæi** Rekstur sjóðs og fjárfestingarstefna verða að vera gagnsæ til að auðvelda fjárfestum valið milli ólíkra fjárfestingarkosta. Það þýðir að upplýsingar um sjóðinn verða að endurspeglar starfsemi hans vel. Á upplýsingablöðum komi þannig skýrt fram í hvaða flokkum og tegundum verðbréfa sjóðurinn hefur heimild til að fjárfesta svo

eigandinn viti hvaða eignir hann á og á hvaða áhættu er verið að opna. Með fjölbreyttari fjárfestingarkostum er nauðsynlegt fyrir fjárfesta að geta kynnt sér fjárfestingarstefnu þess sjóðs sem áhugi þeirra beinist að og skilja í hverju hún er fólgin. Í slíku felst að gera sér grein fyrir því hverjar helstu áherslur sjóðstjórans eru og hversu mikla áhættu sjóðnum er leyfilegt að taka. Einnig er mikilvægt að skoða hvort sjóðurinn hefur haldið sig við fjárfestingarstefnu sína gegnum tíðina.

**Stöðugleiki** Frammistaða til skemmri tíma skiptir í raun litlu máli, það er langtímaávöxtunin sem öllu skiptir. Lögmálið um afturhvarf til meðaltalsins á eins við um verðbréfasjóði og aðra hluta fjármála-markaðarins. Rannsóknir hafa sýnt að sjóðir sem sýna framúrskarandi ávöxtun á einu tímabili eru líklegri til að vera með lélegri ávöxtun en sambærilegir sjóðir á næsta tímabili. Flestir sjóðir auglýsa hvað mest þegar þeir geta sýnt fram á hærri ávöxtun en sambærilegir sjóðir enda má segja að þeim sé launuð frammistaðan eftir á með meira innstreymi fjár og þar með meiri tekjum.

Ávöxtun í fortíð er þó gagnleg til að meta sveiflur í ávöxtun sjóðsins eða áhættu hans. Í stað þess að skoða einstakar ávöxtunartölur fyrir ákveðin tímabil er rétt að athuga hvort stöðugleiki er í frammi-stöðu sjóðsins miðað við viðmiðunarvísitölu eða sambærilega sjóði.

### Árangursmælir Morningstar (Performance Quartile)



*Morningstar útgáfufyrirtækið metur árangur sjóða meðal annars með samanburði við sambærilega sjóði. Fyrir hvert ár eru sjóðir metnir og þeim raðað eftir árangri í fjóra hluta, í efsta þrepinu er sá fjórðungur sjóða sem stóð sig best það árið (Performance Quartile).*

Ávöxtun og áhætta haldast að jafnaði í hendur, svo að búast verður við meiri sveiflum í ávöxtun eftir því sem væntingar um hana verða hærri. Með stöðugleika í þessu samhengi er hins vegar ekki verið að tala um minni sveiflur í ávöxtun heldur hvaða ávöxtun sjóðurinn gefur miðað við viðmiðunarvísitölu sjóðsins eða aðra sambærilega sjóði. Ef sjóðurinn er oftast en ekki yfir meðaltali sambærilegra sjóða, þrátt fyrir að vera ekki alltaf á toppnum, gefur það til kynna að rekstur hans sé góður og að stöðugleiki ríki. Það er kostur sem margir meta mikils við val á verðbréfasjóði.

Fjárfestar hafa ríka tilhneigingu til að fylgjast með og bregðast við skammtímasveiflum. Skynsamur fjárfestir skoðar hins vegar ávöxtun lengra tímabils. Þetta á sérstaklega við um langtímasparnað eins og

lífeyrissparnað. Ef fjárfestir telur sig hafa valið góðan sjóð í upphafi sem hentar markmiðum hans, er skynsamlegast að halda sig við hann þótt niðursveifla verði í gengi hans. Meðan ekkert breytist í sambandi við rekstur, stjórnun eða fjárfestingarstefnu sjóðsins og forsendur fjárfestisins eru þær sömu og þegar sjóðurinn var valinn er lítil ástæða til að færa fjármunina í annan sjóð.

**Festa í rekstri sjóða** Markviss stjórnun og festa er nauðsyn í rekstri hlutabréfasjóða. Hér á landi hefur áherslan á sjóðstjórnann sjálfan ekki verið mikil enda er íslenskur hlutabréfamarkaður rétt að slíta barnsskónum og reynsla starfsmanna er ekki mikil miðað við þróaðri verðbréfamarkað eins og í Bandaríkjunum. Þar er mikið lagt upp úr því hversu lengi sjóðstjórninn hefur stýrt sjóðnum og eru dæmi um að sami maður hafi verið við stjórnvölinn á fjórða áratug. Þar sem sjóðstjórninn er ekki einn um rekstur sjóðs skiptir rekstrarfyrirtækið líka máli. Aðgangur að öflugri greiningardeild er kostur og stefna fyrirtækisins hefur áhrif á fjárfestana, bæði hvað varðar áherslu á núverandi eða nýja viðskiptavinum og þá áhættu sem tekin er í fjárfestingum.

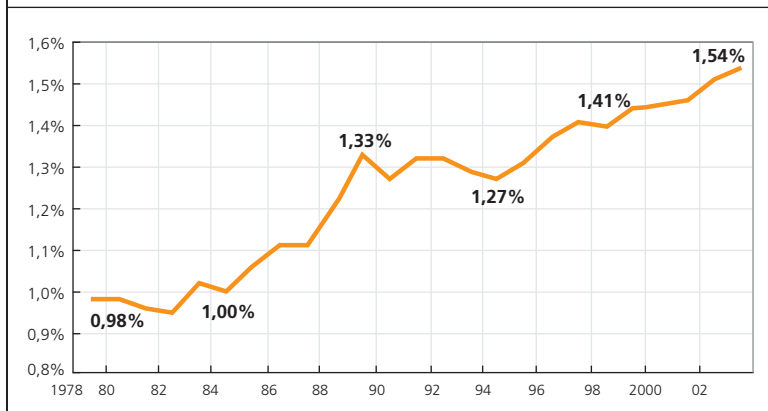
**Áhættudreifing** Þótt sjóðir fjárfesti í mörgum félögum er ekki þar með sagt að helsta kosti hlutabréfasjóðanna, áhættudreifingu, sé náð. Gæta verður að því að félögin starfi á ólíkum mörkuðum og séu ekki innan sömu atvinnugreinar. Ef fjárfestar hafa keypt í mörgum sjóðum til að ná enn betri áhættudreifingu verða þeir að gæta þess að raunverulegar eignir sjóðanna séu ólíkar.

**Kostnaður** Kostnaður skiptir miklu máli þegar hlutabréfasjóður er valinn. Augljóst er að sá hluti ávöxtunar sem fer í kostnað rennur ekki í vasa eigenda sjóðsbréfanna. Venjulega er lítið sambengi á milli kostnaðar sjóðs og frammistöðu hans, nema þá í öfugu hlutfalli. Kostnaður hefur bein áhrif á frammistöðu sjóða þar sem hann dregst frá ávöxtun þeirra. Til lengri tíma lítið er erfiðara fyrir dýra sjóði að sýna betri árangur þar sem hver prósentu í ávöxtun skiptir miklu máli.

Verðbréfasjóðir greiða árlega umsjónarlaun til þess aðila sem rekur sjóðina. Umsjónarlaunin eru reiknuð inn í gengið og koma því til lækkunar á ávöxtun. Venjulega eru umsjónarlaunin hæst fyrir hlutabréfasjóði, lægst fyrir peningamarkaðssjóði og skuldabréfasjóðir liggja þar á milli.

Kostnaður bandarískra hlutabréfasjóða hefur vaxið mikið á síðustu áratugum. Um miðja 20. öldina var meðalkostnaður 25 stærstu sjóðanna aðeins 0,64% en í byrjun nýrrar aldar er meðalkostnaður sjóða 1,54% og hefur meira en tvöfaldast á fimm áratugum.

### Kostnaðarhlutfall bandarískra hlutabréfasjóða 1978–2002

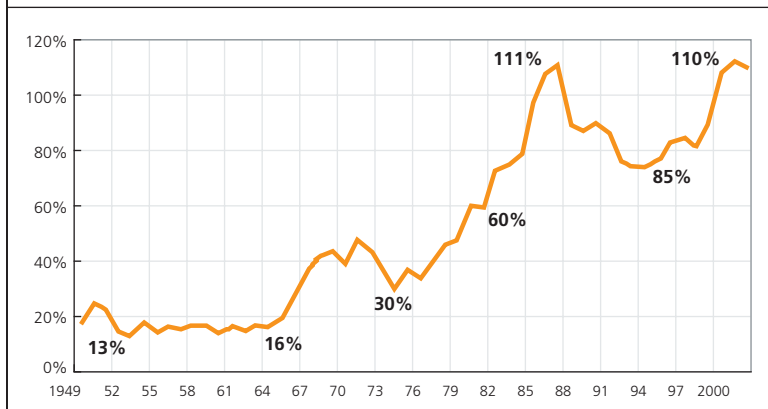


Í flestum sjóðum þarf að greiða upphafsgjald við kaup eða mun á kaup- og sölugengi. Í einhverjum tilvikum rennur hluti upphafsgjaldsins inn í sjóðina sjálfa til að fjárfestarnir sem fyrir eru í sjóðnum beri ekki kostnað af innstreymi fjárins, þ.e. kostnað við að fjárfesta í bréfum á markaði fyrir fjármagnið sem streymir inn í sjóðinn. Auk þess taka sumir sjóðir gjald við innlausn til að mæta kostnaði við sölu hlutabréfa vegna innlausna úr sjóðunum.

Veltukostnaður verðbréfasjóða, þ.e. sá kostnaður sem þeir þurfa að greiða við kaup og sölu verðbréfa, er falinn kostnaður. Hann er engu að síður til staðar og taka þarf tillit til hans. Þessi kostnaður getur verið umtalsverður ef mikil velta er á verðbréfaeign sjóðsins, gæti jafnvel numið um eða yfir 1% af eignum hans árlega. Velta bandarískra verðbréfasjóða hefur vaxið mikið á síðustu áratugum

Á árunum 1950 til 1965 kom það sjaldan fyrir að velta bandarískra hlutabréfasjóða færi yfir 16% sem þýddi að sjóðirnir áttu hlutabréf að meðaltali í sex ár áður en þau voru seld aftur. Á síðustu árum 20. aldarinnar fór meðalveltan jafnvel yfir 100% þannig að meðaleignartími hlutabréfanna var innan við ár.

### Veltuhraði bandarískra hlutabréfasjóða 1949–2001



og hefur árleg meðalvelta sjóða farið yfir 100% af eignum á síðustu árum. Svo mikil velta er sjóðunum dýr og kostnaðurinn dregst frá ávöxtun þeirra. Það er því skynsamlegt að velja frekar sjóði með litla veltu.

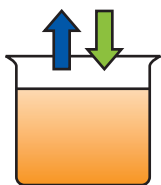
Enn er ótalinn kostnaður vegna ráðgjafar. Lítil hefð er á Íslandi fyrir greiðslum vegna ráðgjafar. Fjárvarsla og eignastýring er í boði fyrir efnameiri einstaklinga bæði gegn fastri þóknun og þóknun í hlutfalli við eignir. Í þjónustunni er innifalin varsla bréfa, regluleg upplýsingagjöf og reglulegir fundir með ráðgjafa þar sem fjárfestingarstefnan er yfirfarin.

**Kostnaður hefur áhrif á ávöxtun** Fróðlegt er að velta fyrir sér hvers vegna fjárfestar eru tilbúnir til að greiða hærri kostnað en meðal-kostnað sjóða. Ein ástæða getur verið sú að fólk hugsi lítið út í áhrif kostnaðar á fjárfestinguna. Tillhneigingin er sú að einblína á það hversu mikið megi græða á fjárfestingunni og hugsanlega telja margir að hár kostnaður jafni sig hvort eð er út á löngum tíma. Á meðan markaðir eru á uppleið velta fjárfestar kostnaði minna fyrir sér þar sem þeir eru að fá góða ávöxtun á fjármuni sína en um leið og markaðir eru í niðursveiflu fer kostnaður að skipta meira máli.

Því meira sem fer í kostnað þeim mun minna skilar sér til fjárfestanna. Jafnvel bestu sjóðstjórnarnir eiga erfitt með að sýna betri ávöxtun en markaðurinn til lengri tíma. Í umræðunni um það hvort ávöxtun í fortíð geti gefið vísbendingu um ávöxtun í framtíð eru fjármálamenn og fræðimenn sammála um eitt: Að meðaltali skila sjóðir með hærri kostnað lægri ávöxtun. Þar sem ekki er hægt að spá fyrir um ávöxtun í framtíð er öruggara að velja sjóð með lægri kostnað.

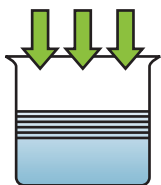
Eignir verðbréfasjóða hafa vaxið mikið og eðlilega mætti búast við að því fylgdi stærðarhagkvæmni og þar með lægri kostnaðar. En það er ekki endilega svo. Ástæðuna er helst hægt að rekja til þess að fleiri sjóðir og nýjar tegundir sjóða hafa litið dagsins ljós auk þess sem þjónusta við viðskiptavinum er meiri og dýrari. Mikið hefur verið fjárfest í upplýsingakerfum til að þjónusta viðskiptavinina sem best og ný tækni hefur stuðlað að vexti hlutabréfasjóða. Tæknin hefur rutt leiðina fyrir flóknari fjárfestingar og auðveldara er að meta þarfir viðskiptavina og skipta þeim í flokka eftir því. Vegna aukinnar rafvæðingar hefur þörfin fyrir starfsfólk í bakvinnslu minnkað þrátt fyrir aukinn fjölda færslna en á móti hefur þörfin fyrir sérhæft starfsfólk í ráðgjöf og þjónustu aukist.

*Ein milljón króna vex í 17,5 milljónir á 30 árum ef 10% ávöxtun næst. Ef heildarkostnaður við fjárfestinguna er 2% á ári dregst það frá ávöxtun og fjárhæðin í lok tímabilsins verður ekki nema 10 milljónir eða um 40% lægri.*



### Lokaðir sjóðir

Nýir kaupendur koma í stað fyrri eigenda.



### Opnir sjóðir

Nýir kaupendur stækka sjóðinn.

## Margvíslegar aðferðir við flokkun sjóða

Margar aðferðir eru til við að skipta hlutabréfasjóðum eftir tegundum og formum. Tvö mismunandi form eru til dæmis hvort sjóðir eru lokaðir eða opnir. Þeir fyrrnefndu eru þess eðlis að í upphafi fer fram útbod þar sem sjóðurinn er kynntur fjárfestum og fjármagni er safnað meðal þeirra. Þegar ákveðinni fjárhæð hefur verið safnað er sjóðnum lokað þannig að ekki er hægt að bæta við fé í hann á síðari stigum. Að þessu loknu er fjárfest samkvæmt þeirri fjárfestingarstefnu sem kynnt var í upphafi. Þrátt fyrir að sjóðurinn sé lokaður geta viðskipti átt sér stað með hluti/hlutdeildarskírteini í sjóðnum, líkt og gert er með hlutabréf fyrirtækja á markaði. Í sumum fjárfestingarsjóðum, þar sem m.a. hefur verið fjárfest í sprotafyrirtækjum, getur fjárfestingartíminn verið ákveðinn árafjöldi og binditími sjóðsins því fastur. Að þeim tíma liðnum eru eignir leystar upp og greiddar út til eigenda, sem þá hafa tryggingu fyrir því að geta losað eignina á fyrir fram ákveðnum tímapunkti.

Opnir hlutabréfasjóðir byggja hins vegar á þeirri hugmynd að ekki sé takmörkum háð hversu miklu fé er safnað í hann. Eigendur geta hvenær sem er bætt við fjárfestingu sína eða innleyst hlutdeild sína í sjóðnum á því gengi sem reiknað er daglega út frá undirliggjandi eignum sjóðsins.

Hlutabréfasjóðir skiptast einnig í tegundir eftir fjárfestingaraðferð, þ.e. eftir því hvort stýring þeirra er hlutlaus eða virk. Sumum finnst þessar tvær ólíku leiðir illa samrýmanlegar og að mótsögn sé í því fólgin að fjárfesta í báðum tegundum sjóða. Það þarf þó ekki að vera þar sem báðar hafa sína kosti og galla og geta átt saman í vel uppbyggðu eignasafni, svo lengi sem þeim grundvallarsjónarmiðum sem hér hafa komið fram er vel sinnt í rekstri sjóðanna.

Önnur algeng aðferð er að skipta sjóðum í ýmsa flokka eftir fjárfestingarstefnu. Sumir sjóðir einbeita sér að heildarmarkaðnum eða ákveðnum atvinnugreinum innan hans. Aðrir sjóðir fjárfesta eftir landsvæðum, svo sem á Bandaríkjamarkaði, í Evrópu, Asíu, á nýmörkuðum eða á alþjóðlega vísu. Loks eru sjóðir sem fjárfesta eftir ákveðnum stefnum eða leitni, þ.e. reynt er að finna þá stefnu sem líklegt er að verði ofan á næstu árin eða áratugina og fjárfesta í fyrirtækjum sem eru talin samrýmast henni. Síðast en ekki síst er algengt að sjóðir leggi mismikla áherslu á tegund fyrirtækjanna sem fjárfest er í eftir því hvort þau flokkast sem vaxtar- eða virðisfyrirtæki og hversu stór þau eru.

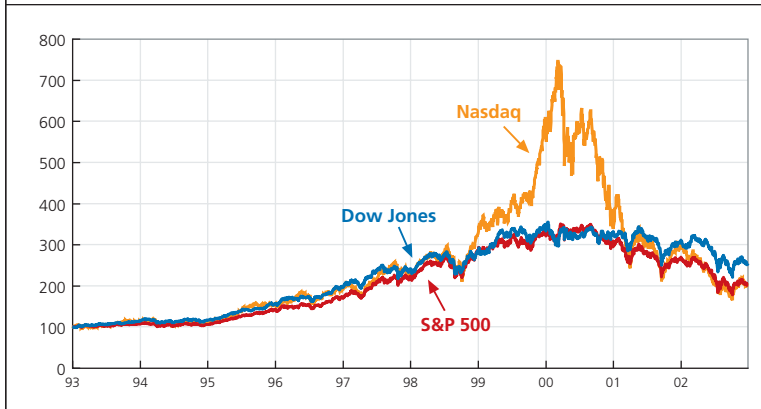
Við mat á frammistöðu hlutabréfasjóða eru jafnan notaðar hluta-

bréfavísitölur. Vísitölur eru mikið notaðar af sjóðstjórum, ekki aðeins við frammistöðumatið heldur einnig til að gefa mynd af þeim markaði sem þeir vilja endurspegla. Árangur hvers sjóðs er einnig borinn saman við frammistöðu annarra sjóða sem miða sig við sömu vísitölu eða hafa svipaða fjárfestingarstefnu. Að jafnaði eru til vísitölur fyrir ólíkar atvinnugreinar, t.d. fjármál og tryggingar, verslun og iðnað eða sjávarútveg, en einnig fyrir heildarmarkaðinn, bæði innan hvers lands og á alþjóðlega vísu. Í viðauka bókarinnar er að finna línurit sem sýnir þróun helstu vísitalna á innlendum og alþjóðlegum markaði.

Til eru margar vísitölur en sú þekktasta er án efa Dow Jones vísitalan í Bandaríkjunum (auðkenni: DJIA). Þrátt fyrir að vera elsta vísitalan og sú sem oftast er vitnað til er hún samsett úr einungis 30 stórum fyrirtækjum sem flest eru í iðnaði og gefur þannig alls ekki góða mynd af bandarískum hlutabréfamarkaði. Á myndinni má sjá þróun Dow Jones frá árinu 1993 til loka ársins 2002, auk S&P 500 og Nasdaq vísitölnnar.

### Þróun bandarískra vísitalna 1993–2002

S&P 500, DJIA og Nasdaq



*Vísitölur eru mikið notaðar af sjóðstjórum og öðrum til að meta árangur hlutabréfasjóða eða fá mynd af þeim hluta markaðar sem sjóðirnir eiga að endurspegla.*

Sú skoðun hefur komið fram að fjöldi ólíkra hlutabréfasjóða sé kominn fram úr hófi og að í öllu framboðinu sé einfaldleikinn, sem telst vera einn kostur hlutabréfasjóðanna, fyrir borð borinn. Á móti kemur að sífelld eftirspurn er eftir mismunandi tegundum sjóða til að mæta ólíkum þörfum fjárfesta.

### Fyrstu lög um verðbréfavíðskipti í Bandaríkjunum 1929

Í umfjöllun um sögu hlutabréfasjóða á íslenskum markaði var minnst á eitt rekstrarform hlutabréfasjóða, þ.e. hlutabréfasjóði sem reknir

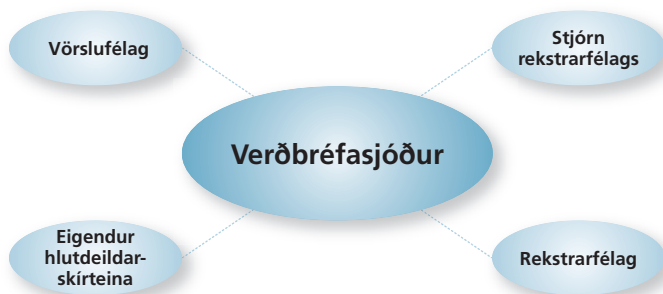


eru sem hlutafélög. Slíkir sjóðir starfa eftir lögum um hlutafélög og greiða tekjuskatt af hagnaði sínum. Ávöxtun hluthafa felst annars vegar í breytingum á gengi sjóðsins eða hlutafélagsins og hins vegar í greiðslu arðs til hluthafa í samræmi við hlutafjáreign þeirra. Vegna breytinga á skattalögum hefur slíkum sjóðum farið fækkandi og hefur þeim nú verið gert kleift að breyta rekstrarformi sínu úr hlutafélagiforminu í sjóði sem gefa út hlutdeildarskírteini. Með þessu glatast í engu réttindi eigenda bréfanna varðandi skattafslátt.

Hafi fjárfestir ekki neinna skattalegra hagsmuna að gæta er hagstæðara fyrir hann að kaupa í hlutabréfasjóði sem starfar samkvæmt lögum um verðbréfasjóði þar sem sjóðurinn greiðir ekki tekjuskatt af hagnaði sínum. Við kaup í verðbréfasjóði fær fjárfestir hlutdeildarskírteini í sjóðnum og svarar þá hver hlutur til hlutfallslegrar eignar í sjóðnum. Ávöxtun eigenda kemur fram í gengisbreytingum en á hverjum degi er gengi verðbréfasjóða reiknað út frá útstandandi hlutdeildarskírteinum og markaðsverðmæti þeirra verðbréfa sem sjóðurinn á, að frádregnum kostnaði, þar með töldum umsjónarlaunum. Auk þess greiða sumir sjóðir út arð til fjárfestanna og hafa þeir þá val um það hvort arðurinn er endurfjárfestur í sjóðnum, og kemur þannig til hækkunar eignarhluta þeirra, eða er greiddur út. Á Íslandi renna allar arðgreiðslur inn í sjóðina sjálfa og koma þannig fram í hækkandi gengi.

Til að auka öryggi fjárfesta er krafist ákveðinnar uppbyggingar og verkaskiptingar milli aðila sem koma að rekstri verðbréfasjóða en samkvæmt lögum nr. 30/2003 um verðbréfasjóði og fjárfestingasjóði, sem tóku gildi 1. júlí 2003, eru lögaðilarnir tveir:

- Rekstrarfélag verðbréfasjóðs tekur við fé frá fjárfestum til ávöxtunar og gefur út hlutdeildarskírteini. Verðbréfasjóði er heimilt að starfa í aðgreindum deildum sem hafa ólíka fjárfestingarstefnu og taka starfsmenn rekstrarfélagsins ákvarðanir um fjár-



festingar. Rekstrarfélagið setur verðbréfasjóði reglur og er heimilt að fela öðrum aðilum einstaka þætti rekstursins að fengnu samþykki Fjármálaeftirlitsins.

- Vörslufyrirtæki annast umsjá og varðveislu verðbréfa (fjármála-gerninga) verðbréfasjóðs og hefur eftirlit með því að rétt sé staðið að viðskiptum með hlutdeildarskírteini, umsýslu eigna verðbréfasjóðs og útreikningi gengis.

Fjármálaeftirlitið hefur eftirlit með aðilum sem að rekstri verðbréfasjóðs koma. Þeim ber að skila reglulega ýmsum gögnum til Fjármálaeftirlitsins til að auðvelda störf þess og ítarlegar úttektir eru einnig gerðar reglulega á rekstri þessara lögaðila. Eftirlitinu er ætlað að auka öryggi fjárfesta og koma í veg fyrir áföll.

Fyrirkomulag við rekstur verðbréfasjóða á Íslandi er í samræmi við löggjöf á Evrópska efnahagssvæðinu. Sjóðum sem starfa eftir íslenskum verðbréfasjóðalögum má skipta í tvo flokka, annars vegar verðbréfasjóði sem má markaðssetja innan EES og hins vegar fjárfestingarsjóði sem einungis má markaðssetja innanlands, nema að fengnu starfsleyfi í viðkomandi landi.

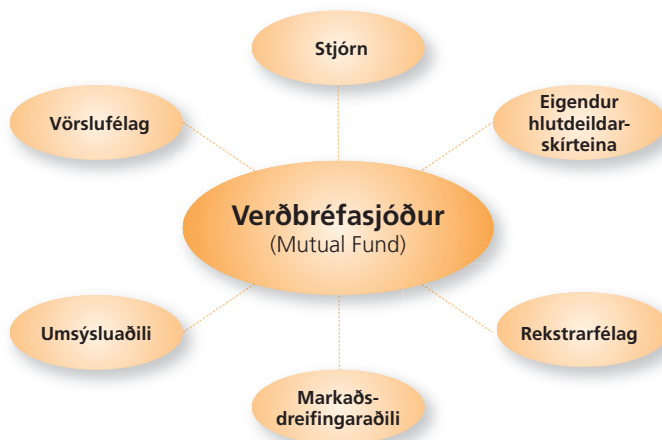
Í Bandaríkjunum voru fyrst sett lög um verðbréfaviðskipti eftir fjármálahrunið á Wall Street árið 1929 og í framhaldi af því komu önnur lög á fjármálasviðinu m.a. um starfsemi verðbréfasjóða. Lögin ná til ýmissa tegunda fjárfestingarfyrirtækja. Til viðbótar við rekstrarfélag og vörslufyrirtæki koma þrjár aðrir aðilar að rekstri bandaríks verðbréfasjóðs. Í fyrsta lagi er stjórn verðbréfasjóðs sem hefur eftirlit og yfirumsjón með rekstri og starfsemi sjóðsins og á að gæta hags-

### Eignir sjóða um sameiginlega fjárfestingu sem hlutfall af landsframleiðslu

	1998	1990
Bandaríkin	61,8	20,8
Frakkland	49,8	32,9
Spánn	43,8	3,2
Ítalía	34,9	3,8
Þýskaland	30,3	9
Bretland	28,4	12,9
Ísland	16,5	4,2
Danmörk	11,3	2,7
Japan	9,8	13,1

*Eignir verðbréfasjóða og annarra sjóða um sameiginlega fjárfestingu sem hlutfall af landsframleiðslu hafa vaxið mikið á milli árána 1990 og 1998 í helstu viðskiptalöndunum. Í Bandaríkjunum námu eignir sjóða um 62% af landsframleiðslu árið 1998 en sama hlutfall fyrir Ísland það ár var 16,5%.*

Heimild: Jóhann Pétur Harðarson 2002.



muna sjóðseigenda gagnvart rekstraraðila. Í öðru lagi er umsýsluaðili sem annast eigendaskrá, útreikning gengis vegna nýrra hluta/hlutdeildarskírteina, innlausnir og upplýsingagjöf til fjárfesta. Sá þriðji er markaðsdreifingaradili sem sér um markaðssetningu og sölu á þjónustu verðbréfasjóðs en verðbréfasjóðir selja jafnframt sjálfir milliliðalaust til fjárfesta.

Ólíkar reglur milli landa hafa gert fyrirtækjum erfitt um vik við að selja hlutdeildarskírteini í sjóðum sínum í öðrum löndum en þeirra eigin. Mörg fjárfestingarfyrirtæki hafa farið þá leið að stofna sjóði í einu eða fleiri löndum sem eru eftirlíkingar sjóðanna í heimalandinu að því leyti að þeir hafa sömu fjárfestingarstefnu og eignasamsetningu. Dæmi um þetta eru sjóðir Vanguard í Evrópu, s.s. Vanguard U.S. 500 Stock Index Fund og Vanguard Global Stock Index Fund sem að grunninum til eru eins samsettir og sjóðir með sömu nöfnum sem skráðir eru á Bandaríkjamarkaði, en byggðir upp samkvæmt reglum sem eru í gildi innan Evrópska efnahagssvæðisins.

### ***Upplýsingar verða að endurspeгла nákvæmlega starfsemi hlutabréfasjóða***

Upplýsingagjöf hlutabréfasjóða til fjárfesta er mikilvægur þáttur og verður að vera góð. Ef fjárfestir á hlutdeild í mörgum sjóðum getur verið erfitt fyrir hann að meta áhættu heildarsafnsins og því eru góðar upplýsingar um áhættustig sjóðsins, auk eignasamsetningar og fjárfestingarstefnu nauðsynlegar. Bætt aðgengi að upplýsingum auðveldar fjárfestum að bera saman sjóði og sjá ólíka eignasamsetningu, fjárfestingarstefnu, áhættu, kostnað og þess háttar.

Upplýsingar um hlutabréfasjóði eru með ýmsu móti, s.s. upplýsingablöð, greinar um sjóðinn og upplýsingar sem óháðir aðilar taka saman. Rekstrarfélagið setur verðbréfasjóði reglur um ýmislegt er varðar stjórn hans og vörslu. Þar kemur einnig fram fjárfestingarstefna sjóðsins, aðferð við útreikninga á gengi og reglur um innlausn svo að dæmi séu tekin.

Íslensk lög um verðbréfasjóði gera ákveðnar kröfur um opinbera birtingu upplýsinga um verðbréfasjóði. Krafa er gerð um að gengi sjóðs sé reiknað daglega og auglýst opinberlega ekki sjaldnar en tvisvar í mánuði. Í ársreikningi og árshlutauppgjörum rekstrarfélags á að birta sérgreindar upplýsingar um verðbréfasjóð eða sérhverja deild hans. Auk þess skal Fjármálaeftirlitinu sent ársfjórðungslegt efnahagsyfirlit verðbréfasjóða. Útboðslýsingu og útdrátt úr útboðslýsingu skal gefa út fyrir hvern verðbréfasjóð þar sem eiga að koma fram all-



ar nauðsynlegar upplýsingar til að fjárfestar geti metið kosti fjárfestinga í hlutdeildarskírteinum verðbréfasjóðs. Allar þessar upplýsingar eiga að vera fjárfestum aðgengilegar. Að lokum er í lögnum gerð sú sjálfsagða krafa að í auglýsingum og annarri kynningarstarfsemi verðbréfasjóða skuli þess gætt að fram komi réttar og nákvæmar upplýsingar um starfsemi verðbréfasjóðsins og að skýrt komi fram hvort um er að ræða verðbréfasjóð eða fjárfestingarsjóð.

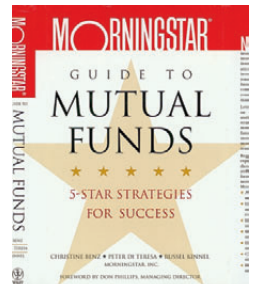
**Stórbætt aðgengi að upplýsingum** Með nýrri tækni og tilkomu netsins hefur aðgengi fjárfesta að upplýsingum um fjárfestingarkosti og frammistöðu sjóða stóraukist. Auðvelt er að nálgast slíkar upplýsingar hvenær sem er á netinu, textavarpinu og símleiðis. Aukin þekking og þátttaka almennings á fjármálamarkaði hefur aukið kröfurnar um aðgengilegar upplýsingar og fjölmiðlaumfjöllun um fjármálamarkaði er margföld á við það sem áður tíðkaðist.

Þessi þróun hefur haft það í för með sér að forskot sérfræðinga á almenna fjárfesta varðandi aðgengi að upplýsingum hefur minnkað. Það er hins vegar rétt að hafa í huga að í meiri gögnum eru ekki endilega meiri upplýsingar sem leiða til betri ákvarðana. Þeir sem geta síað úr það sem kemur að gagni eiga mesta möguleika á að standa sig best. Útboðslýsing verðbréfasjóða er margra blaðsíðna skýrsla sem fáir gefa sér tíma til að lesa í heild. Galdurinn er að draga út aðalatriðin og búa til skýrslu sem tekur aðeins eina blaðsíðu, án þess að mikilvægar upplýsingar fari forgörðum.

### **Morningstar er brautryðjandi í framsetningu upplýsinga**

Fyrirtækið Morningstar í Bandaríkjunum er að öðrum ólöstuðum komið lengst í þróun útgáfu upplýsinga um verðbréfasjóði. Fyrirtækið gefur meðal annars út mánaðarlegt fréttabréf, árlegt rit um 500 valda sjóði og einnar blaðsíðu yfirlit yfir 1600 sjóði. Auk þess er það með yfirgripsmikla heimasíðu, morningstar.com. Þar er að finna öflug tæki sem auðvelda fjárfestum leit og val á verðbréfasjóðum, auk greina um fjármál og tölulegra upplýsinga um verðbréfasjóði.

**Upphaf Morningstar** Það var skortur á upplýsingum um verðbréfasjóði fyrir almenna fjárfesta sem ýtti Joe Mansueto út í stofnun útgáfufyrirtækisins Morningstar, sem sérhæfa skyldi sig á því sviði. Eftir útskrift frá háskólanum í Chicago árið 1980, þar sem hann drýgði tekjurnar ásamt herbergisfélaga sínum með sölu á gosdrykkjum og flögum, vann hann um tíma við fjárfestingargrein-



Þókin Morningstar® Guide to Mutual Funds kom út í ársbyrjun 2003.



Joe Mansueto er stofnandi, stjórnarformaður og forstjóri Morningstar.

ingu. Það fór í taugarnar á honum hvað erfitt var að finna nýjar, samanburðarhæfar upplýsingar um verðbréfasjóði sem gætu gert fjárfestum kleift að taka sínar eigin ákvarðanir. Hann hafði sett sér þá stefnu að gerast frumkvöðull og sá að þarna var tækifæri sem hann gæti nýtt sér. Hann hóf starfsemina heima í stofu, réð starfsmenn og hóf útgáfu á ársfjórðungslegu riti, *Mutual Fund Sourcebook*, í nóvember árið 1984. Aðeins tveimur árum síðar bættist við bókina *Mutual Fund Values*, sem kom oftast út, en í henni var að finna nýjung sem fylgt hefur Morningstar æ síðan, einnar blaðsíðu yfirlit með öllum helstu upplýsingum um hvern sjóð. Framfarir í tölvutækni ruddu brautina fyrir velgengni Morningstar, því útgáfan krafðist mikils reikniafls. Í fyrstu þótti 10 MB diskur risastór, 20 MB diskur var varla til og stundum reyndi útgáfan verulega á tölvurnar. Rúmum áratug eftir stofnun hafði ársvelta Morningstar vaxið úr því að vera tugþúsundir dollara í að vera tugmilljónir dollara. Þar með taldi frumkvöðullinn sínu verki lokið og árið 1996 tók við daglegri stjórn Don Phillips, sem frá þeim tíma hefur verið þekktasti talsmaður Morningstar.

Morningstar hefur á ýmsan hátt verið brautryðjandi í kröfum sínum á hendur verðbréfasjóðum um gagnsæi og áreiðanleika þeirra upplýsinga sem þeir birta. Þeir hafa gagnrýnt auglýsingar sem ekki segja allan sannleikann, gefið fyrirtækjum einkunnir fyrir skýrslur sem þeir senda eigendum verðbréfasjóðanna, bent á og reiknað út falinn kostnað við rekstur sjóða auk þess sem þeir hafa tengt saman ávöxtun og áhættu sjóða og þannig gert samanburð á milli sjóða raunhæfari.

Meðal þess sem Morningstar hefur þróað til að auðvelda fjárfestum lífið er skipting sjóða eftir tegund fjárfestingarstefnu miðað við raunverulegar eignir sjóðanna (Morningstar® Style Box™). Eftir þessari aðferðafræði er hlutabréfasjóðum skipt í 9 flokka, annars vegar eftir því hvort fjárfest er í virðis- eða vaxtarfyrirtækjum eða blöndu af þeim og hins vegar eftir því hversu stór fyrirtækin eru sem fjárfest er í. Þegar tekin er ákvörðun um það hvar hvaða sjóður lendir er öll hlutafjáreign hans skoðuð og fyrirtækin greind og flokkuð. Skipting sjóða á þennan hátt gagnast fjárfestum vel þar sem gengi sjóða með mismunandi fjárfestingarstefnu er mismunandi eftir því hvernig markaðsástandið er. Búast má við meiri sveiflum, og þar með áhættu, í sjóðum sem lenda í horninu neðst og til hægri á myndinni en minni sveiflum efst og til vinstri.

### Morningstar® Style Box™

			Stór
			Meðal
			Lítill

Virðis Blanda Vaxtar

Morningstar skiptir hlutabréfasjóðum í níu flokka eftir eignum sjóðanna.

Skipting sjóða eftir fjárfestingarstefnu er gerð miðað við ákveðinn tímupunkt og til þess að einstaka sveiflur eða breytingar í hlutfjár-eigninni hafi ekki of mikil áhrif eru eignir sjóða líka skoðaðar þrjú ár aftur í tímann. Á þeim grundvelli er sjóðum skipað í einn af 50 flokkum (*Morningstar Categories*), fyrir bæði skuldabréfa- og hlutabréfa-sjóði, sem eiga að auðvelda fjárfestum að dreifa eign sinni á milli sjóða með ólíka fjárfestingarstefnu til að tryggja nægilega áhættu-dreifingu.

Auk þessa kannar Morningstar hlutfall eigna sjóðs í hverri atvinnugrein; en þær skiptast í þrjá meginflokka og tólf undirflokka, fjölda fyrirtækja sem sjóður fjárfestir í og veltuhlutfall sjóðsins.

**Mat á frammistöðu miðað við áhættu** Morningstar metur áhættu hvers sjóðs ekki einungis út frá sveiflum í ávöxtun, mælt í staðalfrá-viki heldur einnig út frá samanburði við sjóði innan sama flokks. Sjóðir eru metnir misjafnlega eftir því hversu gamlir þeir eru og hafa tímabilin 3, 5 og 10 ár mismikið vægi. Sjóðum er síðan raðað í fimm áhættuflokka.

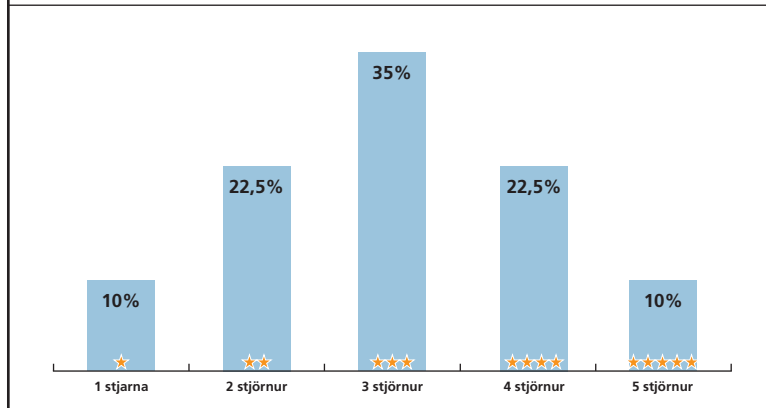
Ávöxtun sjóða, leiðrétt með tilliti til kostnaðar sem fjárfestar þurfa að bera við kaup og sölu, er metin á svipaðan hátt og áhættan, með samanburði við sjóði innan sama flokks og miðað við sömu tímabil.

Eitt þekktasta tæki Morningstar er stjörnujöf þeirra. Yfir 6000 sjóðir eru metnir á þann hátt. Gefnar eru allt frá einni upp í fimm stjörnur og er stjörnujöfin byggð á útreikningi á ávöxtun og áhættu sjóðs miðað við sambærilega sjóði, eins og lýst var hér á undan. Hvor þáttur vegur jafnþungt í stjörnujöfinni sem gefur til kynna frammi-



Don Phillips er núverandi framkvæmdastjóri Morningstar og tók m.a. virkan þátt í að þróa Morningstar® Style Box™.

### Dreifni í stjörnujöf Morningstar



Stjörnujöf Morningstar byggir á mati á árangri sjóðs miðað við sambærilega sjóði, bæði með tilliti til ávöxtunar og áhættu. Aðeins 10% sjóða í hverjum flokki fá fimm stjörnur.

**Morningstar.com** | T Membership | All About Us | TV Products | Help

BEFORE YOU DIVE BACK INTO THE MARKET.  
Get 3 Free Schwab Equity Snapshot Reports™ >>>

Charles Schwab | Morningstar Premium Membership  
Click here to try it free for 14 days.

Home Premium Portfolio Stocks Funds ETFs Markets Tools Personal Finance Investor

Enter a ticker, name, or topic

Friday, September 26, 2003

See QuickTake® Reports:  
Stock Quote, Charts, Ratings,  
News, and Analyst Research

Join Register as a  
free member  
today.

Free Analyst Report  
with Star Rating  
Enter Ticker or Name  
New to the Site?

What's Wrong with the Fund Industry  
Some cracks are emerging in the fund industry's foundation.

Stocks and Mutual Funds

Five Essentials of the Morningstar Stock  
Report  
Important first-steps on our stock data pages.  
by Debbie S. Wang, Stock Analyst

Morningstar's New Foreign Fund Categories  
We've split the foreign-stock group into five more-  
focused categories.  
by Fundal Kapoor, Associate Director of Fund  
Analysis

Investment Center

BEFORE YOU DIVE BACK INTO THE MARKET.

Morningstar Market Indicators  
New & Improved Site Search

Value-Growth

Value-Growth	Value
+1.23%	0
-1.25%	

Daily Return % Friday Close

20 min update	Chg	%Chg	Value
Blue-chip	-18	-0.9	2,132
DJIA	-31	-0.3	9,323
Nasdaq	-25	-1.4	1,792
S&P 500	-6	-0.6	997

Portfolio

Sample | Display My Portfolio

Biggest Stocks

By Market	By Change
Wal-Mart Stores	+0.16
General Electric	+1.68
Johnson & Johnson	+0.75
Krogerfield	+3.00

**Vefsvæði Morningstar;** morningstar.com veitir fjárfestum aðgang að gífurlegu magni upplýsinga af fjármálamarkaði ásamt tólum og tækjum sem aðstoða fjárfesta m.a. við greiningu og val á hlutabréfum, sjóðum og eignasöfnum. Aðgangur er ókeypis en einnig er hægt að sækja um aðgang að áskriftarþjónustu vefsins sem innifelur aukna þjónustu og möguleika.

stöðu sjóðs, bæði með tilliti til ávöxtunar og áhættu. Þeir sjóðir sem lenda meðal 10% hæstu sjóðanna innan hvers flokks fá fimm stjörnur, næstu 22,5% fjórar stjörnur, 35% sjóðanna í kringum miðjuna fá þrjár stjörnur, næstu 22,5% tvær stjörnur og neðstu 10% fá eina stjörnu.

Þótt stjörnujöfnin sé gott tæki til að fá yfirlit yfir frammistöðu sjóðs er hún aðeins eitt af mörgu sem þarf að skoða þegar sjóður er valinn. Hún er eingöngu byggð á sögulegum, tölulegum gögnum um sjóðinn og tekur því hvorki mið af breytingum á stjórn sjóðsins né segir til um frammistöðu hans til skamms tíma eða til framtíðar. Þar að auki hjálpar hún aðeins til við val á sjóðum innan hvers flokks en ekki á milli flokka.

Á vefsvæði Morningstar er að finna öflug tæki sem auðvelda fjárfestum leit að sjóðum sem falla að markmiðum þeirra. Hægt er að setja margvíslegar takmarkanir út frá flestu er tengist sjóðunum, s.s. tegund sjóðs, rekstraraðila, uppbyggingu og hlutfall kostnaðar, frammistöðu út frá stjörnujöf og ávöxtun, veltu og stærð sjóðanna og svo mætti lengi telja. Niðurstöðurnar má nota til að bera saman sjóði eða búa til eigin eignasöfn. Jafnframt er hægt að setja inn upplýsingar um eignir sínar og sjá hvernig þær vinna saman. Skoða má hvernig heildareignin skiptist á milli eignaflokka, atvinnugreina, tegunda fjárfestinga, hvort eignasafnið hafi einhver séreinkenni m.t.t. sparnaðartíma, kostnaðar og eignaskiptingar og hvaða áhrif einstakir sjóðir hafa á heildarsafnið.

## Upplýsingar um hlutabréfasjóði á Íslandi eiga langt í land

Á vefsíðum íslenskra fjármálafyrirtækja er að finna ítarlegar upplýsingar um þá hlutabréfasjóði sem þau reka. Þar er meðal annars gefið upp gengi hlutabréfasjóða, eignasamsetning þeirra og ávöxtun og hægt er að bera gengisþróun þeirra saman við aðra sjóði eða vísitölur.

The screenshot shows the homepage of sjodir.is. It features a navigation bar with 'Eftirlit', 'Málefni', 'Tilvitnir', 'Gætt og hlýð', and 'Tilvitnir'. The main content area includes a large banner for 'Eignarverðisgjafi' (Shareholder Value) with a 'Hjústúla' logo. Below this, there are several news snippets and a table of market data. The table shows the following data:

Ísl. vörð	Ísl. vörð	Ísl. vörð
ISL50	22.50	7.4
ISL50	22.50	7.4
ISL50	22.50	7.4
ISL50	22.50	7.4
ISL50	22.50	7.4
ISL50	22.50	7.4

The screenshot shows the homepage of sjodir.is with a welcome message: 'Velkomin á heimasíðu sjodir.is | Hlútaun og marktkar samanburður er traustur bakgrunnur í sjóðvæðisþróun'. Below this, there is a section titled 'Samráðgjafi í fjálfium lífrýttisþarnaði' (Shareholder Value in Financial Performance). The text discusses the company's commitment to shareholder value and its focus on long-term growth. At the bottom, there is a table with the following data:

Ísl. vörð	Ísl. vörð	Ísl. vörð
ISL50	22.50	7.4
ISL50	22.50	7.4
ISL50	22.50	7.4
ISL50	22.50	7.4
ISL50	22.50	7.4
ISL50	22.50	7.4

Á vef Íslandsbanka, isb.is er að finna upplýsingar um þjónustu bankans. Vefurinn geymir einnig mikið magn fréttu og markaðsupplýsinga ásamt margvíslegum greiningarskýrslum sem nýttast fjárfestum við ákvarðanatöku á markaði.

Óháð fyrirtæki, Lánstraut hf., er auk þess með vefsíðuna sjodir.is. Þar er borin saman ávöxtun verðbréfasjóða og lífeyrissparnaðar sem í boði er á innlendum markaði.

Enn eiga Íslendingar þó langt í land með að fá fullnægjandi upplýsingar til að bera saman sparnaðarleiðir á einfaldan hátt, svipað og hægt er að gera á síðum Morningstar.



## *Bogle rekinn frá Wellington og stofnar Vanguard 1974*

Sumir skarpgreindir fjármálaráðgjafar geta komið þér inn þegar markaðir eru í lágmarki og sumir geta komið þér út þegar markaðir eru í hámarki. Þetta eru aldrei sömu aðilarnir.

Gary North

- 
- *Að snúa „tappleiknum“ sér í hag – hlutlaus stýring hlutabréfasjóða*
  - *Að fylgja vísitölunni, gera hvorki betur né verr*
  - *Vanguard tilraunin*
  - *Markaðstenging, sívaxandi vinsældir og útbreiðsla um heim allan*
  - *Skuldabréfasjóðir draga úr sveiflum eignasafns*
  - *Meðaltími skuldabréfasjóða er ráðandi þáttur í sveiflum á ávöxtun*
  - *Virk stýring hlutabréfasjóða – samkeppnin við vísitöluna*
  - *Vogunarsjóðir og sjóðasjóðir, að auka áhættu eða minnka*
  - *Bill Miller nær meiri hækkun en vísitalan 12 ár í röð*
- 

### ***Að snúa „tappleiknum“ sér í hag – hlutlaus stýring hlutabréfasjóða***

Fyrstu vísbendingar um kosti hlutlausrar stýringar sjóða má væntanlega rekja allt aftur til ársins 1900 þegar franskur háskólamaðurinn Louis Bachelier skrifaði ritgerðina „The Theory of Speculation“. Í henni má finna niðurstöður rannsókna sem af sumum eru taldar grunnurinn að nútíma safnakenningum (e. *Modern Portfolio Theory*) og skilvirkni markaða sem fjallað var um í 7. og 8. kafla. Þar komst Bachelier að þeirri niðurstöðu að stærðfræðilega væri vænt gildi

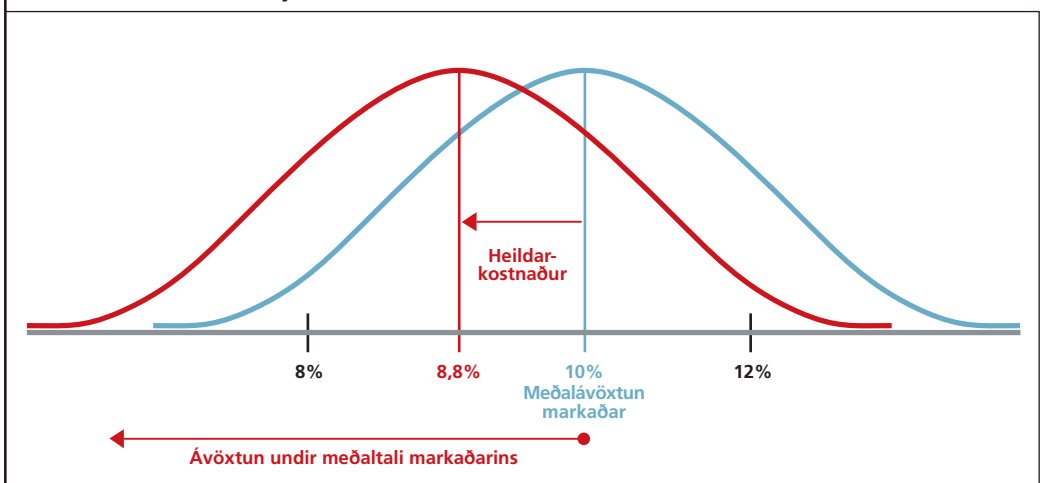
umframávöxtunar sem spákaupmenn næðu á fjármagnsmarkaði núll, sem þýðir að litlar sem engar líkur eru á því að spákaupmenn geti náð betri árangri en markaðurinn í heild sinni.

Sennilega er fyrstu skipulegu úttekt á kenningunni að finna í grein í tímaritinu *Econometrica* árið 1933, þar sem Cowles-nefndin reyndi að svara spurningunni hvort spámenn um verð hlutabréfa gætu yfirleitt nokkru spáð. Eftir úrvinnslu mikilla gagna komst nefndin að þeirri niðurstöðu að sú fullyrðing væri hæpin. Upp úr 1950 og áratugina þar á eftir, komu síðan fram safnakennningar sem renndu styrkari stoðum undir kosti hlutlausrar stýringar.

Í 8. kafla er sagt frá þeirri forsendu að dreifing á ávöxtun hlutabréfa sé normaldreifð. Þetta á ekki aðeins við um hlutabréf í einstökum fyrirtækjum. Gera má ráð fyrir því að ávöxtun hlutabréfasjóða eða einstakra fjárfesta sé á sama hátt normaldreifð í kringum meðalávöxtun markaðarins. Líkurnar á því að vera yfir meðaltalinu eru jafnmiklar og að vera undir því.

Í rannsóknum sem gerðar hafa verið og kenningum sem settar hafa verið fram, og jafnvel þegar ávöxtun á markaði er mæld með þróun vísitölu, er yfirleitt ekki gert ráð fyrir að greiða þurfi þóknun fyrir viðskipti. Þær gera ráð fyrir kostnaðarlausri og skattfrjálsri fjárfestingu. Við vitum hins vegar að sú er ekki raunin. Nettóávöxtun fjárfesta í heild hlýtur ávallt að vera ávöxtun markaðarins að frádregnum þeim kostnaði sem fjárfestingarnar hafa í för með sér. Með

### Kostnaður hlutabréfasjóða lækkar ávöxtun



Kostnaður við rekstur hlutabréfasjóða hefur þau áhrif að normaldreifð ávöxtun þeirra hliðrast til vinstri miðað við ávöxtun markaðarins og veldur því að meirihluti sjóða sýnir lægri ávöxtun en sem nemur meðalávöxtun markaðarins.

Því að taka tillit til kostnaðar við fjárfestingar hliðrast normalkúrfan til vinstri. Með öðrum orðum: Líkurnar aukast umtalsvert á því að sjóðstjóri sem aðhyllist hlutlausa stýringu með lágum tilkostnaði sýni betri árangur en aðrir sjóðir að meðaltali. Það að reyna að gera betur en markaðurinn er tapleikur eins og fjallað var um í 2. kafla.

### **Að fylgja vísitölunni, gera hvorki betur né verr**

Sjóðstjórar markaðstengdra sjóða fjárfesta í bréfum sem endurspeгла samsetningu þeirrar vísitölu sem miðað er við og reyna síðan eftir megni að fylgja eftir breytingum á samsetningu vísitölnnar.

Ef tiltölulega fá fyrirtæki eru í vísitölunni þarf þetta ekki að vera flókið og auðvelt er að breyta eignasamsetningu í samræmi við breytingar á vísitölunni. Þegar vísitalan nær til tvö til fimm þúsund fyrirtækja eða þegar lítil velta er með hlutabréf er nánast ómögulegt að fylgja vísitölunni nákvæmlega eftir. Þá er valin sú leið að fjárfesta í þeim fjölda fyrirtækja sem tölfræðilega er talinn endurspeгла þróun vísitölnnar nægilega vel. Þessi leið er ódýrari en þegar verið er að streitast við að endurspeгла vísitölu nákvæmlega. Áhættan sem fylgir þeirri leið er hins vegar að líkurnar á fráviki frá vísitölunni aukast (e. *tracking error*). Frávikið er mismunur á ávöxtun sjóðs fyrir kostnað og ávöxtun vísitölnnar sjálfra.

*Markmið sjóða með hlutlausa stýringu er að lágmarka fráviki frá viðmiðunarvísitölu án tillits til kostnaðar.*

Þegar fjárfestar kaupa í sjóði með hlutlausri stýringu búast þeir við að þróun á gengi sjóðsins sé hin sama og gengi þeirrar vísitölu sem þeir miða við. Flestir sjóðir með hlutlausri stýringu hafa það markmið að fylgni ávöxtunar þeirra og viðmiðunarvísitölnnar sé a.m.k. 95%. Margir gera enn betur og stærstu sjóðirnir ná um 99% fylgni við ávöxtun viðmiðunarvísitölu. Andstæðingar hlutlausrar stýringar nefna frávikið sem helsta ókost hennar en í fæstum tilvikum er mikilvægi fráviksins það mikið að fjárfestar þurfi að hafa áhyggjur af því.

Stýring hlutlausra sjóða er ódýrari en annarra sjóða, einkum vegna þess hvernig þeir eru í eðli sínu. Þegar gengi fyrirtækis í viðmiðunarvísitölu lækkar, veldur það lækkun á markaðsvirði þess og vægi þess minnkar þar með í vísitölunni. Það sama gerist í sjóðnum, vægi fyrirtækisins lækkar vegna þess að virði þess á markaði lækkar. Þannig er aðlögunin að miklu leyti sjálfkrafa og helstu vandamálin sem sjóðstjórar standa frammi fyrir eru annars vegar ráðstöfun nýs fjár og innlausnir úr sjóðnum og hins vegar breytingar á samsetningu vísitölnnar. Meðal annars af þessum sökum er veltan á hlutabréfum sjóðsins fremur lítil í samanburði við annars konar sjóði og viðskiptakostnaður þar með minni.

Frá árinu 1982 hafa verið til afleiður á ákveðnar vísitölur á Bandaríkjamarkaði sem auðvelda sjóðstjórum hlutlausra sjóða að fjárfesta fyrir lægri fjárhæðir á milli þess sem þeir gera stærri eignabreytingar til samræmis við breytingu í vísitölu. Til þess að lækka viðskiptakostnað sjóðanna nota eignastýringarfyrirtæki stundum hugbúnað til þess að jafna út viðskipti með sama félagið innan fyrirtækisins. Þannig er fyrst gengið frá viðskiptum milli sjóða innan fyrirtækisins og aðeins keypt eða selt á markaði ef það dugir ekki til.

Að jafnaði hafa sjóðir með hlutlausri stýringu enga tekjumögu-leika. Í Bandaríkjunum geta þeir þó fengið þóknun fyrir að lána miðlurum hlutabréf til að nota við skortsölu annarra fjárfesta (nánar er fjallað um skortsölu í 9. og 11. kafla). Þótt ekki sé um miklar tekjur að ræða stuðlar þetta að því að minnka það bil sem óhjákvæmilega myndast milli sjóðanna og vísitölnunnar vegna kostnaðar.

---

*Markaðstengdir sjóðir eru mikilvægt tæki fyrir alla fjárfesta, bæði almenna og fagfjárfesta. Fyrir utan það að vera að jafnaði með lægri kostnað en aðrir sjóðir bjóða þeir upp á mikla áhættudreifingu. Auk þess opna þeir fjárfestum leið inn á markaði sem erfitt er að nálgast nema með mikilli fjárfestingu. Vegna eignadreifingar henta sjóðir með hlutlausu stýringu vel sem kjarnafjárfesting eða sem neðsti hlutinn af hlutabréfapíramídanum.*

---

Prátt fyrir augljósa kosti sjóða með hlutlausu stýringu var árið 2000 innan við 10% af eignum bandarískra hlutabréfasjóða í slíkum sjóðum. Þetta hlutfall hefur þó farið hækkandi á síðustu árum.

Árið 1993 efndi viðskiptablað *New York Times* til 20 ára samkeppni um ávöxtun eftirlaunasparnaðar en blés hana af sjö árum síðar án nokkurrar skýringar. Þegar keppnin hófst fékk hver fjárfestingaraðili tilbúið safn að fjárhæð 50 þúsund dollara til ráðstöfunar. Um mitt árið 2000 voru á bilinu 111–155 þúsund dollarar í söfnunum. Hvergi í umfjöllun blaðsins um lok keppninnar var minnst á árangur hlutlausu stýringarinnar en í þess konar safni voru 188 þúsund dollarar, eða að meðaltali um 50 þúsund dollurum meira en í hinum söfnunum.

Af þessum sökum skrifaði John C. Bogle, stofnandi Vanguard Group, eftirfarandi bréf til Schachters, ritstjóra sunnudagsútgáfu viðskiptablaðs *New York Times*.



„Ágæti herra Schachter, Ég var afar vonsvikinn að lesa um ótímabær endalok samkeppninnar sem *New York Times* efndi til um mitt ár 1993, þar sem bera átti saman árangur verðbréfasafna sem fimm virtir fjárfestingaráðgjafar stýra og árangur safns í hlutlausri stýringu, Vanguard 500 vísitölusjóðsins.“

Niðurstaða Bogle í greininni var hin sama og oft áður, kostnaðurinn réð mestu um það hversu mikið virku söfnin voru á eftir hlutlausu safninu.

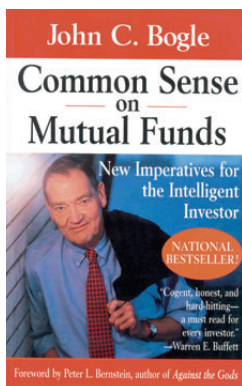


Sjóðir með hlutlausu stýringu eru að jafnaði fjárfestir að fullu, þ.e. þeir geyma ekkert fé í skammtímaávöxtun. Í hlutabréfahringnum eru þeir staðsettir í horninu neðst til vinstri. Það kemur sér vel þegar markaðir eru í uppsveiflu að vera með alla fjármunina í hlutabréfum og enga í skammtímaávöxtun en að sama skapi er það ókostur í niðursveiflu.

Margir telja að stjórnendur sjóða með virkri stýringu ættu að geta spornað við því að ávöxtun þeirra versni vegna mikillar lækkunar á hlutabréfum, þar sem þeir geta frekar stýrt því hversu miklir fjármunir eru geymdir í öruggri skammtímaávöxtun. Þeir ættu því að vera í aðstöðu til að hafa meira laust fé þegar líkur eru á að niðursveiflu fari að gæta á mörkuðum og vera svo með alla fjármuni í hlutabréfum þegar markaðir eru í lægð og von á viðsnúningi. Þannig ættu sjóðir með virka stýringu að geta sloppið betur út úr niðursveiflu og þar með sýnt betri frammistöðu en viðmiðunarvísitala.

Raunin er hins vegar yfirleitt önnur. Í bók sinni, *Common Sense on Mutual Funds*, bendir John C. Bogle á að erfitt er að spá rétt fyrir um niðursveiflu í hvert skipti og rannsóknir hafi sýnt að sjóðirnir hafa verið með meira laust fé þegar markaðir hafa verið í lágmarki en í toppi sveiflunnar. Þegar markaðir eru í lágmarki hafa virkir sjóðstjórnar tilhneigingu til að vera með fremur stóran hluta fjármuna í skammtímaávöxtun en með slíku missa þeir af hækkunum því að þær koma yfirleitt hratt og óvænt. Sjóðstjórnarnir virðast þannig ekki hafa spáð rétt fyrir um sveiflur á hlutabréfamarkaði.

Þar sem sjóðstjórnar vísitölusjóða eru ekki að tímasetja markaðinn á ekki að vera hættu á að sjóðir þeirra dragist aftur úr viðmiðunarvísitölunni vegna þess að þeir séu með fé í skammtímaávöxtun þegar hlutabréfamarkaðurinn sveiflast upp á við. Þótt fjárfestar vilji ekki vera með fjármuni í hlutabréfum í niðursveiflu er engin leið betri en



önnur í slíku markaðsástandi. Þegar á heildina er litið er hlutlaus stýring því góð fjárfestingarleið sama hvernig markaðurinn er.

### **Vanguard tilraunin**

Vanguard Group er annað stærsta verðbréfasjóðafyrirtæki Bandarík-anna og það sem vex hraðast. Uppbygging fyrirtækisins er einstök en rætur velgengni þess má rekja til ritgerðar sem stofnandinn, John C. Bogle, skrifaði á árunum 1949–1951 við Princeton háskóla og nefndi *The Economic Role of the Investment Company*.

Tilviljun réð því að Bogle valdi þetta efni. Hann var staðráðinn í því að skrifa um efni sem ekki hefði verið krufið í ritgerð áður. Eitt sinn er hann sat í lesstofu Firestone bókasafnsins rakst hann á grein í tímaritinu *Fortune* undir fyrirsögninni „Big Money in Boston“. Greinin fjallaði um atvinnugrein sem hann hafði aldrei heyrt um, verðbréfasjóði. Í tímaritinu var sagt að greinin væri lítil þúfa sem líkleg væri til að velta þungu hlassi. Áhugi Bogles var vakinn.

Í ritgerð sinni tæpti Bogle á atriði sem síðar átti eftir að skipta sköpum í velgengni fyrirtækis hans, því að hlutabréfasjóður geti ekki gert kröfu um að vera með hærri ávöxtun en sem nemi meðaltali markaðsávöxtunar. Í innganginum sagði hann að verðbréfasjóðir ættu fyrst og fremst að starfa með hagsmuni eigenda hlutdeildarskírteina í huga. Niðurstaðan var sú að hlutverk rekstraraðila sjóða væri að þjóna fjárfestum, bæði almenningi og fagfjárfestum, á sem hagkvæmastan, skilvirkastan og heiðarlegastan hátt. Meginhlutverk þeirra væri að stýra eignasöfnum. Hann hélt því fram að vöxtur verðbréfasjóðamarkaðar yrði hámarkaður með lækkuðum upphafskostnaðar og umsjónarlauna.

Ritgerð hans vakti athygli frumkvöðuls á sviði verðbréfasjóða, Walters L. Morgan (1898–1998), sem einnig hafði lært við Princeton. Morgan hafði stofnað Wellington Fund árið 1928. Við útskrift Bogles árið 1951 var sjóðurinn einn sá stærsti á markaðnum með eignir upp á 125 milljónir dollara. Morgan réð Bogle í vinnu og varð lærifaðir hans. Um miðjan sjöunda áratuginn var öllum orðið ljóst að Bogle ætti að verða eftirmaður hans, þá 35 ára að aldri. Á þeim tíma var fyrirtækið farið að dragast aftur úr keppinautum sínum og fékk Bogle það hlutverk að bæta úr því. Hann gerði það árið 1966 með samruna Wellington við fyrirtæki nokkurra ungra manna sem hann taldi að myndi leysa öll þeirra vandamál. Bæði voru þeir með fjölbreyttara úrval verðbréfasjóða en Wellington fyrirtækið, sem var afar háð einum sjóði, en auk þess höfðu þeir sýnt afburðaávöxtun síðustu sex árin.



*Walter L. Morgan stofnaði Wellington sjóðinn með því að safna 100 þúsund dollurum frá vinum og vandamönnum til fjárfestingar. Nokkrum mánuðum fyrir hrúmið á Wall Street árið 1929 flutti hann 60–70% eignanna í laust fé og slapp þar með að mestu við áfallið, 40% lækkuð verðbréfa á tveimur vikum og 80% lækkuðun í heildina. Hann lét af störfum vegna aldurs árið 1970 og lést 2. sept. árið 1998, 100 ára að aldri. Bogle, félagi hans í nær hálfa öld, flutti ræðu við útför hans.*

Á árunum 1973–74 urðu hins vegar miklar lækkanir á hlutabréfa-mörkuðum í kjölfar olíuverðshækkana og var svo komið að sjóðir í rekstri hins sameinaða fyrirtækis lækkuðu meira en markaðurinn, jafnvel Wellington sjóðurinn sjálfur sem hafði aukið áhættu sína í kjölfar „ferskra vinda“ í fyrirtækinu. Við tók tímabil þar sem innlausnir voru umfram kaup í verðbréfasjóðunum og átti það eftir að standa allt til ársins 1980.

Andstreymi reynir oft verulega á samvinnu og í ársbyrjun 1974 tóku félagar Bogle sig saman og ráku hann frá fyrirtækinu sem hann hafði litið á sem sitt eigið. Í öngum sínum mundi hann eftir hugmynd sem hann hafði fengið nokkrum árum áður, að gera sjóðina óháða rekstraraðilanum. Hugmynd hans var að viðskiptavinirnir yrðu einu eigendur verðbréfasjóðanna (e. *mutual funds*) og þeir yrðu eingöngu reknir með hagsmuni viðskiptavinanna fyrir brjósti.

Það vildi Bogle til happs að stjórn Wellington verðbréfasjóðanna var að mestu óháð stjórn Wellington fyrirtækisins og tókst honum eftir margra mánaða fortölur að fá stjórn verðbréfasjóðanna til að samþykkja að hann tæki við stjórn fáeinna sjóða í fullu starfi, sæi um daglegan rekstur, bókhald og skrá yfir eigendur hlutdeildarskírteina. Honum tókst hins vegar ekki að sannfæra stjórnina nægjanlega vel, því að Wellington fyrirtækið sá áfram um þá þætti sem flestir telja að skipti sköpum í velgengi verðbréfasjóða, þ.e. markaðssetningu sjóðanna og rekstur, þar með taldar fjárfestingarákvarðanir.

Í árslok 1974 var Vanguard stofnað með 28 starfsmenn og 1,4 milljarða dollara í 8 sjóðum. Eigendur Vanguard voru sjóðirnir sjálfir sem þýddi að allur hagnaður af starfseminni rann í vasa eigenda hlutdeildarskírteina. Vanguard tilraunin var hafin.

Stór hluti af rekstri sjóðanna var þó enn í höndum Wellington fyrirtækisins og hafði Vanguard takmarkað svigrúm til breytinga á sjóðunum. Þessi einkennilega staða Vanguard gagnvart Wellington fyrirtækinu leiddi til tveggja nýjunga sem skipt hafa sköpum í rekstri verðbréfasjóða. Önnur er vel þekkt á sviði hlutabréfa en hin minna þekkt á sviði skuldabréfa, sem nánar verður sagt frá síðar í kaflanum.

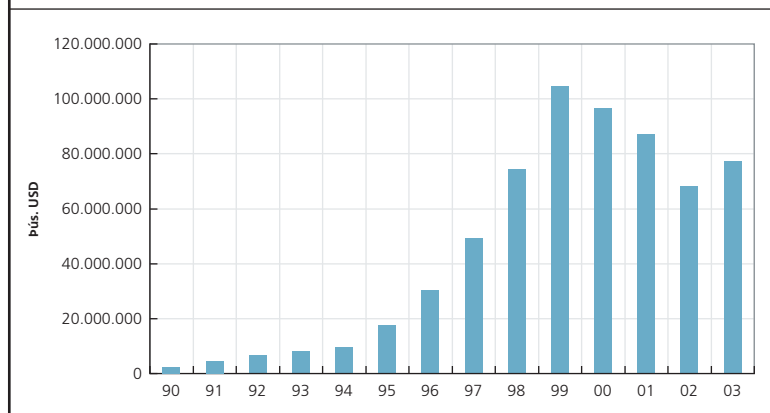
Upp úr 1970 höfðu komið fram greinar eftir þrjá fræðimenn á sviði fjármála, þá Paul Samuelson, Burton Malkiel og Charles Ellis, þar sem birtar voru rannsóknir sem sýndu kosti hlutlausrar stýringar umfram virkrar. Bogle settist niður og reiknaði út meðalávöxtun hlutabréfasjóða síðustu 30 árin þar á undan og bar það saman við S&P 500 vísitöluna. Niðurstaðan var sú að vísitalan sýndi 11,3% ávöxtun en sjóðirnir að meðaltali 9,8%. Árlegur mismunur í ávöxt-

un, vísitölunni í hag, nam 1,5 prósentustigi, nokkurn veginn þeim kostnaði sem sjóðirnir báru þá. Milljón, sem fjárfest hefði verið fyrir í upphafi tímabilsins, hefði vaxið í 16,5 milljónir í meðalsjóðnum meðan ávöxtun vísitölunnar hefði skilað 25 milljónum. Bogle hafði fengið staðfestinguna sem hann þurfti. Skipulag Vanguard og áhersla á lágan kostnað gaf færi á ávöxtun sem yrði nær ávöxtun vísitölunnar.

En Bogle þurfti leyfi til að stofna slíkan sjóð. Hann taldi stjórn verðbréfasjóðanna trú um að þar sem sjóðurinn væri ekki í virkri stýringu og þyrfti þar af leiðandi ekki hefðbundna hlutabréfatíslu, væri Vanguard ekki að fara út fyrir umsamið hlutverk sitt. Því þyrfti Wellington fyrirtækið ekki að koma að rekstri hans og fjárfestingarákvörðunum. Fyrsti hlutabréfasjóðurinn með hlutlausri stýringu, Vanguard 500 Index Fund, var síðan stofnaður árið 1975 af Vanguard og voru fjárfestingar hans miðaðar við S&P 500 vísitöluna. Eftirspurn almennings og fagfjárfesta var svo lítil til að byrja með að sjóðurinn var ekki búinn að kaupa hlut í öllum 500 fyrirtækjunum í vísitölunni fyrr en 1979. Það átti hins vegar eftir að breytast.

### Vanguard 500 Index Fund

Þróun eigna sjóðsins frá árinu 1990



Vanguard 500 Index Fund (VFIX), sem í voru 11 milljónir dollara við stofnun er nú einn stærsti verðbréfasjóður heims með eignir upp á 77 milljarða dollara (m.v. 31. maí 2003).

Á þessum tíma þurftu fjárfestar að greiða nær 9% í sölubóknun til miðlara við kaup í sjóðum Vanguard og þótti það í andstöðu við markmið fyrirtækisins um lágan kostnað. Þrátt fyrir að sjóðir án sölubóknunar væru afar fáir, sá Bogle fyrir sér að þekking, bolmagn og áhugi almennra fjárfesta myndi aukast og þeir myndu í auknum mæli sjá sjálfir um sínar fjárfestingarákvarðanir án milligöngu miðlara með tilheyrandi kostnaði.



*Það eru ekki bara viðskiptavinirnir sem kunna að meta þjónustu Vanguard. Tímaritið Forbes valdi í janúar 2003 verðbréfasjóði sem blaðið taldi vera góða fjárfestingarkosti. Um þriðjungur sjóðanna, 33 talsins, komu frá Vanguard vegna lágs kostnaðar og góðrar frammistöðu miðað við áhættu yfir fimm ára tímabil.*

Í febrúar 1977 hætti Vanguard að selja í gegnum Wellington fyrirtækið á þeirri forsendu að Vanguard væri ekki að taka við markaðssetningu sjóðanna heldur væri einfaldlega verið að leggja hana niður. Allt frá þeim tíma hefur Vanguard stýrt sölu á hlutdeildarskírteinum í sjóðum sínum án sölupóknunar og fyrirtækið hefur vaxið hraðar en flest önnur verðbréfasjóðafyrirtæki heims þrátt fyrir að markaðskostnaður þeirra hafi aðeins numið broti af sambærilegum kostnaði samkeppnisaðila.

### **Markaðstenging, sívaxandi vinsældir og útbreiðsla um heim allan**

Í byrjun nýrrar aldar, tveimur áratugum eftir að hlutlaus stýring komst á kortið, er hægt að finna sjóði með tengingu við nánast hvaða vísitölu sem er. Í Bandaríkjunum eru meðal annars til sjóðir sem miða fjárfestingar sínar við heildarmarkaðinn og nota þá Wilshire 5000 vísitöluna til viðmiðunar og aðrir sem fjárfesta í samræmi við vísitölur einstakra atvinnugreina. Í Evrópu er bæði fjárfest í takt við vísitölur einstakra landa og Evrópu í heild sinni, t.d. Evrópuvísitölu Morgan Stanley (MSCI Europe Index) sem er vegin með markaðsverðmæti hlutabréfa fyrirtækja í fimmtán Evrópulöndum. Algengt er að sjóðir með hlutlausri stýringu á heimsvísu miði fjárfestingar sínar við heimsvísitölu Morgan Stanley (MSCI World Index). Í viðauka bókarinnar er að finna yfirlit yfir nokkrar af helstu vísitölum sem notaðar eru á verðbréfamarkaði.

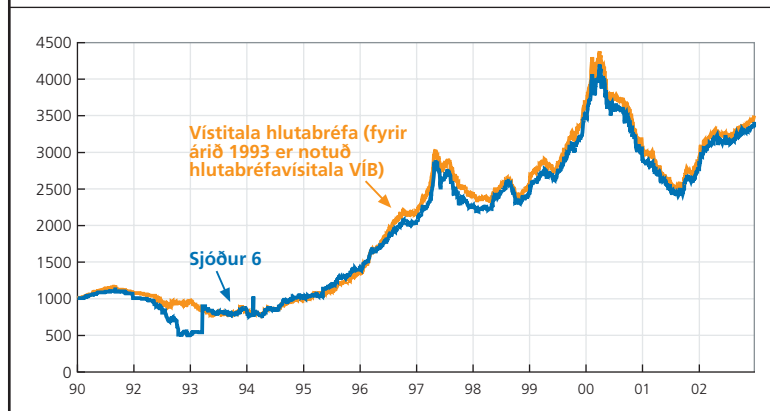
Fjölbreytni sjóðanna er slík að jafnvel frumkvöðullinn sjálfur, Bogle, hefur sett fram þá spurningu hvort gengið hafi verið of langt. Það verður þó að telja að svo lengi sem kostnaður sjóðanna helst lágur sé það í þágu fjárfestanna að geta valið um ódýran sjóð með hlutlausri stýringu sem fjárfestir á þeim hluta markaðarins sem þeir hafa áhuga á.

Um svipað leyti og Markowitz hlaut Nóbelsverðlaun fyrir framlag sitt til fjármálafræðinnar árið 1990 setti VÍB, Verðbréfamarkaður Íslandsbanka, sem nú heitir Eignastýring Íslandsbanka, á stofn tvo hlutabréfasjóði með hlutlausri stýringu, Aðallistasjóðinn (Sjóð 6) og Þýskalandssjóð sem ekki er lengur starfræktur. Sjóður 6 (sjá 3. kafla) miðar að því að fylgja eftir vísitölu aðallista Kauphallar Íslands. Fyrstu árin var eignaskipting sjóðsins miðuð við hlutabréfavísitölu VÍB en farið var að reikna vísitöluna árið 1986 þar sem engar aðrar vísitölur voru til á þeim tíma.

Þýskalandssjóðurinn var barn síns tíma. Takmarkanir voru á fjárfestingum Íslendinga í útlöndum og þessi sjóður var innan þeirra

## Sjóður 6 – Aðallisti KÍ 1991–2002

Próun og fylgni við vísitölu



Sjóði 6 hefur tekist að ná nálægt 98% fylgni við vísitölu aðallista en árleg ávöxtun sjóðsins frá árslokum 1994 er 16,4% að meðaltali á meðan vísitalan hefur hækkað um 16,65%. Frá stofnun til ársloka 2002 hefur sjóðurinn gefið 11% árlega ávöxtun sem þýðir að fjárfestir sem keypti hlutdeild í sjóðnum við stofnun, tvöfaldaði eign sína á innan við 7 árum og hafði upphafleg fjárfesting hækkað 3,5 falt um mitt ár 2003.

marka. Hann var markaðstengdur og rekinn um skeið í samvinnu við Barbican Capital Management sem nú er hluti af First Quadrant UK Ltd. í Bretlandi.

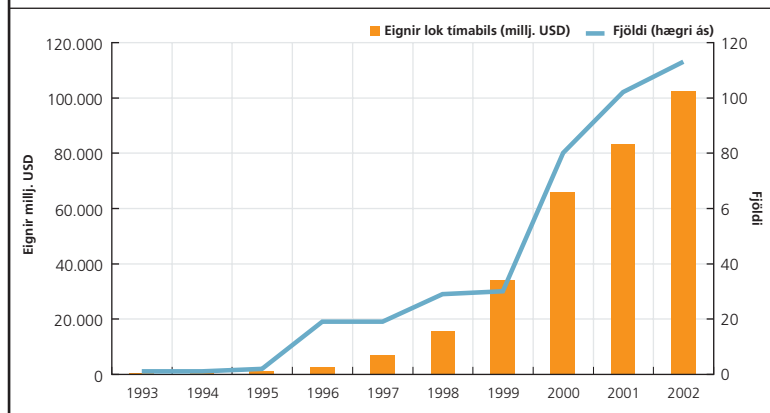
Frá árslokum 2001 hefur Íslendingum einnig staðið til boða verðbréfasjóður sem miðar fjárfestingar sínar við Úrvalsvísitölu Kauphallar Íslands og er hann rekinn af Kaupþingi-Búnaðarbanka.

Árið 1998 hófst samstarf VÍB við Vanguard Group í Bandaríkjunum til að opna fjárfestum á Íslandi greiða og örugga leið að alþjóðlegum hlutabréfum með hlutlausri stýringu.

Árið 1993 kom fram nýjung á bandarískum verðbréfasjóðamarkaði, svokallaðir kauphallarsjóðir (e. *Exchange Traded Funds, ETFs*). Bréf þeirra eru eins og hlutabréf fyrirtækja og markaðurinn ákveður

## Kauphallarsjóðir (ETFs) í Bandaríkjunum

Eignir og fjöldi



Í lok ársins 2002 voru 113 kauphallarsjóðir á bandarískum markaði, flestir með hlutlausu stýringu og miðað við mismunandi vísitölur. Langflestir þeirra fjárfestu í hlutabréfum, eða yfir 96% og aðeins um 4% voru skuldabréfasjóðir. Heildareignir kauphallarsjóða í árslok 2002 voru um 100 milljarðar dollara en til samamburðar voru eignir hlutabréfasjóða um 2.700 milljarðar dollara og heildareignir verðbréfasjóða um 6.400 milljarðar dollara.



verð þeirra. Hins vegar er ekki reiknað innlausnarvirði eða gengi eins og í venjulegum sjóðum. Hægt er að kaupa í þeim á markaðsgengi hvenær sem er yfir daginn, ólíkt verðbréfasjóðunum þar sem viðskiptin eru miðuð við útreiknað gengi í lok dags.

Þótt sjóðir með hlutlausu stýringu séu í eðli sínu langtímafjárfesting hafa kauphallarsjóðirnir aðallega verið notaðir til spákaupmennsku þar sem þeir gefa fjárfestum kost á að reyna að tímasetja markaðinn í heild sinni. Fjárfestar geta þannig geymt fjármuni sína í skammtímaávöxtun ef þeir reikna með að markaðurinn sé á niðurléið en keypt í vísitölutengdum kauphallarsjóðum ef þeir telja að markaðurinn sé á uppleið. Í hlutabréfahringnum er þessi tegund fjárfestingar staðsett í horninu neðst til hægri.

### **Skuldabréfasjóðir draga úr sveiflum eignasafns**

Skuldabréf eru sjálfsagður og nauðsynlegur hluti eignasafns í þeim tilgangi að gefa stöðuga og trausta ávöxtun og draga úr sveiflum í ávöxtun safnsins. Fjárfestar hafa val um að kaupa stök skuldabréf eða hlutdeild í skuldabréfasjóði. Skuldabréfasjóðir eru þægileg leið fyrir fjárfesta til að kaupa sig inn í dreifðan skuldabréfapott og minnka þar með áhættu án þess að gefa mikið eftir í ávöxtun. Ekki þarf að hafa áhyggjur af gjalddögum eða útdrætti líkt og þegar stök bréf eru keypt, en hætta er á að fjármunir liggja án vaxta ef þeir gleymast.

Skuldabréfasjóðir halda að jafnaði meðaltíma sínum nokkuð stöðugum (sjá 4. kafla) og er skilgreint í fjárfestingarstefnu þeirra innan hvaða marka meðaltími skuldabréfanna eigi að vera. Hins vegar stýttist meðaltími einstakra skuldabréfa í eigu fjárfesta eftir því sem loka-gjalddagi nálgast.

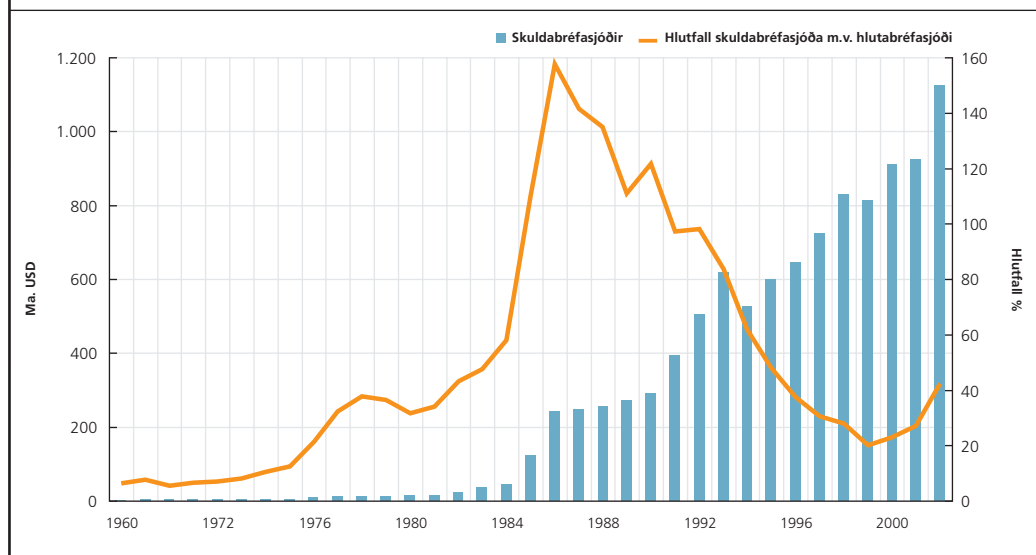
Þótt margir kjósi að kaupa í skuldabréfasjóðum vegna einfaldleika og hagkvæmni hentar öðrum betur að kaupa einstök skuldabréf og eiga þau til gjalddaga. Þá er engin óvissa um ávöxtun, hún helst sú sama og ávöxtunarkraftan var við kaup.

*Auðveldara er fyrir fjárfesta að stýra áhættu sinni með tilliti til meðaltíma með skuldabréfasjóðum heldur en stökum skuldabréfum.*

Gerður er greinarmunur á skuldabréfum eftir því að hve miklu leyti þau eru skattskyld. Á Íslandi hafa ríkisskuldabréf verið eignarskattsfrjáls en önnur skuldabréf ekki. Hins vegar er sami fjármagnstekjuskattur greiddur óháð tegund skuldabréfs. Í Bandaríkjunum eru skuldabréf flokkuð í skattfrjáls eða skattskyld bréf eftir því hvort og þá hvaða skattur er greiddur af fjármagnstekjunum.

Fram að sjöunda áratug 20. aldar voru vel dreifðir hlutabréfasjóðir vinsælustu verðbréfasjóðirnir í Bandaríkjunum. Þegar tók að halla

## Skuldabréfasjóðir í Bandaríkjunum 1960–2002



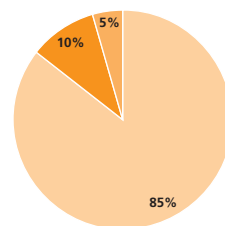
Á áttunda áratugnum voru eignir skuldabréfasjóða aðeins um 35–40% af eignum hlutabréfasjóða í Bandaríkjunum. Á árunum 1981–1986 jukust vinsældir þeirra gríðarlega og voru eignir þeirra orðnar 60% meiri en eignir hlutabréfasjóða í lok þess tímabils. Frá þeim tíma hefur hlutfallið milli skuldabréfa- og hlutabréfasjóða ekki verið skuldabréfasjóðum í vil og má það einkum rekja til tveggja þátta. Annars vegar hefur ávöxtun hlutabréfa verið hærri og eignirnar hafa því vaxið hraðar en hins vegar hefur skuldabréfasjóðum ekki tekist að veita fjárfestum viðunandi ávöxtun samanborið við markaðinn, aðallega vegna kostnaðar. Á árunum 2000 til 2003 hafði innstreymi í skuldabréfasjóði aukist aftur en það mátti einkum rekja til niðursveiflu á hlutabréfamörkuðum.

undan fæti á hlutabréfamarkaði í kringum 1970 fóru fjárfestar að flytja eignir sínar í hlutabréfum inn á bankareikninga. Vegna takmarkana á hlutfalli vaxta sem bankar máttu greiða á skammtímainnlán vaknaði áhugi á að bjóða þátttöku í fjárfestingum á skammtímapappírnum sem gáfu betri ávöxtun en bankareikningarnir án þess að auka mikið áhættuna. Peningamarkaðssjóðir voru markaðssettir og fljótlega eftir það jókst úrval skuldabréfasjóða.

Á Íslandi eru fleiri skuldabréfasjóðir eða blandaðir sjóðir heldur en hlutabréfasjóðir. Má það einkum rekja til þess að meiri hefð er fyrir fjárfestingu í skuldabréfum og að innlendir hlutabréfamarkaður varð ekki virkur fyrr en á síðasta áratug 20. aldarinnar. Bein fjárfesting í hlutafélögum eða hlutabréfasjóðum sem reknir voru sem hlutafélög var auk þess algengari þar sem sú fjárfesting veitti skattafslátt allt til ársins 2002. Þetta endurspeglast í eignum verðbréfasjóða en stærstur hluti þeirra var í skuldabréfum í árslok 2002.

Að jafnaði er ávöxtun skuldabréfa lægri en hlutabréfa og hlutfall kostnaðar af ávöxtun því enn herra en í hlutabréfum. Þar af leiðandi er það ennþá mikilvægara að kostnaður í skuldabréfasjóðum sé lágur

### Eignaskipting íslenskra verðbréfasjóða árslok 2002



■ Skuldabréf  
 ■ Hlutabréf  
 ■ Hlutdeildarskirteini, innstæður og aðrar eignir

*Meðalkostnaður skuldabréfasjóða í Bandaríkjunum á árinu 2001 var 1,1%.  
Heimild: Lipper Inc.*

og markmið og stýring sjóðanna skýr. Þegar ávöxtun á skuldabréfa-markaði er á bilinu 10–15% hefur kostnaður áhrif á árangur sjóða í samanburði við markaðinn en þegar ávöxtun fer niður í 3–7% má segja að kostnaðurinn sé orðinn ráðandi þáttur þar sem hlutfallsleg áhrif hans eru orðin svo mikil.

### ***Meðaltími skuldabréfasjóða er ráðandi þáttur í sveiflum á ávöxtun***

Á sama hátt og við á um hlutabréf eru til skuldabréfavísitölur eða tilbúin söfn skuldabréfa sem eiga að endurspegla skuldabréfamarkað eða ákveðinn hluta hans. Hlutlaus stýring er þannig einnig möguleg fyrir skuldabréfasjóði og þar sem kostnaður skiptir miklu máli er sú stefna sjóða með hlutlausri stýringu að lágmarka kostnað sinn því enn mikilvægari. Þetta er gert með því að kaupa skuldabréf til að eiga og lækka þar með bæði viðskiptakostnað og greiningarkostnað þar sem ekki er spáð í stöðu markaðar. Fjárfestar geta á einfaldan hátt opnað fyrir áhættu á ákveðnum hluta skuldabréfamarkaðarins (eða öllum) og tryggt næga áhættudreifingu.

Fyrsti bandaríski skuldabréfasjóðurinn með hlutlausri stýringu var stofnaður árið 1986. Við hlutlausa stýringu skuldabréfasjóða er stundum reynt að eiga skuldabréf í sömu hlutföllum og viðmiðunarvísitala en það getur reynst erfitt ef mörg bréf teljast innan hennar. Önnur leið er því að miða við að helstu ákvörðunarþættir í ávöxtun séu sambærilegir á milli sjóðs og vísitölu. Þannig er reynt að hafa samræmi á milli meðaltíma sjóðs og vísitölu, sem og greiðsluflæðis vaxta og afborgana, skiptingu á milli atvinnugreina og skuldaráhættu.

Á Íslandi er enginn skuldabréfasjóður með hreinni hlutlausri stýringu. Íslenskar skuldabréfavísitölur sem til eru sumarið 2003 eru ófullkomnar að því leyti að þær miða við ákveðinn punkt á vaxtaferlinum en óvíst er hvort í raun sé til skuldabréf með þeim meðaltíma sem miðað er við. Þess í stað er ýmsum sjóðum ætlað að endurspegla ákveðinn hluta íslenska skuldabréfamarkaðarins og gefa fjárfestum þar með tækifæri til að kaupa sneið af honum.

Algengara er að eignir skuldabréfasjóða séu í virkri stýringu. Sjóðstjórar nota ýmsar aðferðir við að reyna að ná hærri ávöxtun en markaðurinn, m.a. með því að velja skuldabréf með tilliti til spár um vaxtaþróun, lánshæfis fyrirtækjanna og fleiri þátta. Oft er reynt að breyta meðaltíma skuldabréfasafnsins út frá því hvernig sjóðstjórnin telur að ávöxtunarkrafa muni þróast á næstu mánuðum eða árum.

Ávöxtunarkrafa á markaði sveiflast almennt til skamms tíma vegna áhrifa frá efnahagsþáttum eins og verðbólgu, hagvexti og peningastefnu Seðlabanka. Ef sjóðstjóri býst við að vextir muni lækka leitast hann við að lengja meðaltíma safnsins með því að kaupa bréf með löngum meðaltíma en selja bréf með stuttum meðaltíma. Ef vaxtalækkunarspá sjóðstjórans gengur eftir verður gengishagnaður safnsins meiri en við óbreytta eignaskiptingu. Á hinn bóginn leitast sjóðstjóri við að stytta meðaltíma safns síns ef hann býst við vaxtahækkun. Meðaltími er áhrifamesta tækið til stýringar skuldabréfasafna en afar erfitt er að spá nákvæmlega fyrir um þróun vaxta.

Erlendis er önnur leið stundum notuð til að stýra skuldabréfasafni en hún er byggð á lánshæfi fyrirtækja. Hún gengur út á að kaupa bréf fyrirtækja sem eru með meiri greiðslugetu en opinbert lánshæfi þeirra gefur til kynna. Óháðir aðilar meta lánshæfi fyrirtækja, eða getu þeirra til að standa skil á afborgunum og vöxtum. Lánshæfi skiptir miklu máli um það hvaða kröfu fjárfestar gera til vaxta á skuldabréfum útgefnunum af fyrirtækjunum. Ef sjóðstjóri gerir ráð fyrir að lánshæfi fyrirtækis verði hækkað má einnig búast við því að ávöxtunarkrafa fjárfesta til bréfa fyrirtækisins muni jafnframt lækka. Lækkun ávöxtunarkröfu á bréfum fyrirtækisins hefur þau áhrif að verðmæti þeirra hækkar umfram önnur bréf á markaðnum og hefur þar með jákvæð áhrif á gengi sjóðsins. Á sama hátt getur sjóðstjóri ákveðið að auka vægi einnar atvinnugreinar á kostnað annarrar ef hann býst við að afkoma og þar með greiðslugeta fyrirtækjanna sem teljast til viðkomandi atvinnugreinar endurspeglar ekki í lánshæfismati þeirra.

Sjóðstjóri þarf ekki einungis að ákveða hvaða bréf skuli keypt eða seld heldur hversu mikil áhætta skuli tekin, þ.e. hversu mikil frávík eigi að vera í eignum sjóðsins frá markaðnum, óháð því hvaða aðferð er notuð við stýringuna.

Vanguard er þekktast fyrir að hafa átt upphafið að hlutlausri stýringu hlutabréfasafna, en fyrirtækið var einnig frumkvöðull á sviði skuldabréfasjóða, þó að það sé minna þekkt. Vanguard stóð frammi fyrir því að halda yrði kostnaði við rekstur sjóðanna í lágmarki til að sem mest af ávöxtuninni rynni til fjárfestanna. Á þeim tíma snerist stýring skuldabréfasjóða aðallega um spár og rannsóknir á vaxtaþróun, og það að tímasetja markaðinn. Í einum og sama skuldabréfasjóðnum gátu verið skuldabréf með mjög ólíkan meðaltíma.

*Erlenda matsfyrirtækið Moody's Investor Service er eitt það virtasta á sínu sviði í heiminum.*

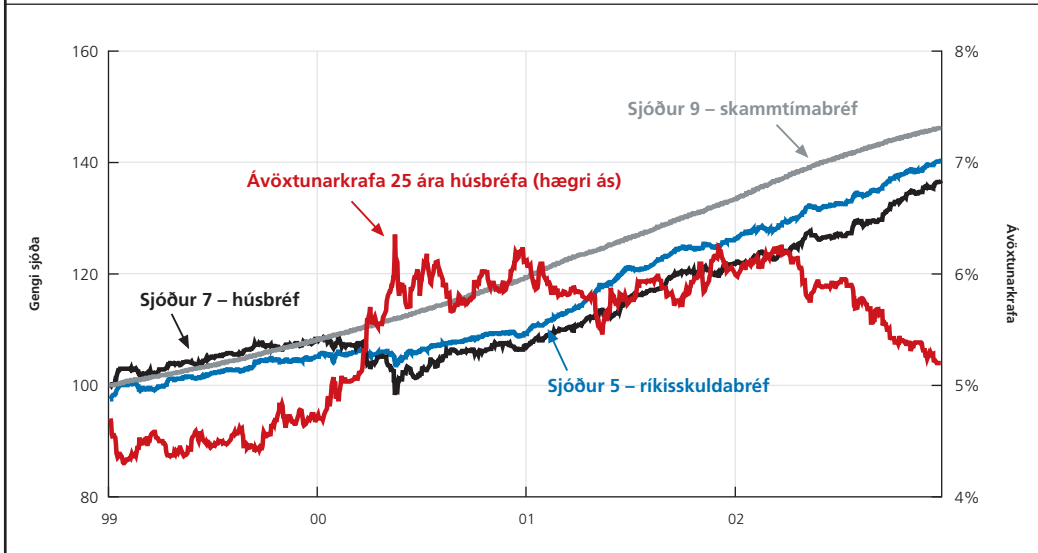
*Hér má sjá lánshæfi þriggja íslenskra banka og íslenska ríkisins um mitt ár 2003.*

Íslandsbanki	A1
Landsbankinn	A3
Kaupþing-Búnaðarbanki	A3
Ísland	Aaa

	Moody's	S&P	Fitch
	<b>Hátt</b>		
Aaa	AAA	AAA	AAA
Aa1	AA+	AA+	AA+
Aa2	AA	AA	AA
Aa3	AA-	AA-	AA-
A1	A+	A+	A+
A2	A	A	A
A3	A-	A-	A-
Baa1	BBB+	BBB+	BBB+
Baa2	BBB	BBB	BBB
Baa3	BBB-	BBB-	BBB-
	<b>Lágt</b>		
Ba1	BB+	BB+	BB+
Ba2	BB	BB	BB
Ba3	BB-	BB-	BB-
B1	B+		
B2	B	B	B
B3	B-		
	<b>Töluverð áhætta</b>		
		CCC+	
Caa		CCC	CCC
		CCC-	
Ca		CC	CC
C		C	C
		CI	
			DDD
			DD
			D

*Matsfyrirtækin Moody's, Standard & Poor's og Fitch meta lánshæfi fyrirtækja og ríkja um allan heim og byggist matið á árangri og framtíðarhorfum. Uppbygging einkunnagjafarinnar er ólík milli fyrirtækjanna en á myndinni má sjá samanburð á einkunnum þeirra.*

## Áhrif ávöxtunarkröfu á gengi skuldabréfasjóða



Gengi skuldabréfasjóða sveiflast í öfugu hlutfalli við þróun ávöxtunarkröfunnar og eru áhrif hennar meiri á gengi sjóða með langan meðaltíma. Myndin sýnir þróun á gengi þriggja mislangra skuldabréfasjóða, Sjóðs 9 – skammtímaþréf (stutt), Sjóðs 5 – ríkisskuldabréf (meðallöng) og Sjóðs 7 – húsbreíf (löng) í samanburði við ávöxtunarkröfu húsbreifa.

Á árunum 1999 til 2003 var mikil sveifla í ávöxtunarkröfunni. Árið 2000 hækkaði hún talsvert sem leiddi til gengistaps og lækkunar í gengi skuldabréfasjóða með lengri meðaltíma en það snerist við á árunum 2002 til 2003 og við lækkun ávöxtunarkröfunnar varð gengishagnaður á skuldabréfum og þar með hækkanði gengi lengri sjóðanna. Áhrif sveiflnanna voru mest á gengi Sjóðs 7 – húsbreíf, sem var með lengstan meðaltíma en nánast engin á gengi Sjóðs 9 – skammtímaþréf, sem fjárfestir í bréfum með stuttan meðaltíma.

Í stað þess að stofna einn skuldabréfasjóð, eins og venjan var, var ákveðið að stofna þrjár tegundir skuldabréfasjóða með skuldabréfum til mislangs tíma, stutts, meðallangs og langs. Með þessu sparaðist mikill kostnaður við rannsóknir og vaxtaspár og fjárfestum var gefinn kostur á að velja sjálfir áhættustig sitt, en meiri sveiflur eru í ávöxtun skuldabréfasjóða með skuldabréfum til langs tíma en stutts. Á þessum tíma var þetta nýjung en er nú viðtekin venja í rekstri skuldabréfasjóða. Með þessu varð Vanguard fullgilt verðbrefasjóðafyrirtæki, innan tveggja ára frá því það var stofnað sem lítið fyrirtæki sem eingöngu sá um takmarkaðan hluta reksturs verðbrefasjóða.

### **Virk stýring hlutabréfasjóða – samkeppnin við vísitöluna**

Markmið hlutabréfasjóða sem eru með virkri stýringu er að reyna að ná meiri hækkun en sú vísitala sem þeir miða sig við. Virk stýring byggir á þeirri grundvallarforsendu að markaður sé ekki alltaf skil-

virkur, þ.e. að allar upplýsingar um fyrirtæki séu ekki komnar inn í verð bréfsins. Einnig er gengið út frá þeirri forsendu að fjárfestar séu ekki á einu máli um verð bréfa eða ástand markaðar, enda eru væntingar þeirra, skattbyrði og tímalengd sparnaðar ólík. Ef markaður, eða einhver hluti hans, er ekki skilvirkur geta myndast tækifæri til að ná betri ávöxtun en aðrir fjárfestar. Margir draga þá ályktun af kenningum og rannsóknum á þessu sviði að hluti markaðar sé ekki alltaf fullkomlega skilvirkur og því geti virk stýring skilað betri ávöxtun.

Í flestum ef ekki öllum löndum er mikill meirihluti hlutabréfasjóða með virkri stýringu. Ríkari hefð er fyrir virkri stýringu sjóða en hlutlausri stýringu enda er það ekki fyrr en á síðustu áratugum sem tölvuvæðing hefur gert hlutlausu stýringu fýsilega. Þar að auki má búast við að áhugi fjárfesta beinist frekar að sjóðum með virkri stýringu einfaldlega vegna þess að þeir þyki meira spennandi en hinir.

Til lengri tíma litið er erfitt jafnvel fyrir bestu sjóðstjórana að láta virka sjóði gefa betri ávöxtun en vísitölusjóðir gera. Ástæðan er fyrst og fremst sú að það er dýrara að reka sjóð með virkri stýringu og sá kostnaður dregst vitaskuld frá ávöxtuninni. Þannig þurfa virkir sjóðir að ná enn hærri ávöxtun en vísitölusjóðirnir til að greiða kostnaðinn við rekstur þeirra.

Rannsókn sem starfsmaður Morningstar útgáfufyrirtækisins gerði leiddi í ljós að sjóðir með hærri kostnað skila að meðaltali lægri ávöxtun. Kostnaður virkra sjóða liggur meðal annars í veltukostnaði. Sjóðir búa við mismunandi skattaumhverfi og getur velta haft mikil áhrif á skattbyrði, t.d. í Bandaríkjunum þar sem talið er að allt að 1% af eignum sjóða tapist árlega vegna skattgreiðslna af gengishagnaði bréfa með stuttan eignartíma.

*Þegar fjárfestar standa frammi fyrir vali á sjóðum er lykilatriði að velja sjóð sem er með sanngjarnan kostnað. Mikilvægt er einnig að muna að hlutabréfafjárfesting er í eðli sínu til langs tíma og hagkvæmara er fyrir fjárfesta að velja frekar sjóði með hóflega veltu.*

Margar aðferðir eru til við virka stýringu hlutabréfasjóða og hefur verið sagt frá þeim helstu í fyrri köflum. Oft nota eignastýringarfyrirtæki fleiri en eina aðferð við stýringu sjóða og flétta þær saman til að ná sem bestum árangri. Þá er misjafnt hverjir eða hversu margir eru ábyrgir fyrir stýringunni. Í sumum eignastýringarfyrirtækjum ber einn ákveðinn sjóðstjóri ábyrgðina á fjárfestingum fyrir hvern sjóð en

### Hlutfall hlutabréfasjóða undir viðmiðunarvísitölu yfir 15 ára tímabil\*

80%	74%	66%	** Stór
56%	67%	62%	*** Meðal
79%	56%	29%	**** Lítill
Virðis	Blanda	Vaxtar	

*Myndin sýnir hve erfitt er fyrir virka hlutabréfasjóði að ná meiri hækkun en vísitalan og hefur skilvirkni markaðar þar mikil áhrif. Það sést glögglega á því að einungis í sjóðum er fjárfesta í minnstu vaxtarfyrirtækjunum tekst meirihluta sjóðstjóra að gera betur en viðmiðunarvísitalan. Líklegt er að sá hluti markaðarins sé minna skilvirkur en til dæmis markaður með stór virðisfyrirtæki.*

\* Lok tímabils 31.12.2001

\*\* M.v. Russell 1000 virðisvísitöluna, Russell 1000 og Russell 1000 vaxtarvísitöluna

\*\*\* M.v. vísitölur Russell fyrir meðalstór virðisfyrirtæki, meðalstór fyrirtæki og meðalstór vaxtarfyrirtæki

\*\*\*\* M.v. Russell 2500 virðisvísitöluna, Russell 2500 og Russell 2500 vaxtarvísitöluna

Heimild: The Vanguard Group.



hjá öðrum er það hópur sérfræðinga sem tekur sameiginlega ákvarðanir sem varða eignastýringu sjóðanna. Það þekkist einnig að hópur sérfræðinga stýri hver fyrir sig ákveðnum hluta sjóðs og taki sjálfstæðar ákvarðanir um fjárfestingar fyrir sinn hluta. Að lokum kemur fyrir að verðbréfafyrirtækið ráði annað fyrirtæki til að stýra sjóðnum fyrir sig þannig að undirverktaki taki í raun ákvarðanir um fjárfestingar sjóðsins.

Í Bandaríkjunum hefur þróunin verið sú að fyrir nokkrum áratugum var algengara að hópur eða nefnd sérfræðinga tæki ákvarðanir um fjárfestingar en á síðustu áratugum hefur áherslan frekar verið á að einstaklingar sinni því hlutverki. Á Íslandi er að jafnaði einn sjóðstjóri með hvern sjóð en engengt er að hann taki ákvarðanir í samráði við samstarfsmenn sem einnig starfa við eignastýringu.

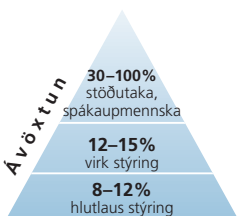
Til þess að ná betri árangri en viðmiðunarvísitalan nota sjóðstjórar ákveðnar aðferðir við að velja bréf sem þeir telja að séu á undirverði og hafi burði til að hækka meira í verði en önnur. Á sama hátt er haft undirvægi á þeim fyrirtækjum, atvinnugreinum eða löndum sem talið er að sýni ekki góða ávöxtun í framtíðinni. Aðrir líta framhjá hefðbundnum vísitölum og reyna einfaldlega að velja úr fyrirtæki sem þeir hafa trú á, burtséð frá flokkun þeirra. Í öllum tilvikum verður sjóðstjóri að reyna að ná betri árangri en viðmiðunarvísitalan án þess þó að fara út fyrir fjárfestingarstefnu sjóðsins.

Sjóðstjórar byggja greiningu sína og ákvarðanir á eigin reynslu en reiða sig auk þess á upplýsingar frá greiningaraðilum innan og utan þeirra stofnana eða fyrirtækja sem þeir vinna hjá.

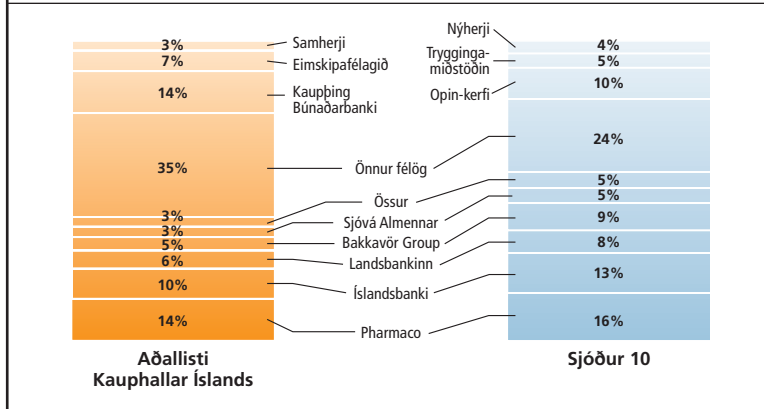
Sjóðstjórar virkra sjóða þurfa að skoða og þekkja ástæður þess að sjóður þeirra gerir betur eða verr en viðmiðunarvísitalan og aðrir sjóðir með svipaða fjárfestingarstefnu. Það er gert með því að skoða hvaða hlutabréf og atvinnugreinar hafa skilað mestu eða minnstu í ávöxtun sjóðsins. Eðlilegt er að bera frammistöðuna líka saman við heildarmarkaðinn og samkeppnisaðilana en halda sig ekki bara við að skoða þá vísitölu eða markaðshluta sem sjóður á að endurspeglar. Það er lítil huggun fyrir fjárfestinn að vera með betri ávöxtun en hluti markaðarins ef ávöxtunin er lægri en á heildarmarkaðnum.

Fjárfestingu í sjóðum með virkri stýringu fylgir meiri áhætta, einkum vegna þess að yfirleitt er fjárfest í færri fyrirtækjum og því má búast við meiri sveiflum í ávöxtun. Þar sem ávöxtun og áhætta haldast oft í hendur má ætla að hagnaðarvonin sé á sama hátt meiri. Virkir sjóðir lenda í miðhluta hlutabréfapíramídans, aðallega vegna þess að áhættudreifing þeirra er minni en sjóða með hlutlausri stýringu.

### Hlutabréfa- píramídið



## Stærstu eignir í Sjóði 10 sbr. við Aðallista Kauphallar Íslands



Sjóður 10 er hlutabréfa-sjóður með virkri stýringu sem fjárfestir í innlendum hlutabréfum. Myndin sýnir mismun á stærstu eignum Sjóðs 10 í samanburði við vísitölu Aðallista Kauphallar Íslands um mitt ár 2003.

Sjóðstjórar virkra sjóða hafa frjálssari hendur en sjóðstjórar hlutlausra sjóða hvað varðar val á fjárfestingarkostum og taki þeir rangar ákvarðanir kemur það niður á ávöxtun sjóðsins. Reglur sjóða eru mismunandi og þannig geta rangar fjárfestingarákvarðanir rúmast innan fjárfestingarstefunnar í sumum tilvikum en verið brot á reglum í öðrum. Ef sjóður hefur skýra fjárfestingarstefnu og reynslan hefur sýnt að henni er fylgt, lágmarkar það líkur á mistökum í rekstri og sjóðstjórn.

**Vogunarsjóðir og sjóðasjóðir, að auka áhættu eða minnka**

Vogunarsjóðir (e. *hedge funds*) eru fjárfestingarsjóðir sem hafa rýmri fjárfestingarheimildir en hefðbundnir verðbréfasjóðir. Þar sem lagaumhverfi þeirra er annað en hjá verðbréfasjóðum er neytendavernd minni enda er aðgengi almennra fjárfesta að þeim takmarkað. Í rýmri fjárfestingarheimildum getur m.a. falist heimild til að fjármagna verðbréfavíðskipti með lánnum og stunda afleiðuviðskipti og skortsölu eins og lýst var í 9. kafla.

Til vogunarsjóða teljast margir afar ólíkir sjóðir, einkum vegna þess að þeir nota fyrrnefndar fjárfestingarheimildir í mismiklum mæli og á ólíkan hátt. Sumir nota þær aðeins að litlu leyti til að minnka áhættu meðan aðrir nota þær til að auka áhættu og þar með hagnaðarvonina. Einkenni flestra vogunarsjóða er að þeir hafa fast viðmið (e. *absolute return*), stefnt er að jákvæðri ávöxtun óháð því í hvaða átt markaður er að þróast. Ólíkt hefðbundnum verðbréfasjóðum miða þeir árangur sinn ekki við ákveðna vísitölu, hlutfallslegt viðmið (e. *relative return*), heldur beina ávöxtun og telja því neikvæða ávöxtun óásættanlega þrátt fyrir lækkanir á markaði.

Um mitt ár 2003 var talið að í heiminum væru um 7000 virkir vogunarsjóðir og að heildareignir þeirra næmu í kringum 500 milljörðum dollara. Árlegur vöxtur þeirra var áætlaður um 20%.

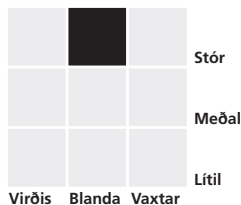
Helst setja fjárfestar fyrir sig að kostnaður vogunarsjóða þykir hár en algengt er að rekstraraðili sjóðsins fái árangurstengda þóknun til viðbótar við hlutfallslega þóknun (% af eignum árlega). Á móti kemur að sjóðstjóri á oft hlut í sjóðnum og því eru hagsmunir hans hinir sömu og annarra fjárfesta.

Fyrirtækið Financial Risk Management (FRM) í Bretlandi nýtir sér þá staðreynd að lítil fylgni getur verið á milli árangurs einstakra vogunarsjóða. FRM velur vogunarsjóði sem það telur skara fram úr öðrum á einhvern hátt og setur þá saman í söfn vogunarsjóða. Með þessu er stefnt að ákveðinni fastri ávöxtun miðað við áhættu sem einnig er fyrir fram skilgreind.

Hugtakið sjóðasjóðir (e. *funds of funds*) er bæði notað yfir sjóði sem fjárfesta í vogunarsjóðum eins og lýst var hér að ofan og sjóði sem fjárfesta eingöngu í hlutdeildarskírteinum annarra verðbréfasjóða. Þessar tvær tegundir sjóðasjóða eru hins vegar afar ólíkar þrátt fyrir sameiginlega nafngift, fyrst og fremst vegna þess hve undirliggjandi sjóðir eru ólíkir, bæði hvað varðar fjárfestingarstefnu og lagaumhverfi.

Sjóðasjóðir sem eingöngu fjárfesta í hlutdeildarskírteinum annarra verðbréfasjóða hafa það markmið að veita fjárfestum enn greiðari aðgang að mikilli eignadreifingu fyrir lægri fjárhæðir. Dæmi um þetta er ÍSB Heimssafnið sem rekið er af Eignastýringu Íslandsbanka. Sá sjóður fjárfesti á árinu 2003 í sjóðum Vanguard með hlutlausri stýringu að tveimur þriðju og sjóðum með virkri stýringu að einum þriðja. Lágmarkskaup í erlendum sjóðum eru að jafnaði nokkur hundruð þúsund krónur eða jafnvel milljónir króna og henta því frekar fyrir fagfjárfesta. Með sjóðasjóðum þurfa einstaklingar ekki að vera vel fjáðir til að bæta erlendum hlutabréfum í eignasöfn sín og geta nýtt sér áhættudreifingu með reglulegum kaupum, t.d. vegna lífeyrissparnaðar (sjá 19. og 20. kafla).

### Morningstar® Style Box™

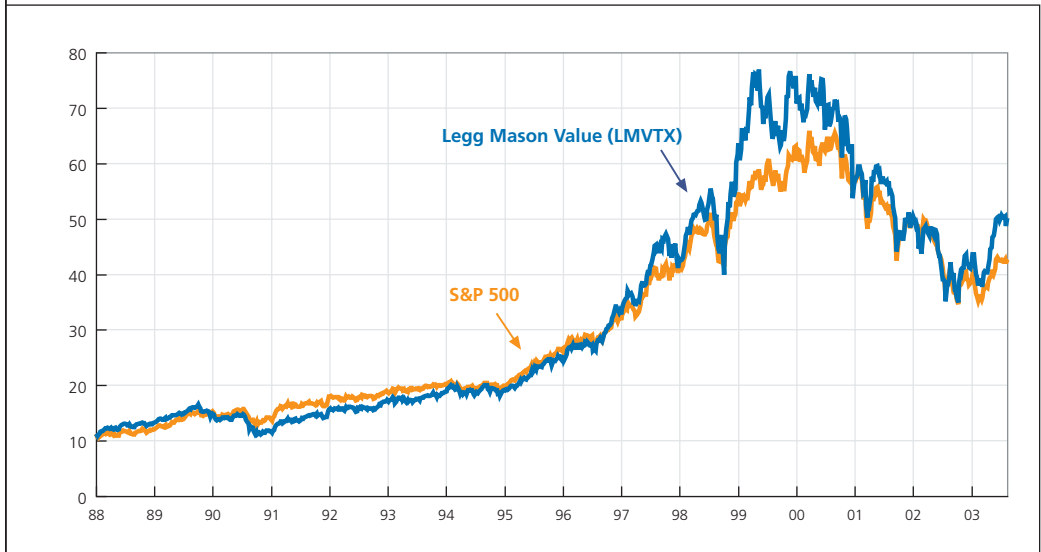


Samkvæmt flokkun Morningstar útgáfufyrirtækisins eru fjárfestingar Legg Mason Value fyrst og fremst í stórum virðis- og vaxtarfyrirtækjum.

### Bill Miller nær meiri hækkun en vísitalan 12 ár í röð

Legg Mason Value (auðkenni LMVTX) er verðbréfasjóður sem rekinn er af Legg Mason Capital Management, Inc. í Baltimore í Bandaríkjunum. Sjóðurinn fjárfestir í stórum fyrirtækjum, lengst af einkum í virðisfyrirtækjum en þó líka í vaxtarfyrirtækjum. Sjóðstjórinn Bill Miller hefur stýrt sjóðnum frá stofnun 1982 og allt frá 1991 til haustsins 2003 hefur honum tekist að sýna betri árangur en S&P 500 vísitalan. Samkvæmt rannsóknum Lipper Inc. hefur enginn annar starfandi sjóður náð slíkum árangri eftir 1960. Þrátt fyrir að ávöxtun í fortíð sé ekki talin gefa vísbindingu um ávöxtun í

## Gengispróun Legg Mason Value m.v. S&P 500 vísitöluna

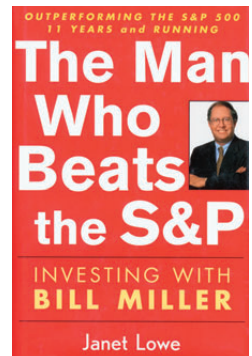


Í 17 ár af þeim 21 sem Legg Mason Value sjóðurinn hefur starfað (1982-2002) hefur ávöxtun hans verið betri en S&P 500 vísitölunnar. Eftir viðsnúning á bandarískum hlutabréfamarkaði á fyrri helmingi árs 2003 var hann fljótlega kominn með talsvert forskot á vísitöluna. Á þeim tíma hafði árleg ávöxtun sjóðsins síðustu 10 ár verið að meðaltali 6-7% hærrí en ávöxtun S&P 500 vísitölunnar.

framtíð verður að segja að saga sjóðsins gefur vonir um áframhaldandi góðan árangur.

Morningstar gefur sjóðnum í heild fjórar stjörnur sem þýðir að miðað við þá áhættu sem tekin er hefur sjóðurinn gefið ávöxtun yfir meðallagi. Þykir það gott þar sem áhætta hans er talsvert meiri en sambærilegra sjóða. Morningstar stjörnujöfin tekur mið bæði af ávöxtun og áhættu og nær frábær árangur í ávöxtun sjóðsins að vega upp áhættu hans. Heildarstjörnujöfin tekur mið af árangri 3, 5 og 10 ára og fyrir 10 ára tímabilið fær sjóðurinn fimm stjörnur enda trónir hann á toppnum ef litið er á árangur sambærilegra sjóða á 10 ára tímabili fram til júlí 2003.

Helsta ástæðan fyrir meiri áhættu sjóðsins er sú að hann fjárfestir í tiltölulega fáum fyrirtækjum og því hafa sveiflur í verði einstakra hlutabréfa sjóðsins mikil áhrif á gengi hans. Í júlí 2003 átti Legg Mason Value hlut í 32 hlutafélögum og námu 10 stærstu félögin um helmingi af eignum hans. Helsti ókostur sjóðsins, fyrir utan áhættuna, er talinn vera kostnaður rétt yfir meðallagi en velta sjóðsins er þó frekar lítil. Þrátt fyrir kostnaðinn má færa fyrir því rök að fjárfestarnir hafi líka fengið eitthvað fyrir sinn snúð.



## *Tvöföldun á tíu, sjö eða fimm árum? Skipting eigna í safni*

En hitt vil eg fullyrða og staðhæfa, að öll þarfleg vinna, framin með manndygdum þeim, er fyrr er getið, og varin og vernduð með frjálsum og jafnaðarfullum landslögum, sé sönn dygd, og allr sá auðr er svo er safnað, sé hið öruggasta meðal til fullkunnunar mannsins, sé enda fullkunnunin sjálf, ef auðr er tekinn í hinum rúma skilningi auðfræðinnar: *auðrinn er fullnægjunægð allra andlegra sem líkamlegra gæða.*

Séra Arnljótur Ólafsson, Auðfræði, 1880

- 
- Uppbygging eigna byggist á tveimur meginþáttum, eignaskiptingu og eignastýringu
  - Góður undirbúningur skiptir sköpum þegar fjárfesta á í hlutabréfum og skuldabréfum
  - Hvað er fjárfestingartíminn langur?
  - Reglulegur sparnaður er frábær leið til að byggja upp sparnað
  - Aðferð fastrar fjárhæðar og ávinningur hennar í hlutabréfakaupum
  - Hve mikla áhættu vill fjárfestir taka?
  - Hvernig er ástatt í hagsveiflunni og hver er staða hlutabréfa og skuldabréfa á fjármálamarkaði?
- 

Atburðir árána 1998 til 2003 verða fjárfestum í fersku minni um margra ára skeið því þeir voru svo óvenjulegir að leita þarf 70 ár aftur í tímann til að finna hliðstæðu. Verð á hlutabréfum í flestum löndum hækkaði gríðarlega frá 1997 fram í mars árið 2000 en síðan tók við lækkunarskeið í heil þrjú ár. Nákvæmlega á miðju því skeiði í september 2001 leiddi árás hryðjuverkamanna í New York til 13% lækkunar í þeim mánuði einum. Enginn maður vissi þá að lækkunarskeiðið væri aðeins hálfnað, að hlutabréf ættu eftir að lækka um 21% frá

ársbyrjun 2002 til mars 2003. Samtals nam lækun hlutabréfa í Bandaríkjunum um 47% frá mars árið 2000 til mars árið 2003.

Sumarið og haustið 2002 fólu í sér ógnvekjandi lækkanir á verði hlutabréfa á alþjóðlegum markaði. Íslenskir fjárfestar lentu auk þess í mikilli hækkun á gengi krónunnar (lækun á verði erlends gjaldeyris) á árinu 2002. Gengi dollarans fór úr 110 í árslok 2001 í 78 í lok ársins 2002 og eign í bandarískum hlutabréfum lækkaði við það eitt um næstum 30%. Almennir fjárfestar og eigendur viðbótarlífeyrissparnaðar horfðu upp á eignir sínar í erlendum hlutabréfum minnka um marga tugi prósent á þessu skeiði, samtals um 35 til 40% á því ári einu saman. Lækkunarskeiðið á íslenskum hlutabréfamarkaði var þó ekki jafnlangt og á alþjóðlegum hlutabréfamarkaði. Í september 2001 tók hlutabréfaferð á Íslandi að hækka og hefur hækkað nær samfellt fram til haustsins 2003 eða um rúmlega 80% á því tímabili.

*Íslenski hlutabréfamarkaðurinn var mun fljótari að rétta úr kútnum en alþjóðlegi markaðurinn eftir lækkunartímabilið sem hófst í mars árið 2000.*

### **Uppbygging eigna byggist á tveimur meginþáttum, eignaskiptingu og eignastýringu**

Hvernig er við hæfi að bregðast við kringumstæðum eins og þeim sem að framan er lýst? Það fer allt eftir því hvaða leið fjárfestirinn hefur valið til að ávaxta peningana sína og í þessum og næsta kafla er gerð nánari grein fyrir því hvernig best er að bregðast við mismunandi aðstæðum. Fjárfestar sem ætla sér að byggja upp eignir til að hafa tekjur af þeim síðar þurfa að hyggja að tveimur meginþáttum við uppbyggingu eigna sinna, þ.e. eignaskiptingu og eignastýringu. Eignaskipting er viðfangsefnið í þessum kafla og fjallað verður um eignastýringu í 20. kafla.

Með eignaskiptingu er átt við það hvernig eignasafn skiptist í mismunandi verðbréfaflokka og hve mikið hver flokkur um sig vegur. Með eignastýringu er annars vegar átt við hvernig vægi á milli flokka í eignasöfnum er hnikað til eftir aðstæðum og hins vegar hvernig hlutabréf eða skuldabréf eru valin saman í söfn, viðskipti með þau eru tímasett o.s.frv. Markmiðið er að hækka ávöxtun umfram viðmiðun markaðarins hverju sinni. Ef markmiðið er t.d. að ná því að tvöfalda fjárhæðina á 7 árum þá þarf ávöxtunin að vera a.m.k. 10% að meðaltali á hverju ári. Þegar stefnt er að svo mikilli ávöxtun eykst áhættan. Ef fjárfestir vill ekki taka slíka áhættu getur verið nauðsynlegt að breyta markmiðinu og setta sig við að ná tvöfölduninni á 10 árum en þá þarf ávöxtunin að vera 7%. Við skoðum það betur með dæmum í þessum og næsta kafla hvernig ávöxtunin hefur áhrif á þau markmið sem stefnt er að.

**Eignaskipting** (e. *asset allocation*) er það hvernig eignasafn skiptist í mismunandi verðbréfaflokka þ.e. hlutfall hlutabréfa, skuldabréfa eða annarra flokka. Hver tegund vegur misjafnlega mikið eftir því hvaða forsendur fjárfestir leggur til grundvallar.

**Eignastýring** (e. *asset management*) er það hvernig vægi milli verðbréfaflokka í eignasöfnum er hnikað til eftir aðstæðum til að reyna að hækka ávöxtun, eða hvernig hlutabréf eða skuldabréf eru valin saman í söfn og síðan keypt og seld til að ná fram hærri ávöxtun en næst að meðaltali á markaði, miðað við þá aðferð sem valin er til stýringar.

Þeir sem ávaxta fé sitt í verðbréfum eru að leita að hærri ávöxtun en þeirri sem fæst með því að leggja peningana inn á bankareikning. Það er hins vegar mikilvægt að hafa í huga að áhætta fylgir fjárfestingu í verðbréfum og sveiflur geta verið miklar í ávöxtun þeirra. Auk þess getur staða hlutabréfa eða skuldabréfa í markaðssveiflunni verið þannig að ekki séu tækifæri til hærri ávöxtunar á verðbréfamarkaði en á bankareikningi.

### ***Góður undirbúningur skiptir sköpum þegar fjárfesta á í hlutabréfum og skuldabréfum***

Sá sem fjárfestir í hlutabréfum og skuldabréfum þarf að undirbúa sig vel áður en byrjað er að fjárfesta og beita þarf öðru verklagi við ávöxtun í verðbréfum heldur en á bankareikningum. Hér eru þrjár spurningar sem jafnan er gott að byrja á að svara. Eftir það getur fjárfestirinn betur sett sér markmið um ávöxtun og hvernig hann á að velja saman verðbréf í eignasafn til að ná markmiðunum.

- Hvað er fjárfestingartíminn langur?
- Hve mikla áhættu vill fjárfestirinn taka?
- Hvernig er ástatt í hagsveiflunni og hver er staða hlutabréfa og skuldabréfa á fjármálamarkaði?

Eftir að þessum spurningum hefur verið svarað í fyrsta umgangi er næst að setja markmið um ávöxtun. Er stefnan að tvöfalda höfuðstólinn á tíu árum, sjö árum eða fimm?

**Tvöföldunartími** er sá tími sem tekur að tvöfalda höfuðstólinn sem verið er að ávaxta. Vaxtaþrósentan og áhrif vaxtavaxta segja til um hver þessi tími verður. Hvert prósentustig skiptir miklu máli í ávöxtun og hefur áhrif á tvöföldunartíma eignanna.

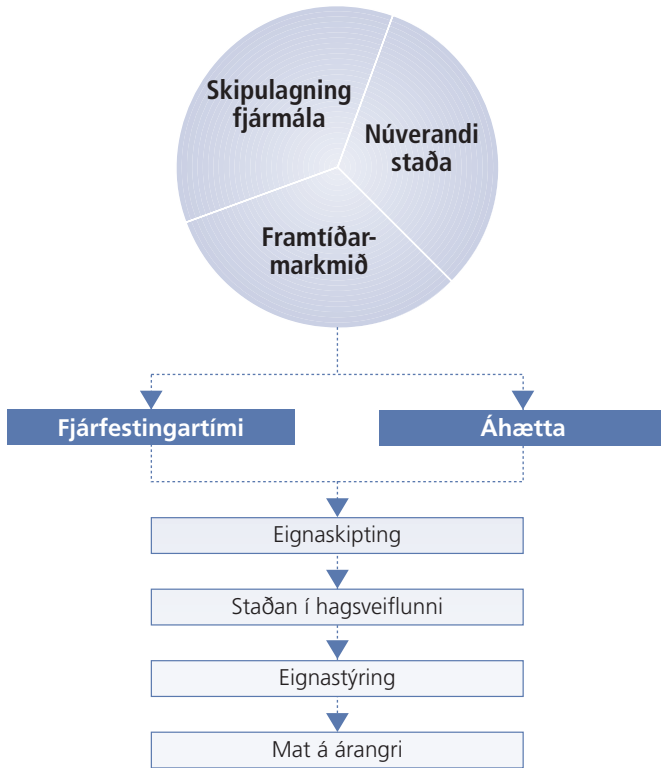
Taflan sýnir í heilum árum hversu lengi höfuðstóllinn er að tvöfaldað m.v. mismunandi vexti. Við uppbyggingu eigna skiptir því hvert prósent miklu máli þegar stefnt er að ákveðnu markmiði. Til dæmis má taka skuldabréf án afborgana með 5% föstum vöxtum til fimmtán ára en á þeim tíma tvöfaldað höfuðstóllinn. Ef fjárfestir vill tvöfalda eign sína á skemmri tíma, t.d. á tíu árum í stað fimmtán, þarf hann að ná 7% árlegri ávöxtun að jafnaði í stað 5%. Til þess að hækka ávöxtun sína um 2% að jafnaði á ári í tíu ár þarf hann að taka meiri áhættu, t.d. með því að bæta hlutabréfum í safn sitt. Við slíka ákvörðun er mjög mikilvægt að huga að stöðu hlutabréfa í markaðssveiflunni, hvort verð þeirra er almennt að hækka eða lækka.

Áður en lengra er haldið er gott að skoða yfirlitsmynd yfir helstu þætti sem fjárfestir þarf að íhuga og taka afstöðu til áður en hann hefst handa við að byggja upp eignir og ávaxta peninga á verðbréfamarkaði.

**Tvöföldunartími vaxta**

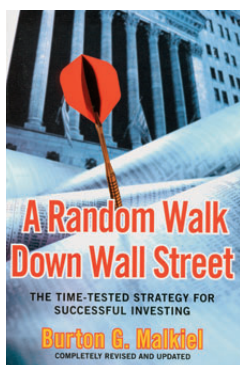
Ávöxtun (%)	Tvöföldunartími (ár)
3	25
5	15
6	12
7	10
8	9
9	8
10	7
12	6
15	5
20	4
25	3

*Tvöföldunartíma vaxta má áætla lauslega með því að deila með ávöxtunarprósentunni upp í töluna 72. Ef sú ávöxtun sem stefnt er að er t.d. 8% er tvöföldunartíminn 72/8 eða 9 ár.*



Ýmsir fleiri þættir hafa áhrif á ávöxtun í verðbréfum. Má þar nefna aðrar eignir, skuldir, kostnað, skatta, verðbólgu, seljanleika verðbréfa á markaði, aðra fjárfestingarkosti og lífeyrisréttindi.





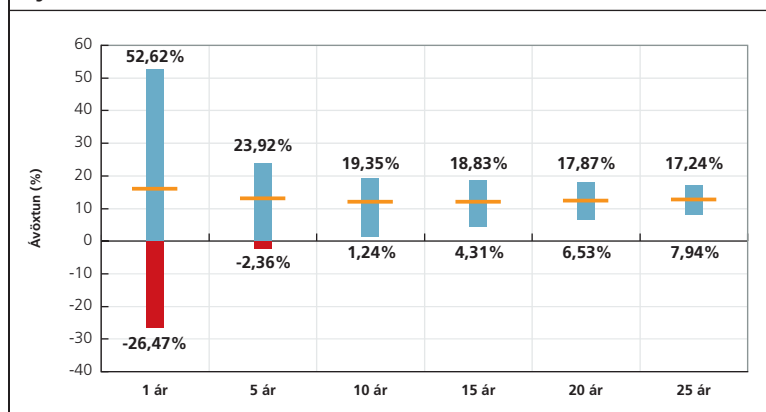
Bókin *A Random Walk Down Wall Street* kom fyrst út árið 1973 en árið 2003 kom hún út í áttunda sinn í endurbættri útgáfu.

### Hvað er fjárfestingartíminn langur?

Áður en ákveðið er hvernig skuli fjárfesta og byggja upp sparifé þarf að áætla hve lengi peningarnir eiga eftir að ávaxtast. Það skiptir miklu máli við ávöxtun hvort verið er að leggja til hliðar fyrir eftirlaunaárin eða hvort nota á peningana til að kaupa nýjan bíl eftir tvö ár.

Áhrif tímans eru mikil á sveiflur í ávöxtun hlutabréfa. Með lengri fjárfestingartíma minnka líkurnar á neikvæðri ávöxtun. Eftir því sem tíminn er styttri eru sveiflurnar meiri og samhliða möguleika á frábærri ávöxtun getur tapið jafnframt verið mikið.

### Hæsta og lægsta gildi ársávöxtunar bandarískra hlutabréfa fyrir mismunandi tímabil 1950-2002



Myndin sýnir bilið á milli hæstu og lægstu ávöxtunar á hverju tímabili, ásamt meðaltali ársávöxtunar. Hér sést á skýran hátt hve bilið minnkar eftir því sem fjárfestingartíminn er lengri og hættan á neikvæðri ávöxtun minnkar að sama skapi.

Það getur verið gott að líta á ævina sem eina heild þegar fjárfestingartíminn er metinn en Burton G. Malkiel hefur gert þeirri hugsun góð skil í bókinni *A Random Walk Down Wall Street*, 2003, þar sem hann skiptir ævinni í fjögur æviskeið. Aldurinn er þó ekki það eina sem áhrif hefur á fjárfestingartímann og á endanum er það staða og forsendur hvers fjárfestis sem ráða eignaskiptingu hans. Til einföldunar er hér mynd þar sem ævinni er skipt upp í þrjú æviskeið þar sem möguleikar á eignauppbýggingu og áhættutöku eru að öllu jöfnu mismunandi.

1. Fyrsta æviskeið nær til fertugs.
2. Annað æviskeið er frá fertugu til starfsloka.
3. Þriðja æviskeið er eftirlaunaárin.

**Tekjur, eignir og skuldir á æviskeiðunum þremur**



**Æviskeið 1: Frá upphafi vinnu-aldurs til fertugs**

Í byrjun starfsævi eru útgjöld oft hlutfallslega há en tekjur að jafnaði lágar en fara hækkandi eftir því sem reynsla í starfi og ábyrgð eykst. Mikilvægt er að byrja snemma að leggja reglulega fyrir, þeim mun lengur geta vextirnir unnið við að auka spariféð. Þegar liða tekur á fyrsta æviskeiðið er að öðru jöfnu óhætt að taka heldur meiri áhættu við ávöxtun langtímasparnaðar. Hlutabréf ættu að veða heldur þyngra í langtímasparnaði á fyrri hluta ævinnar því langur tími er til stefnu að vinna upp sveiflur og tímabundna lækkun.

**Æviskeið 2: Frá fertugu til starfsloka**

Á öðru æviskeiði ná tekjur oftast hámarki og skuldir minnka. Hér verður líka oftast til stærstur hluti þess sparifjár sem fólk eignast um ævina. Mikilvægt er því að hækka reglulegan sparnað um leið og mögulegt er. Á öðru æviskeiðinu er hyggilegt að draga heldur úr áhættu við ávöxtun sparifjárins, sérstaklega þegar liða tekur að starfslokum. Er þá dregið heldur úr vægi hlutabréfa og lengstu skuldabréfa og/eða dregið úr vægi virkrar stýringar.

**Æviskeið 3: Eftirlaunaárin**

Á eftirlaunaárunum er skynsamlegt að taka sem minnsta áhættu við ávöxtun sparifjár. Á þeim árum lifir eigandinn oftast eingöngu af eignum sínum og eftirlaunum frá lífeyrissjóði. Þess vegna geta sveiflur í gengi verðbréfa leitt til taps ef ekki er vel að gætt. Stærstur hluti sparnaðar ætti að vera í skuldabréfum og bankareikningum þó ekki sé ástæða til að selja öll hlutabréf strax heldur smám saman yfir fáein ár.

**Markmið á mismunandi æviskeiðum og dæmi um stöðu hagsveiflunnar á hverjum tíma**

Dæmi um persónuleg markmið	20-30 ára	30-40 ára	40-50 ára	50-60 ára	60-70 ára
Bifreiðakaup	[Bar]				
Stofnun fjölskyldu	[Bar]				
Kaup á húsnæði	Fyrsta íbúð		Kaup á húsi / bygging		
Líftryggingar	[Bar]				
Bættur lífsstíll		Ferðalög		Sumarhús / skúta	
Útgjöld vónáms eða atvinnu	Eigið nám / atvinna			Nám barna	
Reglulegur sparnaður	[Bar]				

Dæmi um stöðu hagsveiflunnar	20-30 ára	30-40 ára	40-50 ára	50-60 ára	60-70 ára
Hagsveiflan	S	P	S	P	S
Hlutabréfaverð	L	H	L	H	L
Vextir	H	L	H	L	H

S = Samdráttur P = Þensla L = Lækkun H = Hækkun

## Reglulegur sparnaður er frábær leið til að byggja upp sparnað

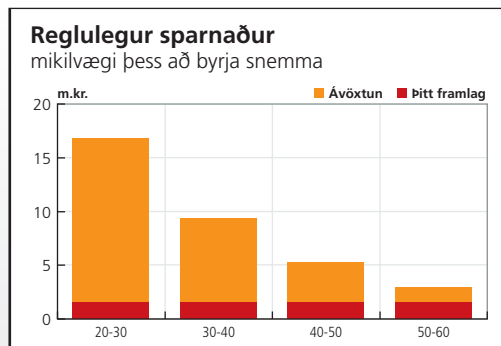
Í viðauka eru nokkrar töflur með reiknistuðlum sem auðvelda útreikning á ávöxtun sparnaðar, hvort heldur er reglulegur sparnaður eða ef ávaxta á ákveðna fjárhæð. Jafnframt er hægt að finna reiknivélar á heimasíðum margra fjármála-fyrirtækja.

Á lífsleiðinni er margt sem við viljum gera og eignast en höfum ekki efni á. Ein besta leiðin til þess að eignast sparifé svo að við getum látið drauma okkar rætast er að byggja upp sparnað með reglubundnum hætti. Með því að kaupa verðbréf eða leggja inn á bankareikning með reglubundnum hætti, t.d. mánaðarlega, sjáum við hvernig hægt er að láta tímann og vextina vinna fyrir okkur. Á myndinni sést hversu miklu máli það skiptir að byrja snemma þegar ávaxta á fé í langan tíma. Ef 10 þúsund krónur eru lagðar fyrir í 10 ár og fjárhæðin síðan látin ávaxtast til 70 ára aldurs þá á sá sem lagði fyrir á þrítugsaldri um 17 milljónir en sá sem byrjaði ekki fyrir en fertugur ekki nema rúmlega fimm milljónir. Í báðum tilfellunum var heildarfjárhæðin sem lögð var fyrir sú sama, þ.e. 1.200 þúsund. Í töflunni sést síðan hversu mikilvægt hvert prósent í vöxtum er við uppbyggingu sparnaðar.

### Eign í lok 10 ára sparnaðartíma

Vextir	Mánaðarlegur sparnaður	
	5.000 kr.	10.000 kr.
5%	772 þús.	1.544 þús.
6%	812 þús.	1.625 þús.
7%	855 þús.	1.711 þús.
8%	900 þús.	1.801 þús.

Að auka mánaðarlegan sparnað um aðeins 5 þús kr. getur haft mikil áhrif á endanlega eign eins og sést í töflunni. Að sama skapi skiptir vaxtaþrósentan miklu.



Myndin sýnir hvernig sparnaður vex með 6% vöxtum eftir ávöxtunartíma. Í öllum tilvikum eru lagðar fyrir 10 þús.kr. á mánuði í 10 ár, samtals kr. 1.200.000 og fjárhæðin síðan látin ávaxtast til sjötugs. Sá sem byrjar á þrítugsaldri á um 17 milljónir kr. en sá sem byrjar fertugur á rúmar 5 milljónir.

**Mikilvægt að hafa í huga við reglulegan sparnað:**

- að byrja strax og borga sjálfum sér fyrst
- að sparnaðurinn sé auðveldur, helst sjálfvirkur
- að upphæðin sé ekki of há í byrjun, en hækkuð strax og mögulegt er
- að spariféð sé ávaxtað í samræmi við markmið og tíma
- að auðvelt sé að losa fé ef þörf krefur
- að upplýsingar um sparnaðinn séu góðar og aðgengilegar
- að fylgjast með hvort árangur við ávöxtun sé á réttri leið miðað við sett markmið.

**Við (32 ára, hjón) eigum íbúð og erum með góðar tekjur. Okkur langar að eignast hús sem kostar um 30 milljónir. Hvað þurfum við langan tíma til að safna fyrir því og hvernig er best að byrja?**

Það er draumur margra að eignast gott hús þar sem hægt er að láta fara vel um fjölskylduna og sinna áhugamálum sínum. Á þessum aldri hefur fólk oft lokið námi og er komið í ágæta vinnu. Útgjöldin eru hins vegar mikil þar sem verið er að koma upp fjölskyldu og einhvern veginn eru launin alltaf búin áður en hægt er að leggja fyrir. Fólk skuldsetur sig því oft enn meira til að stækka við sig og kaupa draumahúsið og ákveður að taka á sig meiri greiðslubyrði lána því að tekjurnar eru góðar og það hlýtur að vera hægt að kljúfa afborganirnar með því að spara. Til þess að safna fyrir þeirri fjár- ▶

**Hvernig eignast þau húsið?**

Fjárhæð láns, þús.kr.	Markmið um sparnað, þús.kr.	Mánaðarlegur sparnaður í þús.kr. í 5 ár		Mánaðarlegur sparnaður í þús.kr. í 8 ár	
		Vextir 5%	Vextir 8%	Vextir 5%	Vextir 8%
5.000	17.000	251	233	145	129
10.000	12.000	177	165	102	91
15.000	7.000	103	96	60	53

Taflan sýnir hvað þarf að leggja fyrir mánaðarlega til að geta keypt húsið. Í dæminu verður eigið fé í núverandi íbúð 8 milljónir og vantar því 22 milljónir til þess að geta keypt húsið. Ef tekið er 10 milljóna króna lán þá þarf að leggja fyrir 102 þúsund á mánuði í átta ár en 177 þúsund ef þau vilja kaupa húsið eftir fimm ár.

◀ hæð sem þarf er nauðsynlegt að setja sér markmið um tíma og fjárhæð. Í þessu einfalda dæmi eru mismunandi markmið sýnd miðað við að hjónin eigi nú þegar 5 milljónir í núverandi íbúð og með afborgunum áhvílandi lána verði eign þeirra orðin 8 milljónir þegar kaupa á einbýlishúsið. Í töflunni sést síðan hve háa fjárhæð þau þurfa til að kaupa húsið með því að taka mismunandi hátt lán og hver mánaðarlegur sparnaður þarf að vera miðaður við mismunandi sparnaðartíma. Ef þau vilja kaupa húsið eftir fimm ár og taka 10 milljóna króna lán þá þarf mánaðarlegur sparnaður að vera 177 þúsund.

Ef lengri tími er til stefnu sést að mun minna þarf að leggja fyrir á mánuði, en þá geta þau leyft sér að haga sparnaðinum þannig að herra hlutfall er fjárfest í hlutabréfum. Þannig er von um hærri ávöxtun og þá er annað hvort hægt að lækka þá fjárhæð sem lögð er fyrir eða að safna fyrir stærri hluta kaupverðsins.

---

*Eftir því sem fjárfestingartíminn er styttri þeim mun mikilvægara er að velja örugg verðbréf, þ.e. verðbréf þar sem ekki er búist við miklum sveiflum í ávöxtun þar sem tími gefst ekki til að bíða eftir að lækkun gangi til baka.*

---

**Við (45 ára hjón) erum búin að koma lífeyrismálum okkar þannig fyrir með viðbótarlífeyrissparnaði að við munum eiga rétt á 210 þúsund króna mánaðarlegum greiðslum þegar við höfum náð 65 ára aldri sem er 60% af núverandi tekjum. Hvað þurfum við að gera til viðbótar til að geta haft óbreytt mánaðarlaun (350 þúsund) til 75 ára aldurs?**

*Auðvelt er að reikna út óskalfeyri með því að nota töflur hér í viðauka. Einnig er hægt að reikna svona dæmi á ýmsum vefsíðum þ.á m. almenni.is.*

Til að halda óbreyttum launum, þ.e. 350 þúsundum á mánuði, vantar 140 þúsund krónur á mánuði umfram það sem greiðist af lífeyrissparnaðinum. Til að geta bætt þessum tekjum við í hverjum mánuði í 10 ár þá þarf eignin að vera um 12,7 milljónir króna við starfslok. Fæstir eignast slíka fjárhæð í einu veffangi og því er mikilvægt að leggja fyrir reglulega. Því fyrr sem byrjað er því lægri þarf fjárhæðin að vera. Í þessu dæmi eru 20 ár til stefnu og þarf því að leggja fyrir 28 þúsund krónur á mánuði til 65 ára aldurs, m.v. 6% ávöxtun. Ef því er hins vegar frestað um 5 ár þá hækkar mánaðarleg

## Hver þarf eignin að vera til að standa undir óskalfeyri við starfslok?

Vextir	100 þús í 10 ár	200 þús í 10 ár
5%	9,5	19,0
6%	9,1	18,1
7%	8,7	17,4
8%	8,3	16,7

Upphæðir eru í milljónum króna

Taflan sýnir hversu háa eign þarf til að standa undir ákveðnum tekjum (óskalfeyri) eftir starfslok. Eftir því sem markmið um tekjur er hærra því meiri þarf eignin að vera til að standa undir tekjunum og er því mikilvægt að huga snemma að því að byggja upp eignir.

fjárhæð í 44 þúsund krónur. Með því að leggja stóran hluta sparnaðar í hlutabréf ætti að vera hægt að hækka ávöxtun og því er von um hærri lífeyri á mánuði eða að hægt verði að lækka mánaðarlegan sparnað.

### Aðferð fastrar fjárhæðar og ávinningur hennar í hlutabréfakaupum

Eitt mikilvægasta ráðið til að byggja upp sparnað til að ná ákveðnum markmiðum er að kaupa reglulega og fá þannig betra meðalverð á keypt verðbréf. Aðferð fastrar fjárhæðar (e. *dollar-cost averaging*) forðar oft fjárfestum að setja alla fjárhæðina inn á markaðinn á röngum tíma því verði er að kaupa hlutabréf hvort sem verð er hátt eða lágt á markaðnum. Á hinn bóginn minnkar hún líkur á miklum hækkunum ef tekist hefði að fjárfesta allt á lægsta verði. Aðferðin hefur tvo meginkosti.

1. Hún útilokar tilfinningar frá fjárfestingunni því að ekki þarf að engjast yfir ákvörðuninni um „réttu“ tímann til að fjárfesta.
2. Vegna þess að fjárhæðin er alltaf sú sama þá eru keyptir margir hlutir í félagi eða verðbréfasjóði þegar verðið er lágt en færri þegar verðið er hátt. Þannig næst betra meðalverð.

Eins og sést á töflunni erum við að meðaltali að kaupa á lægra verði ef keypt er reglulega og best er að gera sparnaðinn sjálfvirkan þannig að við freistumst ekki til að sleppa því að kaupa þegar verðið á markaðnum er að lækka. Það er

### Skýringardæmi um aðferð fastrar fjárhæðar

Tímabil	Fjárfesting	Verð á hlut	Keyptir hlutir
1	15.000 kr.	25	600
2	15.000 kr.	15	1.000
3	15.000 kr.	20	750
Fjárfest fyrir	45.000 kr.		
Meðalverð		20	
Keyptir hlutir			2.350

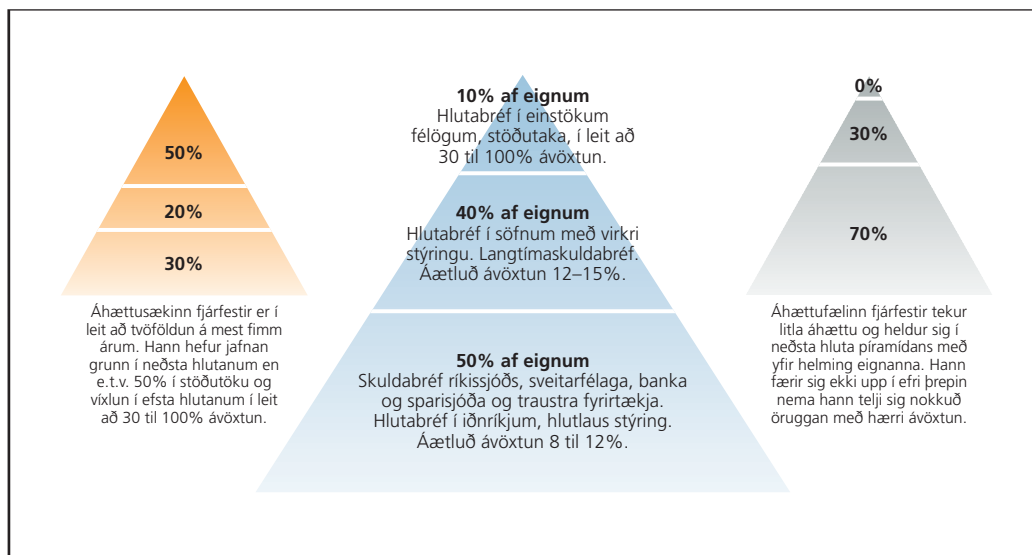
**Verðmæti keyptrra hluta 47.000 (2.350 x 20)**  
**Meðalverð 19,15 (45.000 / 2.350)**

einnig góð regla að kaupa aðeins til viðbótar þegar verðið hefur lækkað verulega t.d. um 10–15%. Aðferð fastrar fjárhæðar er ekki eingöngu skynsamleg þegar verðið er að byggja upp sparnað með tiltölulega lágri mánaðarlegri fjárhæð yfir langan tíma. Hún er einnig mikilvæg þegar verðið er að fjárfesta fyrir háa fjárhæð eða að selja stóran eignarhlut. Í stað þess að framkvæma allt í einu skrefi er í flestum tilfellum betra að gera það í nokkrum áföngum, sem taka allt upp í 2–3 ár. Þá getum við ákveðið fasta fjárhæð mánaðarlega og nýtt okkur kosti aðferðarinnar.

### Hve mikla áhættu vill fjárfestir taka?

Fjárfestingarmarkmið yfir æviskeiðið taka oft miklum breytingum allt frá því að byggja upp eignir með sparnaði og ávöxtun til þess að leggja áherslu á að halda því sem náðst hefur. Á fyrri hluta starfsævinnar er langur tími fyrir höndum til að fjárfesta og láta peningana ávaxtast, takast á við slök ár og góð. Þegar komið er að því að lifa af eignunum er mikilvægt að verja höfuðstólinn og reyna að komast hjá miklum sveiflum.

Hlutabréfapíramíðinn, jafnframt kallaður áhættupíramíðinn, sem kynntur var til sögunnar hér fremst í bókinni, kemur að gagni þegar kemur að því að velja eignaskiptingu m.t.t. áhættu og markmiðs um ákveðinn tvöföldunartíma.



Í hlutabréfapíramíðanum er hlutabréfum, skuldabréfum og söfnum þeirra raðað eftir áhættu. Í neðsta hluta er grunnurinn í safni fjárfestis. Þar eru skuldabréf og markaðstengd hlutabréf. Mjög algengt er að þessi grunnur eða „öruggi hlutinn“ sé um helmingur af eignasafni, jafnvel þótt fjárfestir stefni að hærri ávöxtun. Hann kann að gera það með því að draga úr vægi miðhlutans og auka vægi efsta hlutans í staðinn. Á hinn bóginn gæti fjárfestir sem sækist eftir öryggi, litilli umhugsun og litlum sveiflum, sleppt efsta hlutanum. Þá kynnu tveir þriðju hlutar að vera í grunninum en þriðjungur í næsta þrepi fyrir ofan.

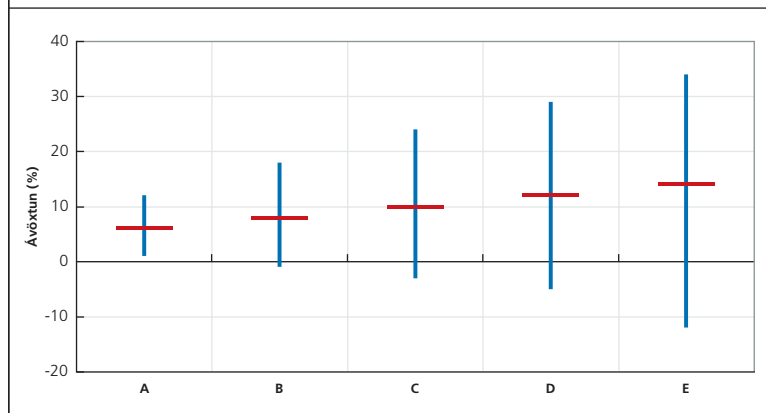
Mikilvægt er að hver fjárfestir taki afstöðu til þess hve mikla áhættu hann er tilbúinn að taka, þ.e. hversu miklar sveiflur hann þolir í ávöxtun sinni. Á myndinni hér til hliðar eru dæmi um fimm verðbréfasöfn sem sýna hvaða meðalávöxtun hægt er að ná í hverju um sig og einnig er sýnt hversu mikið ávöxtunin sveiflast, þ.e. hve langt niður hún getur farið eða hversu há hún getur orðið á einstöku ári. Fjárfestir getur m.a. notað þessa mynd til að átta sig á því hvaða sveiflur hann getur þolað.

## Dæmi um mismunandi tegundir áhættu í verðbréfavíðskiptum:

Tegund áhættu	Í hverju felst áhættan	Aðgerðir
<b>Gengisáhætta</b>	Hættan á því að lægra verð (gengi) fáiast fyrir hlutabréf á söludegi en gert var ráð fyrir við kaupin.	Áður en hlutabréf eru keypt skal gæta að því hvar þau eru í markaðs-sveiflunni, þ.e. hvort verð þeirra fer hækkandi eða lækkandi.
<b>Vaxtaáhætta</b>	Hættan á því að ávöxtunarkrafan hækki frá því skuldabréf með föstum vöxtum er keypt þar til það er selt og gengi bréfanna lækki því.	Rétt er að kaupa bréf með föstum vöxtum þegar ávöxtunarkrafa er há og spád er lækkun hennar.
<b>Verðbólguáhætta</b>	Hættan á því að verðbólga verði önnur (meiri) en reiknað var með við kaupin og fjárfestingin skili lægri ávöxtun.	Þegar verðbólga er vaxandi er rétt að hafa sparnað verðtryggðan en óverðtryggðan með föstum vöxtum ef spád er lækkandi verðbólgu.
<b>Gjaldmiðlaáhætta</b>	Hættan á því að gengi gjaldmiðils lækki eftir að búið er að fjárfesta þannig að verðmætið í íslenskum krónum lækki.	Forðast ber að kaupa erlendan gjaldmiðil ef lækkun hans er spád. Hægt er að beita afleiðum til að verjast gjalddeyrissveiflum.
<b>Seljanleikaáhætta</b>	Hættan á því að ekki sé hægt að selja verðbréf hvenær sem þess er óskað eða að mikill munur sé á kaup- og söliverði þannig að mikið tap myndast við sölu.	Varast ber að hafa hátt hlutfall bréfa með lítinn seljanleika og einungis ef um langtímafjárfestingu er að ræða.

## Bil árlegrar ávöxtunar

lægsta og hæsta ávöxtun á einstöku ári



Hér má sjá fimm eignasöfn sem skila eigendum sínum mismunandi ávöxtun. Rauða strikið sýnir meðalávöxtun fyrir hvert safn og bláu súlurnar gefa til kynna hæsta og lægsta gildi ávöxtunar sem safnið hefur sveiflast á milli. Safn A er þannig áhættuminnst og safn E ber mestu áhættuna en aftur á móti eru möguleikar á hæstri ávöxtun í safni E.



Afstaða til áhættu er af tvennum toga, þ.e. hve mikla áhættu fjárfestir **þolir** að taka fjárhagslega og hvaða áhættu hann **vill** taka.

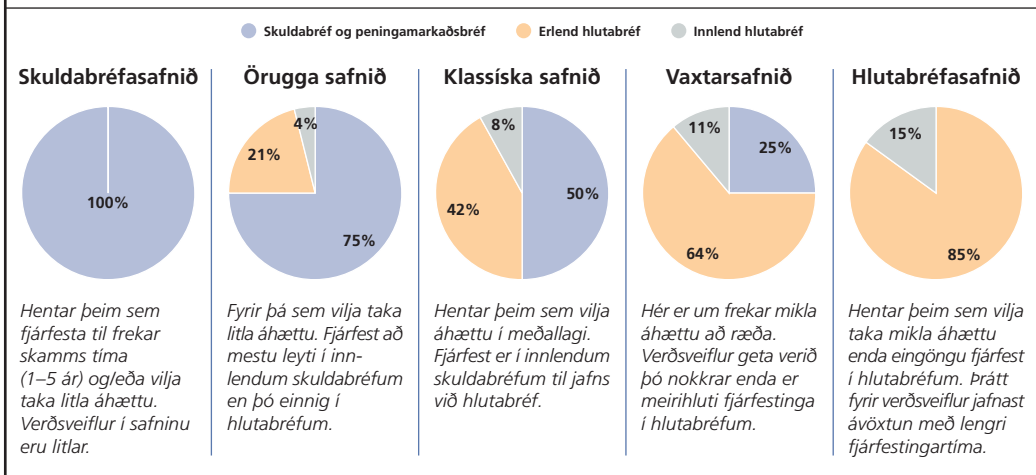
Í bók Burtons G. Malkiel, *The Random Guide to Investing* (2003:97), hefur hann eftir Nóbelsverðlaunahafanum í hagfræði, William Sharpe, dæmi um kosti elstu fjárfestingarreglunnar, að dreifa alltaf fjárfestingunni til að minnka áhættu.

Áður fyrr var hvert skip sem sent var frá London til að flytja til baka krydd frá Asíu fjármagnað af einum kaupmanni. Ef skipið sökk á leiðinni, tapaði kaupmaðurinn öllu. Ef margir kaupmenn sameinuðust um hvert skip, þar sem hver átti aðeins hluta af skipsfarminum, var áhættan minnkuð verulega, án þess að minnka hagnaðarvonina. Slíkri samvinnu var hægt að ná með ýmsu móti. Ein af einfaldari aðferðunum var að gefa út „hlutabréf“ (skyldi engan undra), þar sem hver fjárfestir átti dreifðan eignarhluta í mörgum skipum.

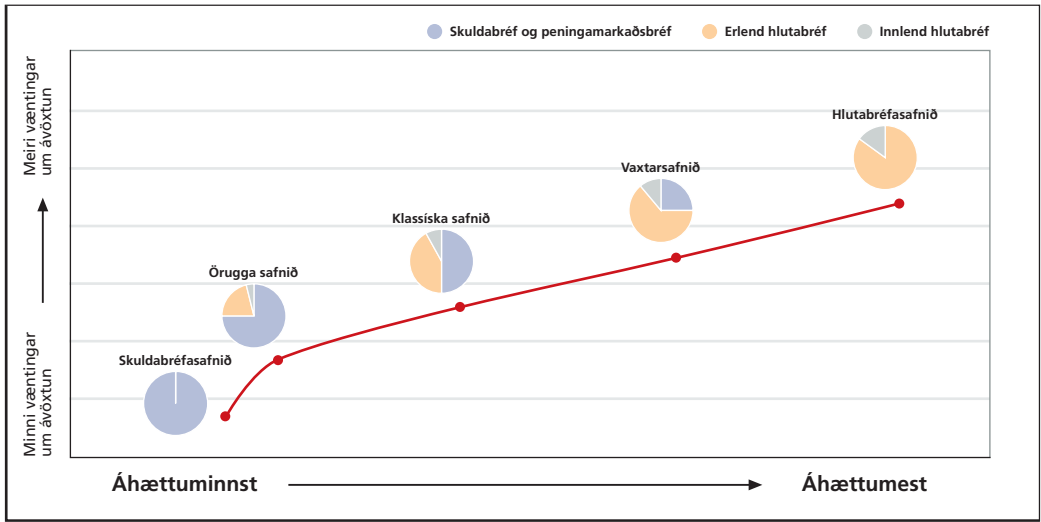
Það er ekki bara mikilvægt fyrir fjárfesta að dreifa eignum sínum milli eignaflokka heldur einnig innan hvers flokks eins og mikið hefur verið fjallað um hér framar í bókinni.

Eftir að hugað hefur verið að fjárfestingartíma og áhættumati er nú komið að því að velja saman verðbréf í safn þannig að eignaskiptingin taki mið af þessu. Tökum nú dæmi um fimm eignasöfn þar sem hver eignaflokkur hefur mismunandi vægi og hentar því mismunandi markmiðum um ávöxtun og áhættustig.

### Fimm verðbréfasöfn með mismunandi eignaskiptingu



Lítum á framlínuna sem fjallað var um í 7. og 8. kafla þar sem vegin eru saman ávöxtun og áhætta. Eignasöfnunum fimm er síðan raðað á framlínuna til samanburðar.



Á myndinni er eignasöfnunum raðað upp með tilliti til mismunandi áhættu og ávöxtunar. Eins og sjá má haldast áhætta og ávöxtun í hendur, þ.e. meiri áhætta felur í sér hærra vænta ávöxtun til lengri tíma lítið.

Flestir sem fjárfesta í verðbréfum kannast við orðatiltækið að „hafa ekki öll eggín í sömu körfunni“. Þessi orð má rekja 400 ár aftur í tímann því í hinni frægu skáldsögu sinni *Don Quixote*, ráðlagði Cervantes að engin skyldi „hætta öllum eggjum sínum í eina körfu“.

**Við (40 ára hjón) erfðum nýlega 20 milljónir. Við skuldum 10 milljónir í húsinu og eigum væntanlega eftir að vinna í um 25 ár til starfsloka. Hvað eigum við að gera?**

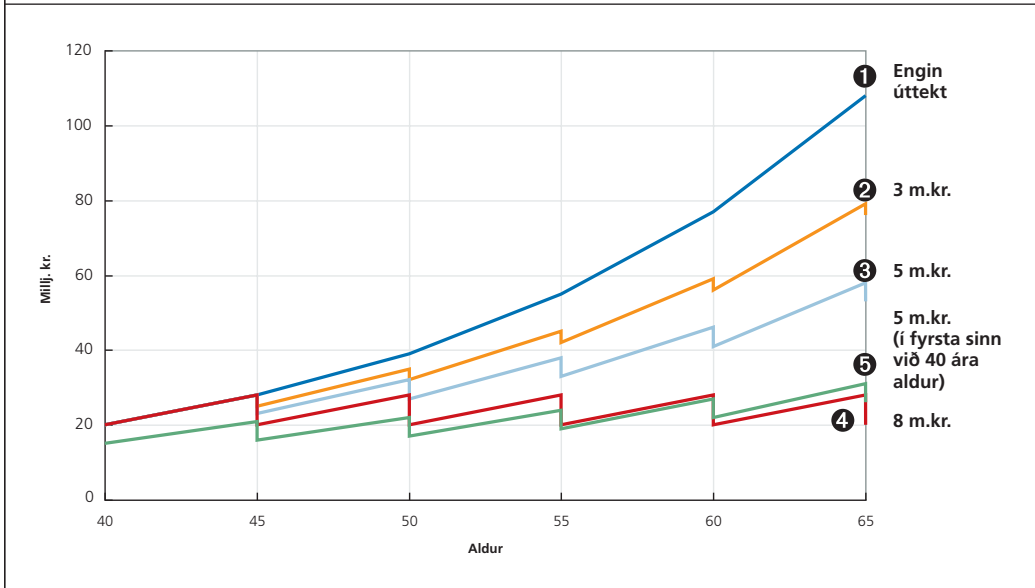
Hér þarf að byrja á að ákveða til hve langs tíma á að ávaxta peningana og hvort nota á hluta þeirra strax eða síðar, t.d. til að greiða upp lánið. Til að einfalda málið reiknum við með að hjónin geti haldið áfram að greiða af láninu með tekjum sínum en þá verður til nokkurs konar þvingaður sparnaður og þau eignast meira í húsinu. Þau ætla því að ávaxta alla fjárhæðina og horfa til starfsloka, þ.e. 65 ára aldurs, en þau vilja þó hafa möguleika á að taka út ákveðna fjárhæð á nokkurra ára fresti. Á myndinni á næstu síðu sést hvernig eignin breytist eftir því hvað þau taka mikið út. Eftir að hafa farið yfir stöðuna og m.a. metið fjárfestingartímann og áhættuþol sitt ákváðu þau að velja klassíska safnið hér að ofan, þ.e. ávaxta helminginn í hlutabréfum og helminginn í skuldabréfum, þar af hluta í peningamarkaðsbréfum. Þau hafa þó hvorki tíma né áhuga á að sinna sjálf fjárfestingarvinnunni og velja því að staðsetja sig neðst í píramídanum. Með

Úttekt á 5 ára fresti	Eign 65 ára	Ráðstöfunaré yfir 25 ár	Samtals
0	108	0	108
3	76	15	91
5	53	25	78
8	20	40	60
5	26	30	56

Í töflunni má sjá eign í lok ávöxtunartímans og hve mikið fé var til ráðstöfunar á tímabilinu. Aftasti dálkurinn sýnir samtalslöguna sem með mikilli einföldun má segja að fjárfestirinn hafi borið úr bítum. Sést greinilega hversu mikilu máli skiptir að taka ekkert út strax í upphafi, því við það verður heildareignin 22 mkr. lægri.

Þessu móti reikna þau með að ná að meðaltali 7% árlegri ávöxtun en ef þau eru með um helming í skuldabréfum með t.d. 5% ávöxtun þurfa hlutabréfin að ná a.m.k. 9% ávöxtun og ætti það að nást með góðu safni í hlutlausri stýringu. Áður en byrjað er að fjárfesta miðað við þetta þurfa þau að skoða hvernig staðan er á markaðnum og líta þau þá til atriða sem fjallað er um hér á eftir.

### Vöxtur 20 m.kr. frá 40–65 ára aldurs m.v. 7% vexti og misháa úttekt á fimm ára fresti



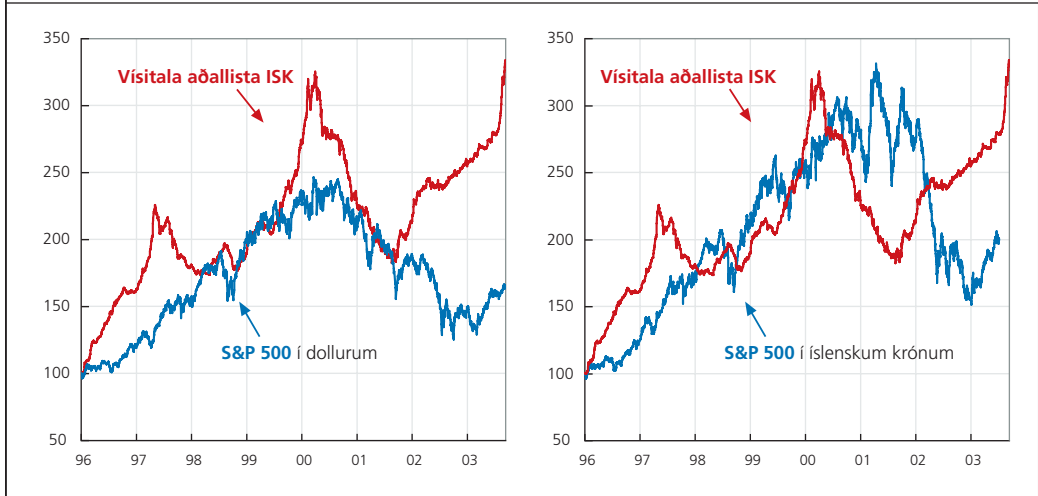
Máttur vaxtavaxtanna sést greinilega með því að skoða myndina. ❶ Mest eignaukning er auðvitað ef ekkert er tekið út og verður eignin þá 108 milljónir. Hjónin hyggjast þó taka út einhverja fjárhæð á nokkurra ára fresti og greinilegt er hvaða áhrif það hefur á eignauppygginguna. ❷ Ef tekur eru út 5 milljónir á fimm ára fresti lækkar lokaeignin í 53 milljónir en ❸ athyglisvert er að lokaeignin verður ekki nema 26 milljónir ef 5 milljónir eru einnig teknar út strax í byrjun. ❹ Ef öll ávöxtunin er tekin út á fimm ára fresti þá hefur höfuðstóllinn auðvitað ekki hækkað í lok tímans og eignin verður þá 20 milljónir eins og í byrjun.

### Hvernig er ástatt í hagsveiflunni og hver er staða hlutabréfa og skuldabréfa á fjármálamarkaði?

Þegar búið er að ákveða eignaskiptinguna miðað við forsendurnar þarf að skoða hvernig staðan er á markaðnum áður en fjárfest er. Í 2. kafla er fjallað um áhrif hagsveiflunnar á hlutabréfaverð og vexti sem ráða ávöxtun á skuldabréfum. Mikilvægt er að leggja mat á hvert ástandið er þegar hefja á fjárfestingu. Í dæminu hér á undan er ákveðið að fjárfesta helming fjárhæðarinnar í hlutabréfum og vegna áhættudreifingar er meirihluti þeirrar fjárfestingar í erlendum hlutabréfum. Lítum nú á stöðu hlutabréfa í markaðssveiflunni.

**Vísitala aðallista í samanburði við S&P 500**

gildi ársbyrjun 1996 = 100

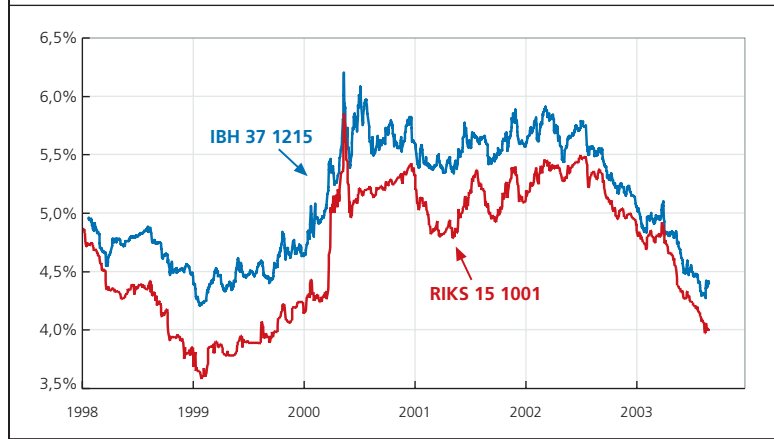


Myndirnar sýna þróun vísitölu aðallista Kauphallar Íslands í samanburði við S&P 500 vísitöluna sem mælir bandarísk hlutabréf. Á myndinni til vinstri eru bandarísku hlutabréfin í dollurum en til hægri í íslenskum krónum. Mjög mikilvægt er að horfa á þróun markaða þegar verið er að fjárfesta því þó að ekki sé hægt að segja til um framtíðina þá hjálpar fortíðin okkur að skilja sveiflur á markaðnum. Ef við berum saman S&P 500 vísitöluna á myndunum þá sjást vel áhrifin sem sveiflur á gengi dollarans hafa á fjárfestingu Íslendinga í bandarískum hlutabréfum.

Á myndunum sést greinilega hve íslensk hlutabréf hafa sveiflast mikið í verði og nú haustið 2003 hafa verið miklar hækkanir á íslenska markaðnum. Erfitt er að segja til um hvort nýjum toppi sé náð og því mikilvægt að fara með gát. Ef litið er á hagsveifluna ætti þó að vera bjart framundan þó að alltaf megi búast við sveiflum, sérstaklega eftir að miklar hækkanir hafa verið á skömmum tíma. Fylgjast þarf vel með þróuninni og byrja síðan að fara inn í áföngum. Staðan í erlendum hlutabréfum sést á bláu línunni á myndunum, sem sýnir þróun á bandarískum hlutabréfum. Þar má glögg sjá hækkunartímabilið fram til ársins 2000 og síðan samfellda lækkun fram á fyrrihluta ársins 2003. Undir lok tímabilsins hafa hlutabréfin farið hækkandi en þarna má þó sjá tækifæri þar sem þessi hækkun er ekki mjög mikil miðað við fyrri tímabil. Það er þó skynsamlegast að dreifa kaupum á einhvern tíma, t.d. 6–12 mánuði. Íslenskir fjárfestar þurfa jafnframt að meta stöðu gengis krónunnar gagnvart öðrum gjaldmiðlum þegar fjárfest er í erlendum verðbréfum. Myndin til hægri sýnir bandarísku hlutabréfin í íslenskum krónum og þar sjást áhrifin af hækkun dollarans árið 2001 og síðan mikil lækkun á árinu 2002. Á báðum myndunum má hins vegar lesa að nú gætu verið tækifæri til að kaupa bandarísk hlutabréf.

Myndin sýnir þróun ávöxtunarkröfu tveggja flokka skuldabréfa, þ.e. lengsta flokks spariskirteina og langra húsbreifa. Eins og sjá má hafa verið miklar sveiflur á ávöxtunarkröfunni og þar af leiðandi á ávöxtun í þessum flokkum skuldabréfa. Þrátt fyrir að ávöxtunarkrafan sé nú að nálgast lægsta punkt frá árinu 1999 er erfitt að segja til um framhaldið því landslagið er að mörgu leyti breytt með tilkomu erlendra kaupenda á íslenska skuldabréfamarkaðinn.

### Ávöxtunarkrafa verðtryggðra skuldabréfa



Þó að skuldabréf séu almennt talin örugg fjárfesting má ekki gleyma þeim sveiflum sem kunna að verða í ávöxtun þeirra eftir því sem breytingar verða á ávöxtunarkröfu markaðarins. Í 4. kafla er fjallað um skuldabréf og samspil breytingar á ávöxtunarkröfu og gengis skuldabréfa og mikilvægt er að átta sig á þessu samhengi. Eftir því sem ávöxtunarkrafan er hærri því lægra er verð skuldabréfs með föstum vöxtum og eftir því sem lengra er í að skuldabréfið greiðist því meiri eru áhrifin þegar ávöxtunarkrafan breytist.

Þetta þekkja flestir í tengslum við húsbréf þar sem afföllin hækka og minna fæst fyrir bréfin ef ávöxtunarkrafan hækkar. Hins vegar fæst hærra verð ef krafan lækkar. Á myndinni sést vel að ávöxtunarkrafan hefur lækkað nær samfellt frá því í ársbyrjun 2002. Skuldabréfaverð er því hærra nú en það hefur verið allt frá árinu 1999. Ástæða lækunarinnar er meðal annars aukinn áhugi erlendra fjárfesta á íslenskum skuldabréfum og ef sá áhugi heldur áfram getur skuldabréfaverð lækkað hér til frambúðar því enn eru vextir hér hærri en í nágrennalöndunum.

Myndirnar hér að ofan ná fram á haustið 2003 og vitum við auðvitað ekki hvernig þróunin verður í framtíðinni. Mikilvægt er því jafnan að hafa í huga að ávöxtun í fortíð gefur ekki endilega vísbendingu um hver hún verður í framtíðinni. Hins vegar er mikilvægt að nota þá vitneskju sem við höfum um hegðun markaðarins og hagsveifluna og hafa alltaf í huga afturhvarf til meðaltalsins sem fjallað er um í 3. kafla. Í lokin lítum við á dæmi þar sem mikilvægt er að hafa stöðuna í hagsveiflunni í huga.

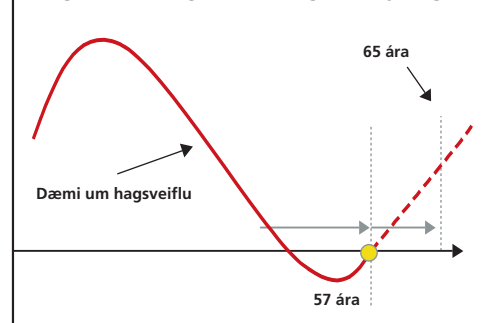
Eftir því sem skuldabréf eru til lengri tíma eða skuldabréfasjóðir hafa lengri meðaltíma þá sveiflast ávöxtun þeirra meira í verði ef ávöxtunarkrafa á markaðnum hækkar eða lækkar.

**Ég (57 ára) á 15 milljónir í Almenna lífeyrissjóðnum, ævisafni I. Ég hef auk þess eignast safn af innlendum hlutabréfum, m.a. með því að nýta skattafslátt á hverju ári, sem mér finnst mjög gaman að fást við sjálf, samtals um 10 milljónir. Er ég á réttri leið eða þarf ég að breyta einhverju?**

Hér er líklegt að eignaskiptingin sé of áhættusöm þar sem ekki eru mörg ár til starfsloka. Í lífeyrissparnaðinum er hlutfall hlutabréfa nokkuð hátt sem sést á myndinni af ævisöfnunum í Almenna lífeyrissjóðnum. Rétt er að flytja eignina í áhættuminna ævisafn þegar færi gefst en rétt er að bíða með tilfærsluna þar sem erlend hlutabréf eru rétt að byrja að hækka eftir mikið lækkunarskeið. Þegar meiri hækkun er komin fram ætti að færa eignina í áföngum, t.d. á þremur árum í ævisafn III. Sennilega er rétt að huga að breytingum á íslensku hlutabréfunum. Þar sem þetta er eini frjálsi sparnaðurinn fyrir utan lífeyrisréttindin og innlenda hlutabréfaverðið hefur hækkað mikið gæti verið góður tími til að selja a.m.k. hluta eignarinn-

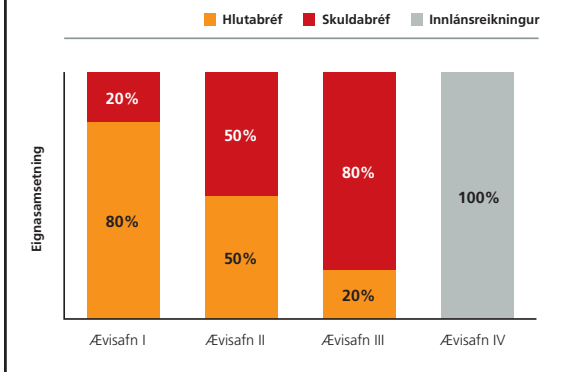
ar og færa meira í skuldabréf eða banka-reikninga. Skoða þarf safnið sjálft og meta hvaða bréf skal selja fyrst og gera áætlun um breytingarnar. Ef markmiðið er að tvöfalda eignina á næstu átta árum, þ.e. fram til 65 ára aldurs, þá þarf að ná 9% árlegri ávöxtun að meðaltali. Ljóst er að til að ná því þá þarf sennilega meira en helmingur eignarinnar að vera í hlutabréfum og ætti stærri hluti þeirrar eignar að vera í erlendum hlutabréfum. Þeir sem vilja hafa lægra hlutfall hlutabréfa þurfa sennilega að sætta sig við að eignin nái ekki að tvöfaldast við 65 ára aldurinn.

### Hagsveiflan og áhrif á eignabreytingar



*Þrátt fyrir að skýnsamlegt sé vegna aldurs að flytja hluta eignarinnar í áhættuminna safn þá ætti að fara hægt í sakirnar þar sem von er um uppsveiflu í hagkerfinu.*

### Ævileiðin - eignir færast milli ævisafna



**Ævisafn I** fjárfestir aðallega í hlutabréfum og hentar þeim er vilja taka nokkra áhættu, t.a.m. fólki á aldrinum 16–44 ára.

**Ævisafn II** skiptir fjárfestingum sínum jafnt milli hlutabréfa og skuldabréfa. Þessi stefna er talin henta fólki á aldrinum 45–59 ára sem vill áhættu í meðallagi.

**Ævisafn III** hentar þeim er vilja litla áhættu og eru komnir yfir sextugt.

**Ævisafn IV** er fyrir þá sem eru byrjaðir að taka út lífeyri og ganga á inneign sína. Eignir eru ávaxtaðar á verðtryggðum innlánsreikningi.

## 20

## Hlutabréf og eignastýring: Hlutlaus stýring og tímasetning á sínum stað í hlutabréfa- hringnum

Ég var fimmtán ára þegar ég hafði grætt fyrstu eitt þúsund dollarana og fór með þá í reiðufé til móður minnar. Þetta var hagnaðurinn af vixlun á fáeinum mánuðum og til viðbótar við laun mín sem höfðu runnið til heimilisins. Móðir mín sagði eitthvað skelfilegt. Hún vildi að ég færi með peningana í bankann svo að ég freistaðist ekki til að eyða þeim. Hún sagði að þetta væru meiri peningar en hún hefði nokkurn tíma heyrt um að fimmtán ára drengur með tvær hendur tómar hefði unnið sér inn.

Jesse Livermore

- 
- *Hlutlaus leiðin í neðsta hluta hlutabréfapíramíðans*
  - *Afturhvarf til meðaltalsins, endurstilling og eignastýring með stöðutöku*
  - *Eignaskiptingargrunnur og eignastýring með stöðutöku*
  - *Virðisfjárfesting með tímasetningu og aðrar virkar leiðir við stýringu*
  - *Yfir 90% af ávöxtun einvörðungu vegna eignaskiptingar?*
  - *Virk stýring og hlutlaus stýring saman í safni*
  - *Vixlun og makróvixlun á hægra hvolfi hringins og efst í píramíðanum*
  - *Að meta hve langan tíma það tekur að sjá fjárfestingu skila arði*
- 

Fjárfestir sem hefur komið sér upp safni hlutabréfa og skuldabréfa þarf að fylgjast með á markaði og stýra safni sínu til að ná settum markmiðum. Í 19. kafla kemur fram að sá sem tekur ákvörðun um að fjárfesta í hlutabréfum og skuldabréfum gerir það í þeim tilgangi að ná hærri ávöxtun en í boði er á öruggum bankareikningi. Hann ætlar sér að taka meiri áhættu og hann hefur fundið svör við spurningunum þremur í 19. kafla:

- hve lengi getur hann ávaxtað peningana í hlutabréfum og skuldabréfum,
- hve mikla áhættu vill hann taka, þ.e. hve miklar sveiflur getur hann sætt sig við í árlegri ávöxtun,
- hver er staða hlutabréfa og skuldabréfa í markaðssveiflunni.

Nú getur fjárfestirinn sett sér markmið um tvöföldunartíma og um leið árlega ávöxtun sem hann stefnir að, t.d. tíu ár, átta ár eða sjö. Síðan velur hann sér aðferð til að beita við eignastýringuna, t.d. virðisleiðina með tímasetningu, stöðutöku og víxlun eða hlutlausu leiðina. Þar með er staðan í hlutabréfapíramídanum og hlutabréfa-hringnum ljós.

Í raun og veru má segja að fjárfestirinn ákveði eignastýringarleið um leið og hann metur þá áhættu sem hann vill taka og um leið og hann setur sér markmið um ávöxtun og tvöföldunartíma. Hann skoðar fjárfestingartíma, áhættu, stöðu hlutabréfa og skuldabréfa á markaðnum, og markmiðið um tvöföldunartíma og niðurstaðan ræður síðan eignaskiptingu í safni hans.

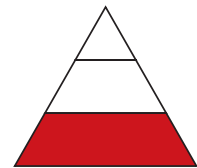
Hér á eftir eru dæmi um þrjár leiðir við að stýra eignum í safni. Sú fyrsta er hlutlaus leiðin í neðsta hluta hlutabréfapíramíðans, sú næsta felur í sér meiri áhættu, val á hlutabréfum í einstökum fyrirtækjum og tímasetningu við kaup og sölu. Þriðja leiðin er sú áhættusamasta og kallar á mestan tíma og þekkingu fjárfestisins og felur í sér víxlun og stöðutöku.

### **Hlutlaus leiðin í neðsta hluta hlutabréfapíramíðans**

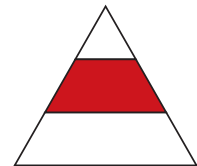
Í neðsta hluta hlutabréfapíramíðans eru þær leiðir til fjárfestingar og stýringar þar sem minnst áhætta er tekin, þ.e. þar sem mest áhersla er lögð á það að komast hjá sveiflum í árlegri ávöxtun eigna. Þar eru söfn skuldabréfa með traustum útgefendum og meðaltími skuldabréfasafns er helst ekki yfir fjórum til fimm árum og þar eru einnig íslensk eða alþjóðleg hlutabréf með markaðstengingu, þ.e. hlutabréfasöfn með hlutlausri stýringu. Áætluð ársávöxtun í slíkum söfnum getur verið á bilinu frá 8–12% að jafnaði.

Hlutlaus leiðin er í neðri helmingi hlutabréfahringins til vinstri, þ.e. hún felur ekki í sér val á einstökum fyrirtækjum heldur hlutabréf í öllum fyrirtækjum í samræmi við stærð þeirra á markaði, og sneitt er hjá því að tímasetja viðskipti á ávöxtunartímanum. Við kaup og sölu verður þó alltaf að tímasetja viðskipti eftir stöðu markaðarins og beita aðferðum úr hægri hluta hringins.

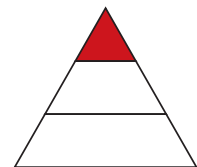
### **Þrjár leiðir við eignastýringu**



Hlutlaus leiðin með minnstri áhættu

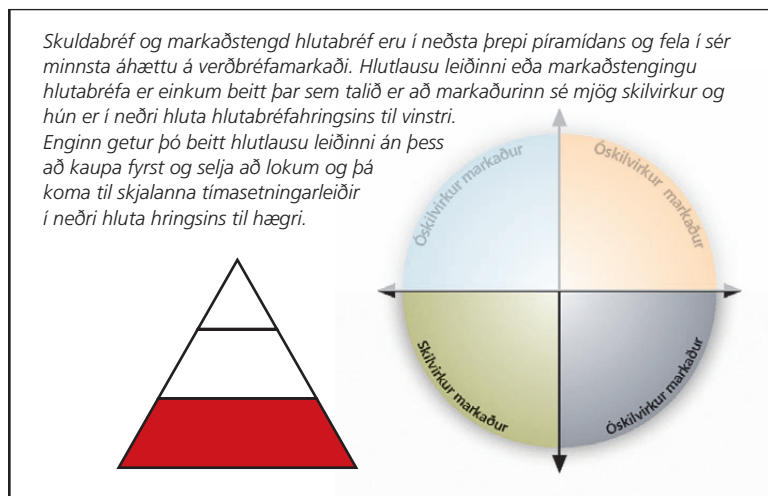


Virk stýring og meiri áhætta



Stöðutaka og mest áhætta





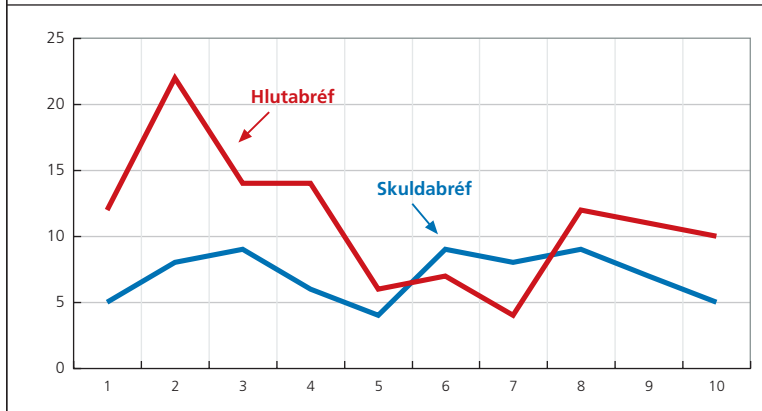
Í þessu dæmi velur fjárfestirinn sér safn með 50% innlendum skuldabréfum og 50% hlutabréfum í hlutlausri stýringu til 10 ára. Til einföldunar í dæminu er nafnávöxtun skuldabréfa að meðaltali 7% á ári á fjárfestingartímanum. Hlutabréfin geta verið innlend eða erlend en reiknað er með 11% ávöxtun á ári að jafnaði á þessum 10 árum. Þannig væri vænt ávöxtun 9% af safni sem skipt er til helminga í skuldabréf með 7% og hlutabréf með 11% ávöxtun og tvöföldunartíminn væri um átta ár. Ef fjárfestirinn ákveður að taka aðeins meiri áhættu og freista þess að minnka tvöföldunartímann í sjö ár með eignastýringu þarf hann að hækka meðalávöxtun á ári úr 9% í 10%. Þetta gerir hann með því að tímasetja breytingar á markaði og breyta vægi hlutabréfa og skuldabréfa í safninu frá helmingaskiptingu í önnur hlutföll, þó minnst 20% skuldabréf og mest 80% hlutabréf. Forsendur í dæminu eru þessar:

- Skuldabréf með 7% meðalávöxtun, 50%.
- Hlutabréf í hlutlausri stýringu með 11% meðalávöxtun, 50%.
- Safnastýring gefur 1% umframávöxtun á ári að jafnaði.
- Tvöföldunartími er áætlaður sjö ár m.v. 10% ávöxtun að jafnaði.
- Ekki er tekið tillit til kostnaðar við kaup og sölu til að breyta vægi í safni.

Með hvaða hætti er hægt að ná 1% umframávöxtun á safn skuldabréfa og hlutabréfa eins og hér er lýst? Tökum einfalt dæmi til skýringar. Vegna þess að bæði hlutabréf og skuldabréf eru markaðs-

tengd er ekki að vænta umframávöxtunar af vali verðbréfa. Fjárfestirinn hefur ákveðið að reyna að ná umframávöxtuninni með því að breyta vægi hlutabréfa og skuldabréfa í safninu á réttum tíma og sá hluti fjárfestingarvinnunnar liggur í neðri hluta hlutabréfahringingsins til hægri, þ.e. í makróvöxlun. Hann selur hluta af skuldabréfasafni sínu til að bæta við hlutabréfasafnið eða öfugt.

### Árleg ávöxtun skuldabréfa og hlutabréfa í %



Árleg ávöxtun hlutabréfa og skuldabréfa á markaði getur verið mjög breytileg en hér er aðeins um dæmi að ræða þar sem meðaltal ávöxtunar skuldabréfanna er 7% bæði á 7 árum og 10 árum og meðaltal ávöxtunar hlutabréfanna er 11% á 7 árum og 10 árum.

Í dæminu sem hér er sýnt um ávöxtun hlutabréfa og skuldabréfa á 10 árum er góðæri á hlutabréfamarkaði fyrstu árin og ávöxtun fer langt yfir meðalávöxtun hlutabréfa á þeim tíma. Tölur í töflunni um vægi hlutabréfa og skuldabréfa gilda frá upphafi til loka viðkomandi árs.

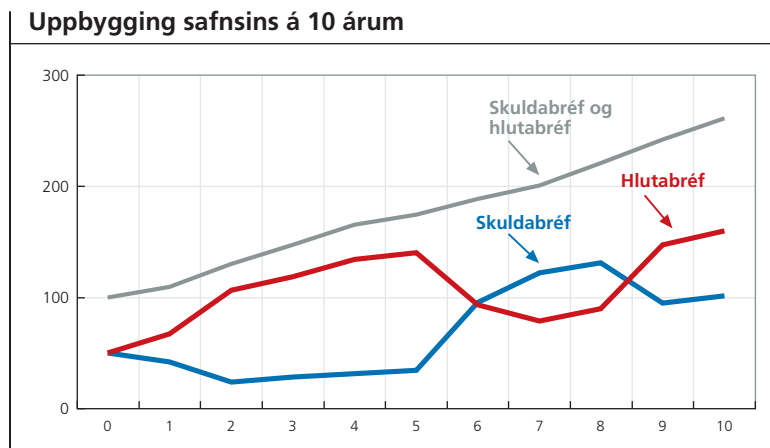
### Dæmi um ávöxtun hlutabréfa og skuldabréfa og vægi í safni

ár	Skuldabréf, ávöxtun í %	Hlutabréf, ávöxtun í %	Vægi skuldabréfa í %	Vægi hlutabréfa í %
1	5	12	40	60
2	8	22	20	80
3	9	14	20	80
4	6	14	20	80
5	4	6	20	80
6	9	7	50	50
7	8	4	60	40
8	9	12	60	40
9	7	11	40	60
10	5	10	40	60

Vegna þess að fjárfestirinn veit að vænt ávöxtun hlutabréfa er 11% og vænt ávöxtun skuldabréfa er 7% byrjar hann með 10% yfirvægi á hlutabréf, þ.e. hlutföllin 60/40 á milli hlutabréfa og skuldabréfa. Eftir

fyrsta árið áætla hann réttilega að uppsveifla sé í vændum á hlutabréfamarkaði og hækka yfirvægi hlutabréfa verulega. Hann heldur þessu yfirvægi í fjögur ár en verður ári of seinn að jafna vægi hlutabréfa og skuldabréfa aftur. Á sjötta árinu er hann kominn í helmingskiptingu en metur síðan rétt að skuldabréf muni koma vel út næstu árin og hækka sig í 10% yfirvægi á þau á sjöunda og áttunda árinu.

*Fjárfestirinn nær 10% meðalávöxtun á ári á safn sitt og tvöfaldar eignina á sjö árum. Á myndinni sést hvernig tíu ára tímabilið hefst með góðæri á hlutabréfamarkaði sem lýkur um mitt tímabilið en þá taka við þrjú góð ár á skuldabréfamarkaði. Þessi saga er dæmigerð á markaði fyrir hlutabréf og skuldabréf þótt tölurnar hér eigi sér ekki stoð í raunveruleikanum.*



Með þessum ráðum tekst fjárfestinum að stýra eignum sínum þannig að þær tvöfaldast á sjö árum eins og sést á myndinni sem sýnir uppbyggingu safns hans á 10 árum. Þess má geta að á tíu árum hækka safnið úr 100 í 261 eða um 10% á ári allan tímann, eins og að var stefnt. Hefði fjárfestirinn ekki beitt eignastýringu eins og hér er lýst en byrjað með helmingskiptingu í safni sínu og aldrei selt eða keypt allan tímann væri útkoman 185 eftir sjö ár og 241 eftir tíu ár, sem er rétt liðlega 9% meðalávöxtun á ári á hvoru tímabili. Með stýringunni varð eign hans liðlega 8% hærri á 10 ára tímabilinu og tvöföldunar-tíminn styttest úr átta árum í sjö ár.

### **Afturhvarf til meðaltalsins, endurstilling og eignastýring með stöðutöku**

Í dæminu hér að framan beitir fjárfestirinn aðallega reglunni um afturhvarf til meðaltalsins sem nánar er sagt frá í 3. kafla. Þegar frávik frá meðaltalsávöxtun verður mikið á einu tímabili er líklegt að frávikinu á næsta tímabili verði minna, segir í reglunni. Fjárfestirinn í dæminu eykur vægi skuldabréfa eftir góðæri á hlutabréfamarkaði, jafnvel þótt hann hafi orðið ári of seinn, og síðan eykur

hann aftur vægi hlutabréfa í lok tímabilsins eftir góðæri á skuldabréfamarkaði.

Afturhvarf til meðaltalsins er ein öflugasta aðferð sem fjárfestar geta stuðst við þegar reynt er að tímasetja við kaup og sölu. Tvær aðrar formlegar leiðir við safnastýringu eru vel kunnar en þær nefnast endurstilling hlutfalla (e. *Rebalancing*) og eignastýring með stöðutöku (e. *Tactical Asset Allocation*).

Eignastýring með stöðutöku felur í sér að fjárfestir víkur vísvitandi og markvisst frá þeim grunni að eignaskiptingu sem markaður er í fjárfestingarstefnu safnsins til að taka stöðu í flokki verðbréfa sem hann telur að muni hækka meira en aðrir. Skýrt dæmi um þetta var þegar fjárfestirinn í dæminu hér á undan hækkaði hlutfall hlutabréfa eftir fyrsta árið úr 60% í 80% og lækkaði hlutfall skuldabréfa á móti. Eignastýring með stöðutöku er oftast beitt þegar fjárfestir telur sig nokkuð vissan í sinni sök og getur fært sterk rök fyrir ákvörðun sinni. Algengt tímabil til stöðutöku í eignastýringu er eitt ár eða þar um bil en líka eru til afbrigði þar sem tímabilin eru miklu skemmri, og allt niður í fáeina daga.

Jafnan verður þó að hafa kostnað í huga en tilfærsla eigna í söfnum til að mynda yfirvægi og undirvægi getur kostað mikið. Ekki má heldur gleyma fórnarkostnaði, þ.e. þeirri ávöxtun sem fer forgörðum ef veðjað er vitlaust í stöðutökunni. Það sem greinir stöðutöku frá öðrum leiðum við safnastýringu er að þar er jafnan brugðist við aðstæðum á markaði fyrir fram og út frá vandlega rökstuddum væntingum og vægi í safni breytt í von um hærri ávöxtun.

Endurstilling hlutfalla í söfnum er hugsanlega ein þekktasta leiðin við safnastýringu. Hún er að því leyti gerólík eignastýringu með stöðutöku að vægi safna er aldrei breytt vegna væntinga um framvindu á markaði heldur jafnan eftir á í ljósi þess sem þegar hefur gerst. Til dæmis má taka safn sem skiptist til helminga í hlutabréf og skuldabréf samkvæmt grunni í fjárfestingarstefnunni. Nú hækka hlutabréf eitt árið mun meira en skuldabréf og í lok ársins er vægi hlutabréfa 55% og vægi skuldabréfa 45%. Endurstilling hlutfalla felur þá í sér að hlutabréf eru seld og skuldabréf keypt þannig að upphafleg helmingaskipting samkvæmt grunni næst að nýju.

Endurstilling hlutfalla getur hentað vel og hækkað ávöxtun við stýringu þegar verðbréfaflokkar, t.d. hlutabréf og skuldabréf, hækka og lækka til skiptis. Vegur hennar minnkaði nokkuð á síðustu tveimur áratugum 20. aldarinnar vegna þess að hlutabréf hækkuðu að jafnaði miklu meira en skuldabréf á þeim tíma. Það leiddi til þess að þeir

*Hafa þarf kostnað í huga þegar hugað er að tilfærslu í verðbréfasöfnum.*

sem endurstilltu hlutföll samviskulega uppskáru alltaf lakari ávöxtun en ella jafnvel þótt hlutföll þeirra væru rétt samkvæmt fjárfestingarstefnu. Tímabil endurstillingar er oftast um eitt ár því að tíðari endurstilling leiðir til of mikillar veltu og ómarkvissra vinnubragða þar sem aðeins er verið að leiðrétta skammtímasveiflur.

### **Eignaskiptingargrunnur og eignastýring með stöðutöku**

Þær aðferðir sem beitt er við safnastýringu eru stundum keimlíkar í raunveruleikanum þannig að hugtökin sem notuð eru virðast stundum óskýr. Lýsingin hér að framan á endurstillingu hlutfalla og eignastýringu með stöðutöku er túlkun okkar hjá Eignastýringu Íslandsbanka. Okkar leið við safnastýringu fellur hvorki undir endurstillingu hlutfalla né heldur beina stöðutöku í eignastýringu en hana má skýra út með eftirfarandi hætti.

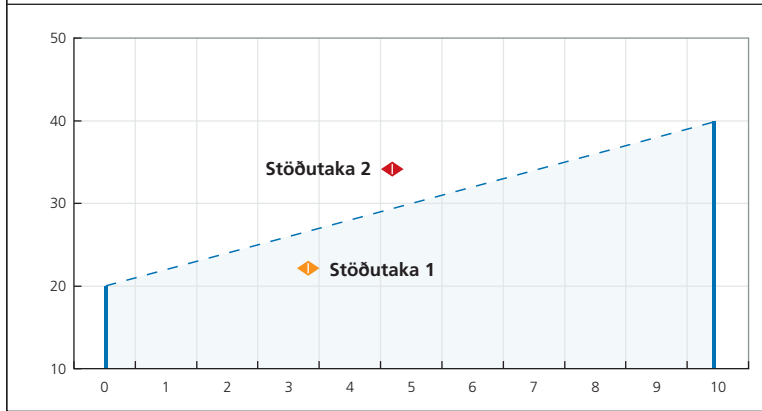
Eignastýring í hverju safni er jafnan byggð á skýrri fjárfestingarstefnu þar sem fram kemur hver eignaskipting er á hverjum tíma. Algengt er þó að hlutföll á milli verðbréfaflokka breytist á milli tímabíla ef þannig er kveðið á í fjárfestingarstefnunni. Tökum sem dæmi safn í eigu lífeyrissjóðs þar sem alþjóðleg hlutabréf vógu 20% árið 2000. Fjárfestingarstefna er oft mótuð til langs tíma, t.d. til fimm ára, og gæti þá falið í sér að hlutfall alþjóðlegra hlutabréfa sé komið í 40% árið 2005. Vægi erlendra hlutabréfa þarf þannig að hækka um 4% að jafnaði árlega til að færast úr 20% í 40% á fimm árum og vægi annarra flokka í safninu lækkar að sama skapi. Önnur söfn með fjárfestingarstefnu til fimm ára gætu verið með óbreytt hlutföll allan tímann.

Í tímans rás er algengt að í safni verðbréfa sé vikið frá þeirri skiptingu eigna sem mörkuð er í fjárfestingarstefnunni. Frávik geta komið til hvort sem er vegna meðvitaðrar ákvörðunar um að hækka vægi á einum flokki og lækka á öðrum, eða vegna þess að verð á einum flokki verðbréfa hækkar eða lækkar langt umfram aðra á tímabilinu. Í aðferð okkar felst að líta jafnan á öll slík frávik sem stöðutöku, hvernig sem frávikin hafa myndast. Í stöðutökunni felst alltaf að taka verður ákvörðun um hvernig vægi færast aftur til samræmis við fjárfestingarstefnuna þar sem grunnurinn í eignaskiptingunni er tilgreindur.

Tökum sem dæmi að frávik, sem sýnt er á myndinni sem stöðutaka 1, hafi myndast vegna þess að viðkomandi verðbréfaflokkur hafi lækkað í verði á markaði og vægi hans minnkað miðað við aðra flokka í safninu. Um leið og frávik myndast með þessum hætti verð-

*Frávik frá markaðri fjárfestingarstefnu geta verið vegna meðvitaðrar ákvörðunar eða vegna mikilla verðbreytinga á ákveðnum eignaflokkum.*

### Breytilegt vægi flokks verðbréfa í safni á 10 árum



Vægi verðbréfaflokks í safni getur verið breytilegt eftir árum og hér er sýnt aukið vægi tiltekings flokks úr 20% í 40% á tíu árum. Frávik frá markaðri stefnu í eignaskiptingu verður jafnan að líta á sem stöðutöku, sjá 1 og 2 á myndinni, hvort sem fráviknið stafar af meðvitaðri ákvörðun eða leiðir af framvindunni á markaði.

ur að líta á það sem stöðu utan markaðrar stefnu og taka markvissa ákvörðun um með hvaða hætti hún verður leiðrétt. E.t.v. er ákveðið að breyta væginu þegar og færa flokkinn til fyrra vægis en líka er hugsanlegt að ákveða að halda undirvægi um sinn, ef það er talið geta orðið til að hækka ávöxtun safnsins yfir viðmiðun þegar lengra er litið.

Hliðstætt á við um fráviknið sem merkt er stöðutaka 2. Það gæti verið til komið vegna þess að ákveðið var að auka vægi flokks vegna væntinga um að hann muni hækka umfram aðra flokka. Mótuð stefna um það hvernig og hvenær vægið er leiðrétt verður jafnan að vera fyrir hendi þannig að safnið færir í jafnvægi og í samræmi við fjárfestingarstefnuna.

Á vissan hátt má segja að aðferð þessi nýti það besta bæði úr endurstillingu hlutfalla í söfnum og eignastýringu með stöðutöku. Ekki er skylda að endurstilla eins og í hefðbundnu leiðinni en í staðinn er litið á frávik sem stöðutöku. Á hliðstæðan hátt er heldur ekki nauðsynlegt að taka stöðu til að breyta vægi flokka ef ekki liggja fyrir sterk rök fyrir því að breytingin muni auka ávöxtun safnsins umfram viðmiðun.

### Virðisfjárfesting með tímasetningu og aðrar virkar leiðir við stýringu

Í miðhluta hlutabréfapíramídans eru einkum þær leiðir til fjárfestingar og stýringar þar sem reynt er að auka ávöxtun í söfnum umfram markaðsviðmiðun með vali hlutabréfa. Þar er talað um virka stýringu en um hlutlausu stýringu þegar hlutabréf eða skuldabréf eru markaðstengd eins og í neðsta hluta píramídans. Í hlutabréfahringnum eru

### Yfir 90% af ávöxtun einvörðungu vegna eignaskiptingar?

Á síðasta áratug 20. aldarinnar voru settar fram niðurstöður rannsókna sem sýndu fram á að eignaskipting í söfnum fjárfesta væri mjög mikilvæg og í rauninni það sem mestu máli skipti til að ná árangri í ávöxtun. Árið 1991 sýndu Gary Brinson, Brian Singer og Gil Beehower fram á það í kunnri grein, *Determinants of Portfolio Performance*, að yfir 90% af árangri við ávöxtun eignasafna skýrðist af eignaskiptingunni og innan við 10% af ávöxtun af vali verðbréfa og tímasetningu við kaup og sölu. Jákvæð áhrif á ávöxtun væri að jafnaði að rekja til heppilegrar og hagfelldrar skiptingar eigna á milli verðbréfaflokka og áhrifin af tímasetningu viðskipta og vali verðbréfa, ef þau finnast yfirleitt, eru oftast neikvæð en ekki.

Niðurstöður fleiri rannsókna af þessu tagi sem birst hafa síðan bentu í sömu átt. Þessi hugsun er mjög í anda hlutlausra fjárfesta en þeir hafa jafnan lagt megináherslu á eignaskiptingu. Þeir sleppa algerlega vali hlutabréfa og kaupa þess í stað hlutdeild í öllum skráðum fyrirtækjum og þeir telja heldur ekki hagfelld að leitast við að tímasetja viðskiptin.

David F. Swenson, forstöðumaður eignastýringar hjá Yale háskóla, ritaði bók um safna-

stýringu, *Pioneering Portfolio Management*, sem er einhver sú áhugaverðasta á því sviði sem völ er á (Swenson 2002). Þar hrekur hann niðurstöður Brinsons, Singers og Beehowers. Hann bendir á að vissulega séu þær tölfræðilega réttar en þær geri ekki annað en endurspegla þá hegðun á meðal sjóðstjóra sem var almenn á þeim tíma sem rannsóknin náði til. Niðurstöðurnar eigi sér enga stoð í fjármálafræði.

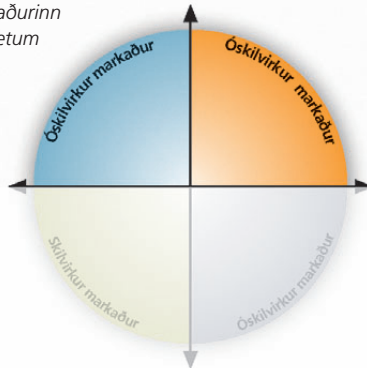
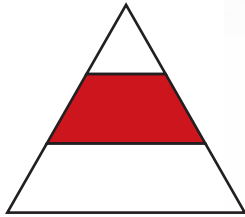
Tökum sem dæmi „safn“ hlutabréfa með hlutabréfum í aðeins einu fyrirtæki sem e.t.v. er valið á óvenjulegan hátt. Ávöxtun safnsins ræðst þá aðallega af vali hlutabréfa. Til að taka annað dæmi mætti nefna dagvíxlara sem er grimmur í að kaupa og selja framtíðarsamninga um skuldabréf. Árangur hans ræðst aðallega af tímasetningu viðskiptanna.

Af þessu sést að það er engin ein sjálfsgöð leið sem alltaf er best við eignastýringu og uppbyggingu eigna. Ekki dugir að koma sér niður á hina fullkomnu eignaskiptingu og láta þar við sitja, jafnvel þótt skipting eigna í safni sé jafnan mikilvæg. Ávöxtun peninga í söfnum hlutabréfa og skuldabréfa kallar ekki á minni yfirlegu og umhugsun eða léttari fjárfestingarvinnu en bein fjárfesting í hlutabréfum eða skuldabréfum.

leiðirnar sem beitt er við virka stýringu í efri hlutanum aðallega vinstra megin en hægra megin við lóðrétta ásinn að því marki sem tímasetningu er beitt við kaup og sölu til að auka ávöxtun umfram viðmiðun.

Ríffjum nú aftur upp stöðu fjárfestisins í upphafi þessa kafla. Hann hafði komið sér upp safni verðbréfa og fundið svör við spurningunum þremur um fjárfestingartíma, áhættu og stöðu hlutabréfa og skuldabréfa í markaðssveiflunni. Hann setti sér markmið um ávöxtun og tvöföldunartíma og einsetti sér að stefna að hærri ávöxtun en fæst með góðu móti í neðsta þrepi píramídans eða 8 til 12% árlega að jafnaði. Hann áformar að taka meiri áhættu við eignastýringu og fjárfestingu og miða við miðþrep píramídans þar sem stefnt er að um 15% árlegri ávöxtun og tvöföldunartíma nálægt fimm árum. Hann

Með virkri stýringu í söfnum hlutabréfa færurkst við upp í miðhluta hlutabréfa-píramíðans vegna þess að í virkri stýringu er tekin meiri áhætta en með markaðs-  
tengingu í grunnþrepinu. Í hlutabréfahringnum eru þessar virku leiðir í efri hluta  
til vinstri þar sem forsenda er að markaðurinn sé ekki skilvirkur. Vegna þess að við bætum  
tímasetningu við virðisleiðina erum við  
í raun að vinna í öllum efri hluta  
hringsins.



ætla sér að beita bæði vali hlutabréfa og tímasetningu við kaup og sölu til þess að auka ávöxtun umfram viðmiðun. Höfum í huga að hærri ávöxtun kallar ekki aðeins á meiri áhættu heldur líka oft á aukinn kostnað.

Lítum fyrst á það hvernig fjárfestir með þessi markmið bregst við hækkunum og lækkunum á markaði. Á hækkunarskeiðinu á alþjóðlegum hlutabréfamarkaði árin 1996 til 2000 þegar hlutabréf voru í stöðu 2 (sjá nánar í 11. kafla) sem er hækkunarhlutinn á bjöllumaga ferli stefnir hann að því að hafa vægi hlutabréfa hátt og hann sækist eftir því að kaupa hlutabréf í fyrirtækjum þar sem innra verðmæti á hlut er um tvöfalt markaðsverðið á hlut. Hann leitar aðeins eftir fyrirtækjum í örum vexti á þessu hækkunarskeiði þegar góðari ríkir á hlutabréfamarkaði. Líkleg ávöxtun á ári á slíkum tíma er töluvert umfram 15%, enda er 15% langtímameðaltalið sem stefnt er að á öllum stigum markaðssveiflunnar.

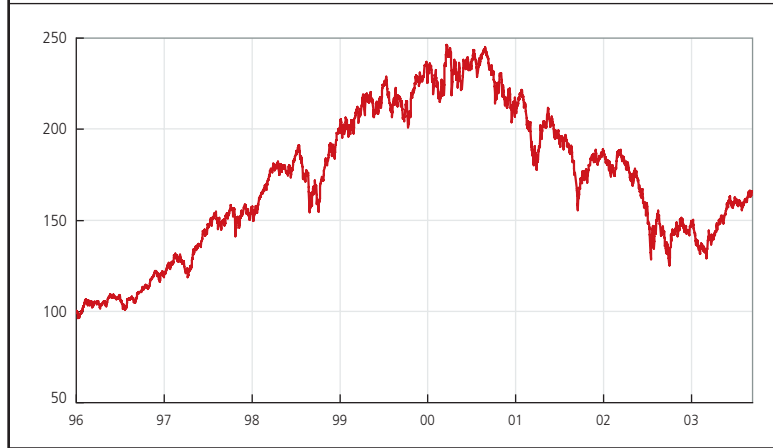
Þegar kemur að stöðu 3 á markaðnum, hápunktinum þegar talið er að ekki verði um frekari hækkun að ræða og senn taki við lækkunarskeiðið og staða 4, á hann um þrjú kosti að velja, allt eftir viðhorfum hans sjálfs til viðskipta og áhættu.

Í fyrsta lagi getur hann selt hlutabréfin úr safni sínu og ávaxtað peningana á bankareikningi eða í skuldabréfum til skamms tíma þar til kemur að nýju hækkunarskeiði á hlutabréfamarkaði. Mjög óvenjulegt er að lækkunarskeið taki þrjú heil ár eins og á alþjóðlegum hlutabréfamarkaði árin 2000 til 2003, eitt til tvö ár eru algengari. Hér á Íslandi náði lækkunarskeiðið frá mars árið 2000 til september árið



Á myndinni sést S&P 500 vísitalan á Bandaríkjamarkaði árin 1996 til 2003. Bjöllulaga ferillinn sem er svo algengur á markaði fyrir hlutabréf og skuldaþréf og sýnir stöðu 1, 2, 3 og 4 í sveiflunni er mjög greinilegur á þessum árum. Líklegt er að ný langtíma-sveifla sé að hefjast í mars árið 2003 en þar er lægsti punktur á lækunarskeiðinu langa frá mars 2000 til mars 2003. Fjárfestir sem beitir virðisleiðinni með tímasetningu hefur þann kost að selja hlutabréfin í safni sínu í stöðu 3 vorið og sumarið 2000 og biða nýs hækkunarskeiðs.

**S&P 500 vísitalan 1996 til 2003**  
gildi ársbyrjun 1996 = 100



2001 og var um eitt og hálf ár. Þessi leið er tiltæk fyrir þá fjárfesta sem ekki vilja vera með hugann við markaðinn daglega eða minnst tvisvar í viku.

Hann getur líka gripið til þess að selja hluta af hlutabréfasafninu og haldið áfram að leita að þeim fyrirtækjum sem fullnægja skilyrðum hans og hækka í verði þrátt fyrir að markaðurinn í heild sé á lækunarskeiði. Hafa verður í huga að erfitt er að ná góðri ávöxtun á hlutabréf á slíkum tímum vegna lækkunar á markaðnum í heild og lækkunar á verði hlutabréfa á flestum atvinnugreinum. Leita verður eftir atvinnugreinum sem eru að hækka þrátt fyrir lækunarskeiðið og finna bestu fyrirtækin í þeim en þau eru líkleg til að hækka mest. Sjóðstjórar hlutabréfasjóða sem ekki mega fara yfir 10% laust fé eru í þessum sporum á lækunarskeiði markaðarins.

Í þriðja lagi getur hann skortselt hlutabréf og hagnast þannig á lækunarskeiðinu ekki síður en á hækkunarskeiðinu. Skortsala felst í því að hlutabréf eru fengin að láni hjá miðlara, þau seld en keypt aftur á lægra verði síðar og skilað til miðlarans. Hjá bandarískum miðlurum og vefmiðlurum fer skortsala fram með alsjálfvirkum hætti ekki síður en þegar hlutabréf eru keypt til eignar. Skortsala er áhættusamari en löng staða vegna þess að tapmöguleikar eru óendanlegir. Þess vegna verður jafnan að setja tapstopp í skortsölu og gæta þess að víkja aldrei frá þeim mörkum.

Gera verður skýran greinarmun á þessum þremur kostum vegna þess að í aðferðum í vinstri hluta hlutabréfahringingsins er ekki gert ráð fyrir tímasetningu í þeim skilningi að mjög stór hluti af eignum í

safni eða jafnvel allt safnið geti verið í lausu fé, þ.e. á bankareikningi. Þetta á við um hefðbundna virðisfjárfestingu, mótstraumsleiðina og vaxtarfjárfestingu. Það er aðeins í hægri hluta hringsins sem gert er ráð fyrir tímasetningu og aðeins þeim megin er tiltæk aðferð eins og tæknigreining sem nauðsynleg er til að taka slíkar ákvarðanir með rökstuddum og skipulegum hætti. Til að ná árangri við tímasetningu verður að finna rétta tímann bæði til að selja hlutabréf áður en lækkun skellur yfir og til að kaupa aftur áður en hækkunaraldan ríður yfir.

Það er sérstök ástæða til að minnst á að þeir sem hafa valið sér hlutlausu fjárfestingu til að ávaxta peninga gera um leið ekki ráð fyrir því að selja safn sitt þótt lækkunarskeið bresti á og kaupa síðan aftur áður en nýtt hækkunarskeið rennur upp. Í hlutlausri fjárfestingu felst einmitt það að kaupa til eignar og láta markaðinn sjálfan um að skila bestu ávöxtun sem völ er á miðað við áhættu. Staða markaðarins þegar ráðist er í fjárfestinguna skiptir þó meginmáli, eins og fram kemur í þriðju spurningunni í upphafi þessa kafla.

Ef safn af markaðstengdum hlutabréfum er keypt í stöðu 3 á markaðnum eða snemma á lækkunarskeiði í stöðu 4 getur farið svo að langur tími líði uns safnið skilar jákvæðri ávöxtun. Í þessum sporum lentu ýmsir sem eignuðust safn alþjóðlegra hlutabréfa á árinu 2001 eða á árinu 2002 þegar enn voru fáein misseri eftir af lækkunarskeiðinu langa frá 2000 til 2003. Þeir sem þá keyptu hlutabréf með þessum hætti gerðu best með því að eiga þau áfram því að þannig er að vænta góðrar ávöxtunar þegar litið er til lengri tíma.

### ***Virk stýring og hlutlaus stýring saman í safni***

Fjárfestir getur í reynd valið sér virka stýringu og miðhluta píramídans þótt hann hafi ekki tíma eða áhuga á því að sinna fjárfestingarvinnunni sjálfur. Hann getur falið eignastýringarfyrirtæki að sjá um sérgreint safn sitt með hlutabréfum í einstökum fyrirtækjum og óskað eftir því að tiltekinni aðferð sé beitt við stýringuna. Hann getur líka valið virðisleið með tímasetningu með því að finna hlutabréfasjóði sem stýrt er eftir þessari eða hliðstæðri aðferð og eignast hlutdeildarskírteini í þeim.

Skynsamleg aðferð þar sem nýttir eru kostir bæði neðsta þreps hlutabréfapíramídans og miðþrepsins, og um leið kostir hlutlausrar stýringar og virkrar, er að mynda kjarna í safni hlutabréfa með markaðstengingu en auka við safnið með hlutabréfum í virkri stýringu (e. *Core Satellite Approach*). Þessi leið er algeng á meðal fagfjárfesta sem oft hafa yfir mjög háum fjárhæðum að ráða til ávöxtunar. Kjarninn

*Við virka stýringu þarf að beita vinnubrögðum sem krefjast nokkurrar þekkingar og tíma. Fjárfestar geta valið að sinna þeirri vinnu sjálfir, nýtt sér þjónustu verðbréfafyrirtækja eða fjárfest í sjóðum.*

## Jörðin og tunglin

(e. *Core Satellite Approach*)



sem myndaður er úr markaðstengdu safni hlutabréfa gefur trausta og góða kjölfestu. Hann tryggir að ávöxtun leitar aldrei mjög langt frá viðmiðun markaðarins og tunglunum er ætlað að tryggja að hún sé jafnan fyrir ofan hana.

Í safni hlutabréfa sem myndað er af kjarna með hlutlausri stýringu og tunglum með virkri stýringu gæti kjarninn verið t.d. 50%, 60% eða 70% af verðmæti safnsins, allt eftir því hvaða áhættu fjárfestirinn vill taka, og tunglin samtals 50%, 40% eða 30% á móti. Hafa verður í huga að vægi virka hlutans þarf að vera umtalsvert til þess að ávöxtun nái að hækka sýnilega frá viðmiðun markaðarins. Stýring í virka hlutanum gæti miðað að því að auka ávöxtun umfram viðmiðun með vali hlutabréfa í einstökum fyrirtækjum og/eða með því að tíma-setja kaup og sölu hlutabréfa til að hækka ávöxtun.

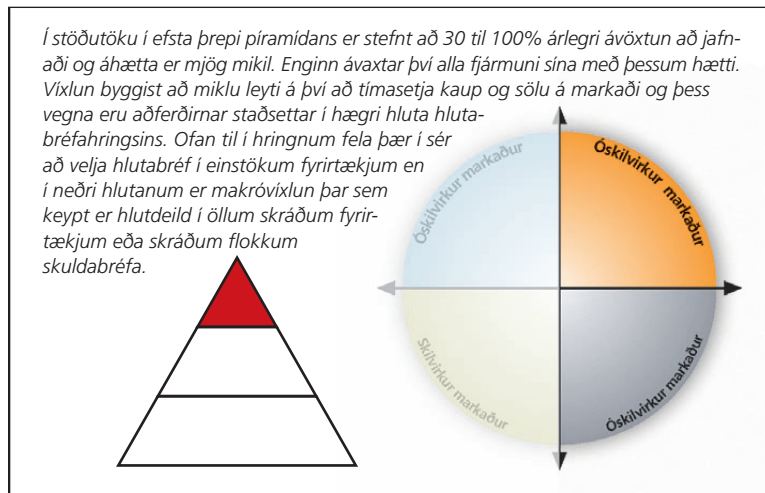
Góð vísa er aldrei of oft kveðin og hér er gott tækifæri til að staldra við og rifja upp hve torvelt er að finna tækifæri á markaði þannig að hærri ávöxtun náist en sem nemur viðmiðun markaðarins. Í 13. kafla sem ber heitið „Betra að leita ekki bara undir ljósastaurnum“ er því lýst hve erfitt er að finna hlutabréf á sémilega skilvirkum markaði þannig að viðskiptin skili sér með hærri ávöxtun eftir kostnað en sem nemur markaðsviðmiðun. Rifjum í þessu sambandi líka upp eitt af fjölmörgum heilræðum Jesse Livermore:

Ég gerði nákvæmlega öfugt við það sem ég hefði átt að gera. Bómullin var í tapi og henni hélt ég. Ég var í hagnaði með hveitið og það seldi ég. Af öllum mistökum sem hægt er að gera í spákaupmennsku eru fá verri en að reyna að lækka meðalverðið þegar maður er að tapa. Seljum alltaf það sem er í tapi og höldum því sem er í hagnaði. (*Reminiscences of a Stock Operator*, 1923).

### Víxlun og makróvíxlun á hægra hvolfi hringsins og efst í píramídanum

Í efsta hluta píramíðans er víxlun og stöðutaka, þær leiðir sem yfirleitt eru til skamms tíma og byggjast aðallega á því að tímasetja kaup og sölu til að ná árangri við ávöxtun. Stystu tímabil í dagvíxlun eru aðeins örfáar mínútur en eins og kemur fram í 12. kafla skilgreinir Pristine fjögur mismunandi víxlunartímabil og mismunandi aðferðir eftir því. Sú sem beitt er á lengstu tímabilum nefnist kjarnavíxlun og getur náð til fáeinna missera en byggist á sömu grunnhugsun og víxlun til skemmri tíma. Aðeins eru notaðar upplýsingar úr tækni-greiningu en ekki grunngreiningu fyrirtækja.

Í dagvíxlun geta stystu tímabilin varað aðeins örfáar mínútur.



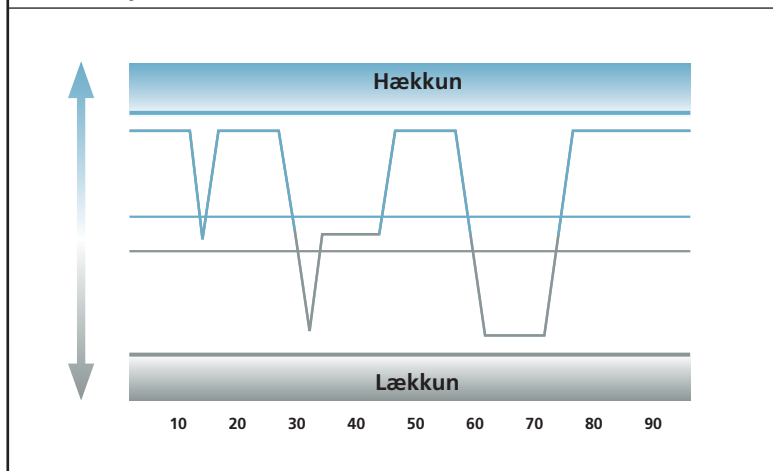
Áhættunnar vegna ávaxtar enginn fjárfestir alla fjármuni sína með þessum hætti. Aðferðir sem beitt er í víxlun og stöðutöku eru ætlaðar til að ná 30 til 100% árlegri ávöxtun. Til að ná svo hárrí ávöxtun þarf að leggja undir alla fjármunina sem notaðir eru við víxlun og þess vegna getur allur höfuðstóllinn tapast ef illa fer. Víxlarar vinna því að jafnaði aðeins með hluta af því fé sem þeir hafa til ráðstöfunar

hverju sinni en ávaxta hinn hluta eignanna á öruggari hátt á banka-reikningi eða í hlutabréfum og skuldabréfum í neðri þrepum píramídans. Aðferðir Pristine sem sagt er frá í 12. kafla lúta raunar allar að því að hægt sé að stunda víxlun og stefna að slíkum árangri sem hér er nefndur án þess að tapáhættan sé mikil.

Aðferðirnar til tímasetningar í hægri hluta hringsins eru spennandi og heillandi en um leið krefjandi. Til að tímasetja rétt hjálpar mikið að gera sér góða grein fyrir stöðu markaðarins og líka fyrir stöðu þjóðarþúsins í hagsveiflunni, vegna áhrifa hennar á hækkun og lækkun skuldabréfa og hlutabréfa. Tæknigreining kemur síðan að góðum notum við að greina hlutabréf í einstökum fyrirtækjum eða heilar atvinnugreinar. Það skiptir líka miklu máli að fjárfestirinn setji sínar eigin aðstæður í samhengi við aðstæður á markaði, eins og lýst var í 19. kafla.

Á Íslandi eru ekki til tölur um verð í skráðum viðskiptum með hlutabréf nema aftur til ársins 1987. Það er því afar fróðlegt að fá yfirsýn yfir alla 20. öldina á Bandaríkjamarkaði en þar eru til upplýsingar allt aftur til ársins 1801. Heimsstyrjaldirnar tvær höfðu sín áhrif á 20. öldinni og áttundi áratuginn var heldur ekki góður vegna áhrifa frá olíuverðshækkunum, verðbólgu og annars misvægis í efnahagsmálum iðnríkjanna. Miklu skiptir fyrir fjárfesti sem að jafnaði hefur tvo til fjóra áratugi til að byggja upp eignir að reyna að átta sig sem best á stöðu efnahagsmála og hagsveiflunnar til að nýta sér þau áhrif sem best.

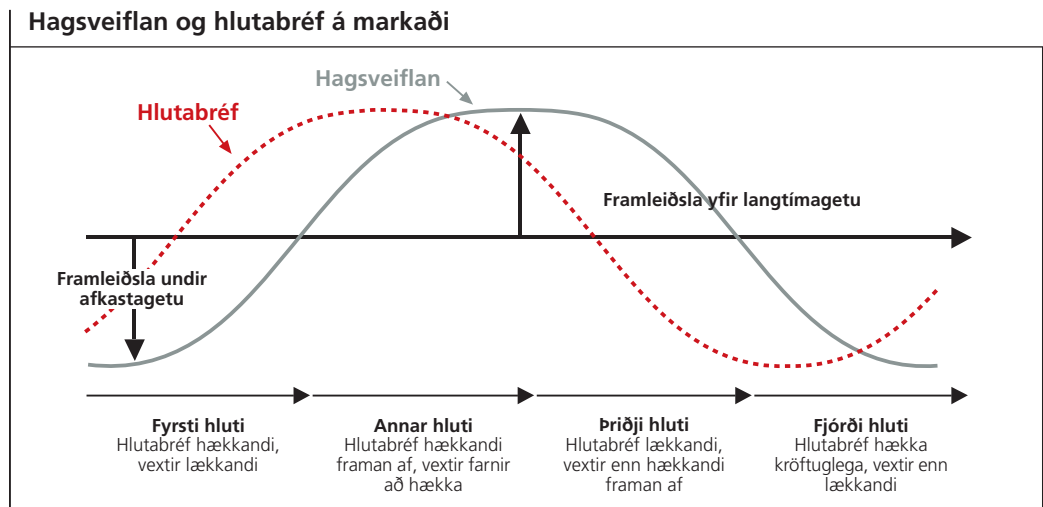
### Einfölduð mynd af hækkun og lækkun hlutabréfaverðs á Bandaríkjamarkaði 1900 til 2000



Á myndinni sem sýnir hlutabréfaverð á Bandaríkjamarkaði á 20. öldinni með nokkurri einföldun sést að hækkunarskeið og lækkunarskeið hafa skipst á alla öldina og líklegast er að sama gildi áfram. Starfsævi einstaklings er 40 til 50 ár að jafnaði og á þeim tíma sem hann hefur fjármuni til ávöxtunar er líklegt að hann lendi í bæði góðum og slökum árum á markaði fyrir hlutabréf og skuldabréf. Miklu skiptir fyrir þá sem eiga einn til tvo áratugi í starfslok að gera sér góða grein fyrir núverandi stöðu í hagsveiflunni og framvindunni á næstu árum til að geta fært sér þær upplýsingar sem best í fjárfestingarvinnunni.

Í makróvíxlun í neðri hluta hlutabréfahringingsins til hægri eru ekki keypt hlutabréf í einstökum fyrirtækjum heldur hlutdeild í öllum skráðum fyrirtækjum eða flokkum skuldabréfa. Vegna þess að raun-  
gengi íslensku krónunnar hefur tekið miklum sveiflum á síðustu áratugum felur fjárfesting í alþjóðlegum hlutabréfum í sér að fjárfestir getur spreytt sig á því að auka ávöxtun sína með því að kaupa erlend hlutabréf þegar erlendur gjaldeyris er ódýr en selja aftur eftir að hann hefur hækkað í verði. Hliðstæðri makróvíxlun er líka hægt að beita á innlendum skuldabréfamarkaði með því að kaupa hlutdeild í flokkum skuldabréfa til langs tíma þegar ávöxtunarkrafa á markaði telst vera há en selja þau aftur þegar hún hefur lækkað mikið og telst vera lág.

Það að ná því að tímasetja rétt í makróvíxlun er nátengt því að meta stöðu þjóðarbúsins í hagsveiflunni. Það er tiltölulega auðvelt að gera sér grein fyrir því hvar í hagsveiflunni við erum stödd á hverjum tíma og út frá myndinni sem sýnir hagsveifluna og hlutabréf á markaði með einfölduðum hætti er hægt að ráða í samhengi hagvaxtar og hlutabréfaverðs. Myndir af þessu tagi sýna samt ekki hvernig framvindan verður vegna þess hve tíminn er breytilegur frá einni hagsveiflu til þeirrar næstu. Ein besta leiðin til að ráða í þá gátu eru myndir úr tæknigreiningu, t.d. japanskir kertastjakar af mánaðarlegum tímabilum fyrir heilar atvinnugreinar og heil lönd.



Hagvöxtur og sveiflur í eftirspurn í þjóðarþjónskapnum hafa mikil áhrif á hækkingu og lækkun á verði hlutabréfa á markaði. Með nokkurri einföldun er samhengið á milli hækkingar hlutabréfa og hagvaxtar eins og kemur fram á myndinni. Hér er hagsveiflunni skipt í fjóra hluta eftir því hvort framleiðsla er undir eða yfir afkastagetu. Besti tíminn á hlutabréfamarkaði er í fyrsta hluta sveiflunnar en þá eru vextir oft lækkandi ennþá og hlutabréf byrjuð að hækka. Í öðrum hluta er framleiðslustigið komið yfir langtímagetu þjóðarþjónsins en hlutabréfaverð heldur áfram að hækka framán af. Loks nær verð á hlutabréfum hámarki, oftast nokkru fyrir hápunkt hagsveiflunnar en eftir það tekur lækkun við.

*Fjárfesting er eins og maraþonhlaup, þú vilt því undirbúa þig samkvæmt tilefninu. Jack Brennan, Straight Talk On Investing.*



### ***Að meta hve langan tíma það tekur að sjá fjárfestingu skila arði***

Í þessari bók höfum við lýst tveimur ólíkum leiðum við að fjárfesta í hlutabréfum og stýra eignum, hlutlausu leiðinni og virðisleið með tímasetningu. Reynslan hjá Eignastýringu Íslandsbanka af hlutlausri stýringu er góð og hún skilar góðum árangri. Virðisleiðin hefur líka reynst okkur vel. Í gegnum hana höfum við kynnst því að leita eftir fyrirtækjum þar sem markaðsverð á hlut í fyrirtæki er aðeins helmingur af innra verðmæti, og fyrirtækjum þar sem innra verðmætið er að vaxa um 20 til 40% á ári eða jafnvel ennþá meira. Þegar þetta er skrifað haustið 2003 þekkjum við enga betri leið til að velja fyrirtæki.

Hlutlausu leiðin og virðisfjárfesting eru á vinstri hluta hlutabréfahringingsins ásamt fleiri leiðum til að velja hlutabréf, svo sem vaxtarfjárfestingu, mótstraumsleiðinni og momentumfjárfestingu. Í vinstri hluta hlutabréfahringingsins er tímasetningu ekki beitt við kaup og sölu á hlutabréfum og tæknigreining ekki notuð á framvindu verðs, aðeins grunngreining við val á fyrirtækjum eða markaði.

Það er einlæg trú okkar að engin leið sé að ná besta árangri í viðskiptum með hlutabréf án þess að beita tæknigreiningu við að tímasetja kaup og sölu. Þeir fjárfestar sem halda því fram að ekki sé hægt að auka ávöxtun með því að tímasetja og sleppa því alveg að beita tæknigreiningu við vinnu sína geta farið á mis við mikla ávöxtun. Margir fallast á að rétt tímasetning geti alltaf aukið ávöxtun fræðilega séð en halda því fram að í raunveruleikanum sé hún erfið-

ari en svo að hún skili jákvæðum árangri. Tímasetning kallar á æfingu og reynslu við að túlka upplýsingar úr tæknigreiningu en sannfæringin er sú að vinna við fjárfestingu eða víxlun án tímasetningar og upplýsinga á hægra hveli hlutabréfahringingsins skili aldrei nema meðalgóðum árangri.

Það krefst skilnings og leikni að fylgja leiðum þeim sem sagt er frá í 12. kafla um aðferðir Pristine, 15. kafla um VectorVest og 16. kafla um *Investor's Business Daily*.

Það að gera það ekki leiðir í besta falli til meðalárangurs.

Hlutabréfamarkaðurinn til skamms tíma litið er eins og atkvæðatalningavél í kjörklefa, hann telur aðeins hver kaupir og hver selur og verðið breytist eftir því. Þegar til lengri tíma litið er markaðurinn eins og vog þar sem raunverulegur rekstrarárangur fyrirtækja er þyngstu lóðin á skálarnar. Þetta sagði Benjamin Graham á fyrri hluta síðustu aldar en orð hans eru í fullu gildi enn. Fjárfestirinn verður jafnan að taka ákvörðun um kaup og sölu í amstri dagsins og þá er það atkvæðatalningavélin sem gildir. Þess vegna er tímasetning nauðsynleg við kaup og sölu á hlutabréfum. Í bók sinni *The Mind of Wall Street* (2002:55) segir Leon Levy eitthvað á þá leið að eitt það erfiðasta í fjárfestingu sé að átta sig á því hve langan tíma það tekur að sjá hlutina gerast. Þessi hugsun er eitt besta veganestið fyrir fjárfesti sem er að leggja af stað út á markaðinn.