

## Forkerte risikovurderinger ødelægger investorernes afkast

v/Klaus Hector Kjær, partner i ATRIUM Kapitalforvaltning

2015 har været præget af kraftige udsving på finansmarkederne, hvor aktiekurserne efter sommeren faldt drastisk. Rigtig mange investorer sad efterfølgende tilbage med en fornemmelse af, at deres investeringsstrategi havde været for aggressiv, for udsvingene barberede en pæn del af aktiernes værdi i løbet af kort tid. De, der valgte at sælge på den baggrund, fik beklageligvis ikke gavn af de efterfølgende kursstigninger, og disse investorer står nu tilbage med et permanent formuetab.



Sådan burde det ikke være, for dansk lovgivning har siden 2007 stillet krav om, at bankerne skal kortlægge kundernes risikoprofil, før der rådgives om køb og salg af aktier og obligationer. Mit klare indtryk er, at bankerne gør en stor indsats for at sikre, at grundlaget for deres rådgivning er i orden, og derfor kan man undre sig over, at investorerne så alligevel ender med en risikoprofil, der ikke altid passer.

Problemet er den metode, som anvendes, når kundernes risikoprofil afdækkes. Kunden bliver bedt om at svare på en række spørgsmål om evnen til at bære et eventuelt fremtidigt tab, men min erfaring er, at de fleste har mere end vanskeligt ved at forholde sig til, hvordan et fiktivt fremtidigt tab vil føles i maven.

Men lad os starte et helt andet sted med det statistikerne kalder "responsive bias". Begrebet beskriver det der sker, når vi "farver" vores svar efter forholdene, selvom vi godt ved, at det er forkert. Et grelt eksempel på responsive bias sås, da Kulturministeriet i 2012 udgav 7. udgave af "Danskernes Kulturvaner". Rapporten var baseret på en omfattende spørgeskemaundersøgelse, og på baggrund af resultaterne kunne man konkludere, at danskerne havde været i teatret 9,3 millioner gange i perioden 2011-12. Men opgørelser fra Danmarks Statistik fra samme periode viste, at der kun var solgt 1,9 millioner teaterbilletter i dette tidsrum! De adspurgte havde med andre ord overvurderet deres kulturforbrug med over 400%, hvilket ligger et godt stykke over det, der kan tilskrives statistisk usikkerhed og dårlig hukommelse blandt respondenterne.

Vi svarer mod bedre vidende og pynter på sandheden for at fremstå mere kulturelle, end vi er, og dermed bliver vores svar ubrugelige. Og den risiko er også til stede, når banken forsøger at fastlægge vores risikoprofil via spørgsmål om evnen til at håndtere et eventuelt fremtidigt tab. For hvem har lyst til at fremstå som en "forsigtig Per", der ikke tør løbe en risiko, når bankrådgiveren spørger? Så hellere svare lidt friskt og ligne en person med finansiell stamina og mental ryggrad.

Samtidig afviger forestillingen om at tabe penge ofte fra realiteterne. Det skyldes, at forestillingen om at tabe penge håndteres af vores analytiske del af hjernen, hvorimod vores følelser har tendens til at overtage styringen, når tabet faktisk opstår. Så glemmer vi ofte de rationelle overvejelser, der oprindeligt dannede baggrund for vores køb af aktierne, og så risikerer vi at sælge i affekt.

Det er en kendt sag, at følelsesbetonet beslutningstagning ikke egner sig til aktiemarkedet, hvor man som hovedregel bliver belønnet for at gå imod strømmen, når markedet gribes af panik. Derfor anbefaler jeg, at alle investorer tænker grundigt over, om deres investeringsprofil matcher evnen og lysten til at tabe penge. Ligeledes er det en god idé at tage udgangspunkt i et worstcase scenarie, som det der udspillede sig under finanskrisen, hvor aktiemarkederne faldt 50%. Har man eksempelvis halvdelen af sin formue investeret i aktier, så skal man som grundregel kunne bære et tab på 25% ( $50\% * 50\%$ ). Og her er det vigtigt at glemme alt om muligheden for at sælge aktierne, før kurserne falder, for en robust investeringsstrategi skal kunne holde i både medvind og modvind, og skal tage højde for, at man ikke nødvendigvis når at sælge aktierne, før de falder.

Værdien af en god investeringsstrategi kan ikke overvurderes, for den er garant for, at man som investor kommer tørskoet igennem de vanskelige perioder, som vi eksempelvis oplevede henover sommeren. Men det sker kun, hvis strategien tager udgangspunkt i investors faktiske lyst og evne til at leve med de udsving, der fra tid til anden præger aktiemarkederne, og denne lyst og evne lader sig desværre vanskeligt bedømme via diverse spørgeskemaer.