

**Det kommande decenniet  
tillhör den långsiktige  
investeraren**



# Det kommande decenniet tillhör den långsiktige investeraren

**Peter O'Reilly**

*Portföljförvaltare, C WorldWide Asset Management*

## Sammanfattning

- Vi lever i en värld där vi har vant oss vid att allt ska gå snabbt och alltid finnas tillgängligt. Att ständigt vara uppkopplade gör oss otåliga. Som samhälle överskattar vi omedelbara belöningar och glömmer det långsiktiga perspektivet. Detta leder till att generationsutmaningar möts med en ”sandsäcksstrategi”, där de snabba lösningarna prioriteras framför de långsiktigt hållbara.
- Denna kortsiktighet är ett problem eftersom den undergräver den framtida ekonomiska tillväxten då bristen på långsiktiga investeringar leder till lägre BNP, högre arbetslöshet och lägre avkastning på investeringar.
- På aktiemarknaderna utgör aktieval baserat på fundamental analys endast 10 procent av den totala omsättningen, och den genomsnittliga innehavsperioden har minskat under de senaste årtiondena från en topp på 7,5 år till 6 månader. Analytiker på säljsidan fokuserar – med utgångspunkt från sina upplevda kundbehov – på perioder som mäts i kvartal snarare än år, och med mindre fokus på och kunskap om 5–10-årsperspektivet.
- På bolagsnivå återspeglas den ökade kortsiktigheten i en minskning av den genomsnittliga tid som en vd sitter på sin post. Flera studier har visat att den genomsnittliga tiden för en vd på de största amerikanska bolagen har minskat från cirka 6–7 år för ett decennium sedan till cirka fem år idag. Ledningsgrupperna har press på sig utifrån att prestera på kort sikt och prioriterar därmed kortsiktig avkastning och bolagets aktiekurs och gör hellre kvartalsvisa resultatprognoser än att dra upp viktiga långsiktiga strategiska mål. Detta leder så småningom till minskat långsiktigt värdeskapande.
- Analyser visar att den största faktor som förknippas med minskat långsiktigt värdeskapande är när bolagen delar ut och återköper aktier i stället för att investera. Vi uppmanar bolagen att dela ut kapital till aktieägarna, och bolagen måste vara mycket uppmärksamma på avkastningskravet, men inte på bekostnad av den framtida tillväxten.
- Historien visar att det på längre sikt finns väldigt få bolag som kan upprätthålla och skapa attraktiv avkastning. Studier från McKinsey visar att bolag med en verkligt långsiktig kultur och strategiskt tänkande överträffade andra bolag med 36 procent när det gäller resultaten under en 15-årsperiod. Ur ett samhällsperspektiv skulle dessutom ytterligare en miljon arbetstillfällen per år kunna skapas enbart i USA om alla bolag visade prov på långsiktigt tänkande.

- Om man ser på tidshorisonerna ur ett kapitalägarperspektiv är det en paradox att den genomsnittliga investeringshorisonten för statliga investeringsfonder är cirka 50 år och för försäkrings- och pensionsfonder från 20 år och uppåt, medan kapitalförvaltare ofta utvärderas utifrån ett års resultat.
- Den goda nyheten är dock att kortsiktighet skapar möjligheter för aktiva förvaltare, och det försöker vi utnyttja. Vi tror på det gamla talesättet att "time in the market" är viktigare än "timing the market". Vill du skapa överavkastning är det en mycket bättre idé att förlänga tidskurvan snarare än att agera kortsiktigt. På daglig basis är avkastningsskillnaden mellan bra och dåliga bolag mer eller mindre noll, medan spridningen är enorm över en tioårsperiod. Det skapar möjligheter för den som är skicklig på att välja aktier. På C WorldWide försöker vi förstå vinstförmågan hos bolag fem år framåt eller längre och utvärdera uthålligheten i deras affärsmodell. Vi försöker förstå vad som är viktig långsiktig information och vad som är kortsiktiga oväsentligheter.

Debatten om kortsiktiga och långsiktiga investeringar är idag mer relevant än någonsin. I över trettio år har vi arbetat för att hitta långsiktigt uthålliga investeringar, men under de senaste åren har vi noterat att marknaden och dess aktörer gått över till allt kortsiktigare tankesätt och innehavsperioder. Idag drivs större delen av den totala omsättningen på aktiemarknaden av kvantitativa, passiva och hedgeinriktade strategier, där investeringshorisonerna är komprimerade och långsiktiga fundamentala överväganden är minimala. Även om vi anser att denna trend ger motvind både för aktiemarknaderna och samhället i stort, skapar den också möjligheter för den långsiktiga investeraren.

### Vad är kortsiktighet?

En kortsiktig strategi fokuserar på vad som kommer att hända snart, istället för vad som kommer att hända med tiden. I dagens samhälle har kortsiktigheten förstärkts av vår ökande ovilja att vänta på saker och ting. Den beror i sin tur på det fenomen man brukar kalla "social immediacy", som innebär att vi har gått över till en digital värld som ständigt är uppkopplad och tillgänglig. Du behöver inte längre vänta på att en butik ska få in det senaste modet i sortimentet – det är bara att köpa på nätet. Samma sak gäller tv-program: förr var du tvungen att vänta en vecka på nästa avsnitt av din favoritserie, idag kan du streama alla avsnitt i ett svep.

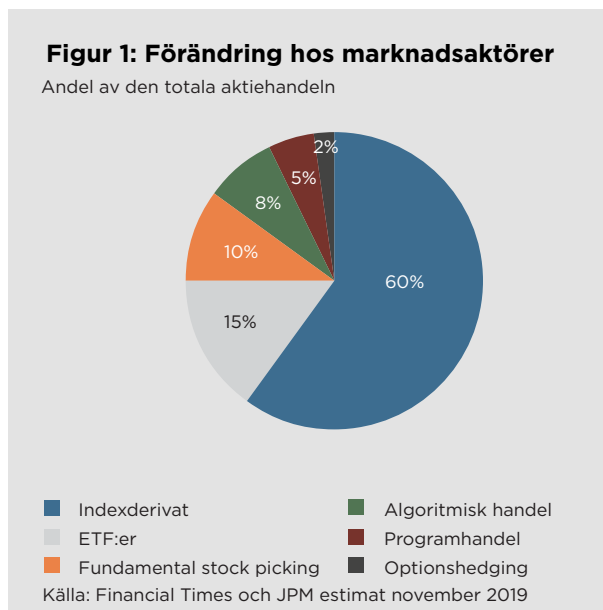
Effekten av detta är att samhället överskattar omedelbara belöningar och glömmer att planera långsiktigt. Detta leder till vad futuristen Ari Wallach kallar "sandsäcksstrategin" för generationsutmaningar. Namnet kommer av ett exempel där en politiker som vill bli omvald i en stad med en översvämmad flodbank väljer att lägga ut sandsäckar i stället för att reparera flodbanken en gång för alla, eftersom reparationskostnaderna skulle leda till en impopulär skattehöjning som skulle kunna äventyra politikerns möjligheter till omval. Eftersom sådana enkla och snabba lösningar dominerar vår moderna värld, kan man fråga sig om stora projekt som Panamakanalen skulle ha haft minsta chans att genomföras idag?

Ur ett finansmarknadsperspektiv definieras kortsiktighet – ibland kallat kvartalskapitalism – av en aktörs fixering vid kortsiktiga resultat, med beslut som drivs av behovet att uppnå kvartalsresultat på bekostnad av långsiktiga investeringar. Sådan kortsiktighet blir ofta ett hinder eftersom den potentiellt kan undergräva framtida ekonomisk tillväxt, i och med att bristen på långsiktiga investeringar leder till lägre BNP, högre arbetslöshet och lägre avkastning.

### Varför denna kortsiktighet?

Vi tror att det finns flera anledningar till att kortsiktigheten ökar. Till att börja med har marknadsaktörerna

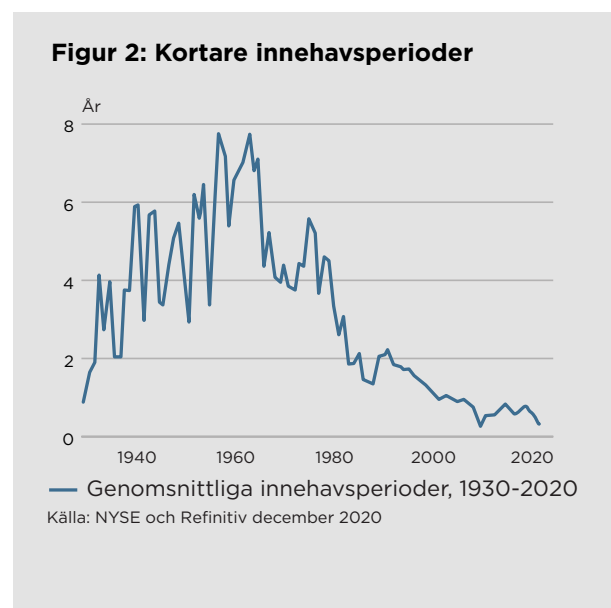
förändrats. Som figur 1 visar utgör aktieval baserat på fundamental analys endast 10 procent av den totala omsättningen på aktiemarknaden enligt NYSE och J.P. Morgan. Resten består av aktiederivat, ETF:er, kvantitativa strategier, indexprodukter och så vidare.



En annan förändring är kortare innehavsperioder. Som figur 2 visar har den genomsnittliga innehavsperioden under de senaste årtiondena minskat från en topp på cirka 7,5 år till cirka sex månader. En del av förklaringen är förändringen av marknadsaktörerna, men också att den genomsnittliga tidshorizonten för portföljförvaltare blivit mycket kortare. Det blir tydligt i en undersökning som genomförts av Mercer och Generation Foundation, som visar att den genomsnittliga globalförvaltaren behåller en portfölj i 1,5 år. Undersökningen visade dessutom att den genomsnittliga ESG-fonden, som ska investera i långsiktiga intressen som gynnar miljön och samhället, bara behåller sin portfölj i 2,5 år. Detta tycks stå i strid med det som är målet för de flesta långsiktiga kapitalägare, till exempel pensionsfonder, försäkringsbolag, stiftelser och statliga investeringsfonder, som behöver optimera avkastningen över en tidshorizont på minst 20 år.

På bolagsnivå återspeglas den ökade kortsiktigheten i en minskning av den genomsnittliga tid som en vd sitter på sin post. Flera studier har visat att den genomsnittliga

tiden för en vd på de största amerikanska bolagen har minskat från cirka 6–7 år för ett decennium sedan till cirka fem år, samtidigt som den genomsnittliga omsättningen har ökat med 13 procent. I studien "The CEO Life Cycle" har James M. Citrin, Claudius A. Hildebrand och Robert J. Stark studerat vd:ars prestationer över tid. Författarna observerade att många vd:ar har sina bästa år av värdeskapande först efter ett decennium på sin post. Det är svårt att planera och uppnå långsiktiga mål när anställningstiden är för kort.



Vi kan naturligtvis inte diskutera den ökade kortsiktigheten utan att ta upp betydelsen av säljsidan inom finansvärlden. De flesta analytiker på säljsidan styrs av upplevda kundbehov och tenderar att fokusera på perioder som mäts i kvartal snarare än år. Trots att de ofta sitter på en imponerande kunskap om bolagen blir många av dem tvungna att tänka efter när de får frågan vem som har bäst förutsättningar på en fem till tio-års horisont, eftersom de lägger allt fokus på de närmaste kvartalen. Dessutom tenderar deras åsikter att påverkas av den senaste tidens aktiekurshändelser. Som ett exempel visar figur 3 analytikernas förväntningar på S&P 500 jämfört med den faktiska utvecklingen för indexet. Det är nästan omöjligt att skilja de två linjerna åt, så man kan fundera över om det är prognosen som driver utvecklingen eller tvärtom?

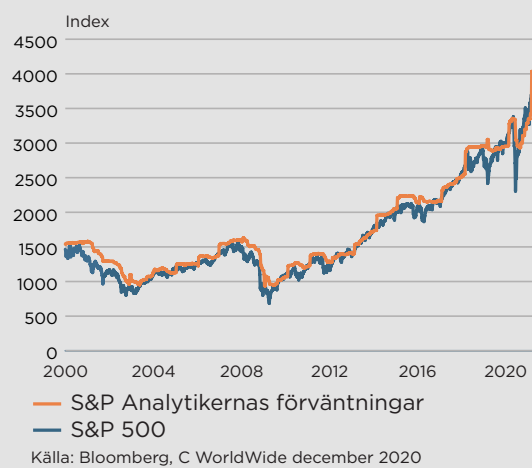


**Den genomsnittliga ESG-fonden, som ska investera i långsiktiga intressen som gynnar miljön och samhället, behåller bara sin portfölj i 2,5 år, i strid med det som är målet för de flesta långsiktiga kapitalägare som behöver optimera avkastningen över en tidshorisont på minst 20 år.**

Intervjuer som genomförts av KPMG visar att de dominerande kunderna inom aktieanalys är kortsiktiga investerare som inte har något intresse av ett bolags utsikter längre än ett år framåt. Dessutom såg man att även investerare med långsiktiga engagemang efterfrågar kortsiktig analys. Detta kan eventuellt motivera den tyngdpunkt som säljsidans analytiker lägger på kortsiktig analys.

Vi på C WorldWide söker information som vi kallar "varaktig kunskap", det vill säga information med en minsta hållbarhetstid på fem år.

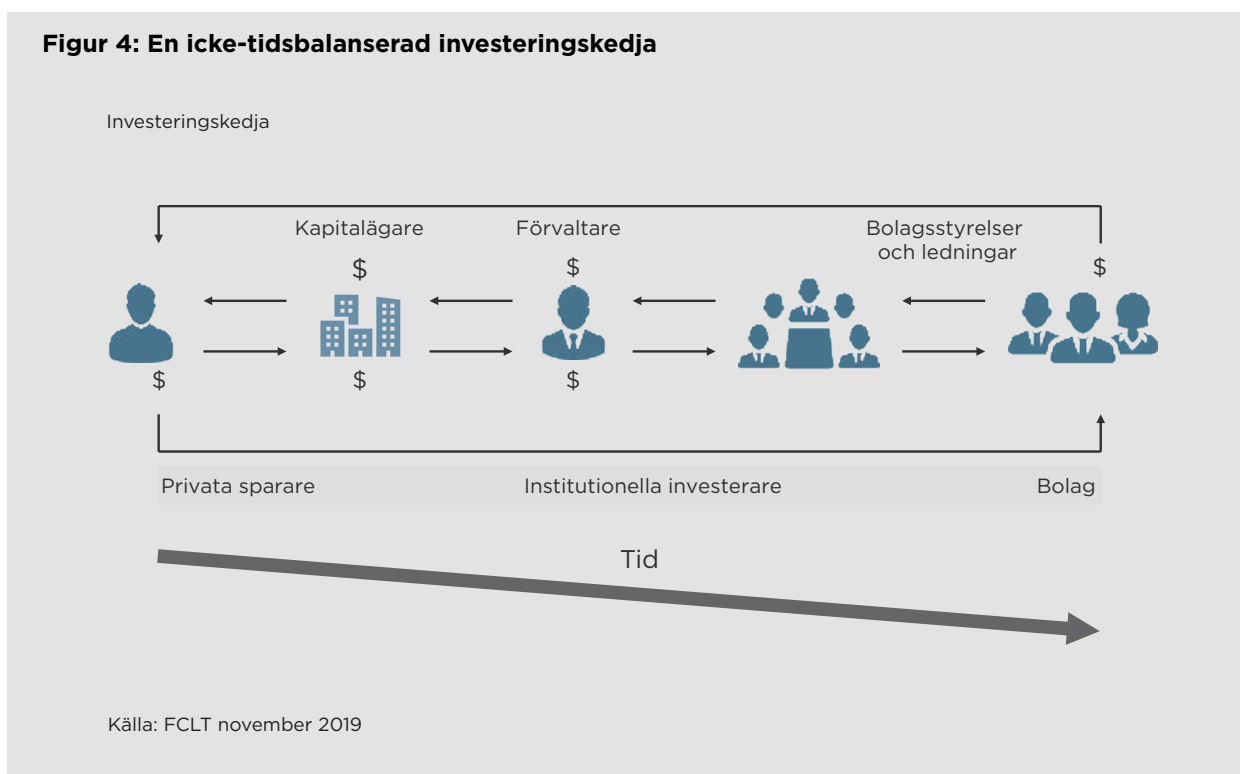
**Figur 3: Närsynta analytiker**



Slutligen är en av de största och viktigaste faktorer som bidrar till kortsiktigheten det som organisationen Focusing Capital for the Longer Term (FCLT) kallar för den "icke-tidsbalanserade investeringskedjan" – se figur 4. FCLT framhåller att en stor del av kapitalet i kedjan kommer från sparare vars intressen är långsiktiga. Ändå är det idag få individer som kan direktinvestera



**Figur 4: En icke-tidsbalanserad investeringskedja**



Källa: FCLT november 2019

sina besparingar. Istället passerar huvuddelen av kapitalet flera finansmarknadsaktörer fram till den dag investeringen avslutas. I takt med att kapitalet rör sig genom systemet utsätts det tyvärr i allt högre grad för värdeförstörande och kortsiktiga krafter och spararnas långsiktiga intressen går förlorade. Ägarna sätter press på fondförvaltarna vilket leder till bristfälliga incitamentsstrukturer, vilket i sin tur leder till att fondförvaltarna sätter press på bolagen så att en ond cirkel uppstår. Ett problem framträder tydligt om vi betänker att den genomsnittliga investeringshorisonten för statliga investeringsfonder är cirka 50 år, och för försäkrings- och pensionsfonder minst 20 år – samtidigt som en fondförvaltare som jagar ett kalenderårs resultatincitament i november kan ha en horisont på mindre än två månader.

### **Vilka blir konsekvenserna för bolagen och finansmarknaderna?**

För bolagen leder kortsiktighet till ett extremt fokus på aktiekursen, vilket i sin tur leder till ökad press på ledningen. Idag är ledningsgrupperna ofta koncentrerade på aktiekursen och på att göra kvartalsvisa resultat-

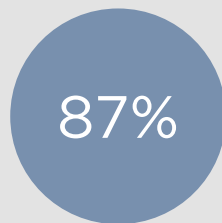
prognoser vilket potentiellt leder till lägre långsiktigt värdeskapande, samtidigt som utdelningar prioriteras framför investeringar.

Som belägg för detta har McKinsey och FCLT undersökt begreppet "ökad press på ledningen" – se figur 5 – och funnit att 87 procent av ledningsgrupperna känner sig pressade att uppvisa starka ekonomiska resultat inom två år eller mindre. Av de intervjuade ansåg 65 procent att den kortsiktiga pressen har ökat under de senaste fem åren. Än mer oroande är att bolag utan en stark långsiktig kultur uppgav att de skulle skjuta upp nya projekt för att göra kvartalsvisa resultatprognoser även på bekostnad av långsiktigt värdeskapande. Den här pressen har också lett till att ledningsgrupperna i alltför hög grad fokuserar på nyckeltal som avkastning istället för mer strategiska mål. Vi uppmuntrar bolag att dela ut kapital till aktieägarna, och de måste vara mycket uppmärksamma på avkastningskravet, men inte på bekostnad av den framtida tillväxten.

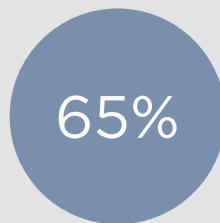
Som figur 6 visar återköpte bolag i S&P 500 under 2019 aktier för närmare en biljon dollar och distribuerade

### Figur 5: Ökad press på ledningen

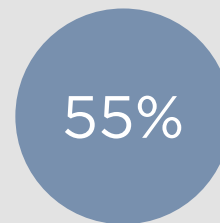
Undersökningar visar att chefer känner ökad press på grund av kortsiktigheten



Känner sig mycket pressade att visa starka finansiella resultat inom 2 år eller kortare



Uppger att kortsiktiga påtryckningar har ökat de senaste 5 åren



Bolag utan en stark långsiktig kultur säger att deras bolag skulle försena nya projekt för att nå kvartalsmål även om de skulle ske på bekostnad av värdeskapande

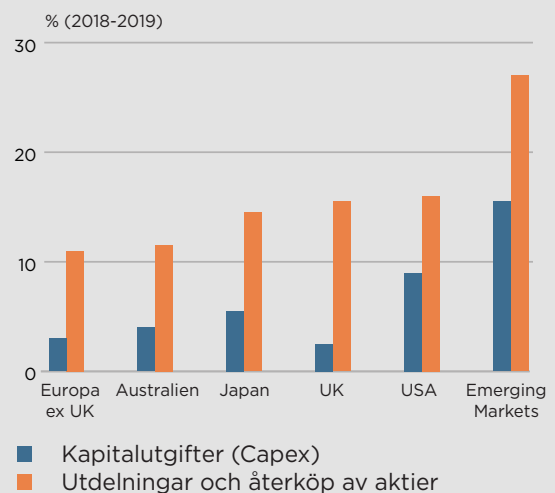
Källa: McKinsey, FCLT Global september 2016



**Idag är ledningsgrupperna ofta koncentrerade på aktiekursen och på att göra kvartalsvisa resultatprognoser vilket potentiellt leder till lägre långsiktigt värdeskapande, samtidigt som utdelningar prioriteras framför investeringar.**

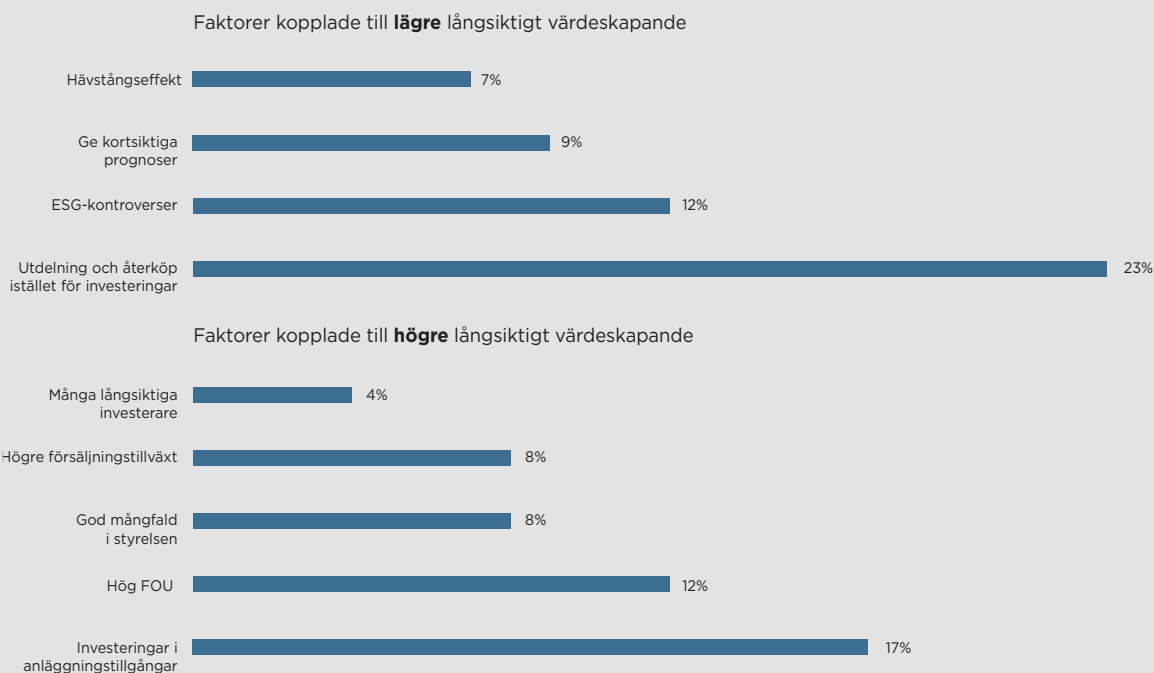
närmare 500 miljarder dollar i utdelning. Det motsvarar nästan 98 procent av 2019 års vinster. Utdelnings- och återköpstillväxten har ökat mer än Capex-tillväxten, och det är den som driver den framtida tillväxten.

### Figur 6: Återköp



Källa: Datastream, Citigroup, C WorldWide december 2019

**Figur 7: Vad skapar långsiktigt värdeskapande**



Källa: FCLT använder MSCI ACWI univers and using ROIC (avkastning på investerat kapital) och TSR (total aktieavkastning) som rankingsvariabler, december 2019

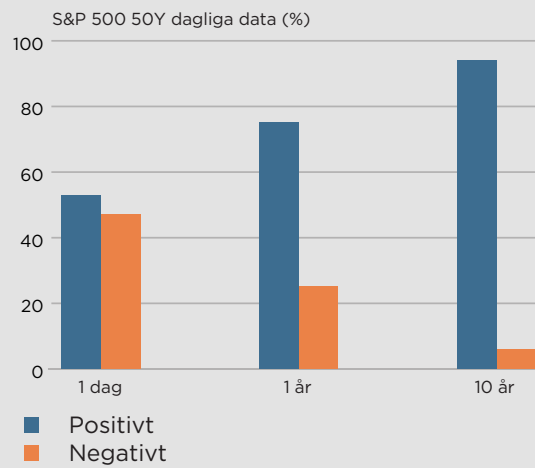
På C WorldWide förvaltar vi kapital långsiktigt och tittar på faktorer som är förknippade med långsiktigt värdeskapande. Enligt vår uppfattning riskerar ett snävt fokus i analysen på nyckeltal som utdelningstillväxt att minska den framtida vinststillväxten, inte bara inom ett visst bolag utan också i ekonomin som helhet, vilket leder till lägre långsiktigt värdeskapande. Figur 7 visar att den största faktor som förknippas med minskat långsiktigt värdeskapande är när bolagen delar ut och återköper aktier i stället för att investera. På samma sätt är investeringar i anläggningstillgångar den faktor som mest förknippas med ökat långsiktigt värdeskapande.

### Hur ser vi på investeringshorisonten?

Till att börja med är vi varma anhängare av det gamla talesättet att "time in the market" är viktigare än "timing the market". Investeringshorisonten har betydelse och genom att utöka den skapar du möjligheter. Figur 8 illustrerar detta genom att visa att om du investerar

i S&P 500 med en tidshorisont på en dag mätt över 50 år, blir resultatet 53 procent positivt och 47 procent negativt

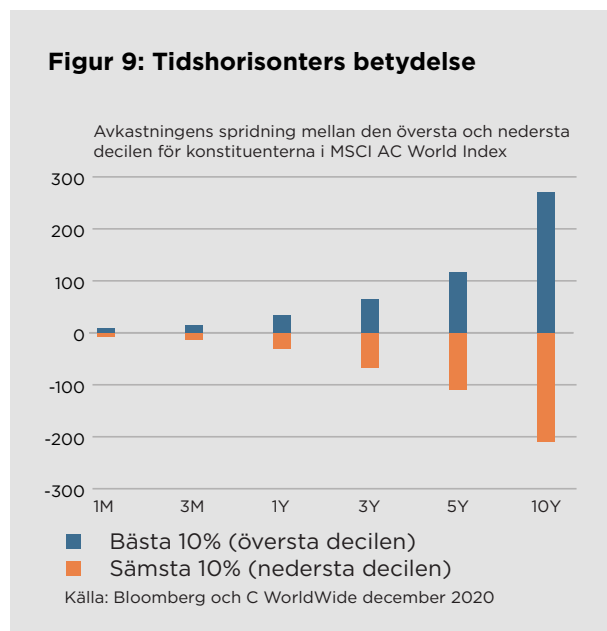
**Figur 8: "Time in the market" vs "Market Timing"**



Källa: Bloomberg januari 2021

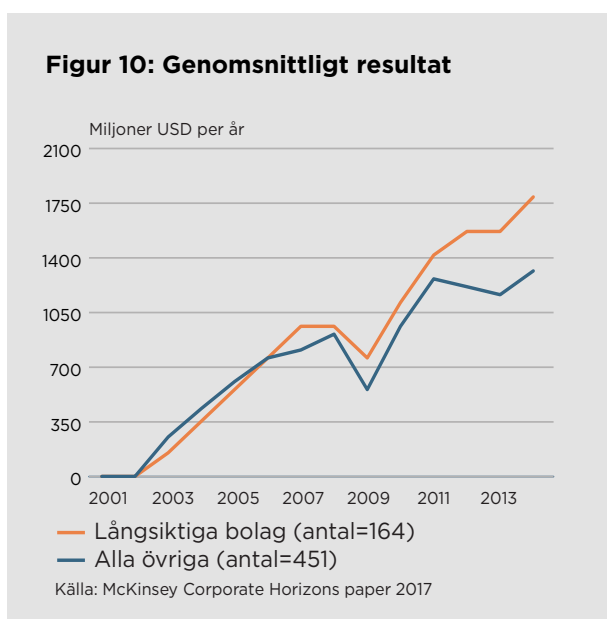


– det är i princip som att singla slant. Omvänt visar längre investeringsperioder att investeringsmöjligheterna blir bättre med tiden. Efter 10 år skulle du till exempel ha haft 94 procents chans till en positiv avkastning.



Dessutom har tidshorisonters betydelse av en annan anledning, som visas i figur 9.

Som portföljförvaltare försöker vi dra nytta av marknadsspridningen över tid genom att välja ut de vinnande

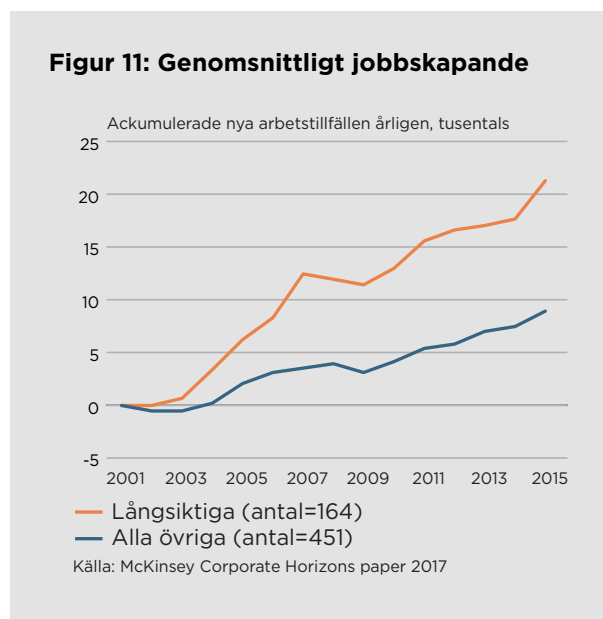


bolagen samtidigt som vi undviker förlorarna. Vi är övertygade om att det på längre sikt finns bolag som kan upprätthålla och skapa attraktiv avkastning, men de är få och det gäller att hitta dem. Figur 9 visar avkastningens spridning mellan den översta och nedersta decilen för konstituenterna i MSCI AC World Index. Under en period på en månad är skillnaden mellan de högsta och lägsta tio procenten cirka 17 procent. Men med tiden fortsätter spridningen att öka. Under en tioårsperiod är det en enorm spridning mellan de högsta och lägsta tio procenten. Som aktiva förvaltare försöker vi utnyttja detta. Det är mycket lättare att skapa överavkastning genom att flytta längre ut på tidskurvan än att investera med korta innehavsperioder.

## Den hållbara aspekten av långsiktiga investeringar

Vi känner starkt att effekterna av kortsiktighet eller vikten av ett långsiktigt perspektiv ofta förbises vid ESG-överväganden. Figur 10 och 11 visar resultaten från en studie av över 600 amerikanska bolag under en 15-årsperiod.

Bolagen delades in i två grupper, där de ena ansågs vara långsiktiga bolag som använde flera nyckelfaktorer och de andra var alla andra bolag. Några av de faktorer som tillämpades var utgifter för forskning och utveckling, kapitalutgifter över genomsnittet, att inte förvalta



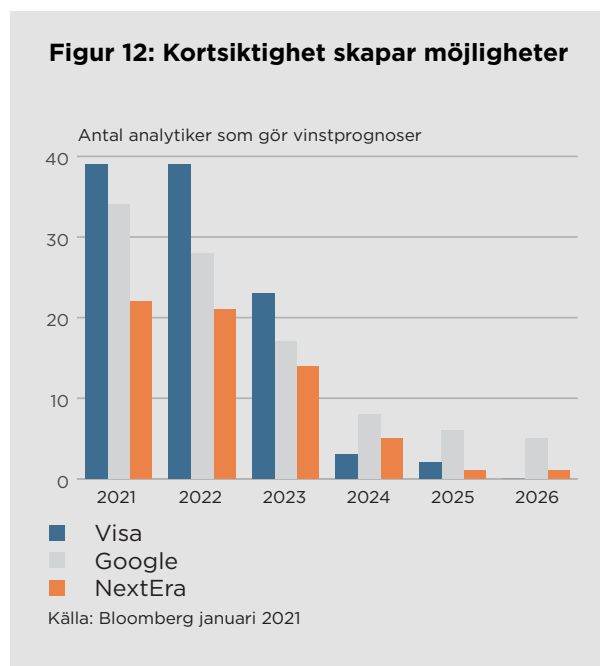
vinsten på kvartalsbasis, högre försäljningstillväxt och mångfald i styrelsen. Bolagen valdes utan hänsyn till sektor. Vad McKinsey fann var att de långsiktigt inriktade bolagen överträffade alla andra bolag med 36 procent när det gällde resultaten under en femtonårsperiod. Kanske ännu viktigare var att dessa bolag skapade nästan 12 000 fler arbetstillfällen. Detta kan förklaras med att långsiktiga bolag uppenbarligen är villiga att investera även i svåra tider och därmed skapar mer ekonomiskt värde över tid. Ur ekonomisk synvinkel konstaterade studien att om alla bolag agerade som de långsiktiga bolagen skulle USA ha skapat ytterligare en miljon arbetstillfällen per år, vilket motsvarar en biljon högre BNP-värde, under denna femtonårsperiod.

Enligt FN:s 17 globala mål är mål 1 ingen hunger och mål 2 ingen fattigdom, medan mål 8 handlar om anständiga arbetsvillkor och ekonomisk tillväxt. Enligt vår mening utgör dessa byggstenarna för många av de andra målen. Med andra ord blir de övriga 14 målen sannolikt svårare att uppnå om inte de grundläggande målen 1 och 2 uppnås och om det inte skapas arbetstillfällen. Därför menar vi att långsiktiga investeringar och hållbarhet går hand i hand.

## Kortsiktigheten skapar möjligheter

En viktig lärdom är att kortsiktighet kan skapa möjligheter för den långsiktigt inriktade investeraren. För att illustrera detta visar figur 12 tre av bolagen i vår globala aktieportfölj och antalet analytikerprognoser för varje kalenderår. Som framgår av år ett finns det 39, 34 respektive 22 vinstprognoser för Visa, Google och NextEra. Det kan betraktas som relativt höga siffror. Notera dock hur bevakningen minskar när man går framåt till år 2025 och 2026: antalet prognoser faller till sex respektive fem för varje år för Google och två respektive ett för Visa och NextEra. Har Visa, Google och NextEra så komplicerade och oförutsägbara affärsmodeller att de inte går att göra tillförlitliga prognoser? Vi tror inte att så är fallet. Mer troligt är att analytikerna varken har motivation eller incitament att göra prognoser bortom den närmaste tiden.

Vi tror också att detta skapar möjligheter. När vi på C WorldWide tittar på en potentiell investeringskandidat försöker vi förstå vinstförmågan hos bolaget under minst fem år framåt och utvärdera hur uthållig den vinsten sannolikt är. Detta långsiktiga perspektiv är ett av våra sätt att sträva efter att skapa mervärde och överavkastning.



## Vår process

När vi köper aktier i ett bolag är vi alltid ute efter ränta på ränta-effekten (compounded interest på engelska). Längs vägen analyserar vi och utvärderar vinstförmågan hos ett bolag under en femårsperiod eller längre. Vi har ett ägarperspektiv på kapitalallokering och vi prioriterar en stark företagskultur. Våra investeringsbolag bör ha växande adresserbara marknader – till exempel produkter som drar nytta av övergången från offline till online. Vi söker även efter bolag som är exponerade för starka generationsteman och trender, som temat ”det digitala samhället”. Inte minst eftersträvar vi en gynnsam marknadsstruktur och helst marknadsledande bolag som har en uthållig intäkts- och vinstökning över genomsnittet, och viktigast av allt: ett hållbart förhållningssätt till kapitalallokering.

Våra tre viktigaste källor till överavkastning är att identifiera ränta på ränta-potentialen i ett bolag, helst i ett tidigt men ändå väldefinierat stadium med låg risk, att ha en oberoende uppfattning om tillgänglig information kombinerat med en förståelse för vad som är viktigt och vad som inte är det – och slutligen att ha det långsiktiga perspektivet.

Lång livslängd, hållbarhet, tillväxt och god avkastning går hand i hand. För oss är det ingen ny insikt. Det är så vi alltid har jobbat. Vi är övertygade om att detta kommer att bli tydligare och viktigare under de kommande årtiondena, och vi anser att investerare har allt att vinna på att förstå dynamiken mellan långsiktighet och kort-siktighet.

Denna publikation har upprättas av C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S Danmark Filial i Sverige (CWW AM SE). Denna publikation tillhandahålls endast i informationssyfte och utgör inte, och skall inte betraktas som, ett erbjudande, en uppmaning eller en inbjudan att delta i investeringsaktiviteter, ej heller som investeringsrådgivning eller som investeringsanalys. Publikationen har således inte framtagits i enlighet med lagkrav utformade för att främja oberoende investeringsanalys, och är inte föremål för något förbud att handla innan investeringsanalysens spridning. All information som är uttryckta är endast gällande från och med tidpunkten för offentliggörandet och kan komma att ändras. Publikationen har utarbetats från källor CWW AM SE anser vara pålitliga och alla rimliga försiktighetsåtgärder har vidtagits för att säkerställa att uppgifterna är korrekta och noggrant preciserade. Korrektheten och noggrannheten är emellertid inte garanterad och CWW AM SE tar inget ansvar för eventuella fel eller brister. Publikationen får inte reproduceras eller distribueras, helt eller delvis, utan skriftligt samtycke från CWW AM SE. Investeringar i fondandelar är alltid förknippade med risk. Historisk avkastning är ingen tillförlitlig indikator för framtida avkastning. Fondandelar kan både öka och minska i värde, och kan påverkas av ändringar i valutakursen. Det finns inga garantier för att du får tillbaka hela det investerade kapitalet. För mer information, se respektive [KIID](#) och [prospekt](#) på [cworldwide.se](http://cworldwide.se).



# Aktiv förvaltning

C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S är en fokuserad kapitalförvaltare. Vårt mål är att skapa konsistent, långsiktig värdetillväxt för våra kunder genom aktiv förvaltning av aktier på de globala aktiemarknaderna.

Våra kunder är främst institutioner, distributörer och partners. Vårt erbjudande består av diskretionära kapitalförvaltningstjänster och fonder.

Kombinationen av en unik investeringsfilosofi baserad på noggrann stock-picking och långsiktiga globala trender och ett stabilt och erfaret förvaltarteam har sedan starten 1986 resulterat i mycket goda investeringsresultat.

Läs våra insikter och perspektiv på [cworldwide.se](http://cworldwide.se).

**C WORLDWIDE ASSET MANAGEMENT FONDSMAEGLERSELSKAB A/S  
DANMARK FILIAL I SVERIGE**

Box 7648 · Blasieholmsgatan 5 · SE-103 94 Stockholm  
Tel +46 8 535 273 00 · Org.nr. 516405-7233 · [cworldwide.se](http://cworldwide.se) · [info.se@cworldwide.com](mailto:info.se@cworldwide.com)

Q3 2021