



# Investor adfærd

Denne artikel redegør for nogle observationer, vi har gjort os om øvrige aktører på de finansielle markeder - det være sig både aktierådgivere såvel som private kunder, der i denne artikel betegnes generelt som investorer.

Når man som aktierådgiver taler med en masse kunder gennem en årrække, oplever vi oftest, at aktieinvestorer handler og investerer i aktier med hjertet - og således lader følelser styre en investeringsbeslutning. Det siger vi ikke for at klantrøbe den almindelige investor, men de færreste sætter sig ned og laver en beregning på, hvad de har købt, når nu de har investeret i NOVO til kurs 950 for 1 aktie.

Den "normale" investor ræsonnerer, at NOVO er en god virksomhed med et produkt, som der virkelig er brug for - og som bliver endnu mere efterspurgt, hvis det lykkes NOVO at bruge deres insulin produkter til bekæmpelse af fedme - alt sammen hvis - og tro, håb og kærlighed. Nu siger vi ikke, at det er en dårlig ide at investere i NOVO, men vi har i Stonehenge beregnet en fair værdi af selskabet og dermed fået en klar holdning til, at NOVO har en fair værdi på ca. 1390 for 1 aktie. Vi har således købt NOVO for nogen tid siden og NOVO har været en del af vores portefølje de sidste par år.

Vores pointe er blot, at de fleste investorer ikke foretager en beregning, men køber NOVO med hjertet (følelser), mens vi har lavet en fair value beregning på selskabet - som om NOVO skulle sælges til en helt tredje ejer.

Det er således, at når man investerer på aktiemarkedet, så køber man en lillebitte del af en virksomhed, der med mange

ansatte har en reel omsætning og indtjening. Det er derfor risikovillig kapital, som placeres i en lille del af denne virksomheds aktiekapital - og derfor skal man tage stilling til, om denne virksomhed er værdig til at modtage nogle af vores penge; passer de på dem eller ødsler de med den kapital, som aktionærerne nu har stillet til rådighed for virksomheden.

Det er det, som vi kalder investering ud fra økonomiske vurderinger af virksomheder, der udviser stabil indtjening. Andre markedsdeltagere håndterer kunderne ud fra et ønske om hele tiden at omsætte dine penge på aktiemarkedet - det kaldes spekulation og det vil vi afholde os fra.

Mark Twain sagde, at der var to tidspunkter i en mands liv, hvor han skulle holde sig fra at spekulere:  
Den ene gang var når han ikke havde råd til det - den anden gang var når han havde råd til det.

Og vi er meget enige. Aktiemarkedet er ikke en markedsplads for spekulanter, men spekulanterne gør, at der opstår skævheder i prisfastsættelsen, således at vi som value investorer næsten altid kan finde nogle billige aktier at investere i til vores kundeporteføljer.

Nu er det ikke altid sådan, at investorer vil købe på aktiemarkedet, når kurserne falder. Med faldende aktiekurser føler de fleste

› investorer sig usikre på, om nu også der vil komme gode tider igen med stigende aktiekurser. En investor har lige købt i kurs 100, hvorefter kursen falder til kurs 75. Der er ikke kommet nye meddelelser fra selskabet, så man skal gå ud fra, at selskabet driver business as usual. Derfor er det faktisk muligt at supplere det gode aktiekøb på 100 med en ny portion aktier på kurs 75. Den første investeringsbeslutning på kurs 100 viste sig dog at give et tab og så reagerer langt de fleste investorer med enten at afvente kursen gå i 100 igen; eller afventer at sælge aktien, hvis den bliver ved med at ligge nede i kurs 75 eller lavere. Derfor konstaterer vi ofte, at investorer hellere vil købe flere aktier på stigende priser frem for på faldende priser. Stigende priser har gjort det første køb til en succes - og den skal være endnu større.

Forklaringen er efter vores mening to ting:

- De fleste investorer har ikke en fair value beregning af, hvad aktien er værd og bliver derfor usikre på at tage endnu en beslutning om investeringen, hvis den første beslutning var forkert og prisen var faldet.
- Den anden ting er, at investorer har svært ved at forholde sig til en aktiekurs på en virksomheds aktier; hvad ligger egentlig bag ved kurs 21 for aktier i Facebook - det lyder billigt og det er i hvert fald billigere end Apples aktier, der ligger i kurs 630.

Hvis den samme investor skulle ud at købe et nyt HUGO BOSS jakkesæt og det findes i tøjbutikken på udsalg: 1 Jakkesæt FØR 4.995 - nu 2 jakkesæt for 4.995 - (gammel kollektion). Så skynder man sig at købe jakkesættet til halv pris, fordi man har forstand på, at et jakkesæt normalt koster så og så meget - og nu er det nedsat. Du får endda et gratis jakkesæt med til prisen. For de fleste er det nemmere at sætte en prisvurdering på et jakkesæt frem for på en aktie.

Det ville i samme situation være helt utænkeligt at se forbrugere købe et jakkesæt, hvis det var sat op i pris - som når de køber flere aktier til stigende priser.



Derfor kan man lidt groft også opdele aktiemarkedet i investorer og spekulanter, men det kan ofte være svært at identificere den ene fra den anden. Markedet vrimler jo med investeringsrådgivere, der som professionelle ved, hvad man skal investere i - og de sidder jo og følger markedet hele tiden og må jo vide, hvad der sker - og kommer til at ske. Vores påstand er, at det kan ingen, men man kan investere ud fra sund fornuft og ved at foretage nogle sunde valg ved at investere i noget, man kan forstå - og til rimelige priser. Spekulanter sidder alene og gætter sig frem til, hvilke virksomheder vil klare sig godt et par år ud i fremtiden i håbet om, at en spekulant vil købe deres aktier. Og det sker ud fra håbet om, at der vil komme flere spekulanter til, som vil købe på højere priser på baggrund af gætværk - og således er et større fjols end de første spekulanter.

Der er den traditionelle historie om spekulation fra Monterey i Californien:

Pludselig forsvandt alle sardiner fra de traditionelle farvande og prisen på sardiner steg eksplosivt. En råvarehandler forudså dette ret tidligt og opkøbte mange sardiner på dåse til senere levering. En dag kom en køber til handleren og efter købet besluttede han sig for at være lidt god ved sig selv, åbnede en dåse sardiner og forberedte sig på en god frokost. Straks han havde spist en dåse sardiner blev han meget dårlig og brokkede sig til råvarehandleren og fortalte ham, at de sardiner, han havde købt ikke var gode - hvorefter råvarehandleren kækt svarede: Du forstår ikke helt, men dette er ikke sardiner, der skal spises - det er sardiner, der kun skal handles.

Forskellen mellem investorer med succes og spekulanter uden succes er således efter mange års erfaring med "markedet", at den succesfulde investor typisk lader sine investeringsbeslutninger styre af nøgterne vurderinger af de virksomheder, der købes aktier i. Modsat dette er der alle spekulanterne der lader sig styre af et markedstema - vindmøller er energivenligt og rigtig grønt - og overtales af "professionelle" investeringsrådgivere til at lade sig rive med. De lader oftest følelser styre deres beslutninger og påvirkes derfor meget af frygt for flere tab eller grådighed for at få større gevinster.

Som valueinvestor stoler vi alene på vores egne analyser og træffer vores investeringsbeslutninger på grundlag af nogle klare og helt fastlagte principper, hvor vi søger mod indtjeningsstabile og lavt gældsatte virksomheder. Her foretages en beregning af fair værdi og vi køber i disse selskaber, hvis vi kan opnå en rabat i forhold til den værdi, vi selv har beregnet. Og så fravælger vi nogle sektorer, hvor vi synes, at det er meget svært at få ordentlig indsigt i, hvorledes indtjeningen skabes og hvordan værdien af et selskab skal beregnes.

Vi har valgt at være ekstra påpasselig, når nu vi skal passe på andre folks penge.