

Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep
0030 Oslo

Deres ref.

Vår ref.
HB/HEi

Oslo
21.03.02

Bredere investeringsunivers i Petroleumsfondet

1. Innledning

Petroleumfondet har gradvis gått inn i flere markeder. I starten i 1996 ble investeringene begrenset til kontantinnskudd, statssertifikater og statsobligasjoner i utviklede markeder. Ved omleggingen av retningslinjene i 1998, ble aksjer i utviklede markeder inkludert. Fra 2001 ble aksjer i enkelte fremvoksende markeder inkludert i fondet. Fra 2002 inngår også selskapsobligasjoner og andre nominelle obligasjoner med "investment grade"¹ i fondet.

Finansdepartementet signaliserte i RNB 2001 et behov for å vurdere et ytterligere utvidet investeringsunivers for Petroleumsfondet:

"En vil i 2002 på ny starte en vurdering av landlisten for investering av aksjer i framvoksende markeder, og det vil samtidig være naturlig også å vurdere obligasjonsinvesteringer i framvoksende markeder. Det vil over tid også være behov for å se nærmere på om det vil være hensiktsmessig å utvide Petroleumsfondets investeringer til andre aktivaklasser, selv om fondet ikke nødvendigvis kommer til å bli investert i disse. Eksempler på andre aktivaklasser som er vanlig blant store, institusjonelle investorer, er indekserte (inflasjonsbeskyttede) obligasjoner, ikke-børsnoterte aksjer, «hedge funds», råvarer og eiendom."

Da spørsmålet om endret aksjeandel ble behandlet i Nasjonalbudsjettet 2002, konkluderte Finansdepartementet med at dette også burde ses i sammenheng med andre investeringsmuligheter.

Valg av aktivaklasser i porteføljen er et grunnleggende investeringsstrategisk spørsmål. Norges Bank vil i dette brevet drøfte hvilke føringer Petroleumsfondets formål gir for valg av aktivaklasser, og hvilke krav som bør stilles til instrumentkategorier som innlemmes i investeringsunivers eller referanseindeks.

I vedlegg til dette brevet presenteres enkelte av de investeringsalternativer som Finansdepartementet refererte til i RNB 2001 nærmere. De alternativer som diskuteres i vedlegget er inflasjonssikrede obligasjoner, ikke-børsnoterte aksjer og eiendom. Disse tre alternativene er valgt primært fordi de i økende grad er alminnelig benyttet av andre større institusjonelle kapitalforvaltere. Det fokuseres spesielt på tilgjengelige instrumenter,

¹ Obligasjoner hvor utsteder har en kredittrating på Baa eller bedre fra Moodys, eller BBB eller bedre fra Standard & Poors.

markedenes størrelse, forventet avkastning og risiko.

Norges Bank vil i løpet av 2002 starte en ny vurdering av landlisten for framvoksende aksjemarkeder, jfr. RNB 2001. En oppdatering av de analyser som ble gjort i Norges Banks brev til Finansdepartementet 30. august 2000 vil bli gjennomført. I den sammenheng vil også framvoksende obligasjonsmarkeder bli vurdert.

Også andre utvidelser av referanseindeksen og/eller investeringsunivers enn de som ble nevnt av Finansdepartementet kan være aktuelt å vurdere på noe sikt. De eksterne aksjeindeksene som er grunnlaget for Petroleumsfondets referanseindeks, har et konkret mål om dekningsgrad i forhold til det totale aksjemarkedet i hvert land. Over tid er det mulig at et slikt måltall økes. Dersom dette skjer, vil flere små og mellomstore bedrifter komme inn i aksjeindeksene. Dette kan om ønskelig gjennomføres også i Petroleumsfondets referanseindeks.

Norges Bank har ikke prioritert å utrede investeringer i råvaremarkedene. Som nasjon har Norge uansett en betydelig eksponering mot det globale råvaremarkedet gjennom olje – og gassressursene på kontinentalsokkelen.

”Hedge funds” opererer i stor grad i markeder som allerede er en del av fondets investeringsunivers. Det er derfor ikke investeringsuniverset, men avgrensningen mot unoterte instrumenter som begrenser bruken av slike eksterne forvaltere.

Eksisterende styringsstruktur i Petroleumsfondet er tilpasset investeringer i finansielle instrumenter med hyppig publiserte markedspriser, som er en nødvendig forutsetning for kortsiktig avkastningsmåling og risikostyring mot en referanseindeks. Flere av de markeder Finansdepartementet henviser til, er unoterte markeder hvor oppdaterte markedspriser normalt ikke foreligger. I slike markeder må en alternativ styringsstruktur etableres. Norges Bank vil i dette brevet skissere hvordan avkastningskrav, avkastningsmåling og risikostyring kan tilpasses slike investeringer. Investeringer i inflasjonssikrede obligasjoner kan gjennomføres innenfor eksisterende styringsstruktur.

I NB 2002 viste Finansdepartementet til at spørsmålet om økt aksjeandel burde ses i sammenheng også med et eventuelt framtidig utvidet investeringsunivers. Det er rimelig å legge til grunn at nye investeringsalternativer vil være så begrenset i størrelse, eller så lite likvide, at Petroleumsfondet ikke kan investere en større andel i disse aktivaklassene på noen års sikt. Dersom Finansdepartementet ønsker å øke risikoen i for derved å søke å oppnå en høyere forventet langsiktig avkastning, vil det være en økning i andelen børsnoterte aksjer i porteføljen som gir størst effekt, og som er operativt enklest å implementere. Spørsmålet om aksjeandel blir derfor i hovedsak en avveining mellom sannsynligheten for en positiv aksjepremie framover, og økt variasjon i avkastningen (absolutt volatilitet) på kort og mellomlang sikt.

2. Generelt om valg av investeringsstrategi

Klassisk finanst teori² sier at en optimalt tilpasset investeringsportefølje er sammensatt av en risikominimerende plassering og markedsporteføljen. Markedsporteføljen består av alle tilgjengelige investerbare instrumenter i markedet. Investorens risikoaversjon bestemmer hvor mye som er plassert i henholdsvis det risikominimerende alternativet og i ”markedsporteføljen”. Så lenge den løpende avkastning på et nytt finansielt investeringsalternativ ikke utvikler seg parallelt med et instrument som allerede er representert i porteføljen, vil det alltid være mulig å øke avkastningen eller redusere risiko på porteføljen samlet ved å inkludere instrumentet i porteføljen.

Begrepet ”risikominimerende plassering” kan innebære forskjellige investeringer for ulike forvaltere. Hva som er risikominimerende avhenger både av når forvalterens forpliktelser oppstår i fremtiden, og i hvilken valuta disse forpliktelsene er denominert. For en forvalter med svært kort vurderingshorisont, kan en plassering i korte statscertifikater være en investering med liten eller ingen risiko. For en forvalter med langsiktig horisont vil en inflasjonssikret statsobligasjon med lang tid til forfall være det nærmeste man kommer en risikofri plassering. I begge tilfeller forutsettes det at instrumentet er denominert i den valuta eller valutakurv som samsvarer med forvalterens forpliktelser. For Petroleumsfondet er det en bredt sammensatt valutakurv som er relevant å måle både avkastning og risiko i, fordi en slik valutakurv vil minimere kursrisikoen for fondets framtidige internasjonale kjøpekraft.

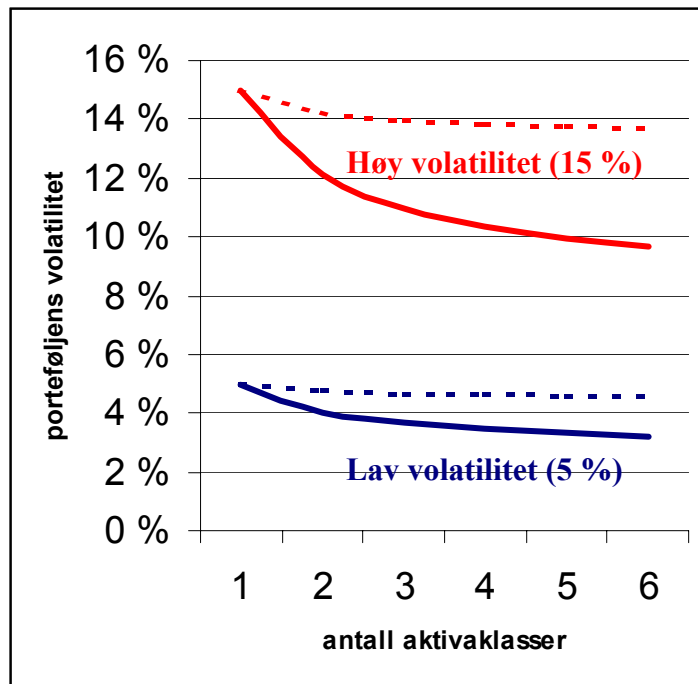
I praksis er det svært få – om noen – investorer som har innlemmet samtlige tilgjengelige investeringsalternativer i porteføljen sin. Som regel vil porteføljen være vesentlig forskjellig fra en tenkt ”markedsportefølje”. Antall aktivaklasser og markeder vil være færre, og innenfor hver enkelt aktivaklasse og marked vil som regel kun et mindre utvalg av investeringsmulighetene inngå i porteføljen. Det kan vises til både teoretiske og praktiske argumenter for hvorfor ”markedsporteføljen” knapt er observerbar hos noen enkeltinvestorer:

- Kapitalmarkedsteorien bygger på forutsetninger om perfekt kapitalmobilitet, og rasjonelle, nyttemaksimerende investorer, og hvor nytten er avhengig av avkastning og risiko. Dersom en eller flere av disse forutsetningene svekkes, vil ikke den effisiente porteføljen være lik for alle investorer.
- Porteføljene som forvaltes er ikke store nok til at alle tilgjengelige alternativer kan bli representert på en meningsfylt måte
- Den marginale diversifikasjonsgevinsten er avtagende etterhvert som flere aktivaklasser inkluderes i porteføljen, jfr. figur 1 nedenfor.
- En rekke av instrumentene er uansett så høyt korrelert at gevinsten ved å inkludere alle instrumenter er helt marginal sammenlignet med å investere i et mindre utvalg.
- Investorer vil også være opptatt av andre risiki enn kun avkastningens volatilitet. En investor vil også være opptatt av å kontrollere for eksempel motpartsrisiko, likviditet, juridisk og politisk risiko.
- Transaksjonskostnader er åpenbart forskjellig for ulike instrumenter. Dette skal i prinsippet være tatt hensyn til i markedets prising av instrumentene, men de ulike investorene vil ha ulik krav til likviditet, og dermed ulik vektlegging av transaksjonskostnader.

² Den internasjonale kapitalverdimodellen (CAPM), Sharpe (1964.), Lintner (1965), Mossin (1966), Fama (1968)

I figur 1 vises at diversifikasjonsgevinstene er positiv, men avtagende, etterhvert som flere aktivaklasser inkluderes i porteføljen. Linjene i figuren illustrerer hvor mye porteføljens samlede risiko synker når flere like store aktivaklasser med samme innbyrdes korrelasjon og samme volatilitet inkluderes i porteføljen. De heltrukne linjene viser utviklingen når lavt korrelerte aktivaklasser inkluderes, mens de stiplede linjene viser tilsvarende for høyt korrelerte aktivaklasser³.

Figur 1: Diversifikasjonsgevinster ved å inkludere flere aktivaklasser i porteføljen.



Det er klare holdepunkter for at Petroleumsfondet har et snevrere investeringsunivers enn hva som er vanlig blant andre større institusjonelle forvaltere. I tabell 1 sammenlignes Petroleumsfondets referanseindeks med sist offentliggjorte tall for aktivaallokeringen i referanseindeksen til det største pensjonsfondet i henholdsvis USA (CalPERS), Canada (Ontario Teachers), Nederland (ABP), Storbritannia (BT Pensions), Danmark (ATP) samt gjennomsnittet for de fire AP-fondene i Sverige. Samlet kapital forvaltet av de enkelte organisasjonene (i mrd USD) vises også⁴.

³ Henholdsvis korrelasjonskoeffisienter på 0,3 og 0,8.

⁴ Petroleumsfondet, CalPERS, ATP, OTHP og AP-fondene pr. 31.12.01, ABP og BTP pr. 31.12.00

Tabell 1: Aktivaallokering i referanseindekser⁵

	<i>Petro.- fondet</i>	<i>Cal- PERS</i>	<i>OTPP</i>	<i>ABP</i>	<i>BTP</i>	<i>ATP</i>	<i>AP 1-4</i>
Nasjonalitet	Norge	USA	Canada	Nederland	UK	Danmark	Sverige
Børsnoterte aksjer	40 %	58 %	56 %	40 %	78 %	45 %	59 %
Nominelle obligasjoner	60 %	28 %	17 %	40 %	3 %	43,5 %	33 %
Ikke-børsnoterte aksjer		6 %	4 %	6 %	1 %	1,5 %	*
Eiendom		8 %	8 %	9 %	10 %	4 %	3 %
Inflasjonssikrede obligasjoner			13 %	1 %	8 %	6 %	5 %
Råvarer			2 %	2 %			
Annet				3 %			
Forvaltningskapital (mrd. USD)	69,1	151,8	43,6	133,6	41,7	29,4	51,0

Det er ikke åpenbart at det er naturlig for Petroleumsfondet å være investert i de samme aktivklassene som de store pensjonsfondene det er vist til i tabell 1. I tillegg til forskjeller i historie og tilvekst, skiller Petroleumsfondet seg fra pensjonsfondene når det gjelder definisjon av fondenes forpliktelser. Pensjonsfondene har klart definerte forpliktelser, denominert i hjemlandets valuta, og må ta hensyn til krav om dekning av pensjonsforpliktelser hvert år. Hvilken tidshorisont og hvilken valutakurv som er relevant å benytte for avveiningen mellom avkastning og risiko, er mindre klar i Petroleumsfondets tilfelle.

Forholdet mellom obligasjoner og aksjer i Petroleumsfondet er et resultat av avveiningen mellom forventet langsiktig avkastning og porteføljens risiko på noe kortere sikt. Dette har gitt en porteføljesammensetning som avviker fra globale markedsvekter til aksjer og obligasjoner samlet. Innenfor hver aktivklasse avviker fondets regionsvekter fra markedsvekter. Regionale BNP-vekter og til dels Norges importmønster har vært ansett som et mer relevant utgangspunkt ut fra fondets langsiktige formål. Enkelte landvekter og sektorvekter avviker også fra markedsvekter på grunn av spesifikke risikovurderinger. Det vises forøvrig til eget brev til Finansdepartementet om regionsvektene i fondets aksje – og obligasjonsportefølje.

Petroleumsfondet er et redskap for langsiktig internasjonal finansiell sparing på nasjonens vegne. I henhold til den vedtatte handlingsregelen skal fondets realverdi (målt i internasjonal kjøpekraft) beskyttes. Hvert år skal et beløp tilsvarende fondets forventede realavkastning tas ut av fondet. De nærmeste årene forventes en netto tilførsel av kapital. På lengre sikt vil

⁵ I Sverige er det kun AP-1 som har definert et eksplisitt mål for allokering til ”alternative investeringer” (2 %). Pr. utgangen av 2001 hadde både AP-2 og AP-3 forpliktet mindre beløp til ikke-børsnoterte aksjer, men disse måles på lang sikt mot de noterte aksjemarkedene. AP 2 er investert i eiendom, men har ikke satt et eksplisitt mål for andelen i porteføljen. Investeringene i eiendom i dette fondet måles på lang sikt mot obligasjonsmarkedet.

fondets internasjonale realverdi stabiliseres, når handlingsregelen legges til grunn. Hensyn tatt til en slik langsiktig anvendelse av fondet, vil en ideell plasseringsstrategi være å eie en andel av de instrumenter hvor avkastningen direkte eller indirekte kommer fra framtidig samlet internasjonal produksjon av varer og tjenester. Petroleumsfondet vil ha en bred eksponering mot disse instrumentene gjennom sine investeringer i aksjemarkedene og den pågående innfasingen av selskapsobligasjoner. Men over tid kan det være aktuelt å gå mot en enda bedre representasjon av verdensmarkedsporteføljen av instrumenter som finansierer framtidig internasjonal vare – og tjenesteproduksjon.

Gitt Petroleumsfondets formål, er det volatiliteten i den internasjonale realavkastningen, som er det relevante målet for finansiell risiko. Det har gjentatte ganger vært understreket at Petroleumsfondet har et langsiktig formål, og må kunne akseptere stor variasjon i avkastning fra år til annet, dersom dette motsvares av høyere forventet avkastning på lang sikt. Da spørsmålet om aksjer i Petroleumsfondet ble drøftet i Revidert Nasjonalbudsjett 1997, uttalte for eksempel Finansdepartementet:

*Prinsipielt bør **målsettingen** for forvaltningen av fondet være å plassere midlene slik at fondets internasjonale kjøpekraft er størst mulig rundt det tidspunkt det er sannsynlig at vi må tære på fondet, hensyn tatt til en akseptabel risiko. En bør da i første rekke vektlegge risikoen knyttet til verdien på fondet på det tidspunkt det skal trekkes på fondet. Risikoen for at fondets avkastning kan variere fra et år til et annet er i denne sammenheng av mindre betydning.*

Utfra dette bør neppe risikoen for variasjoner i fondets internasjonale realavkastning over perioder på et år eller kortere bli lagt særlig vekt på i fondets investeringsstrategi.

Et ønske om å unngå en betydelig negativ realavkastning over perioder som er noe lengre enn dette (i denne sammenheng antatt til 3 – 5 år), bør prinsipielt møtes ved å definere eksplisitte andeler til instrumentkategorier som forventes å ha særlige sikringsegenskaper i forhold til resten av porteføljen over en slik vurderingshorisont.

Dersom variasjoner i realavkastning over noen år tillegges vekt, er det i situasjoner med større, overraskende endringer i global inflasjonstakt at verdien av å ha instrumenter som sikrer realavkastningen er høyest. Både sikring mot overraskende stigning i inflasjon, og overraskende fall i inflasjon eller deflasjon, er relevant å vurdere. Videre bør det antas at det er endringer i inflasjonen over en periode på flere år som er aktuelt å ha en viss sikring mot. Endringer som er kortvarige og som rettes raskt opp, vil neppe føre til vedvarende utslag i finansmarkedene.

I en situasjon med overraskende stort fall i global inflasjon, eventuelt deflasjon, kan aksjeavkastningen bli svak på grunn av fallende inntjening i bedriftene. I et slikt scenario er det nominelle obligasjoner uten kredittrisiko som må antas å gi best sikring. Siden den lavere inflasjonen ikke er priset inn i renten på slike obligasjoner, vil et slikt scenario føre til rentefall og dermed en positiv (høy) realavkastning. Gjennom eksponeringen mot nominelle statsobligasjoner, har Petroleumsfondet allerede et betydelig innslag av slik sikring i porteføljen.

I motsatt tilfelle – overraskende stigning i inflasjon – vil lengre, nominelle obligasjoner gi en

svak eller negativ realavkastning. Sikring av realavkastning via aksjer er først effektivt over en lang tidshorison, fordi forventningene til bedriftenes nominelle inntjening ikke nødvendigvis justeres like raskt som inflasjonsutviklingen⁶. I dette tilfellet er inflasjonssikrede obligasjoner det beste sikringsverktøyet i de valutaer der slike instrumenter finnes. Investeringer i eiendommer med høy utleiegrad og langsiktige, inflasjonsindekserte leiekontrakter kan også være egnet til å sikre realavkastningen. Hverken inflasjonssikrede obligasjoner eller eiendom kan sikre realavkastningen over korte tidsperioder, jmfør beskrivelse i vedlegg. For øyeblikket inngår ikke instrumenter som har slike sikringsegenskaper i Petroleumsfondets referanseindeks.

3. Kriterier for definisjon av aktivaklasser og instrumentkategorier i investeringsunivers og referanseindeks.

De fleste av de mulige mye investeringsalternativene Finansdepartementet henviste til i RNB 2001, har som fellestrekk at de hver for seg er små markeder. På grunn av Petroleumsfondets størrelse, vil andelen av disse alternativene i porteføljen uansett måtte bli begrenset. Hvis en mulig utvidelse fører til at de defineres inn i referanseindeksen med faste andeler, vil transaksjonskostnadene i den faktiske porteføljen forventes å øke⁷. Samtidig vil den forventede avkastnings – og risikoforskjellen i forhold til en enklere sammensatt referanseindeks være beskjeden.

Prinsipielt bestemmes universet for tillatte investeringer og for referanseindeks på to nivåer: På det øverste nivå – aktivaklasser - fastsettes vektene til henholdsvis aksjer og obligasjoner. På neste nivå bestemmes regionsvekter, landfordeling og instrumenttyper innenfor hver aktivaklasse.

Når nye mulige investeringsalternativer skal vurderes, legger Norges Bank til grunn at følgende krav må være oppfylt for at alternativene skal kunne forsvare en separat vekt og ramme som egen aktivaklasse, på linje med aksjer og nominelle obligasjoner:

1. Fordelingen mellom aktivaklasser skal primært uttrykke eiers avveining mellom forventet avkastning og risiko. For Petroleumsfondet er det risikoen for tap av internasjonal kjøpekraft som er det mest relevante risikomålet. Nye aktivaklasser vil primært kunne forsvare en selvstendig plass i allokeringen dersom de bidrar med spredning av risiko. Det oppnås kun hvis en ny aktivklasse har en lav forventet korrelasjon med de øvrige aktivaklasser i porteføljen. Hvis det skal defineres nye aktivaklasser i porteføljen med tilhørende rammer, bør det derfor være en forutsetning at den eller de er lavt korrelert med både aksjer og nominelle obligasjoner over samme vurderingshorison som ligger til grunn for valget av aksjeandel. Det gjør det for eksempel tvilsomt å definere ikke-børsnoterte aksjer som en egen aktivaklasse, siden de underliggende økonomiske forhold som påvirker det noterte aksjemarkedet også må forventes å påvirke unoterte bedrifter.

⁶ For eksempel gav både aksjer og nominelle obligasjoner i USA en negativ realavkastning i tiårsperioden 1972-81. I denne perioden steg gjennomsnittsinflasjonen fra foregående 10-årsperiode med omlag 6 %.

Realavkastningen på aksjer i denne tiårsperioden var gjennomsnittlig – 4 % (annualisert), og på lange nominelle statsobligasjoner – 6,7 % (kilde: Ibbotson Associates)

⁷ Hvor stor denne økningen vil være, vil avhenge både av andeler i porteføljen, og av rebalanseringsregimet.

2. Aktivklassen må forventes å kunne få en meningsfull allokering i Petroleumsfondet på noen års sikt. Dersom allokeringen uansett vil bli mindre enn noen få prosentpoeng av hele porteføljen på lengre sikt, er neppe effekten på porteføljens samlede avkastning og risiko så stor at det forsvarer å definere investeringsalternativet som egen aktivaklasse. Kostnadene ved å gå inn i aktivaklassen må tas hensyn til.

Blant de nevnte mulige investeringsalternativene, er det sannsynligvis kun markedet for fast eiendom som tilfredsstillende både krav til lav forventet korrelasjon med nominelle obligasjoner og aksjer, og som samtidig er så stort at Petroleumsfondet om ønskelig kan få en større allokering på lengre sikt. Som nevnt i kapittel 2, er både eiendom og inflasjonssikrede obligasjoner instrumenter som forventes å bidra til å sikre porteføljens realavkastning på mellomlang sikt. Selv om eiendom og inflasjonssikrede obligasjoner er svært forskjellige investeringsalternativer, kan altså kontantstrømprofilen ha klare fellestrekk. En mulighet er derfor å gruppere disse to instrumentene sammen som en felles aktivaklasse for langsiktig inflasjonsbeskyttelse⁸.

Også når utvidelser av markedsdekningen innen en aktivaklasse som allerede er representert i referanseindeksen skal vurderes, bør det være et krav at den forventede målbare positive effekten for porteføljens avkastning og risiko overstiger de administrative merkostnadene ved å endre referanseindeksen. Dette vil blant annet få konsekvenser for vurderingene av nye framvoksende aksje – og obligasjonsmarkeder i referanseindeksen. Dersom markedet er så lite at kostnadene ved en bred eksponering mot markedet kan overstige gevinsten, vil alternativet være å innlemme markedet i investeringsuniverset, men ikke i referanseindeksen⁹. Innlemming i investeringsuniverset fordrer at generelle krav til kapitalmobilitet, lovgivning og stabilitet er oppfylt.

Målsetninger og rammer for aktivklassenes andeler i referanseindeks og portefølje bestemmes av eiers avveining mellom avkastning og risiko og vurderingshorisont. Denne avveiningen kan gjerne føre til at de enkelte aktivklassers vekt i porteføljen avviker vesentlig fra vektene i ”verdensmarkedporteføljen”. Innbyrdes i de enkelte aktivaklasser er det mindre grunner til å avvike fra markedsvekter, siden vekten til de enkelte aktivaklasser i hovedsak skal ha sikret ønsket risikoprofil på porteføljen. Etter Norges Banks mening bør eventuelle avvik fra markedsvekter innad i de enkelte aktivaklasser kun være aktuelt etter særskilt vurdering, og når avvikene er begrunnet i forhold som kan ha en vesentlig påvirkning på porteføljens forventede avkastning og risiko. Særskilte regionsvekter i aktivklassene, og nedvektingen av amerikanske boliglånsobligasjoner i referanseindeksen, er eksempler på resultatet av slike vurderinger.

4. Unoterte instrumenter og Petroleumsfondets forvaltningsmodell

Investeringer i unoterte markeder som ikke-børsnoterte aksjer eller fast eiendom¹⁰ skiller seg

⁸ En slik modell er valgt av det canadiske pensjonsfondet Ontario Teachers, som grupperer eiendom, inflasjonssikrede obligasjoner og råvarer sammen som én aktivaklasse med betegnelsen ”inflation sensitive aktiva” (inflation sensitive assets).

⁹ Dette ble konkret besluttet for det framvoksende aksjemarkedet i Thailand sitt vedkommende, jfr. brev fra Norges Bank til Finansdepartementet datert 30.8.2000.

¹⁰ Enkelte investeringer i fast eiendom vil kunne foretas via noterte instrumenter, jfr. beskrivelse i vedlegg.

vesentlig fra Petroleumfondets eksisterende investeringer i noterte aksje – og obligasjonsmarkeder. De mest sentrale forskjellene, er:

- Norges Bank er eier av de enkelte instrumentene i dagens portefølje, enten forvaltningsansvaret er internt eller delegert til eksterne forvaltere. Det medfører at Norges Bank kan definere separate rammer for forvaltningen av de enkelte instrumenter eller delporteføljer, alt ettersom overordnede retningslinjer gjør dette nødvendig. Innenfor unoterte markeder vil indirekte investeringer i fond, organisert som partnerskap, være det mest aktuelle alternativet. Her vil retningslinjene være like for alle deltakere. Deltakere i fondet kan kontrollere hvor mye kapital som forpliktes til fondet, men det er fondets ansvarlige forvalter som bestemmer når kapitalen investeres, og hvilke investeringer som foretas.
- Når en ekstern forvalter i noterte markeder benyttes, kan en i prinsippet si opp forvaltningsavtalen på en dags varsel. I unoterte markeder er det derimot ikke uvanlig at deltagelse i lukkede fond (som er mest relevant for institusjonelle investorer) har en horisont på over 10 år. Man kan selge sin andel i fondet i annenhåndsmarkedet men vil da måtte regne med å selge den til betydelig rabatt i forhold til reell verdi.
- Unoterte markeder er illikvide. Anslagene på markedsverdier som de enkelte fondsforvaltere gir på sine enkeltinvesteringer, er svært usikre. Anslagene er også vanskelig verifiserbare i markedene. Transaksjoner vil forekomme langt sjeldnere enn i noterte markeder. Investeringer i unoterte markeder passer derfor best for forvaltere av porteføljer med langsiktig vurderingshorisont, med minimal sannsynlighet for å måtte likvidere beholdningene på kort varsel.
- Det oppdateres priser på dagens referanseindeks for Petroleumfondet på daglig basis. De indekser som er tilgjengelig i unoterte markeder oppdateres månedlig, kvartalsvis eller årlig. Som nevnt overfor vil uansett markedsverdier som ikke er basert på faktiske transaksjoner være svært usikre, og urimelig å benytte som kontroll på faktiske investeringsresultater over kortere perioder.
- I motsetning til noterte markeder, vil det hverken være mulig eller ønskelig å benytte indekseringsstrategier i unoterte markeder.

Disse forskjellene skaper utfordringer for Petroleumfondets forvaltningsmodell. Det må være en forutsetning at en forvaltningsmodell for investeringer i unoterte markeder oppfyller strenge krav til risikokontroll og ansvarliggjøring av forvalter, samtidig som den tar utgangspunkt i at investeringer i noterte og unoterte markeder er strukturelt forskjellige.

Det er mulig å etablere en forvaltningsmodell for investeringer i unoterte markeder som ivaretar hensyn til risikokontroll, måling av langsiktig avkastning og sikrer innsyn i forvaltningen. I dette kapitlet skisseres hovedlinjer i en slik modell. Andre investeringer i unoterte markeder kan også tilpasses en slik modell. Dette kan omfatte direkte gjeldsinvesteringer, eller investeringer via fonds, som igjen investerer i noterte markeder (for eksempel ”hedge funds”)

Avkastningsmåling

Det må spesifiseres hva som er avkastningskravet for de enkelte markedene. For eksempel kan avkastningen på en alternativ investering i det noterte aksjemarkedet, med tillegg for en risikopremie for forskjeller mellom gjeldsandelen i selskapene i den unoterte porteføljen og i

aksjemarkedet generelt, være et rimelig avkastningskrav for investeringer i ikke-børsnoterte aksjer. For indirekte investeringer i eiendomsmarkedet er realrenten på lange inflasjonssikrede obligasjoner, med tillegg for en risikopremie, et mulig langsiktig realavkastningskrav.

Det bør presiseres at det er netto avkastning til Petroleumsfondet i de unoterte markedene, justert for kostnader til eksterne rådgivere og forvaltere, som er det relevante sammenligningsgrunnlaget for den langsiktige avkastningen. I unoterte markeder vil denne kostnaden være betydelig høyere enn i noterte markeder. Krav til meravkastning må ta hensyn til denne merkostnaden.

Sammenligning av faktisk avkastning mot avkastningskravet er meningsfullt først og fremst på lang sikt. På kortere sikt kan sammenligninger mot publiserte markedstall (som for eksempel Venture Economics innenfor ikke-børsnoterte aksjer, eller IPD¹¹ innenfor unoterte eiendomsinvesteringer) gi noe informasjon om avkastningen relativt til markedet generelt. De begrensninger som kortsiktig avkastningsanalyse i unoterte markeder har, vil gjøre det nødvendig å supplere dette med kvalitativ analyse av porteføljen.

Styring av risiko

Oppdateringsfrekvenser for indekser eller databaser for markedsavkastning i unoterte markeder varierer fra hvert kvartal til hvert år. Avkastningsseriene vil være tilgjengelig noen måneder etter oppdateringstidspunktet. Disse indeksene kan derfor ikke benyttes som grunnlag for måling av absolutt eller relativ volatilitet.

Prinsippet om styring av porteføljen mot en referanseindeks forutsetter også at den ansvarlige forvaltningsorganisasjonen faktisk kan kontrollere andelen som er investert i hver aktivaklasse eller instrument til enhver tid. Innenfor eksisterende investeringsunivers kan Norges Bank til enhver tid endre aktivasammensetningen gjennom transaksjoner i markedene. Innenfor unoterte markeder er det, som beskrevet overfor, ikke tilfelle. Dersom det tas sikte på å ha en bestemt andel av fondet investert i slike aktivaklasser, er det flere usikkerhetsfaktorer som må tas hensyn til når kapital forpliktes:

- fondets årlige tilvekst
- forventet avkastning på andre aktivaklasser som inngår i fondet
- hvor raskt de ledende partnere som det er inngått avtaler med vil trekke ned på forpliktet kapital
- kontantstrømmer fra allerede etablerte fond som en deltar i.

Det vil ikke være mulig for Norges Bank som ansvarlig forvalter å styre størrelsen på investerte beløp nøyaktig. Allokering av kapital til slike markeder må derfor skje via å sette en målsetning for investert kapital, og/eller en øvre ramme hvert år for tillatt forpliktet kapital. Den kortsiktige måling av avkastning og risiko mot en definert referanseindeks vil måtte forbeholdes den fortsatt dominerende del av porteføljen som er investert i noterte markeder.

Siden både absolutt og relativ volatilitet er vanskelig målbart i unoterte markeder, er det først

¹¹ Investment Property Databank, som publiserer årlige avkastningstall for eiendomsmarkedet samlet og for enkeltsektorer innen markedet i en rekke europeiske land.

og fremst risikoen for å oppnå uakseptabel lav avkastning på lang sikt som regelverket må sette ramme for. Ut over en eventuell målsetning for investert kapital og en øvre ramme for forpliktet kapital, kan risikoen begrenses gjennom et krav om bred diversifisering i porteføljen. Uten at det defineres konkrete mål for diversifiseringen, bør et regelverk presisere at det forventes at porteføljen i unoterte markeder er spredt både over geografisk segmenterte markeder og ulike sektorer i hvert regionalt marked. (For eksempel venture/buy out i markedet for ikke-børsnoterte aksjer, og kontorlokaler/kjøpesentra i eiendomsmarkedet)

I eksisterende retningslinjer er rammer for relativ volatilitet supplert med andre rammer for risiko, for eksempel absolutte grenser for regionsfordeling. Det er mulig å spesifisere en bred ramme for regional fordeling, men prinsipielt bør ikke det gis spesifikke rammer i tillegg til et generelt krav om bred diversifisering. En konkret landliste vil det derimot være svært vanskelig å oppfylle fullt ut, jamfør presentasjonen av markedet for ikke-børsnoterte aksjer i vedlegg.

Begrensning av eierskap

Som deltaker i partnerskap eller i fond av fonds vil ikke Norges Bank eie aksjer direkte. Det kan imidlertid ikke utelukkes at eventuelt forpliktet kapital i et partnerskap fra Petroleumfondets side vil utgjøre mer enn 3 % av fondets samlede forpliktete kapital. Den ledende partner vil gjerne sette minimumsgrenser for hver deltakers forpliktete kapital, som hindrer at partnerskapet får mange deltakere med marginale eierandeler. Partnerskapet kan gjerne bli eneste aksjonær i flere selskaper i porteføljen. Indirekte vil derfor eierandelen med stor sannsynlighet overstige 3 %. Det aktive eierskapet vil ikke utøves av Norges Bank, men av den ledende partner i partnerskapet/fondet som en har kjøpt en andel av.

Indirekte investeringer i eiendom vil kunne skje via minoritets eller majoritetseier av børsnoterte eller ikke-børsnoterte eiendomsselskaper, som deltaker i partnerskap, eller som eier av fondsandeler. I alle disse tilfeller vil en 3 % regel skape sterke begrensninger for investeringsmulighetene.

Rapportering

Petroleumsfondet rapporterer i dag om forvaltningsresultatene hvert kvartal. En kan i prinsippet rapportere like ofte om investeringer i unoterte markeder. På grunn av avhengigheten av rapportering fra partnerskap en deltar i, vil imidlertid slike rapporter foreligge senere enn hva som er tilfelle i dag. Det bør imidlertid vurderes om en årlig rapportering om aktiviteten i unoterte markeder er akseptabel. Rapporteringen vil inkludere:

- forpliktet og investert kapital pr. partnerskap
- eventuelle direkte eierandeler i ikke-børsnoterte selskaper (mest aktuelt for eksponering mot eiendomsselskaper og for eventuelle koinvesteringer i ikke-børsnoterte aksjemarkeder sammen med partnerskap man deltar i)
- de konkrete porteføljeinvesteringer som er gjort (hvilke selskaper, og rapportert verdi pr. investering fra partnerskapet)
- investeringenes sektorfordeling
- internrente - både pr. marked og pr. enkeltår investeringene ble foretatt¹².

¹² Internrenten, som er den annualiserte, pengevektede avkastning i en nærmere angitt periode, er standard avkastningsbegrep ved deltagelse i partnerskap/fond i unoterte markeder, jfr. vedlegg

Over tid vil en også kunne rapportere realisert avkastning sammenlignet mot de avkastningskravene som er satt for programmene, både aggregert og pr. enkeltår. Før det er aktuelt å vurdere nærmere en faktisk allokering av kapital til unoterte markeder, må det avklares hvorvidt nødvendige endringer i forvaltningsmodellen er akseptabel.

5. Konklusjoner og anbefaling

En utvidelse av Petroleumfondets investeringer til inflasjonssikrede obligasjoner og fast eiendom, vil ventelig kunne forbedre Petroleumfondets avkastnings – og risikoprofil ved å bidra med diversifikasjonsgevinster i porteføljen. Ikke-børsnoterte aksjer kan gi potensiale for høyere avkastning gjennom vellykket aktiv forvaltning.

I prinsippet bør det foretas samlet vurdering av alle mulige endringer i fondets investeringsstrategi. Det er følgelig relevant å vurdere spørsmålet om fondets aksjeandel i sammenheng med eventuelle nye aktivaklasser og nye framvoksende markeder. Det vil imidlertid trolig ta lang tid før fondet kan få en meningsfull allokering til nye aktivaklasser og nye framvoksende markeder. Det skyldes hovedsakelig at disse markedene er relativt små og lite likvide. For investeringer i unoterte markeder, er det også behov for tid til operative forberedelser. Dette er et argument for at spørsmålet om aksjeandel kan sees uavhengig av de andre mulige strategiendringer for fondet.

Investeringer i ikke-børsnoterte aksjer og fast eiendom forutsetter at det åpnes for investeringer i unoterte markeder, og at styringsstrukturen for denne delen av porteføljen tilpasses markedenes virkemåte. En forvaltningsmodell for investeringer i unoterte markeder vil måtte bygge på et bestemt avkastningskrav, større vektlegging på langsiktige avkastningstall enn kortsiktige, og kvalitative risikovurderinger som sikrer god risikokontroll og innsyn i forvaltningen. Banken vil komme tilbake med forslag til hvordan en slik forvaltningsmodell kan utformes.

Med hilsen

Svein Gjedrem

Harald Bøhn

VEDLEGG:

Presentasjon av markedene for inflasjonssikrede obligasjoner, ikke-børsnoterte aksjer og fast eiendom

1. Inflasjonsindekserte obligasjoner

1.1 Definisjon og tilgjengelige instrumenter

I de markeder hvor inflasjonssikrede obligasjoner eksisterer, kvoteres prisen på obligasjonen enten som en reell pris eller realrente. Utsteder av obligasjonen forplikter seg til å betale investorene en fast, reell kupongsats med jevne mellomrom, og et reelt innløsningsbeløp ved forfall. I tillegg betaler utsteder en kompensasjon til investoren for den løpende utvikling i en definert inflasjonsindeks. Etterhvert som realrenten i markedet forandres, vil den reelle prisen på obligasjonen forandres. Den nominelle prisen på obligasjonen (inkludert påløpte renter) vil avhenge av den markedsbestemte reelle prisen, og den predefinerte kompensasjonen for inflasjonsutvikling. Selve metodikken for hvordan inflasjonskompensasjonen beregnes er forskjellig fra marked til marked.

I enkelte markeder har obligasjonene en deflasjonssikring. Investor vil i disse markedene være garantert at hovedstolens nominelle verdi ved forfall er minst på nivå med hva den var da obligasjonen ble utstedt.

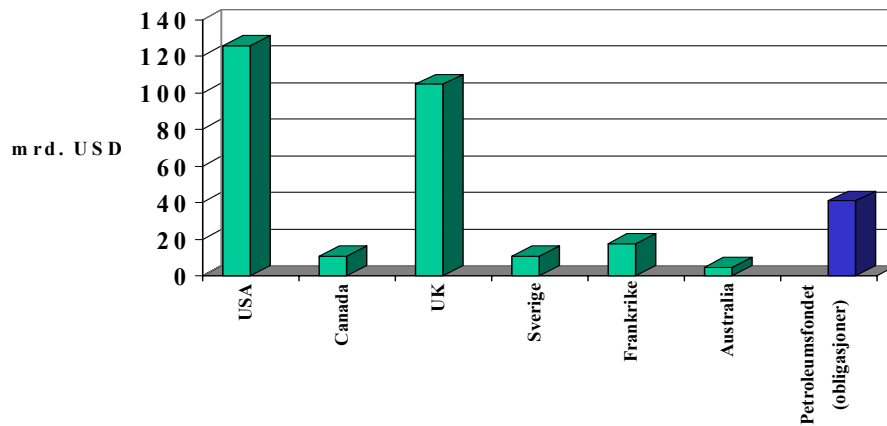
Nasjonalstater er de dominerende utstedere av inflasjonssikrede obligasjoner. De første obligasjonene av denne typen ble utstedt av Storbritannia tidlig på 1980-tallet. På dette tidspunktet førte Storbritannias inflasjonshistorie til at investorene priserte inn en høy risikopremie på nominelle obligasjoner. Inflasjonssikrede obligasjoner gav investorene som var bekymret for framtidig inflasjon et instrument med lav risiko, samtidig som myndighetene ville tjene penger dersom inflasjonsutviklingen ble bedre enn hva markedet antok. Noen år senere fulgte Australia, Canada og Sverige etter. Disse landene hadde en lignende inflasjonshistorie, og dermed også høy risikopremie på nominelle obligasjoner, som Storbritannia. I andre halvdel av 1990-tallet har også USA og Frankrike startet utstedelsen av inflasjonssikrede obligasjoner. I disse markedene har ønsket om å utvikle et diversifisert verdipapirtilbud til investorene vært en viktigere årsak enn selve inflasjonshistorien.

1.2 Markedets størrelse

I figur 1 vises størrelsen på markedene for inflasjonssikrede obligasjoner pr. utstederland ved utgangen av 2001. Dette sammenlignes med størrelsen på Petroleumfondets obligasjonsportefølje på samme tidspunkt. Figuren illustrerer at det gitt dagens størrelse på markedene kun er mulig å plassere en begrenset del av Petroleumfondets obligasjonsportefølje i inflasjonssikrede statsobligasjoner. Det følger av at fondet kun kan holde en mindre andel av hvert enkeltmarked, for å unngå å bli en dominerende aktør i det enkelte marked.

Figur 1: Størrelsen på markedet for inflasjonssikrede statsobligasjoner (mill USD), desember 2001

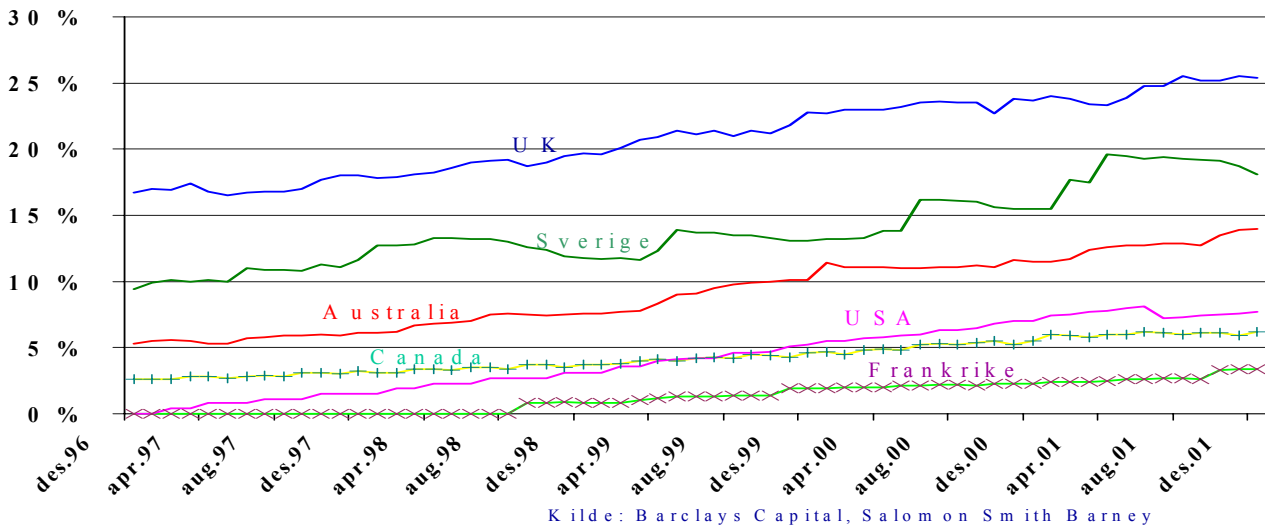
Markedenes størrelse 31.12.01



Kilde: Lehman Brothers, Barclays Capital, Bloomberg

I figur 2 vises utviklingen i andelen over tid av inflasjonssikrede statsobligasjoner i forhold til statsobligasjonsmarkedet samlet. (både nominelle og inflasjonssikrede statsobligasjoner). Den trendvise økningen av andelen til inflasjonssikrede obligasjoner ventes å fortsette. For eksempel utgjør inflasjonssikret obligasjonsgjeld omlag 10 % av samlet obligasjonsgjeld som Frankrike planlegger å utstede i 2002.

Figur 2: Inflasjonssikrede obligasjoner som andel av statsobligasjonsmarkedet, 1997 - 2001



Kilde: Barclays Capital, Salomon Smith Barney

1.3 Avkastning og risiko

Det er ikke grunn til å tro at inflasjonssikrede statsobligasjoner på sikt skal gi høyere avkastning enn nominelle statsobligasjoner. Begrunnelsen for å vurdere inflasjonssikrede obligasjoner må derfor være at porteføljens forventede risiko synker. Dette kan skje enten ved at volatiliteten på inflasjonssikrede obligasjoner er lavere enn nominelle obligasjoner, eller ved at diversifikasjonsegenskapene fører til at porteføljens samlede volatilitet synker.

Det er rimelig å anta at en finansiell investor har et mål om å oppnå en viss realavkastning på porteføljen over tid. En investering i en inflasjonssikret statsobligasjon har en garantert realavkastning over obligasjonens gjenværende løpetid lik den kvoterte realrenten. Investoren kan ikke forventes å kjøpe en nominell statsobligasjon med samme løpetid, med mindre forventet realavkastning minst er på nivå med hva hun kan få ved å kjøpe realrenteobligasjonen. Forskjellen mellom den nominelle renten og den markedsnoterte realrenten må derfor minst være lik den forventede inflasjonen i tiden fram til forfall av obligasjonene. Dersom investoren er risikoavers, det vil si foretrekker en sikker avkastning foran en usikker avkastning med samme forventningsverdi, må hun få en kompensasjon for inflasjonsusikkerheten utover den forventede inflasjonen. Dersom en slik inflasjonspremie er til stede, vil en på lengre sikt forvente en meravkastning ved å investere i nominelle obligasjoner framfor inflasjonssikrede obligasjoner.

Historiske tidsserier for avkastning på nominelle statsobligasjoner og inflasjonssikrede obligasjoner er lite egnet for å fastslå om en slik inflasjonspremie faktisk eksisterer. Når inflasjonen faller mer enn hva markedet har forventet, vil nominelle obligasjoner gi en høyere avkastning enn inflasjonssikrede obligasjoner. Det har vært tilfelle på 1980- og 1990-tallet, som er den perioden hvor disse obligasjonene har eksistert. Meravkastningen kan derfor ikke forklares ved en inflasjonspremie. En eventuell inflasjonspremie kan bedre anslås ved å analysere hvorvidt renteforskjellen mellom nominelle statsobligasjoner og inflasjonssikrede obligasjoner er lik markedets faktiske inflasjonsforventning. Mens selve renteforskjellen er observerbar i markedet, er imidlertid markedets faktiske inflasjonsforventning ikke mulig å lese direkte ut fra noen instrumenter i kapitalmarkedet.

I tabell 1 vises renteforskjell mellom nominelle statsobligasjoner og indekserte obligasjoner pr.31.12.01 i USA, Storbritannia og Frankrike, og siste offentliggjorte årlige inflasjonstall på dette tidspunkt. Den implisitte inflasjonspremie er anslått, under den enkle forutsetning om at markedet forventer at siste offentliggjorte inflasjonstall også blir inflasjonsnivået på lang sikt.

Tabell 1: renteforskjell, inflasjonsnivå og implisitt inflasjonspremie, USA, Storbritannia og Frankrike 31.12.01¹³.

<i>Land</i>	<i>Løpetid på obligasjoner i sammenligning</i>	<i>Forskjell på nominell rente og realrente (%-poeng)</i>	<i>Årlig inflasjon</i>	<i>Implisitt inflasjonspremie</i>
USA	9 år	1,46 %	1,90 %	- 0,43 %
Storbritannia	10 år	2,40 %	1,80 % ¹⁴	0,59 %
Frankrike	8 år	1,48 %	1,40 %	0,08 %

Det kan være flere årsaker til at inflasjonspremien er varierende mellom markedene, og også tilsynelatende helt fraværende i enkelte markeder:

- utstederne kan være villige til å akseptere en noe høyere forventet reell rentekostnad på inflasjonsindekserte obligasjoner. Slike obligasjoner har en

¹³ Kilder: Bloomberg, Norges Bank

¹⁴ De inflasjonssikrede obligasjonene i Storbritannia er indeksert mot total RPI. Pr. 31.12 var årsveksten på RPI 0,9 %. Dette tallet er imidlertid kraftig påvirket av rentereduksjonene fra Bank of England i 2001. I tabellen er siste offentliggjorte tall for RPI eksklusiv renter benyttet som anslag på fremtidig forventet inflasjon.

kontantstrømprofil som er bedre tilpasset statens inntekter. Det nominelle nivået på skatte og avgiftsinntektene vil avhenge av den reelle veksten i økonomien, og av lønns – og prisstigningen. Inflasjonsindekserte obligasjoner reduserer usikkerheten knyttet til statens reelle rentekostnader.

- Det kan være likviditetsforskjeller mellom nominelle obligasjoner og inflasjonssikrede obligasjoner som gir opphav til en ekstra likviditetspremie.
- Det kan være forskjeller mellom hvordan inflasjonsindeksene defineres i de enkelte markeder, som gir opphav til ulik prising i markedene.

De implisitte inflasjonspremiene i det enkelte marked vil også variere over tid.

I og med at endringer i realrenten skal påvirke en nominell statsobligasjon og en inflasjonssikret obligasjon med samme løpetid likt, er det endringer i inflasjonsnivået relativt til markedets forventninger som er kilden til både volatilitetsforskjeller og diversifikasjonsgevinster mellom instrumentene.

På grunn av realrentevolatiliteten, er heller ikke en inflasjonssikret obligasjon egnet til å sikre realavkastningen på en portefølje med en vurderingshorisont som er betydelig kortere enn gjennomsnittlig tid til forfall på obligasjonene. Over korte vurderingshorisonter bør også samvariasjonen mellom nominelle obligasjoner og inflasjonssikrede obligasjoner ventes å være høy, siden totalavkastningen vil domineres av endringer i realrenten. Når vurderingshorisonten øker, synker også sannsynligheten for negativ realavkastning på investeringer i inflasjonssikrede obligasjoner. Samtidig synker også samvariasjonen med nominelle obligasjoner, siden endringer i inflasjonstakten relativt til markedsforsventninger får større betydning for avkastningen på nominelle obligasjoner.

I tabell 2 vises den annualiserte volatiliteten på amerikanske inflasjonssikrede obligasjoner ((månedlige realavkastningstall) og en kurv av amerikanske nominelle statsobligasjoner med lignende gjennomsnittlig løpetid, for perioden april 1998 – desember 2001¹⁵.

Tabell 2: Volatilitet og korrelasjon, inflasjonssikrede obligasjoner og nominelle obligasjoner med nærliggende gjennomsnittlig løpetid, USA 1998 - 2001

USA	Volatilitet	Korrelasjon
<i>Inflasjonssikrede obligasjoner</i>	3,2 %	
<i>Nominelle obligasjoner</i>	5,9 %	0,69

Over slike korte vurderingshorisonter som ligger til grunn i tabell 3 (en måned) er det, som nevnt overfor, ikke overraskende at samvariasjonen mellom nominelle obligasjoner og inflasjonssikrede obligasjoner er høy som den er i dette datasettet.

¹⁵ Kilder: Lehman Brothers, Bloomberg, Norges Bank

2. Ikke-børsnoterte aksjer

2.1 Definisjon og tilgjengelige instrumenter

Investeringer i ikke-børsnoterte aksjer er egenkapitalinvesteringer enten i fond eller direkte i selskaper, utenfor de ordinære noterte markedene. Et vanlig skille går mellom investeringer i selskaper i oppstarts – og produktutviklings/ kommersialiseringsfasen ("venture"), og delvis gjeldsfinansierte investeringer i selskaper som omstruktureres ("leveraged buy outs - LBO"). Innenfor venture-segmentet vil det være en høy risiko knyttet til hver enkelt investering. Flere investeringer vil sannsynligvis være mislykte, men det er også potensiale for svært høy avkastning i de selskaper som lykkes i å utvikle en forretningsidè til full kommersiell drift. Innenfor "buy out"-segmentet vil en som regel overta en dominerende andel av eierskapet i et unotert eller børsnotert selskap, og søke å øke selskapets markedsverdi gjennom strategisk og aktiv ledelse. Felles for begge disse kategoriene, er at investeringene har en endelig tidshorison. Målet er å realisere skapt merverdi ved å selge ut eierandelene på et tidspunkt i fremtiden.

Investeringer i gjeldsinstrumenter med vikende prioritet og rettigheter til bytte mot egenkapital ("mezzanine"), inngår ofte som en del av investeringsuniverset for forvaltere som er aktive i det ikke-børsnoterte markedet. Dette er likevel et begrenset univers, sammenlignet med "venture capital" og "LBO"-investeringer.

Formålet med investeringer i ikke-børsnoterte aksjer er å oppnå en langsiktig avkastning som er høyere enn hva investeringer i det ordinære aksjemarkedet kan gi. Den viktigste faktoren som skal sikre en slik høy avkastning, er evne til å tilføre langsiktig merverdi gjennom utøvelse av aktivt eierskap. Aktivt eierskap kan bestå i å sette inn ny ledelse i selskapene, en kan endre bedriftens finansielle struktur, hjelpe bedriftene i å etablere nettverk, og forøvrig bidra med strategisk rådgivning på områder hvor den ledende partner selv besitter høy kompetanse. En slik kompetanse vil de færreste institusjonelle investorer besitte. Den vanligste kanalen til investeringer i ikke-børsnoterte aksjer for institusjonelle investorer er derfor å forplikte kapital over en lengre periode til forvaltningsselskaper med dokumentert spisskompetanse innenfor utøvelse av strategisk, aktivt eierskap på sitt område. Disse selskapene vil samle kapital fra andre investorer i et fond, og selv skyte inn fondskapital i et felles partnerskap som opprettes for dette formålet. Hvert partnerskap vil bestå av et ledende forvaltningsselskap (ledende partner) og et antall investorer som innskytere (begrensede partnere). Kapitalen investeres av den ledende partner over tid i et begrenset antall selskaper. Mens sluttinvestor altså har kontroll over hvor mye kapital som forpliktes, og når dette skjer, er det den ledende partner som kontrollerer når kapitalen faktisk investeres i markedet.

Som ved ekstern forvaltning i noterte markeder, har den valgte forvalteren full diskresjon til å foreta investeringsbeslutninger, innenfor risikorammer som er bestemt på forhånd. Siden investorene skyter inn kapital sammen med andre, må imidlertid rammene være felles for alle investorene. Forholdet mellom investorene og forvaltningsselskapet styres gjennom en partnerskapsavtale. Siden de øvrige investorene overfører ugenkallelig til kapitalforvalteren alle disposisjonsrettigheter til forpliktet kapital for en lengre periode, er partnerskapsavtalen det viktigste redskapet for å sikre at forvalter og øvrige investorer i partnerskapet har felles interesser. Sentrale bestemmelser i en slik partnerskapsavtale vil gjerne være:

- Hva som skal være fokus for partnerskapets investeringer (geografisk område,

- spesielle bransjer, venture eller buy out, andre begrensninger på forvalters frihet til å velge investeringsalternativer)
- Hvor mye kapital forvaltningsselskapet får reise i det aktuelle fondet.
 - Nøkkelpersonbestemmelser: hvis navngitte personer hos den ledende partner slutter, trekkes investeringsfullmakten tilbake.
 - Honorarstruktur: Normalt vil forvaltningsselskapet kreve en fast andel av forpliktet kapital hvert år (1 ½ - 2 ½ %) pluss en inntjeningsavhengig andel (som regel 20 % av netto inntjening i partnerskapet), vurdert på porteføljebasis.
 - Eventuelle nedre krav til netto inntjening før det avkastningsavhengige honoraret slår inn.
 - Begrensninger på forvaltningsselskapets rettigheter til å reise nye fond for investeringer i ikke-børsnoterte aksjer. Investorene i et fond vil gjerne kreve at en viss andel av forpliktet kapital i fondet skal være investert før forvaltningsselskapet kan gå ut i markedet for å hente inn kapital til et nytt fond.
 - Partnerskapets varighet: Hvor mange år den ledende partner har på seg før alle investeringer skal være realisert og tilbakeført de øvrige deltakerne i partnerskapet.

Det finnes et marked for omsetning av andeler i partnerskap som allerede har investert (deler av) forpliktet kapital i selskaper. Markedet er lite, men økende i omfang. Hvis man ønsker å selge sin andel av et partnerskap i markedet før det skal oppløses i henhold til partnerskapsavtalen, må man imidlertid regne med at andelen må selges til en ikke ubetydelig rabatt i forhold til en mest mulig objektiv verdi.

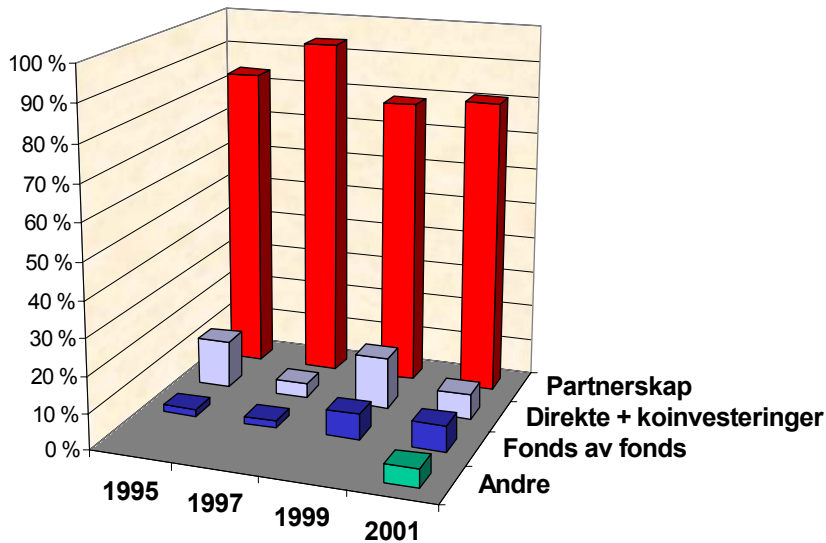
For å unngå en stor eksponering mot investeringene i ett enkelt partnerskap, bør en portefølje av ikke-børsnoterte aksjer være investert via deltagelse i flere partnerskap med ulik fokus, og med ulik tidsintervall for sine investeringer. Dette fører også til et visst krav til størrelse på investoren. De institusjoner som er for små til å bygge en diversifisert portefølje av partnerskap, eller ikke finner det regningssvarende å ha intern kompetanse på valg av partnerskap, kan likevel kjøpe eksponering mot ikke - børsnoterte aksjer. Disse vil da forplikte kapital til såkalte "fonds av fond". Dette er partnerskap, hvor den ledende partner investerer innsamlet kapital i en diversifisert portefølje av andre partnerskap.

Flere ledende partnere vil tilby deltakerne i partnerskapet å investere kapital ved siden av partnerskapets investeringer i enkeltselskaper. Slike "ko-investeringer" er å regne som direkte investeringer

I figur 3 er faktiske investorpreferanser for de ulike kanalene til eksponering mot ikke-børsnoterte aksjer illustrert. Figuren viser at eksponering via forpliktelse av kapital til partnerskap er helt dominerende investeringsform blant institusjonelle investorer.

Figur 3: Investorers valg av kanaler til eksponering mot ikke-børsnoterte aksjer¹⁶

¹⁶ Kilde: Goldman Sachs/Frank Russell: Alternative investing by tax -exempted organizations 2001



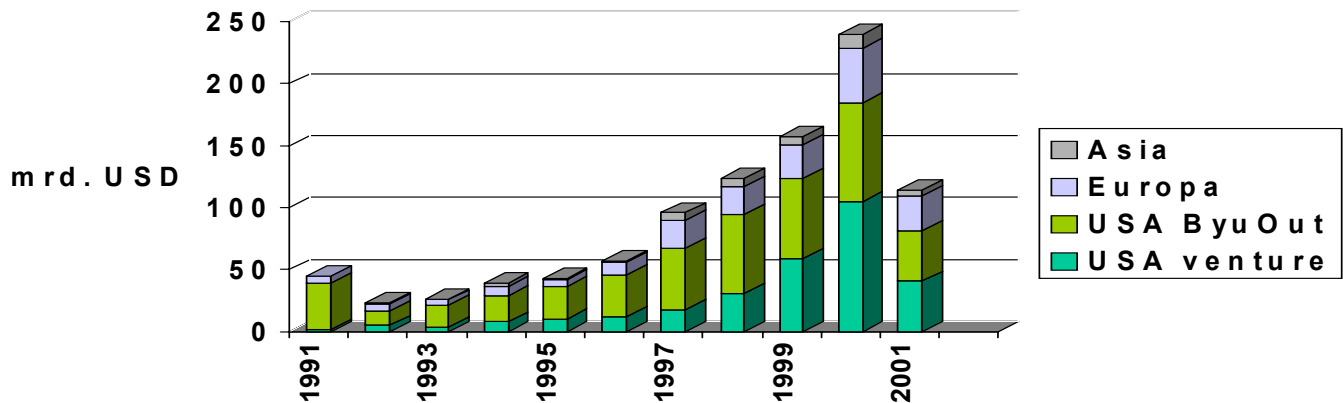
2.2 Markedets størrelse

I de børsnoterte markedene kan samlet markedsverdi på alle børsnoterte selskaper beregnes ved å legge sammen markedsverdier på selskapene som er notert på børsene i de enkelte land. Noe tilsvarende indeks finnes per definisjon ikke for ikke-børsnoterte selskaper. Siden investeringer i ikke-børsnoterte selskaper er helt illikvide, er dessuten et slikt tall av begrenset interesse. Det vil uansett ikke være mulig (eller fornuftig å prøve) å investere i en bred markedsindeks. Ulike konsulentselskaper publiserer avkastningsdata for investeringer i ikke-børsnoterte aksjer, både på aggregert og detaljert nivå. Over en lang periode kan en sammenligne faktiske avkastningstall mot disse indeksene.

Tall for kapitalflyt til ikke-børsnoterte markeder via partnerskapsinvesteringer er mer relevant som anslag på markedenes størrelse. I figur 4 vises tall for brutto kapitalflyt til de ikke-børsnoterte markedene (partnerskapsinvesteringer) i Nord-Amerika, Europa og Asia/Oceania i 1990 - 2001¹⁷, definert som forpliktet kapital. Figuren illustrerer en kraftig vekst i markedet i andre halvdel av 90-tallet. Fallet i aksjemarkedene fra mars 2000 til utgangen av 2001 har imidlertid resultert i en betydelig reversering av trenden i 2001.

Figur 4: Forpliktet kapital til partnerskapsinvesteringer i ikke-børsnoterte aksjer, 1991 – 2001

¹⁷ Kilder: National Venture Capital Association (NVCA), USA, European Venture Capital Association (EVCA), Venture Economics, The Asian Venture Capital Journal (avkastningstall), ECB/Eurostat Yearbook (årlig gjennomsnittskurser Euro/Ecu mot USD)



Forpliktet kapital vil bli investert over en flerårig periode. Det kan være en risiko for at en sterk økning i forpliktet kapital over en kortere periode kan påvirke den langsiktige avkastningen på investeringene. Når forpliktet kapital øker, øker konkurransen om investeringene. Hvis ikke tilbudet av lønnsomme investeringsprosjekter øker tilsvarende, vil forventet avkastning på investeringene synke.

Økningen i forpliktet kapital er dels kommet ved at eksisterende forvaltningsselskap har økt størrelsen på nye fond de har reist, og dels ved at det er kommet inn nye aktører. Pr 2001 er det anslagsvis 2000 fonds som opererer som ledende partnere i det globale markedet¹⁸.

2.3 Avkastning og risiko

Aksjer i ikke-børsnoterte selskaper som eies via partnerskap har ingen eksternt fastsatt pris. De ledende partnere rapporterer jevnlig (som regel kvartalsvis) en antatt verdi på selskapene de eier. Men disse verdiene har oftest lite med faktisk markedsverdi å gjøre. Ofte vil partnerne rapportere historisk kost, inntil hele selskapet eller deler av det er realisert. Ut over dette kan det forekomme skjønsmessige opp – eller nedskrivninger. Det er ingen allmenn akseptert global standard for hvordan verddivurderingene skal foretas, og ulike ledende partnere kan legge varierende grad av forsiktig regnskapsførsel til grunn. Avkastningstall som i stor grad bygger på urealiserte beholdninger vil derfor være upålitelig, og vise en stabilitet som har lite med endringer i faktisk underliggende verdi å gjøre. I dette markedet benyttes internrenten som det alminnelige avkastningsbegrep. Dette er et pengevektet avkastningsmål. Først når faktiske kontantstrømmer utgjør en stor andel av samlet akkumulert verdiskapning i et partnerskap, vil den rapporterte internrenten ligge nær den ”riktige” verdien. Rapportert internrente de første årene av et partnerskaps levetid har begrenset utsagnskraft.

¹⁸ Kilde. Goldman Sachs.

De første årene av et partnerskap, vil den rapporterte internrenten med stor sannsynlighet være negativ. Investeringene som er foretatt er nye, og rapporteres av den ledende partner til en verdi som ligger tett opp til historisk kost. Samtidig betaler investorene i fondet årlig forvaltningshonorar. Dette medfører at en må regne med at investeringer i partnerskap først vil vise en positiv internrente etter noen år, da kontantstrømmene fra de enkelte investeringer begynner å tilfalle investorene. ("J-kurve effekten")

I tabell 3 vises avkastningstall for et gjennomsnitt av alle investeringer i ikke-børsnoterte selskaper i USA som er rapportert inn til analyseselskapet Venture Economics over lengre perioder fram til og med 3. kvartal 2001. Avkastningstall for de børsnoterte markedene i samme periode vises også. Tallene er ikke direkte sammenlignbare, siden internrenten i ikke-børsnoterte markeder er et pengevektet avkastningstall, mens avkastningsseriene i de noterte markedene er tidsvektet. Det sterke fallet i aksjemarkedene siden mars 2000 har klart påvirket også verdianslagene på urealiserte investeringer i ikke-børsnoterte aksjer i negativ retning. Det er imidlertid meget mulig at et betydelig antall av disse investeringene rapporteres til en verdi som overvurderer faktisk markedsverdi.

Tabell 3: Annualisert avkastning i børsnoterte og ikke-børsnoterte markeder USA pr. 30.9.01

	5 år	10 år	20 år
Venture	37,9 %	27,4 %	18,2 %
Buy Out	8,1 %	12,7 %	15,6 %
PE total	17,9 %	18,8 %	16,9 %
S&P 500	14,5 %	15,1 %	15,3 %
Nasdaq – ex div.	12,8 %	16,3 %	12,2 %

Kilde: Venture Economics. Datastream

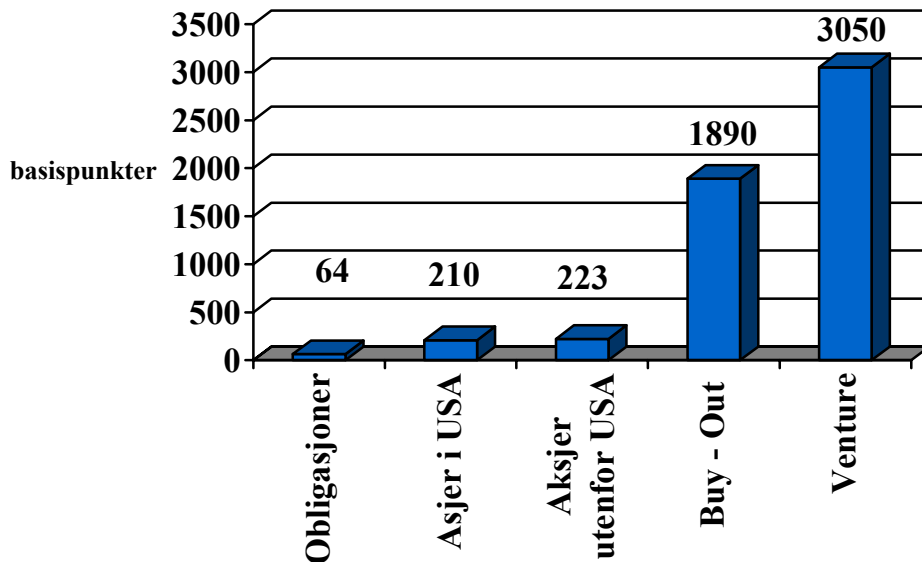
I en detaljert analyse av ikke-børsnoterte aksjemarkeder i Storbritannia¹⁹, konkluderer London Business School med at den gjennomsnittlige avkastningen over en 10 års periode fram til 1998 i britiske ikke-børsnoterte aksjemarkeder, bare var marginalt høyere enn en investering i det børsnoterte aksjemarkedet i samme periode. I denne analysen er investeringene i aksjemarkedet vektet med de kontantstrømmer som faktisk fant sted i det ikke-børsnoterte markedet.

Som tallene overfor indikerer, er det usikkert hvorvidt den langsiktige gjennomsnittlige avkastningen i ikke-børsnoterte selskaper er markant høyere enn i børsnoterte markeder. Spredningen mellom de ulike forvalternes resultater er imidlertid vesentlig større i unoterte

¹⁹ London Business School (2000): UK Venture Capital and Private Equity as an Asset Class for Institutional Investors

markeder. I figur 5 vises den annualiserte spredningen (i basispunkter) mellom median forvalter og øvre kvartils forvalter i aksje – og obligasjonsmarkedene i USA for hele perioden 1990 – 2000.

Figur 5: Betydning av forvaltervalg - spredning mellom median og øvre kvartils forvalter



kilder: Wilshire associates./ PWC/Venture Economics

Figuren viser at antagelser om gjennomsnittlig avkastning på ikke-børsnoterte aksjer ikke bør avgjøre eventuelle investeringer i markedet. Selve forvaltervalget er avgjørende også for den absolutte avkastning. Det er derfor viktigere å fokusere på om det er mulig å identifisere forvaltere med høyest forventet avkastning a priori. Dersom det er tilfelle, vil investeringer i ikke-børsnoterte selskaper via partnerskap med stor sannsynlighet gi en klart høyere avkastning enn en bred investering i børsnoterte aksjer. Tilsvarende: Dersom det er forhold i forvaltningsmodellen som begrenser muligheten til å velge de beste forvalterne, er det lite som taler for slike investeringer.

Når en skal velge fond som man investerer kapital langsiktig i, er det særlig viktig å fokusere på de kvalitetene hos den ledende partner som skal føre til høy avkastning på investert kapital

- Unik informasjon om investeringsmuligheter
- Bred og bransjespesifikk operativ erfaring fra ledelse av lignende bedrifter som inngår i investeringsuniverset
- Tilgang til nettverk (ekstern kompetanse, potensielle kunder etc) som det ikke vil være enkelt for andre å oppnå samme adgang til
- Veldokumentert struktur for utøvelse av strategisk eierskap
- Velprøvd strategi for hvordan høyest mulig pris oppnås når investeringene realiseres

Avkastningen vil imidlertid også avhenge av faktorer som ledende partner har varierende mulighet til å påvirke, men som neppe kan godskrives ledende partners spisskompetanse. Eksempler på slike faktorer er kapitalstrukturen i underliggende selskaper, størrelse på

selskapene, generell markedsavkastning i den enkelte region eller sektor, og tidspunktet for investeringen.

Hovedutfordringen ved investeringer i ikke-børsnoterte aksjer er å identifisere forvaltere med unik spisskompetanse innenfor et definert kjerneområde. Samtidig må porteføljen diversifiseres over flere ulike forvaltere, og over investeringstidspunkt, slik at en har en balansert eksponering overfor de faktorer som forvalteren likevel ikke kan eller bør forsøke å kontrollere.

Fraværet av pålitelige kortsiktige avkastningstall, skaper også utfordringer for måling av risiko. Målinger av volatilitet basert på rapporterte selskapsverdier vil undervurdere volatiliteten og overvurdere diversifikasjonsgevinstene i forhold til børsnoterte aksjemarkedet. Diversifikasjonsgevinster i forhold til børsnoterte aksjer må skyldes at partnerskapsespesifikke faktorer bestemmer avgjørende deler av totalavkastningen. Disse faktorene vil først materialiseres i porteføljen over lengre tid.

Måling av volatilitet på avkastningsserier for lengre perioder (5 årsperioder) i USA og Storbritannia indikerer ikke noen vesentlig forskjell i absolutt volatilitet mellom børsnoterte og ikke-børsnoterte markeder²⁰. Antallet ikke-overlappende 5 års-perioder for ikke-børsnoterte markeder er imidlertid svært få. Det er vanskelig å treffe en konklusjon om langsiktige volatilitetsforskjeller basert på så få uavhengige observasjoner.

En alternativ måling av risiko, er å legge børskursen på børsnoterte forvaltningsselskaper som forvalter porteføljer i ikke-børsnoterte markeder til grunn. Kun et mindre antall av aktuelle forvaltningsselskaper er faktisk børsnotert. De fleste forvaltningsselskaper er organisert som partnerskap. Utviklingen i børskursene på børsnoterte forvaltningsselskaper i Storbritannia over tid er omtrent på nivå med snittet av andre finansforetak.

En tredje tilnærming er å anta at spredning mellom aktive forvaltningsresultater øker når den generelle volatiliteten i aktivaklassen øker. Den dokumenterte større spredningen i forvalterresultatene i ikke-børsnoterte markeder, vil da indikere at risikoen også er høyere enn hva som er tilfelle i børsnoterte aksjemarkeder.

Selv med konservative anslag både på volatilitet og korrelasjon med de børsnoterte markedene, vil ikke samlet porteføljevolaatilitet øke vesentlig hvis en mindre andel av en samlet aksjeportefølje investeres i ikke-børsnoterte markeder.

2.4 Forvaltningsmodell

Sannsynligheten for høy avkastning vil avhenge både av hvilke rammer eier setter for slike plasseringer, den operativt ansvarlige evner til å identifisere partnerskap og fonds av fond med høy avkastning..

For å oppnå en høy avkastning er det en forutsetning at det ikke settes begrensninger på investeringsuniverset som reduserer antall mulige forvaltere, eller som tvinger forvaltningseenheten til å velge forvaltere av andre grunner enn avkastningsforventninger. Kun en svært begrenset andel av tilgjengelige forvaltere vil faktisk bli benyttet. Men

²⁰ Kilde: Merrill Lynch Investment Managers: "Private Equity Investing"

identifisering av disse bør skje først og fremst på grunn av vurderinger av dyktighet, ikke på grunn av automatiske screeningfaktorer som ikke er relatert til forventet avkastning. Et eksempel på en begrensning som kan svekke avkastningspotensialet, er krav til geografiske områder. En dominerende andel av alle investeringer i ikke-børsnoterte selskaper skjer i de markeder som inngår i Petroleumfondets nåværende investeringsunivers. En rekke av potensielle forvaltningsselskaper kan imidlertid velge å investere en mindre andel av forpliktet kapital i selskaper med hovedkontor i et annet land. Dersom dette fører til at disse forvaltningsselskaperens fond er utelukket fra investeringsuniverset, innebærer det en markant reduksjon av investeringsmulighetene. Andre krav som også bør unngås, er snevre krav til en bestemt allokering til hver region, eller at en bestemt andel av akseptporteføljen til enhver tid skal være investert i ikke-børsnoterte aksjer. Snevre krav som dette kan føre til at det blir forpliktet kapital til enkelte forvaltningsorganisasjoner fordi allokeringsreglene bestemmer det, ikke fordi det er godtgjort at den bestemte forvaltningsorganisasjonen har spisskompetanse på sitt område.

Den ansvarlige enhet for kapitalforvaltningen setter sammen en portefølje av partnerskap eller fonds av fond. Denne enhetens interne prosesser og kompetanse til å velge forvaltere vil være svært viktig for forvaltningsresultatet. Et best mulig kjennskap til forvalteruniverset øker sannsynligheten for å foreta riktige forvaltervalg. Et godt nettverk kan gi proprietær informasjon om forhold i forvaltningsselskapene som kan påvirke framtidig avkastning i nye fond som reises. Det kan også gi et bedre grunnlag for å vurdere nye og lovende organisasjoner, som andre investorer ikke vil investere i på grunn av manglende historie. Et slikt nettverk kan ikke skapes og vedlikeholdes av en intern forvaltningsenhet alene. Det forutsetter utstrakt informasjonsinnhenting via eksterne rådgivere. Dette kan være konsultantselskaper eller forvaltningsselskaper som en inngår strategiske allianser med, hvor tilgang til proprietær informasjon er avgjørende for forholdet. Kvaliteten på det interne investeringsteamet og stabiliteten er likevel viktig for det langsiktige resultatet. Stabilitet i personell og strategi er sentralt fordi det er kostbart å endre porteføljesammensetningen i større grad, og fordi resultatene uansett er målbare først på lengre sikt.

3. Fast eiendom

3.1 Definisjon og tilgjengelige instrumenter

Fast eiendom omtales gjerne som en del av såkalte ”alternative aktivklasser”, sammen med blant annet det ikke-børsnoterte aksjemarkedet. Denne aktivklassen har imidlertid lenge vært en del av institusjonelle investorers porteføljer. En bred definisjon av eiendom vil omfatte alle former for gjelds – eller egenkapitalfinansierte investeringer i bygninger eller tomtegrunn. Investeringene kan være direkte, eller indirekte i finansielle instrumenter med eksponering mot slik eiendom. De mest sentrale investeringsobjekter har vært kontorlokaler og kjøpesentra. Også produksjons – og lagerlokaler, større leilighetsbygg og enkelte spesialbygg har vært aktuelle eiendomsinvesteringer for institusjonelle investorer.

Institusjonelle investorer kan altså få eksponering mot fast eiendom via flere ulike instrumenter og markeder. Hovedalternativene er skissert i figur 6. Petroleumsfondet har allerede eksponering mot enkelte av disse segmentene, som vist i figuren.

Figur 6: Investeringsalternativer fast eiendom

		Finansieringsmetode	
		Egenkapital	Gjeld
Marked	Notert	I Petroleumsfondets investeringsunivers (og representert i referanseindeksen)	
	Unotert	Utenfor Petroleumsfondets investeringsunivers	

Gjeldssiden utgjøres av obligasjoner med pant i fast eiendom. Enkelte av de tilgjengelige instrumentene i det noterte obligasjonsmarkedet med sikkerhet i fast eiendom inngår i Petroleumsfondets referanseindeks fra og med 2002. Direkte utlån til kjøpere av fast eiendom, med pant i bygningen som kjøpes, er et eksempel på et gjeldsinstrument utenfor det noterte markedet. Direkte utlån vil ha en forventet meravkastning i forhold til obligasjoner i det noterte markedet på grunn av illikviditet. Avkastningen på obligasjoner utstedt av låntakere med høy kredittverdighet og med sikkerhet i fast eiendom, bør forventes å være høyt korrelert med det generelle obligasjonsmarkedet. I den videre beskrivelse av aktivklassen fokuseres det derfor på egenkapitalinstrumenter, som kan forventes å bidra med diversifikasjonsgevinster i porteføljen.

På egenkapitalsiden har aksjer utstedt av børsnoterte eiendomsselskaper utgjort en liten andel av Petroleumfondets markedsveide referanseindeks i hver region siden de første aksjeinvesteringene ble gjort i 1998. Innenfor unoterte investeringer går et viktig skille mellom direkte og indirekte investeringer. Ved direkte investeringer er man registrert som eier av den enkelte bygning. Dette har vært den tradisjonelle investeringsformen i egenkapitalinstrumenter eiendomsmarkedet for pensjonsfond, livselskaper og andre store institusjonelle investorer som har investert i eiendom i sitt hjemland. Indirekte (unoterte) investeringer kan være majoritets eller minoritetsposter i ikke-børsnoterte eiendomsselskaper, andeler av åpne eller lukkede fond som investerer i ulike deler av eiendomsmarkedet, eller partnerskap som har aktiv forvaltning av eiendom som sin forretningsidè.

For de aller fleste sluttinvestorer er indirekte investeringer i fast eiendom det mest realistiske alternativet for investeringer utenfor sitt eget hjemland. Det skyldes flere forhold:

- De færreste sluttinvestorer har en eiendomsportefølje utenfor sitt hjemmemarked som er stor nok til å sikre nødvendig diversifisering i markedet. Den utenlandske eiendomsporteføljen vil som regel kun utgjøre en liten del av samlet forvaltningskapital hos sluttinvestorene. Forvaltning og drift av eiendomsporteføljer er en langt mer arbeidsintensiv virksomhet enn finansiell forvaltning av verdipapirporteføljer. Realisering av stordriftsfordeler stiller krav til størrelse på eiendomsportefølje i hvert marked som de færreste sluttinvestorer kan oppfylle.
- Profesjonell forvaltning av eiendom fordrer spisskompetanse både om juridiske og økonomiske forhold, som er forskjellig fra marked til marked. Store markedsaktører i hvert land vil ha større mulighet til å rekruttere denne kompetansen enn en mindre internasjonal sluttinvestor.
- Selv om alle driftstjenester kjøpes eksternt, kan en intern forvaltningsorganisasjon med ansvar for internasjonale direkte investeringer bli uforholdsmessig stor.

Valg av noterte kontra unoterte indirekte investeringer kan påvirkes av skattehensyn. I enkelte land, som for eksempel Storbritannia, vil investorer som er unntatt skatteplikt pådra seg skattemessige ulemper ved å kjøpe aksjer i børsnoterte eiendomsselskaper. I andre land, først og fremst USA, er det tilgjengelig instrumenter også i det noterte markedet, som er like skatteeffektivt for investorer som er unntatt skatteplikt som unoterte alternativer.

3.2 Markedets størrelse

Markedsverdien på et bredt utvalg av børsnoterte eiendomsselskaper²¹, var på global basis i overkant av USD 384 milliarder ved utgangen av 2001. I Petroleumfondets referanseindeks (FTSE World) var eiendomsselskaper som representerer 32 % av denne markedsverdien representert.

Markedsverdien på børsnoterte eiendomsselskaper representerer imidlertid kun en del av samlet investert egenkapital i fast eiendom. I USA anslås det at det unoterte markedet er nesten 4 ganger så stort som det noterte markedet²². Det kan anslås det at tilsvarende

²¹ Global Property Research (GPR) General Index

²² Kilde: Investment Property & Real Estate Capital Market report/ Journal of Portfolio Management (høsten

forholdstall er enda større i unoterte markeders favør utenfor USA. Det institusjonelle eiendomsmarkedet er altså kjennetegnet ved at kun en mindre andel av markedet er tilgjengelig via investeringer i børsnoterte bedrifter. Det må imidlertid tas høyde for at bedriftenes eiendomsmasse inngår i markedets verdisetning av aksjekursen i alle sektorer, også utenom eiendomsselskapene.

3.3 Avkastning og risiko

Avkastningen på egenkapitalinvesteringer i fast eiendom kommer fra to kilder:

- netto leieinntekter (som er faktiske kontantstrømmer på samme måte som dividende på aksjer eller kuponginntekter på obligasjoner)
- verdiendringer på eiendommene (som er et urealisert avkastningselement så lenge eiendommen beholdes)

Den relative betydning av disse to elementene vil variere mellom forskjellige eiendommer og eiendomsforvaltere, alt etter forvalternes forretningsstrategi. Verdistigning eller verdifall kan ha betydelig innflytelse på bokført avkastning på alle typer eiendomsinvestering over en viss periode. Ved investering i lokaler med sentral beliggenhet, langsiktige leiekontrakter og høy utleiegrad, vil en likevel forvente at netto leieinntekter over tid er viktigere for totalavkastningen enn verdistigningen. Dersom leieinntektene er indeksert mot endringer i prisnivået, og reforhandling av kontrakter er spredt ut over tid, vil volatiliteten til realavkastningen som stammer fra leieinntektene være begrenset. Kontantstrømmene fra en slik eiendom vil kunne ha mye til felles med kontantstrømmene til en langsiktig inflasjonssikret obligasjon. Motstykket til en relativ sikker realavkastning hvert år med begrenset volatilitet, er imidlertid at forventet realavkastning neppe er vesentlig høyere enn hva man oppnår i obligasjonsmarkedet.

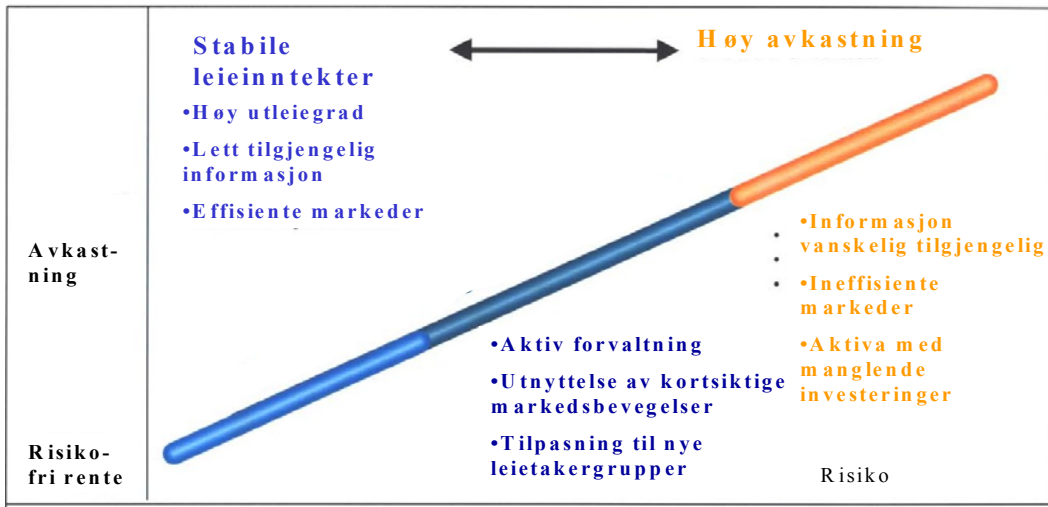
Verdistigningen vil forventes å være viktigere ved investeringer i prosjekter hvor eier søker å utnytte spesielle informasjonsfortrinn eller unik kompetanse gjennom aktiv forvaltning, og har en begrenset (a priori) investeringshorisont. Leieinntekter vil utgjøre en begrenset andel av hvert prosjekts avkastning, mens verdistigning på eiendommene mellom kjøps – og salgstidspunkt er avgjørende for resultatet. Forventet avkastning på det enkelte prosjekt er høyt, men risikoen (volatiliteten) vil også være høyere enn hva som er tilfelle ved langsiktige investeringer i standardlokaler med sentral beliggenhet. Betydelig innslag av gjeldsfinansiering øker også risikoen. Hensynet til å sikre realavkastningen over en kortere periode, og til å oppnå relativt sikre diversifikasjonsgevinster mot aksjer og nominelle obligasjoner, må derfor veies mot ønsket om høyest mulig forventet avkastning.

Denne avveiningen mellom avkastning og risiko, og resulterende fokus for forvaltningen, er illustrert i figur 7²³.

Figur 7: Avkastnings/risikoprofil, fast eiendom

2001)

²³ Kilde: LaSalle Investment Management/Norges Bank



Institusjonelle investorer har oftest begrunnet innlemmingen av fast eiendom i porteføljen ved at det bidrar til å sikre realavkastningen (lav realavkastningsvolatilitet) og/eller diversifikasjonsgevinster i forhold til aksjer og nominelle obligasjoner. Disse hensynene blir sikrest ivaretatt i langsiktige investeringer, hvor leieinntektene er viktigst for totalavkastningen.

De lengste avkastningsseriene for investeringer i fast eiendom finnes i USA og Storbritannia. I tabell 4 er nøkkeltall for langsiktig avkastning og volatilitet i aksjemarkedene, obligasjonsmarkedene og eiendomsmarkedene i disse to landene oppgitt. For volatilitet er oppgitt annualiserte tall for investeringshorisoner på både 1 år og 3 år, jfr. drøftelse av svakheter ved måling av avkastning over kortere perioder i eiendomsmarkedet nedenfor. Avkastningstallene kan ikke benyttes som anslag på framtidig avkastning i aktivaklassene. Perioden er preget både av at obligasjonsrentene har falt sterkere enn inflasjonen, særlig i Storbritannia, og av den ekstraordinært høye avkastningen i aksjemarkedene i 2. halvdel av 90-tallet. Dersom avkastningstallene i tabell 4 justeres for det trendmessige rentefallet, ville obligasjonsavkastningen over perioden som helhet vært omlag 2 %-poeng lavere i Storbritannia.

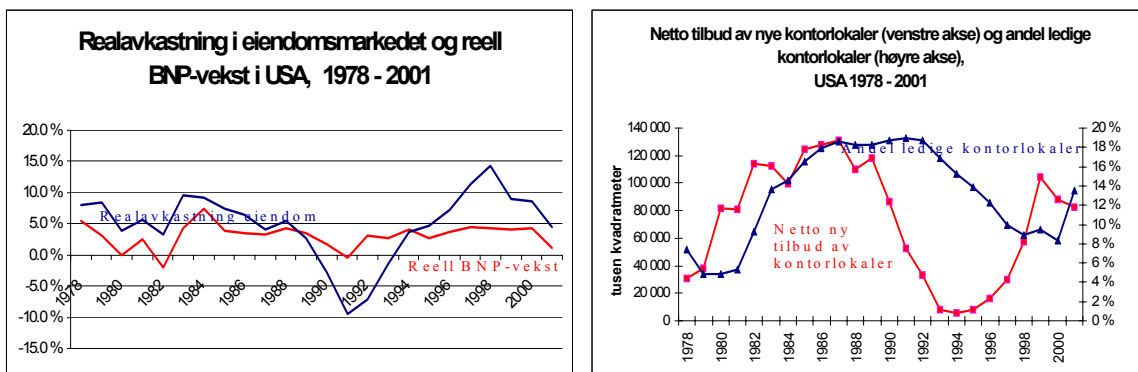
Tabell 4 gjengir også hvor mange enkeltår de enkelte aktivaklasser har gitt negativ realavkastning, og hva gjennomsnittlig negativ realavkastning har vært disse årene ("average shortfall"). Antall år hvor negativ realavkastning inntraff samtidig i henholdsvis aksje – og eiendomsmarkedet, eller i obligasjons – og eiendomsmarkedet, vises også.

Tabell 4: Realavkastning og volatilitet USA og Storbritannia, 1978 (1981) – 2001

	U S A 1 9 7 8 - 2 0 0 1			S t o r b r i t a n n i a 1 9 8 1 - 2 0 0 1		
	A k s j e r	O b l i g a - s j o n e r	E i e n - d o m	A k s j e r	O b l i g a - s j o n e r	E i e n - d o m
G j e n n o m s n i t t l i g r e a l a v k a s t n i n g	9,9 %	4,5 %	4,8 %	10,6 %	7,0 %	5,5 %
1 å r s h o r i s o n t V o l a t i l i t e t	14,6 %	8,3 %	5,4 %	13,8 %	11,4 %	8,9 %
A n n . 3 å r s h o r i s o n t	18,2 %	10,9 %	9,5 %	15,4 %	7,7 %	14,9 %
A n t a l l å r m e d n e g a t i v r e a l a v k a s t n i n g	6	7	4	4	5	3
A n t a l l å r m e d n e g a t i v r e a l a v k a s t n i n g i a k s j e r / e i e n d o m e l l e r o b l i g a s j o n e r / e i e n d o m s a m t i d i g	1	1		1	1	
G j . s n i t t n e g a t i v r e a l a v k a s t n i n g	-8,5 %	-5,1 %	-5,1 %	-12,1 %	-4,4 %	-9,2 %

- For både USA og Storbritannias del er år med negativ realavkastning i eiendomsmarkedet konsentrert omkring perioden 1990-93. Dette var en periode hvor kombinasjonen av kraftig kapasitetsoppbygging over lengre tid i eiendomsmarkedet falt sammen med lav/negativ vekst i økonomien. Reaksjonen i eiendomsmarkedet var vesentlig forskjellig enn tidlig på 80-tallet i begge markeder, da også BNP-veksten var lav og tildels negativ. Dette er illustrert i figur 8a, som sammenligner den årlige realavkastningen i eiendomsmarkedet i USA i perioden 1978-2001 med realveksten i BNP. I figur 8b vises det årlige netto tilbudet av nye kontorlokaler i USA i samme periode, og andelen ledige kontorlokaler. Den sterke forskjellen i markedsavkastningen i perioden 1990-93 sammenlignet med situasjonen 10 år tilbake har åpenbart sammenheng med ulik situasjon på tilbudssiden i eiendomsmarkedet på de to tidspunktene.

Figur 8: Eiendomsmarkedet og realøkonomisk utvikling, USA 1978 - 2001



Kilder: NCREIF, OECD

Kilder: LaSalle Investment Management /
Torto Wheaton Research

Det er velkjent at avkastningsindekser for det unoterte eiendomsmarkedet undervurderer kortsiktig volatilitet. Særlig gjelder dette de indekser som benyttes i USA. Dette har sammenheng med hvordan markedsverdier på eiendommer som ikke er omsatt anslås, og når slike anslag får konsekvenser for indeksverdiene. Den empiriske korrelasjon som fremkommer når man benytter eiendomsindekser med korte intervaller, vil derfor også overvurdere de faktiske diversifikasjonsgevinstene. Kursvolatiliteten på børsnoterte eiendomsselskaper er en alternativ kilde for å anslå risiko på eiendom og samvariasjon med andre finansielle markeder. Denne volatiliteten er typisk betydelig høyere enn hva indekser for det unoterte markedet indikerer²⁴. I USA er indekser for børsnoterte eiendomsselskaper så diversifisert, at indeksene er mindre sårbare for selskapsspesifikke hendelser. Særlig i 2. halvdel av 1990-tallet har antall selskaper, og markedsverdien på dem økt (ut over hva som følger av børsoppgangen i perioden). Empiriske analyser gjort i dette markedet indikerer at det i denne perioden har vært lav korrelasjon mellom andre finansielle markeder og det noterte eiendomsmarkedet. Andre undersøkelser konkluderer med at noterte og unoterte eiendomsmarkeder har samme langsiktige forventede avkastning, selv om det kan synes som om samvariasjonen mellom indekser som følger det noterte og det unoterte markedet er begrenset når kortere tidsperioder legges til grunn.

Avkastningstillene for unoterte markeder som er referert overfor, tar ikke hensyn til forskjeller i transaksjonskostnader eller forvaltningskostnader mellom aktivaklassene. Direkte investeringer i eiendom vil medføre både høyere årlige forvaltningskostnader og betydelig høyere transaksjonskostnader enn hva som er tilfelle ved omsetning av aksjer og obligasjoner. Jo hyppigere transaksjoner forekommer, jo større effekt vil dette ha på avkastningen. Enkelte studier indikerer at eiendom forsvarer sin plass i en portefølje først og fremst på grunn av diversifikasjonsgevinster, ikke på grunn av avkastning, når man tar hensyn til transaksjons – og forvaltningskostnader²⁵.

3.4 Forvaltningsmodell

De betydelige operative utfordringer som er knyttet til å investere direkte i eiendom, tilsier at eventuelle investeringer begrenses til indirekte investeringsalternativer, som fondsandeler, deltagelse i partnerskap, eller kjøp av eierposter i unoterte eller noterte eiendomsselskaper. Siden kun en mindre del av det institusjonelle eiendomsmarkedet eies av børsnoterte eiendomsselskaper, kan ikke indirekte investeringer begrenses til kun børsnoterte eiendomsaksjer. Ulik skattemessig behandling av noterte og unoterte instrumenter i flere land tilsier også fleksibilitet i valget av instrumenter.

Det bør foretas en grundigere vurdering av tilgjengelige instrumenter, likviditet og transaksjonskostnader i de største eiendomsmarkedene før en nærmere vurdering kan gjøres både av mulig omfang på, og operative konsekvenser av (indirekte) investeringer i fast eiendom.

²⁴ Også volatilitet på kursen til børsnoterte eiendomsselskaper gir feilkilder når de benyttes som anslag på hva ”virkelig” volatilitet i eiendomsmarkedet er. Disse kursene vil delvis påvirkes av volatiliteten i aksjemarkedet generelt. Systematiske forskjeller mellom det børsnoterte segmentet og data for det unoterte segmentet hva angår grad av gjeldsfinansiering, gir også opphav til forskjeller i volatilitet.

²⁵ Chua (1999): The role of International Real Estate in Global Mixed-Asset Investment Portfolios, Journal of Real Estate Portfolio Management, vol5. No.2, 1999