

Finansdepartementet
Økonomiavdelingen
Postboks 8008 Dep
0030 Oslo

Deres ref.

Vår ref.
SSK/HEi/SAB 171006

Oslo
20. oktober 2006

Råd om investeringsstrategi for Statens pensjonsfond - Utland

1. Innledning

Norges Bank har vurdert den langsiktige investeringsstrategien til Statens pensjonsfond – Utland (SPU). Analysen er dokumentert i egne rapporter som blir gjort tilgjengelige for Finansdepartementet. Utgangspunktet for gjennomgangen er at fondet er blitt svært stort og med høy sannsynlighet vil fortsette å vokse raskt. Fondet er tenkt som et permanent fond der bare gjennomsnittlig realavkastning skal brukes. Dette gir en uvanlig lang horisont for investeringene. For et slikt fond er det viktig at investeringene samlet er trygge på lang sikt, mens likviditeten til investeringene er mindre viktig. I tilnærmet effisiente markeder vil svak likviditet henge sammen med en forventet avkastning som er høyere enn det en kan oppnå med mer likvide investeringer. Formålet med SPU tilsier at en prøver å dra fordel av dette.

SPU er nå utelukkende investert i markeder med forholdsvis god likviditet. Over tid bør aktivasammensetningen vris med større vekt på illikvide investeringer med likviditetspremie. Markedenes størrelse setter grenser for hvor raskt det er fornuftig å gå fram. Men det er rimelig å begynne på bevegelsen bort fra bare likvide markeder.

Referanseporteføljen består i dag av noterte aksjer i 27 land og av obligasjoner med høy kredittrating i 11 valutaer. I det følgende ser vi først på spørsmålet om investeringsstrategien bør omfatte flere aktivaklasser, som vil bety større vekt på illikvide investeringer:

- investeringer i fast eiendom og infrastruktur
- investeringer i ikke-børsnoterte aksjer

Deretter ser vi på mulige endringer innenfor de to aktivaklassene der fondet allerede er investert. Følgende temaer blir tatt opp:

- aksjeandelen i referanseporteføljen
- regionvektene i aksje- og rentereferansen
- investeringer i aksjer i små og mellomstore bedrifter
- investeringer i obligasjoner med høy kredittrisiko

Spørsmålet om nye land i aksjereferansen eller nye valutaer i rentereferansen vil ikke bli behandlet i dette brevet.

2. Nye aktivaklasser

Aktivaallokeringen i Statens pensjonsfond - Utland avviker betydelig fra allokeringen i store pensjonsfond og andre reservefond, og særlig på to områder¹:

- SPU har en klart høyere andel obligasjoner.
- SPU har ikke investeringer i unoterte markeder som fast eiendom, infrastruktur og ikke-børsnoterte aksjer, eller i andre alternative aktivaklasser.

Fordelingen mellom aksjer og obligasjoner er for tiden til vurdering i departementet.

Investeringer i unoterte markeder ble senest drøftet i St. meld. nr. 1 (2003-04)

Nasjonalbudsjettet 2004, hvor departementet konkluderte med at fondets investeringsunivers inntil videre skulle begrenses til børsnoterte aksjer og obligasjoner.

Markedene for unoterte investeringer har vært i klar vekst de senere årene. SPU står som en langsiktig investor i en bedre posisjon enn mange andre institusjonelle investorer til å kunne akseptere høy grad av illikviditet på deler av investeringene, dersom dette motsvares av høyere forventet avkastning eller bedre diversifisering av totalporteføljen.

Eiendom og infrastruktur

Eiendom inngår som regel som separat aktivaklasse i porteføljen til store pensjonsfond og reservefond. Selskapet CEM Benchmarking Inc. gjennomfører årlig en analyse av forvaltningskostnadene til SPU. I den siste analysen framkommer det at gjennomsnittlig andel plassert i eiendom utenom børsnoterte eiendomsaksjer i 2005 var 4,5 prosent blant de store pensjonsfondene i USA, Canada og Nederland som SPUs forvaltningskostnader best kan sammenlignes med. Legges børsnoterte eiendomsaksjer til, var gjennomsnittlig andel i underkant av 7 prosent i den samme gruppen. Europas største pensjonsfond, nederlandske ABP, hadde ved utgangen av 2005 11 prosent av sin portefølje plassert i eiendom, mens det største amerikanske pensjonsfondet CalPERS hadde 7 prosent.

Eksponering mot eiendom kan i prinsippet oppnås både gjennom egenkapital – og gjeldsinstrumenter. Når en separat allokering til eiendom vurderes, bør imidlertid det begrenses til egenkapitalinstrumenter. Det er slik fondet kan realisere diversifikasjonsgevinster i porteføljen, som er et viktig argument for en eventuell separat allokering.

Selv om SPU i dag ikke har en separat allokering til eiendom, er fondet eksponert mot eiendomsmarkedet gjennom investeringene i børsnoterte eiendomsaksjer, som inngår i fondets referanseportefølje. I underkant av 2 prosent av markedsverdien på fondets referanseportefølje for aksjer utgjøres av aksjer som indeksleverandøren FTSE har kategorisert som eiendomsaksjer. I tillegg vil mange av selskapene i fondets aksjeportefølje eie egne produksjons – og kontorlokaler, men betydningen av dette for aksjeporteføljens risikoprofil er vanskelig å fastslå. Markedet for børsnoterte eiendomsaksjer er økende, ikke minst siden stadig flere land åpner for skattetransparente investeringsselskaper i eiendomsmarkedet, såkalte REIT², rettet mot institusjonelle og private investorer. Men det unoterte markedet er mye større enn det noterte og vil trolig fortsette å være det i lang tid framover. Det vil være urealistisk for et så stort fond som SPU å bygge opp en rimelig andel i eiendom over tid uten å benytte seg av investeringer i det unoterte markedet. Slike investeringer vil kunne skje gjennom eiendomsfond, gjennom diskresjonære

¹ Det ses her bort fra forbudet mot investeringer i fondets hjemland, hvor det ikke vil være relevant å foreta sammenligninger med fond med helt andre formål enn SPU.

² Real Estate Investment Trusts. Disse selskapene vil betale ut utbytte til sine andelseiere som er skattefritt på selskapets hånd, men må samtidig forplikte seg til at en dominerende andel av samlede investeringer skal være i eiendom, og at en dominerende andel av netto leieinntekter til selskapet skal deles ut som utbytte til andelseierne.

forvaltningsmandater, eller gjennom ”joint ventures” eller andre former for strategisk samarbeid og sameierskap med lokale aktører i de enkelte markedene.

Eiendom kan forventes å gi en avkastning som i gjennomsnitt over lang tid ligger mellom vanlige aksjer og obligasjoner. I de tre markedene hvor man finner lengst avkastningshistorikk for institusjonelle investeringer i fast eiendom - USA, Storbritannia og Nederland - har eiendomsmarkedet generert en meravkastning mot obligasjoner på mellom 0,5 og 1,5 prosentpoeng fra midten av 1970-tallet fram til i dag³. Dette har vært en periode med historisk høy realavkastning på obligasjoner.

Indekser som måler historisk avkastning på unoterte eiendomsinvesteringer viser at risikoen målt ved årlig volatilitet bare ligger svakt høyere enn tilsvarende volatilitet på obligasjonsinvesteringer. Når slike beregninger justeres for kjente forhold som kunstig stabilitet i bakenforliggende verddivurderinger, og for økt risiko som følge av høy gjennomsnittlig gjeldsgrad i fondene, vil det være mer rimelig å anta at også volatiliteten på eiendom ligger omtrent midt mellom aksjer og obligasjoner.

Kilden til diversifikasjonsgevinster for fondet ved investeringer i fast eiendom vil ligge i at avkastningen på eiendom påvirkes av særskilte faktorer for dette markedet, eller at faktorer som påvirker avkastningen i alle kapitalmarkeder slår annerledes ut i eiendomsmarkedet enn i øvrige finansielle markeder. Dette vil gi opphav til lav korrelasjon mellom investeringer gjort i eiendomsmarkedene og i de øvrige kapitalmarkedene. Legges avkastningsserier basert på unoterte eiendomsindekser til grunn vil historisk korrelasjon mellom eiendom og aksjer/obligasjoner være svært lav. Men det kan reises innvendinger mot å sammenligne avkastning på tidsserier som er basert på ulike verddivurderingsprinsipper. Legges kortere tidsserier for noterte eiendomsaksjer til grunn har fortsatt eiendom gitt klare diversifikasjonsgevinster mot ordinære aksjer og obligasjoner, men ikke i så stor grad som indekser for unoterte eiendomsinvesteringer kan tyde på.

En annen viktig årsak til at fond som oftest har investeringer i eiendom er at slike investeringer gjerne forventes å gi en stabil realavkastning over tid, dvs. gi en god beskyttelse mot overraskende endringer i inflasjon. For fond som har eksplisitte forpliktelser som øker i takt med inflasjonen, vil kombinasjonen av inflasjonssikring og høyere avkastning enn inflasjonssikrede obligasjoner være verdifull. For SPU er dette ikke like viktig. Graden av inflasjonssikring vil uansett variere mellom markeder og prosjekter, og særegne tilbuds/etterspørselsforhold i eiendomsmarkedene vil også kunne begrense en slik effekt. Hensynet til inflasjonssikring bør derfor ikke tillegges stor vekt ved vurderingen av en separat allokering til eiendom.

Forvaltningskostnadene vil være vesentlig høyere ved investeringer i eiendomsmarkedet enn ved forvaltning i noterte markeder. CEMs kostnadsrapport for 2005 viser at fondene som inngår gruppen av sammenlignbare fond i gjennomsnitt hadde en forvaltningskostnad for unotert, eksternt forvaltet eiendom på i underkant av 100 basispunkter.

Investeringer i infrastrukturprosjekter som elektrisitet og vannforsyning, bompengefinansierte veier, flyplasser og telekommunikasjon har tradisjonelt vært et begrenset marked for institusjonelle investorer. Økende deltagelse og finansiering fra privat sektor de senere år har imidlertid gjort slike investeringer interessante også for langsiktige finansielle investorer.

³ Kilder for eiendomsavkastning: NCREIF USA, IPD UK og Nederland, Hordijk (2004) Nederland 1977-94. Avkastningstallene for eiendom viser direkteavkastningen i eiendomsmarkedet, dvs. med en antatt egenkapitalandel på 100 %.

Tilsvarende som for investeringer i tradisjonell fast eiendom vil investorer forvente en realavkastning som ligger mellom aksjer og obligasjoner, til en volatilitet som er klart lavere enn aksjer, og med klare diversifikasjonsgevinster mot disse aktivaklassene. En klar forskjell fra eiendomsinvesteringer er at offentlig sektor gjerne vil være en deltakende part som bestiller, kontraktsmotpart og/eller reguleringsmyndighet i infrastrukturprosjekter.

I overskuelig framtid er det neppe praktisk mulig å oppnå høyere eksponering mot eiendom og infrastruktur enn det som svarer til om lag 10 prosent av totalporteføljen i SPU. Modellanalyser som bygger på de forutsetninger det er gjort rede for ovenfor, og i mer detalj i den fullstendige markedsanalysen, bekrefter at en slik allokering vil gi tydelige diversifiseringsgevinster. Dersom allokeringen motsvares av mindre allokering til renteinvesteringer vil den forventede avkastningen på porteføljen øke, selv når det tas hensyn til høyere forvaltningskostnader. Det vil imidlertid ta tid å bygge opp en slik eksponering. Dette er diskutert i det fullstendige analysenotatet.

Norges Bank vil anbefale at det på bakgrunn av den sannsynlige likviditetspremien og de sannsynlige diversifikasjonsgevinstene ved investeringer i fast eiendom og infrastruktur settes et langsiktig strategisk mål om at Statens pensjonsfond - Utland skal ha en andel på inntil 10 prosent investert i denne aktivaklassen. Oppbyggingen av en portefølje må forutsettes å skje gradvis over en periode på flere år.

Før et slikt aktivitetsområde kan startes opp må det defineres et nærmere investeringsmandat som spesifiserer avkastningskrav, risikorammer og rapporteringskrav.

Ikke-børsnoterte aksjer

Også ikke-børsnoterte aksjer er en vanlig aktivaklasse blant andre store institusjonelle investorer. Ikke-børsnoterte aksjer inkluderer investeringer både i rene aksjeinstrumenter og i hybride aksjeinstrumenter som for eksempel underordnet, konvertibel gjeld. SPUs sammenligningsgruppe i CEM-rapporten for 2005 hadde i gjennomsnitt investert nesten seks prosent av sine aktiva i ikke-børsnoterte aksjer ved utgangen av dette året.

Investeringer i ikke-børsnoterte aksjer motiveres som regel ut fra et mål om å oppnå høyere avkastning enn hva det noterte aksjemarkedet gir, målt over en lengre periode. Gjennom aktiv utvikling av selskaper i oppstartsfasen ("venture") eller gjennom oppkjøp og restrukturering av allerede etablerte bedrifter ("buy out") søker de ledende partnere i fond som investerer i ikke-børsnoterte aksjer å oppnå en avkastning som er vesentlig høyere enn hva det børsnoterte markedet kan forventes å gi på lengre sikt. Denne meravkastningen vil så deles mellom partnerne og de øvrige investorene i de fondene som reises for investeringsformål. Typisk vil investorer i slike fond kreve eller forvente at investeringene skal gi 3 – 5 prosentpoeng høyere avkastning enn hva det børsnoterte markedet gir (netto til investor, dvs. etter å ha tatt hensyn til honorarer betalt til de ledende partnere i fondene).

Det er imidlertid usikkert om den gjennomsnittlige investor i dette markedet faktisk har oppnådd en meravkastning mot børsnoterte aksjer i det hele tatt. Ulike undersøkelser av historisk avkastning både i USA og Europa har avvikende konklusjoner på dette punktet. Det synes å være enighet om at den gjennomsnittlige investor i hvert fall ikke har oppnådd en avkastning etter kostnader lik avkastningen på børsnoterte aksjer pluss en margin på 3 – 5 prosentpoeng. Samtidig er spredningen i avkastningen svært stor. I USA viser avkastningstall fra analyseselskapet Cambridge Associates at blant alle de fond som har spesialisert seg på

såkalte ”buy out⁴” strategier i perioden 1986-2000 har forvaltere med avkastning i øvre kvartil oppnådd 6 – 9 prosentpoeng mer enn hva median forvalteren har oppnådd. Forskjellene er enda større i segmentet for investeringer i bedrifter i oppstartsfasen. Det er også klare tegn til persistens i disse tallene, dvs. at forvaltere med gode resultater har en tendens til å oppnå gode avkastningstall på etterfølgende investeringer eller fond.

Som tilfellet er for unoterte investeringer generelt vil kortsiktige avkastningstall for ikke-børsnoterte aksjer påvirkes sterkt av verdivurderingene av underliggende investeringer. Slike vurderinger er alltid usikre, og de kan være klart forskjellig fra et reelt anslag på markedspris. Det gjør at beregninger av volatilitet og korrelasjoner med andre aktivaklasser også blir svært usikre. Generelt må det forventes at det børsnoterte og det unoterte aksjemarkedet er høyt korrelert. Diversifikasjonsgevinster kan derfor ikke være et sterkt argument for investeringer i ikke-børsnoterte aksjer.

Hovedinstrumentet for investeringer i ikke-børsnoterte aksjer er investeringer i fond, som så investerer direkte i enkeltelskaper, og som er aktivt involvert i hvert enkelt selskap i porteføljen. Et slikt fond vil i gjennomsnitt ha en forventet levetid på rundt 10 år, men mange av fondets investeringer vil være realisert lenge før fondet avsluttes. Primærinvesteringer er det absolutt vanligste, dvs. investeringer som gjøres med midler det enkelte fond reiser i markedet. Det er også et mindre marked for sekundærinvesteringer, dvs. kjøp av andeler fra andre investorer i allerede etablerte fond. Direkte investeringer kan forekomme, men da gjennom ko-investeringer med et fond eller en annen institusjonell investor som har spesialkompetanse på direkte investeringer.

Forvaltningskostnadene må forventes å være klart høyere for ikke-børsnoterte aksjer enn for børsnoterte. CEMs rapport for forvaltningskostnadene i 2005 i fond som er definert som SPUs sammenligningsgruppe viser en gjennomsnittskostnad på vel 120 basispunkter av forpliktet kapital, og i underkant av 240 basispunkter av investert kapital.

Finansdepartementet viste i Nasjonalbudsjettet 2004 til at det var usikkert om investeringer i ikke-børsnoterte aksjer ville gi noen meravkastning mot det noterte segmentet. Avkastningstall fra store investorer og fra brede avkastningsanalyser viser at de investorer som lykkes i å identifisere gode forvaltere i forkant kan oppnå en meravkastning som det vil være svært krevende å realisere i samme størrelse gjennom aktiv forvaltning i det noterte markedet. Samtidig tyder analysene også på at en gjennomsnittlig investor ikke har oppnådd denne meravkastningen.

Norges Bank vil anbefale at det settes et strategisk mål om at inntil 5 % av Statens pensjonsfond – Utland kan investeres i ikke-børsnoterte aksjer, inklusive investeringer i fond som eier hybride aksjeinstrumenter. Oppbyggingen av en portefølje bør skje gradvis over en periode på flere år, og det strategiske målet bør etter noen år vurderes på nytt på bakgrunn av en evaluering av den forvaltningsorganisasjonen som da er bygget opp.

Hovedargumentet for dette forslaget er at investeringer i denne aktivaklassen foretatt av en kompetent investeringsorganisasjon kan gi en signifikant meravkastning. I den videre utvikling av forvaltningsstrategien for SPU bør det legges vekt på å lete etter flere og uavhengige muligheter til meravkastning. Investeringer i ikke-børsnoterte aksjer er en slik mulighet.

⁴ De to hovedgruppene av fond som investerer i ikke-børsnoterte aksjer er henholdsvis investeringer i bedrifter i oppstartsfasen (”venture”) og investeringer i etablerte bedrifter som kjøpes opp, refinansieres og restruktureres (”buy out”)

Før slike investeringer kan startes opp i noe omfang må det etableres et investeringsmandat som også adresserer spørsmålene om resultatforventninger, risikostyring og rapportering. Det kan imidlertid være ønskelig å tillate noen instrumenter i grenselandet mot noterte markeder forholdsvis raskt, både for å øke inntjeningen i forvaltningen og for å utvikle kompetansen i forvaltningsorganisasjonen. Det er allerede adgang til å beholde posisjoner i aksjer en tid etter at de er tatt av godkjente markedsplasser. En aktuell utvidelse er adgang til å kunne kjøpe eierandeler i selskaper som med rimelighet kan forventes å bli notert i overskuelig framtid.

Som et kortsiktig tiltak vil Norges Bank anbefale at investeringsuniverset for Statens pensjonsfond - Utland utvides slik at det blir tillatt å eie aksjer som er det er grunn til å tro vil bli notert på en godkjent børs i løpet av de neste 12 til 24 månedene.

Videre prosess for investeringer i unoterte markeder

Norges Bank vil peke på at investeringer i unoterte markeder reiser spørsmål både av investeringsfaglig og organisatorisk art. Ovenfor har vi ut fra investeringsfaglige vurderinger anbefalt investeringer i unoterte markeder, og vi har foreslått hvilken langsiktig allokering det kan være rimelig å sikte mot.

Investeringer i unoterte aksjer vil kreve en mindre tilpasning av fondets styringsstruktur. Det vil ikke være mulig eller formålstjenlig å definere et mandat for investeringer i unoterte markeder i form av en referanseportefølje og ramme for relativ volatilitet. Det vil heller ikke være mulig å måle avkastning løpende basert på markedspriser for underliggende aktiva, slik som tilfellet er for obligasjoner og børsnoterte aksjer. Avkastningen vil kunne estimeres jevnlig basert på verddivurderinger av underliggende aktiva, men slike avkastningstall vil være beheftet med usikkerhet. Dette er en usikkerhet som alle investorer i dette markedet må akseptere, og som det finnes praktiske tilpasninger til. Som regel vil man kun først etter flere år ha godt nok grunnlag i faktiske kontantstrømmer fra en konkret investering i unoterte markeder til å kunne sammenligne avkastningen med alternative plasseringer i samme periode.

Dette hindrer ikke at for eksempel store pensjonsfond vanligvis plasserer en andel av porteføljen i unoterte markeder. Det bør heller ikke være noen hindring for at SPU investerer i disse markedene. Men som i andre fond vil det være behov for å etablere separate investeringsmandater som spesifiserer hvordan risikorammer, rapporteringskrav og oppfølging av forvaltningen skal utformes, gitt de begrensninger som er beskrevet overfor.

Norges Banks hovedstyre er i ferd med å vurdere hvordan banken eventuelt kan utvide sin forvaltningsvirksomhet til nye aktivaklasser. Siktemålet er å kunne gi Finansdepartementet en nærmere redegjørelse for hvordan Norges Bank kan forvalte SPUs investeringer i unoterte aktivaklasser.

3. Eksisterende aktivklasser

Aksjeandelen

Norges Bank har i brev av 10. februar i 2006 anbefalt at departementet øker aksjeandelen i referanseporteføljen for Statens pensjonsfond - Utland. I den oppdaterte analysen vi nå har gjennomført bekreftes de resultater som lå til grunn for anbefalingen: En høyere aksjeandel vil øke både forventet avkastning og volatiliteten i avkastningen. Bytteforholdet mellom forventet avkastning og volatilitet framtrer som attraktivt på lang sikt. Risikoen for negativ akkumulert realavkastning øker noe, men det er høy sannsynlighet for at økt aksjeandel vil være lønnsom. Dersom vi ser på en betinget sannsynlighetsfordeling finner vi at det forventede tapet, gitt at økt aksjeandel ikke viser seg å bli lønnsom, er forholdsvis beskjedent.

Regionvektene i aksje- og rentereferansene

Norges Bank anbefalte i brev av 22. august 2005 at regionvekten til Asia/Oseania ble redusert i rentereferansen og økt i aksjereferansen. Disse endringene er nå gjennomført.

Med utgangspunkt i de nye regionvektene har vi på nytt sett på virkningene av endringer i regionvektene både for aksje- og rentereferansen. Vi ser ikke vesentlig annerledes på korrelasjonsmønstrene i markedene enn tidligere, og finner ingen potensielle endringer som gir klare forbedringer i porteføljeegenskapene.

Aksjer i små bedrifter

Aksjer fra selskaper med lav markedsverdi ("small cap") inngår i investeringsuniverset til SPU, men ikke i fondets referanseportefølje. Norges Bank ga i brev datert 1. april 2003 råd om å inkludere aksjer fra små selskaper i referanseporteføljen. Hovedbegrunnelsen var at en slik utvidelse gav en bredere representasjon av investeringsuniverset, og at fondets størrelse og vekst tilsa at fondet burde være bredt investert. I Nasjonalbudsjettet 2004 konkluderte departementet med å videreføre referanseporteføljen bestående av store og mellomstore selskaper ("large/mid cap"). Departementet pekte på at det var usikkert hvorvidt det var en positiv målbar effekt for forventet avkastning og risiko ved å inkludere små selskaper i referanseporteføljen. Departementet så det videre som en fordel å avvete behandlingen av spørsmålet om etiske retningslinjer før det ble vurdert å utvide antall aksjer i referanseporteføljen.

Aksjer i små selskaper utgjør fra 11 prosent til 15 prosent av markedsverdien til de store og mellomstore selskaper som nå inngår i referanseporteføljen i de tre regionene Amerika, Europa og Asia/Oseania. Dette er det største enkeltsegmentet innenfor de noterte markedene som ikke inngår i dagens referanseportefølje. Tabell 1 viser antall selskaper og markedsverdi til henholdsvis large/mid cap og small cap segmentene i de regionale FTSE-indeksene ved utgangen av august 2006, for de land som inngår i dagens referanseportefølje for SPU.

Et gjennomsnittlig small cap selskap i Amerika og Europa har en markedsverdi på USD 1 – 1,1 milliard (om lag NOK 7 mrd), mens gjennomsnittsverdien i Asia/Oseania er klart lavere, på USD 300 - 400 millioner. Til sammenligning kan vi se på de minste selskapene som allerede er med i referanseporteføljen: Gjennomsnittsverdien av large/mid cap selskaper i New Zealand var på USD 1,2 milliarder. Vi kan også sammenligne med de mest likvide aksjene omsatt på Oslo Børs (OBX) som ved utgangen av august 2006 i gjennomsnitt hadde en markedsverdi på omlag NOK 47 mrd (USD 7,1 mrd), og med aksjer med middels likviditet ved samme børs (OB Match) som i gjennomsnitt hadde en markedsverdi på om lag NOK 2,5

mrd (USD 0,4 mrd). Selskapene som inngår i "small cap" segmentet i FTSE-indeksen er altså ikke nødvendigvis små i norsk målestokk.

Tabell 1: Nøkkeltall FTSE Global Equity Index Series, august 2006

Region/Indeks	Antall aksjer i indeks	Indeks markedsverdi (MV) (mrd USD)	Gjennomsnitt MV pr selskap (mrd USD)
Amerika large/mid	866	14293	16,50
Amerika small	1952	2202	1,13
Europa large/mid	484	8247	17,04
Europa small	971	1032	1,06
Asia/Oseania large/mid	1006	4658	4,63
Asia/Oseania small	1561	546	0,35

Tidsserier fra det amerikanske og britiske aksjemarkedet viser at investeringer i small cap aksjer har gitt en noe høyere avkastning enn investeringer i large cap⁵, målt over hele perioden der data er tilgjengelige (siden 1926 i USA og siden 1955 i Storbritannia). Men small cap premien har variert mye, og den har også vært negativ over lengre perioder, som tabell 2 illustrerer.

Tabell 2: Small cap premien (annualisert) i ulike perioder i USA, UK og Japan

Periode	USA	UK	Japan
1974 - 79	10,4 %		
1980 - 89	- 5,7 %	(fra 4kv 1985) 1,6 %	2,1 %
1990 - 99	-9,8 %	-4,9 %	-6,9 %
2000 – 2006 1h	11,4 %	3,5 %	11,6 %

Kilder: S&P (USA), FTSE (UK), Barra/Nikko (Japan)

I de såkalte flerfaktormodellene, slik de er utviklet av Eugene Fama og Kenneth French⁶, er størrelsen på selskapene en av flere risikofaktorer som benyttes for å forklare avkastningen på enkeltaksjer. I følge denne teorien er aksjer fra små selskaper mer risikable enn aksjer fra større selskaper, noe som motsvares av høyere forventet avkastning. En vanlig forklaring på at aksjer fra små selskaper skal være mer risikable enn andre aksjer, er at små selskaper i gjennomsnitt lettere kommer i finansielle vanskeligheter i tider med svak økonomisk utvikling i samfunnet generelt. Investorer vil derfor kunne tape kapitalen i perioder hvor de har mest behov for avkastning (når markedene generelt er svake). Skal investorene være villige til å eie slike aksjer må de kompenseres gjennom en ekstra risikopremie. Investorer med lavere behov for likviditet i slike situasjoner enn den gjennomsnittlige investor, slik som SPU, bør derfor være naturlige eiere av small cap aksjer. Denne forklaringen er omstridt i den akademiske litteraturen. De store (men varierende) avkastningsforskjellene over lengre tid mellom small cap aksjer og andre aksjer gir imidlertid støtte til å se på small cap premien som en selvstendig og priset risikofaktor i markedet.

Avkastningen på small cap aksjer er positivt korrelert med avkastningen på øvrige segmenter

⁵ Dimson, March and Staunton (2002), "Triumph of the optimists". Princeton Uni

⁶ Fama/French (1996): "Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies," *Journal of Finance*

Fama/French (1996): Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns," *Journal of Finance*

Fama/French (1993): Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds," *Journal of Financial Economics*

i aksjemarkedet. Korrelasjonen mellom small cap og large cap indeksene som ligger bak tallene i tabell 2 er i intervallet 0,75-0,85 ved bruk av kvartalsvise data og er fortsatt høy ved bruk av ikke-overlappende årlige data (i intervallet 0,66-0,78). Det trekkes i retning av at diversifikasjonsgevinsten ved å inkludere small cap aksjer i referanseindeksen er begrenset, men likevel positiv. Gevinsten er trolig større ved lengre vurderingshorisonter.

Norges Bank mener at de samme hensyn som lå bak anbefalingen i 2003 fortsatt taler for å inkludere aksjer fra små selskaper i referanseporteføljen. Små selskaper utgjør et betydelig markedssegment. Det er vanskelig å se hvorfor SPU som en stor og langsiktig investor skal ha en eksponering mot dette segmentet som er vesentlig lavere enn hva markedet har i gjennomsnitt. Det er også moderate diversifikasjonsgevinster forbundet med en slik inkludering. Ved å ta med små selskaper i referanseporteføljen kan en forvente høyere avkastning uten at volatiliteten i porteføljen øker vesentlig.

Det kan likevel reises enkelte motforestillinger mot å ta med small cap aksjer i referanseporteføljen:

For det første vil det være høyere transaksjonskostnader i dette segmentet enn hva som gjelder for øvrige aksjer, både ved etablering av porteføljen og vedlikehold av den. Dersom hele small cap porteføljen skal etableres i løpet av kort tid og finansieres ved salg av aksjer i store selskaper kan etableringskostnaden anslås til USD 153 millioner. Beregningene er gjort i StockFactsPRO kostnadsmodell og følger samme metodikk som Norges Bank benytter ved beregning av kostnadene ved innfasing av nye midler i SPU. Tabell 3 splitter dette anslaget på kjøp/salg og kommisjon/skatter og estimert markedspåvirkning.

Tabell 3: Kostnadsanslag kortsiktig tilpasning av portefølje til ny referanseindeks (millioner USD)

	Kommisjoner + skatter	Markedspåvirkning	Sum
Salg av store selskaper	7,1	17,3	24,4
Kjøp av små og mellomstore selskaper	17,8	110,4	128,2
Totalt	24,9	127,7	152,6

Dersom innfasingsperioden forlenges til ti måneder vil markedspåvirkningen bli betydelig mindre, og de totale transaksjonskostnadene kan da anslås til USD 62 milliarder. Ytterligere kostnadsreduksjon kan oppnås ved å benytte løpende tilflyt av kapital som allokeres til aksjer i henhold til rebalanseringsregimet eller å koordinere innfasingen av ny referanseportefølje med en økt aksjeandel. Kostnader forbundet med salg av aksjer i store selskaper vil da bli redusert. Innfasingsperioden for en ny referanseportefølje setter imidlertid store krav til koordinering av de mer enn 70 delporteføljene som samlet utgjør aksjeporteføljen i SPU, og det kan derfor være operative grunner til at innfasingen ikke bør strekke seg over for lang tid.

Kostnadene ved løpende indeksering av small cap porteføljen er høyere enn indekseringskostnadene ved dagens aksjereferanse. Det skyldes dels at kostnadene ved hver transaksjon er høyere, men særlig at det oftere skjer endringer i sammensetningen av indeksen. Det vil være et transaksjonsbehov som følge av at nye small cap selskaper kommer inn i FTSE-indeksen, som følge av at selskaper forsvinner fra small cap indeksene uten å gå over i mid/large cap segmentet, og som følge av utstedelse av nye aksjer og utbetaling av utbytte i small cap selskapene.

FTSEs small cap indeks har bare vært beregnet i tre år, og transaksjonsbehovet knyttet til endringer i sammensetningen av indeksen har variert mye over tid. Grunnlaget for å anslå transaksjonsbehovet framover er derfor tynt. Sammensetningen av small cap-indeksen

gjennomgås hvert kvartal. De siste fire kvartalene vi har tall for, fra juni 2005 til mars 2006, var det samlede transaksjonsbehovet som følge av indeksendringer i small cap segmentet i FTSE-indeksen på 23 prosent av markedsverdien. I tillegg kommer transaksjonsbehovet som følger av utstedelse av nye aksjer eller utbetaling av utbytte utenom de kvartalsvise gjennomgangene. Dette transaksjonsbehovet kan på usikkert grunnlag anslås til å utgjøre inntil 60 prosent av det totale transaksjonsbehovet.

Ut fra disse forutsetningene vil indekseringskostnadene for aksjeporteføljen øke fra om lag 3-4 basispunkter i året med dagens aksjereferanse til om lag 8-9 basispunkter dersom small cap segmentet tas med. Investorer vil normalt kreve at høye transaksjonskostnader kompenseres ved høyere brutto avkastning. Hvor realistisk dette er i markedet for små selskaper avhenger av hvor effektivt markedet faktisk fungerer.

En annen potensiell utfordring er eierskapsbegrensningen i SPU på fem prosent av utestående aksjekapital. I Europa er den gjennomsnittlige eierandelen i hvert selskap om lag 0,6 prosent i tredje kvartal 2006. I dagens porteføljeforvaltning kjøpes i all hovedsak samtlige aksjer i referanseporteføljen i de internt forvaltede indeksporføljerne. I den aktive forvaltningen virker eierskapsgrensen på fem prosent særlig hemmende for posisjoner i små og mellomstore bedrifter. En viktig strategi for meravkastning er å identifisere bedrifter med stort potensiale for lønnsomhet på et tidlig stadium i bedriftens utvikling, som typisk vil være små og mellomstore foretak. Dersom små selskaper kommer med i referanseporteføljen, vil forvalterne trolig ønske å øke sine beholdninger for å beholde størrelsen på de aktive posisjonene. Begrensningen på fem prosent eierandel kan gjøre dette vanskeligere.

En tredje utfordring er knyttet til utøvelse av eierrettighetene. Norges Bank har allerede tilgang til nødvendig informasjon om alle selskaper i FTSE-indeksen. Men antallet selskaper i porteføljen vil øke sterkt, og avhengig av ambisjonsnivået for stemmegivningen i små selskaper vil det være behov for økte ressurser internt i Norges Bank Investment Management (NBIM) til å følge opp den økte aktiviteten. Økningen i antall selskaper vil også kunne gjøre Finansdepartementets arbeid med å gjennomgå og eventuelt trekke ut selskaper fra porteføljen basert på de etiske retningslinjene mer omfattende.

Etter en avveining av argumentene for en utvidelse av referanseporteføljen mot økte operative utfordringer vil Norges Bank anbefale at referanseporteføljen for aksjeinvesteringer utvides med small cap segmentet i FTSE-indeksen.

Dette vil øke antall selskaper i referanseporteføljen fra om lag 2500 i dag til om lag 7000. Særlig i Asia og i de framvoksende markedene er mange av selskapene små. Et alternativ kunne derfor være å bare ta med small cap selskapene i de utviklede markedene i Europa og Nord-Amerika. Da ville antall selskaper bli om lag 5400.

Hovedbegrunnelsen for forslaget er at small cap aksjer er et stort markedssegment som er utelatt fra dagens referanseportefølje, og at en utvidelse av referansen vil gi en eksponering mot dette segmentet som er mer i samsvar med hva markedet har i gjennomsnitt. Dersom anbefalingen følges vil dekningen av aksjeuniverset representert i FTSE-indeksen stige fra om lag 85 til 96 prosent. Avstanden til 100 prosent skyldes at noen store markeder i Asia og Europa ikke er med i referanseporteføljen.

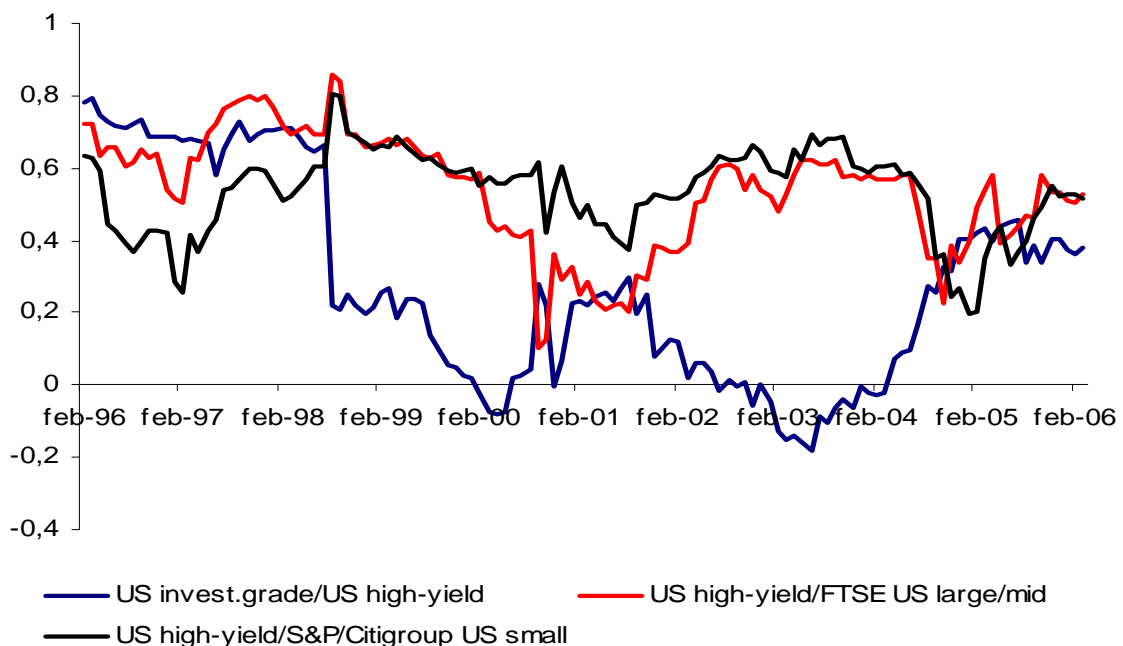
Obligasjoner med høy kredittrisiko

Obligasjoner med høy kredittrisiko som inngår i Lehman Global High Yield Index (LGHY), hadde ved utgangen av august 2006 en verdi tilsvarende om lag fire prosent av alle obligasjoner som inngår i Lehman Global Aggregate (LGA). Vel 60 prosent av obligasjonene i LGHY var utstedt i USD. Mens gjennomsnittsstørrelsen på hver obligasjon i LGA var på vel USD 2 milliarder, var gjennomsnittsstørrelsen på obligasjoner i LGHY vel USD 200 millioner. Dette var også vesentlig lavere enn gjennomsnittsstørrelsen på selskapsobligasjoner i Lehmans globale indeks for dette segmentet, som var om lag USD 600 millioner.

Data for avkastningen på obligasjoner med høy kredittrisiko er i USA tilgjengelig fra midten av 1980-tallet. Fram til i dag har avkastningen på dette segmentet vært om lag 6,5 prosentpoeng (annualisert) over avkastningen på stats – og selskapsobligasjoner. Dette er imidlertid ikke et rimelig anslag på forventet avkastningspremie på lang sikt. I samme periode har aksjemarkedet, målt ved utviklingen i S&P 500 gitt en meravkastning mot stats – og selskapsobligasjoner på over 10 prosentpoeng, som er mye høyere enn det er rimelig å vente framover. Risikopremien på obligasjoner med høy kredittrisiko, dvs. etter at forventede konkurskostnader er trukket fra, bør være litt lavere enn risikopremien for aksjer. Et rimelig anslag kan være i størrelsesorden 1-2 prosentpoeng utover avkastningen på ordinære selskapsobligasjoner.

Avkastningen på obligasjoner med høy kredittrisiko har de siste ti årene vært positivt korrelert med avkastningen på aksjer i det amerikanske markedet, og korrelasjonen har vært særlig høy for small cap aksjer. Korrelasjonen med aksjeavkastningen har vært høyere enn med avkastningen på ordinære selskapsobligasjoner med lav kredittrisiko. Figur 1 viser korrelasjoner beregnet på månedsdata i to års vinduer.

Figur 1: Korrelasjoner mellom avkastningen i det amerikanske high yield markedet på den ene siden og aksjer og ordinære selskapsobligasjoner på den andre siden. Månedsdata i to års vinduer.



Det er vanlig for store fond å ha en spesifikk allokering til obligasjoner med høy kredittrisiko. Både den forventede risikopremien og diversifikasjonsegenskapene til dette segmentet taler for en slik allokering.

På den annen side vil det være nesten umulig å replikere en markedsvektet referanseindeks, slik det gjøres både for aksjeporteføljens og obligasjonsporteføljens vedkommende i SPU. De obligasjonsindekser som benyttes for å måle avkastningen på high yield segmentet vil inneholde mange obligasjoner som ikke omsettes i markedet, i hvert fall ikke til priser i nærheten av de priser de inngår i obligasjonsindeksene med. Det er også grunner til å tro at prisingen i markedet kan være ineffisient, særlig for obligasjonene med aller høyest kredittrisiko. Et ytterligere problem ved en indekseringsstrategi er at risikoen målt ved historisk relativ volatilitet ikke gir et riktig bilde av reell risiko, som primært er knyttet til sannsynligheten for konkurs. En porteføljeforvalter hvis risiko måles ved relativ volatilitet mot en indeks kan derfor gis gale insentiver i forhold til å kontrollere konkurstrisiko i porteføljestyringen.

Ut fra en helhetsvurdering vil derfor Norges Bank ikke anbefale å inkludere obligasjoner med høy kredittrisiko i referanseporteføljen for renteinvesteringer.

Analysen viser likevel at det kan være ønskelig med en egen allokering til dette segmentet. Det kan i tilfelle gis som et særskilt mandat, på linje med det vi foreslår for de nye aktivaklassene. Men siden obligasjoner med høy kredittrisiko er et forholdsvis lite markedssegment, og det allerede er tillatt å investere i det, vil vi ikke fremme et slikt forslag i denne omgang.

4. Oppsummering

Statens pensjonsfond – Utland er tenkt som et permanent fond der bare realavkastningen skal brukes. Fondet er godt etablert som en del av norsk økonomisk politikk, og ved valg av investeringsstrategi kan det etter Norges Banks vurdering nå legges mer vekt på fondets langsiktige formål. Ut fra dette foreslår Norges Bank at en større del av fondets investeringer framover foretas i markeder der det er mulig å hente en likviditetspremie. Statens pensjonsfond – Utland er i en bedre posisjon enn de fleste andre investorer til å akseptere svak likviditet i deler av porteføljen.

Norges Bank har ovenfor foreslått at:

- Det settes et strategisk mål om at inntil 10 prosent av porteføljen skal investeres i eiendom og infrastruktur. I tillegg til å gi en forventet likviditetspremie på unoterte instrumenter, vil slike investeringer også gi en diversifikasjonsgevinst som bedrer bytteforholdet mellom forventet avkastning og risiko i totalporteføljen.
- Det settes et strategisk mål om at inntil 5 prosent av porteføljen skal investeres i unoterte aksjer. Dette er lite transparente og lite likvide markeder, og ved god forvaltning er det mulig å oppnå forholdsvis høy avkastning.
- Som et kortsiktig tiltak utvides investeringsuniverset for aksjer slik st det blir tillatt å eie unoterte aksjer som kan ventes å bli notert på godkjent børs i løpet av de neste 12 til 24 månedene.
- Small cap segmentet tas med i referanseporteføljen for aksjer. Dette er det største gjenværende segmentet av noterte markeder som ennå ikke er med i fondets referanse.

Risikoprofilen i totalporteføljen bevares best om unoterte aksjer inngår som en del av

aksjeporteføljen, mens eiendom/infrastruktur tas inn på bekostning av obligasjonsandelen. Men siden styringsstrukturen vil være annerledes, kan det være mer hensiktsmessig å definere investeringer i unoterte aksjer og eiendom/infrastruktur som egne mandater og så la resten av porteføljen beholde dagens mandat med en referanseportefølje av aksjer og obligasjoner.

Med hilsen

Svein Gjedrem

Sigbjørn Atle Berg