



Andreas Bomann-Larsen,
spesialrådgiver i Gabler
Investment Consulting

PORTEFØLJEFOKUS: Verdens mest anerkjente og presumptivt beste institusjonelle investor, Yale Endowment Fund, har vært ledestjernen for institusjonelle investorer i mange år, men under finanskrisen fikk “Yale-modellen” seg et solid skudd for baugen. Hva kan vi lære av Yale med hensyn til fremtidige porteføljeallokeringer?

Lærdommer fra Yale Endowment Fund

Yale har lenge vært ledestjernen for stiftelser, pensjonskasser og private banking-rådgivere når det gjelder hvordan en skal fordele porteføljen sin mellom aksjer, eiendom, obligasjoner og alternative aktivaklasser som private equity og hedgefond. Grunnen til at Yale ble en slik ledestjerne var at fondet under ledelse av David Swensen hadde levert strålende avkastning over flere tiår. I perioden 1993 til 2013 leverte Swensen & Co. en avkastning på 13,5 prosent pr. år, noe som er langt over hva en standard 60/40-porteføljeallokering ville gitt (dvs. 60 prosent i aksjer og 40 prosent i obligasjoner).

Selve kjernen i Yales investeringsstrategi er å velge fondsforvaltere som vet å utnytte illikviditet og spesielle muligheter i markedet. Siden de fleste investorer prefererer likviditet høyt, så åpner det seg interessante muligheter for langsiktige investorer som har “mage” til å sitte på posisjoner over lang tid. Dette har Yale utnyttet til det fulle ved å investere omlag to tredjedeler av sin portefølje i aktivaklasser som private equity, hedge funds, eiendom, råvareaktiva med videre. Innenfor disse aktivaklassene har verdiene gjerne blitt tatt hånd om av fondsforvaltere med spissede strategier innen områder hvor de har dyp og unik kompetanse, noe som ofte har satt dem i stand til å se og utnytte “lommer” i kapitalmarkedene.

Da finanskrisen kom, hadde en rekke institusjonelle investorer kopiert “Yale-modellen.” Det som var lett å kopiere, riktignok. De kopierte fordelingen til

ulike alternative aktivaklasser. Men de færreste fikk til det aller viktigste: å sikre at de ulike aktivaklassene ble tatt hånd om av “superforvaltere”, og ikke bare det, men til gode betingelser også. Dette fikk til dels brutale konsekvenser for en rekke institusjoner og også privatpersoner som gjennom finansrådgivere hadde blitt solgt inn i illikvide private equity-prosjekter, eiendomsinvesteringer og hedge funds med høye gebyrer og store forhåpninger. Under krisen da



Oppsummert så ser Yale-modellen ut til å fungere glimrende. For Yale.

behovet for likviditet var som størst, måtte mange investorer tvangsselge sine fond, og mange av investeringene visste seg også å være mer illikvide enn man skulle tro..

I etterpåklokskapens klare lys er det åpenbart at mange som investerte i illikvide, alternative aktivaklasser, ofte med referanse til den suksessfulle “Yale-modellen”, aldri burde ha investert i disse aktivaklassene. Grunnen til at denne strategien ser ut til å fungere godt for Yale er at Yale har spesielt gode forutsetninger. For det første er de en svært langsiktig investor som holder seg til sin strategi i både gode og dårlige tider. For det andre har Yale ansatt noen av de aller beste investorene i verden, som jobber kontinuerlig med å dybde-

analysere investeringsmuligheter, så når Yale først gjør investeringer i illikvide aktivaklasser, er det virkelig kvalitetsforvaltere de velger. For det tredje har Yale et stort operasjonelt team som står for arbeidet med å administrere investeringene. Det er betydelig arbeid med å administrere penger som kalles inn og utbetales og skattemessige hensyn som må tas m.v. dersom en har en stor portefølje av unoterte investeringer. Dette hodebryet regner en ofte ikke med når en foretar de illikvide investeringene. “Brain damage adjusted return” kan vise seg å bli lavere enn man tror og hodepinen høyere enn man hadde fryktet ...

Så oppsummert ser Yale-modellen ut til å fungere glimrende. For Yale. For de fleste andre er det andre porteføljesammensetninger som er å anbefale. For de aller fleste investorer gir investeringer i private equity og hedgefonds svakere avkastning etter skatt og alle former for gebyrer enn å være investert i ordinære indeksorienterte aksje- og obligasjonsfond (samt ugirede eiendomsfond). Indeksfond gir normalt avkastning blant de 25 prosent beste, siden de fleste aktive forvaltere etter alle honorarene ikke skaper meravkastning over tid. For å bevege seg fra øverste kvartil til øverste desil (de 10 prosent beste), som en må for å slå indeksfondene, bør investor ha stor respekt for hvor komplisert det er å velge de aller beste forvalterne. På forhånd.