

2023

GABLER INVESTMENTS



23

ÅRET 2023

2023 ble et fantastisk år for investorer i verdens finansmarkeder. Etter et skuffende 2022 kom markedene tilbake året etter. Kanskje ikke helt uventet, men like fullt velkomment.

Men som investorer kan vi ikke hvile på resultatene fra i fjor. Vi må alltid se fremover og vurdere mulighetene i lys av stadig ny informasjon. Vi oppfatter stadig markedene som «vanskelige» å forutse, men slik har det vel egentlig alltid vært?

Gablers tilnærming til de vanskelige vurderingene er å alltid anbefale en veldiversifisert investeringsportefølje, på tvers av geografi, bransjer og aktivaklasser. Dette gir etter vår vurdering den beste risikojusterede avkastningen og gir også muligheter for å justere risikoen til ønsket nivå for den enkelte.

I 2023 skulle vel alle hatt et ønske om å eie «The Magnificent 7». Disse selskapene stod alene for 2/3 av avkastningen til det amerikanske aksjemarkedet. Men dette er egentlig ikke så uvanlig. I svært mange år er det et fåtall selskaper som står for avkastningen på børsen. Men vi vet som regel ikke på forhånd hvilke det er. Derfor anbefaling om bred diversifisering.

Et annet fenomen over de siste to årene er en kraftig renteoppgang. Sentralbankene har brukt rentevåpenet i kampen mot høy (og dels overraskende) inflasjon, som igjen har ledet til en kraftig oppgang også i lange renter. Vi ser at en 40 års trend mot stadig lavere renter er brutt. Nå kan investorer faktisk få ganske god avkastning i obligasjonsmarkedet og oppnå positiv realrente på sine investeringer.

Vi i Gabler spør oss da om ikke dette også bør ha betydning for noen av våre kunders investeringsstrategi. Vi har i mange år «løpt etter avkastning» ved å velge bort kjedelige renteinvesteringer med lav forventet avkastning og kjøpt stadig mer av risikofylte aktiva. Målinger viser at investorer tar mer risiko nå enn noen gang i historien.

2023 var året da vi utvidet tjenestetilbudet vårt fra tradisjonell investeringsrådgivning og ordreformidling, til å også omfatte porteføljeforvaltning. Et slikt oppsett innebærer at Gabler gis fullmakt til å ta investeringsbeslutninger på vegne av kunder, innenfor et handlingsrom som er tilpasset den enkelte kunde. Vi er ydmyke for denne tilliten og ansvaret det innebærer. Prinsippene vi vektlegger for langsiktige porteføljer veier tungt i utformingen av den enkelte portefølje. God diversifisering er et av disse. Andre viktige prinsipper er sammensetning av aksje- og rentefond som komplementerer hverandre, og å sette høye krav i forvalterseleksjonen.

Vårt felles mål er å maksimere risikojustert avkastning – å øke verdier uten å være avhengig av visse rentebevegelser eller utviklingen i et fåtall teknologiselskaper fremover. Den konsentrerte verdioppgangen i 2023 ga en god test på tjenesten, og vi er klare til å tilby porteføljeforvaltning til flere kunder i året som kommer.



Tor Sydnes
Konserndirektør, Gabler Investments AS

“ Vi utvidet tilbudet vårt i 2023 fra tradisjonell investeringsrådgivning og ordreformidling, til også å omfatte porteføljeforvaltning.





Kundene våre kan velge blant noen av de beste kapitalforvalterne i verden. Det gir resultater.

GABLER INSIGHT – FREMTIDENS RAPPORTERINGSLØSNING

Hva har Gabler og «The Magnificent 7» til felles? Ledende tekniske løsninger! I 2023 lanserte vi vårt nye verktøy for porteføljerapportering – Gabler Insight.

Arbeidet med Gabler Insight begynte i 2021. Da startet jakten på den beste løsningen, en reise som - på anbefaling av våre kunnskapsrike og erfarne forvaltere - tok oss til Silicon Valley. Her ble vi kjent med et av verdens fremste selskaper for rapporteringsløsninger: Addepar.

Systemet hadde alt vi ønsket oss; fleksibilitet, skalerbarhet, skreddersøm, brukervennlighet og aller viktigst: 800 dedikerte ansatte hvorav

majoriteten jobber med videreutvikling av plattformen. Siden starten av samarbeidet har plattformen allerede gjennomgått flere forbedringer og fått ny funksjonalitet. Det forventes intet mindre for 2024.

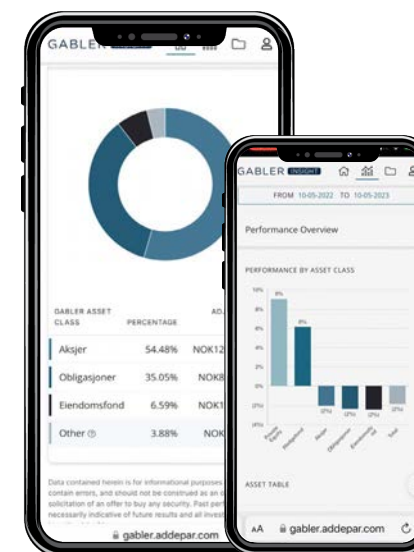
Med en førsteklasses plattform på plass var det bare å sette i gang arbeidet. Gjennom 2023 har vi jobbet med å implementere, tilpasse og til slutt lansere en plattform som kombinerer de tekniske løsningene fra Silicon Valley med den finansielle innsikten til Gabler. Arbeidet har gått på tvers av hele organisasjonen, og vi gleder oss over å kunne presentere et nytt og bedre rapporteringssystem for kapitalforvaltning for våre kunder. Gabler Insight gir dypere forståelse av de underliggende investeringene

i kundenes porteføljer, bedre risikostyring og muligheten til å ta mer informerte og gjennomtenkte investeringsbeslutninger.

Gabler tar med dette et stort steg inn i fremtiden med en rapporteringsløsning som vil være ledende i årene som kommer.



Fra venstre: Thomas Mongstad Haavik, Leif-Tore Træen og Ibrahim Pelja har jobbet tett på overgangen til det nye systemet.



//

Gabler Insight er en helt ny standard og den mest fleksible kundeportalen på markedet.



Foto: Tove Lise Mossestad

SAMARBEID MED STIFTELSE I 2023

Stiftelser er en viktig kundegruppe i Gabler. I 2023 har vi fortsatt vårt gode samarbeid med en rekke stiftelser. Problemstillinger knyttet til krav til ansvarlighet, handlingsregler, kapitalforvaltningsstrategi i et nytt renteregime og etablering av nyopprettede stiftelser er blant temaene vi har jobbet med gjennom året. Gode avkastningsresultater og implementering av nytt rapporteringssystem har vært suksesshistorier fra 2023 i dette kundesegmentet.

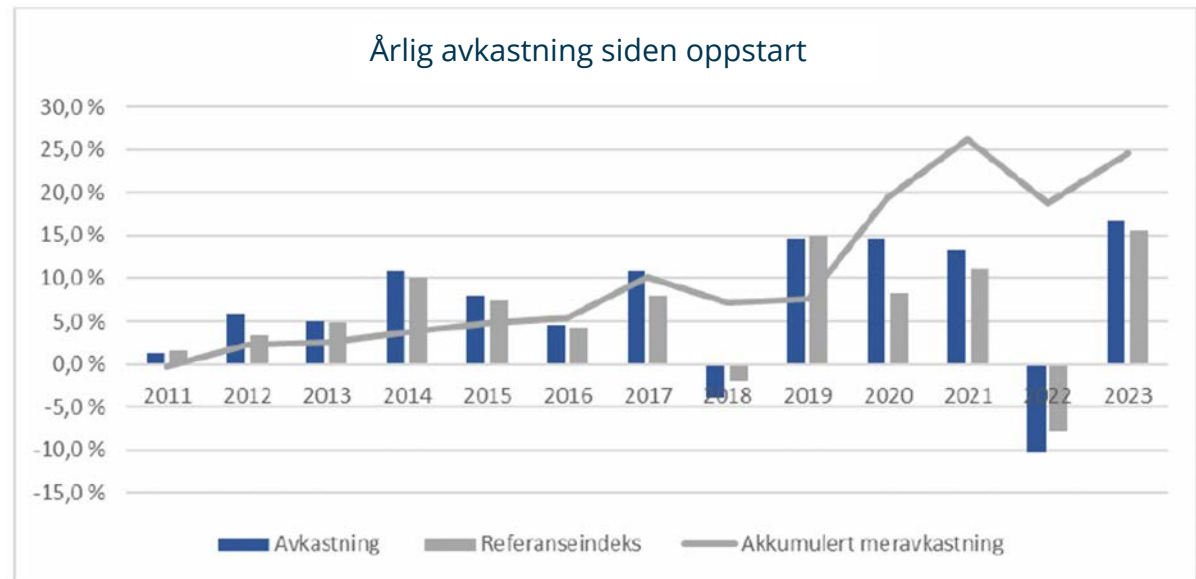
Samarbeidet med en av stiftelseskundene våre strekker seg tilbake til 2011. Den spesifikke stiftelsen ønsker kun å profilere seg gjennom de gode tiltakene de støtter, og er derfor ikke navngitt i vår årsrapport. Gabler er stiftelsens eneste investeringsrådgiver, og avkastningsresultatene har gitt solid verdøkning i stiftelsens portefølje siden den gang. 2023 ble også et godt år med en samlet avkastning på 17,6 %. De gode resultatene kommer godt med i stiftelsens arbeid for sine formål.

Fra 2011 til 2023 har porteføljen hatt en gjennomsnittlig årlig avkastning på 7,0 %. Sammenlignbar markedsavkastning har vært 6,0 % i samme periode. Samlet meravkastning utgjør 24,6 % - et betydelig verdibidrag

til stiftelsens finansielle situasjon. Nedenfor vises avkastningsutviklingen fra og med oppstarten av kundeforholdet i 2011 frem til og med 2023.

Denne stiftelsen har i dag en robust finansiell situasjon og evigvarende perspektiv på driften. Porteføljen består i dag av 60 % aksjefond, 20 % alternative investeringer og 20 % rentefond. Allokeringen til aksjer og alternative investeringer har økt over tid, og begge aktivklassene har gitt betydelige avkastningsbidrag til porteføljen. Et viktig premiss har vært kontroll på andelen illikvide investeringer, og et mål om å få betalt gjennom likviditetspremie for disse investeringene. Over de siste fem årene har de alternative investeringsfondene samlet - gjennom alle år - levert en årlig avkastning mellom 8 og 31 %. De historiske resultatene for denne stiftelsen forklares av en robust kapitalforvaltningsstrategi og gode fondsforvaltere, både i 2023 og over tid.

Vi er stolte over resultatene vi har oppnådd sammen med denne og andre stiftelser, og ser frem til fortsatt gode samarbeid i 2024 og årene som kommer.





AKSJER

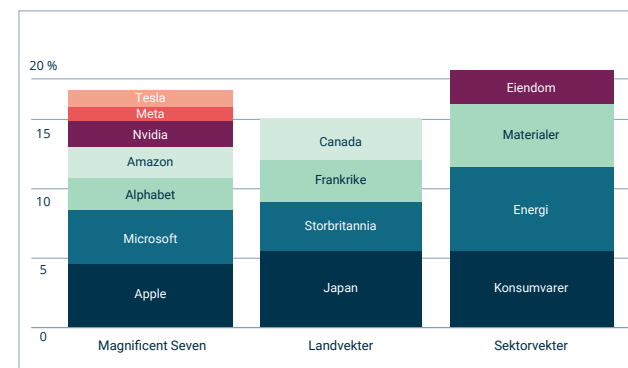
Det var lite optimisme å spore i finansmarkedene når vi ser ett år tilbake i tid. Et blytungt 2022 lå bak oss. Den såkalte 60/40-porteføljen (60 % aksjer, 40 % renter) ble erklært død. Resesjon stod foran oss, spørsmålet var bare når den ville komme. Krig i blant annet Ukraina, og tiltagende geopolitiske spenninger, preget nyhetsbildene. Etter den kraftige renteoppgangen i året forut skulle styringsrentene ned igjen i 2023, hele seks kutt ifølge amerikanske økonomer. I Bloombergs årlige spørreundersøkelse blant økonomer ble det spådd børsfall det kommende året, for første gang i dette årtusenet.

Hva skjedde så? Starten av børsåret gikk inn i historiebøkene. Etter 22 dager kunne vi konstatere at dette var den bratteste oppgangen siden 1987 og den femte beste noensinne. Etter hvert dominerte selskaper med forretningsmodeller knyttet til kunstig intelligens, og frykten for å gå glipp av inntjeningspotensialet fra disse selskapene, dominerte. «The Magnificent 7», funnet opp av Bank of Americas strateg Michael Harnet, inspirert av westernfilmen med samme navn, var en betegnelse på de syv største IT- og kommunikasjonsselskapene i S&P 500 som hadde formidabel verdiutvikling i 2023.

Etter hvert kom det likevel negative overraskelser. I mars og april stormet det rundt banksektoren. Vi var vitne til tre av de fire største bankkonkursene i amerikansk finanshistorie og at den europeiske storbanken Credit Suisse ble oppløst. Bankkollapsene var et resultat av den kraftige renteoppgangen og manglende risikostyring på bankenes balanser, og førte med seg kraftige rentefall. Finansmarkedene spekulerte i hvilken bank som var neste for fall, og hvor ille dette kunne ende for børs- og økonomiutviklingen globalt. Uroen avtok etter at handlekraftige sentralbanker kom på banen og betrygget bankenes innskytere.

Stadig høyere renter ble en viktig driver for utviklingen i aksjemarkedene videre i andre og tredje kvartal, med tiltagende interesse for renteplasseringer. Til tross for renteoppgangen, som hadde drevet vekst- og teknologiselskaper nedover i 2022, fortsatte de syv største selskapene å stige i verdi. For året var disse aksjene opp 66 % mer enn markedet. Med det fortsatte IT- og kommunikasjonssektorens avkastningsdominans som har vært gjeldende det siste tiåret, etter et opphold i 2022. Aldri før har

verdensindeksen hatt høyere konsentrasjon i noen få selskaper:



Ved utgangen av 2023 utgjør Magnificent 7-selskapene hele 17 % av verdensindeksen – omtrent like stor andel som summen av de fire regionene (15 %), eller de fire aksjesektorene (18 %) som er vist i figuren. Kilde: MSCI

Med drahjelp fra disse syv selskapene, endte den samlede avkastningen i globale aksjer i 2023 på 25,9 % målt i norske kroner¹ og 23 % målt i amerikanske dollar. Sett bort fra IT, kommunikasjon og syklisk konsum (hvor Tesla og Amazon inngår), ga alle øvrige aksjesektorer 3 % til 25 % svakere avkastning enn gjennomsnittlig markedsavkastning. Gjennom fjoråret så vi også en reversering tilbake til trenden, som startet i 2018, hvor amerikanske store selskaper har gitt bedre avkastning enn små og mellomstore selskaper globalt.

For norske aksjer og aksjer i fremvoksende markeder ble det også et bra år i absolutt forstand, men med betydelig lavere avkastning enn i globale aksjer. Oslo Børs var opp 11,2 % og MSCI EM opp 10,3 %. Gablers strategiske fokus 2 på global aksjeforvaltning ga derfor god uttelling gjennom fjoråret.³

Den norske kronen svekket seg betydelig mot dominerende valutaer underveis i fjoråret. Forskjellen mellom aksjeporteføljer med og uten valutasikring ble stadig større. Helt frem til sentralbanksjef Bache leverte en hyggelig førjulsoverraskelse til valutasikrede investorer med en «særnorsk» renteheving, som førte med seg betydelig styrking av kronen. For året sett under ett var svekkelsen rundt 3 % mot dollar og 7 % mot Euro.

1. Referanseindeks for globale aksjer er MSCI AC World Daily TR N målt i NOK. Indeksens annualiserte avkastning er 11,7 % siste tre år og 15,3 % siste fem år.

2. Referanseindeks for norske aksjer er OSEFX. Indeksens annualiserte avkastning er 7,8 % siste tre år og 9,9 % siste fem år

3. Referanseindeks for aksjer i fremvoksende markeder er MSCI TR Net Emerging Markets målt i NOK. Indeksens annualiserte avkastning er 0,3 % siste tre år og 7,0 % siste fem år.

GABLERS AKSJEFOND I 2023

Flere av Gablers anbefalte globale aksjefond leverte svært gode resultater i 2023. Den konsentrerte aksjeoppgangen, der syv selskaper stod for mye av markedsavkastningen, gjorde det spesielt utfordrende for aktive aksjeforvalteres muligheter for å slå markedet. Desto mer oppløftende er det å se tilbake på forvalternes resultater og avkastningen i Gablers kundeporteføljer i 2023.

De globale aksjefondene som gjorde det best i fjor leverte betydelig meravkastning sammenlignet med verdensindeksen. Aller best var The Children's Investment Fund¹, som steg med 33,4 % i 2023. Forvalteren har levert fantastiske resultater i mer enn to tiår. Gabler er stolte over samarbeidet og over å ha unik tilgang til forvalteren blant norske investorer.

Vi opplevde også at noen av våre anbefalte fond leverte svakere enn indeksen i 2023. Et av disse fondene var Ardevora Global Equities SRP², med en avkastning i fjor på 14,6 %. Forvalteren har slitt de siste årene med sin brede, likevektede portefølje. Denne strategien har møtt motbør i et marked preget av konsentrert oppgang. Målt mot en likevektet indeks har forvalteren levert meravkastning, men det er en mager trøst i en markedsvektet verden.

De seneste årene har aksjemarkedet vært preget av blant annet pandemi og store rentebevegelser, med store variasjoner i avkastningen mellom ulike sektorer og bidragene fra enkelt-selskaper. Det har gjort det krevende å navigere for globale aksjeforvaltere. Konsekvensene av å være investert hos feil forvalter eller fond er store. For Gabler har perioden bak oss vært en god test av våre anbefalte forvalteres evner. I løpet av 2023 har vi anbefalt bytte av forvalter for et globalt fond og et fond innenfor fremvoksende markeder. Å selge seg ut hos en forvalter når det er nødvendig, eller fordi alternativene er bedre, er avgjørende for våre kunders langsiktige resultater.

Avkastning er åpenbart viktig for investorer, men avkastning er avledet fra en prosess som har ledet til beslutninger som igjen har ledet til et resultat. I analyse av fondsforvaltere mener vi at en grundig forståelse for investeringsprosess, incentivstruktur, kombinert med en beslutningshistorikk som har stått seg i ulike markedsklima er helt sentralt. Det mener Gabler øker sannsynligheten for å lykkes som investor over tid og reduserer sannsynligheten for å løpe etter avkastning. Dette krever at man har inngående og dyp forståelse for organisasjonene som forvalter våre kunders penger. Vit hva du eier.

Gablers mål som rådgiver er å maksimere risikojustert avkastning for våre kunder, innenfor de rammene hver kunde opererer. Vårt løfte er å være best på å bygge tidsrobuste kapitalforvaltningsstrategier tilpasset den enkelte kunde, og bekle strategien med fond som leverer solide resultater over tid, det være seg aktivt eller passivt forvaltede fond. Gablers prosess med å finne og få tilgang hos verdens beste forvaltningsmiljøer har gitt solide resultater over lang tid.

Hva så for utsiktene for det nye aksjeåret? Vi skal ikke predikere avkastningen ved utgangen av 2024. Mot slutten av 2023 virket noe av momentet å miste kraft og «Magnificent 7» tapte rundt 3% mot S&P 500 fra midten av oktober. Det kan være et signal på et trendskifte, eller det kan bli enda et år med formidabel verdioppgang på grunn av inntjeningspotensialet fra kunstig intelligens. I stedet har vi tillit til noen svært få forvaltere, og hva de tror om utsiktene for de enkelte selskaper, sektorer og regioner. Forvaltere som har vist at de evner å ta gode beslutninger over tid, og som har kommet Gablers kunder til gode.

Vi tar med oss god avkastning og nyttige lærdommer fra 2023, og ser frem til et innholdsrikt 2024.



Foto: Shutterstock

¹ Fondets annualiserte avkastning er hhv. 10,5 % siste 3 år og 16,9 % siste 5 år. Gabler presiserer at dette fondet kun kan markedsføres til profesjonelle investorer i Norge.
² Fondets annualiserte avkastning er hhv. -0,5 % siste tre år og 10,1 % siste fem år.

Forbehold: det opplyses her om enkelte finansielle instrumenter, herunder eksempelvis omsettelige fond og tidligere resultater for disse. Vi presiserer at tidligere resultater ikke er en pålitelig indikator på fremtidige resultater.

OBLIGASJONER

De norske og amerikanske tiårige statsrentene fortsatte trenden fra 2022 og steg videre i store deler av fjoråret. Den norske «tiåringen» startet året på 3 %, mens tilsvarende rente i USA var 3,7 %. Etter en forholdsvis stabil utvikling gjennom første halvår, tiltok renteoppgangen de første høstmånedene. De lange rentene toppet ut i oktober på over 4 % i Norge og 5 % i USA. Mens den løpende avkastningen i rentefondene steg, bidro renteøkningene til at avkastningen i obligasjonsfond ble holdt nede i store deler av året. I november og desember falt rentenivåene betydelig, og sørget for at det ble et bra år for obligasjonsinvestorer. Globale obligasjoner med høy kredittkvalitet steg med omlag 6 % de to siste månedene – den bratteste verdiøkningen i globale obligasjoner siste 30 år.

Rentedifferansen mellom norske og amerikanske langrenter var på 0,6 % ved utgangen av året, etter en topp på 1 %. Renteforskjellen, og spesielt volatilitet i renteforskjellen, var for mange investorer en kilde til støy i vurderingen av avkastning mellom dollarbaserte rentepapirer og globale rentepapirer sikret til norske kroner.

Inflasjonspress preget rentemarkedet i 2023 og det medførte mange og hyppige rentehevinger fra vestlige sentralbanker. Pr. juni hadde

den amerikanske sentralbanken hevet styringsrenten hele 10 ganger siden mars 2022, flertallet av disse som doble eller triple hevinger (å 25 basispunkter). I Norge var trenden den samme. Årets ti første måneder med renteoppgang medførte svake avkastningstall, både for norske og globale obligasjoner med mellomlang og lang durasjon. Dette på tross av at løpende rente i obligasjonsfondene var mye høyere ved inngangen til 2023 enn vi har sett det siste tiåret. I vår markedsrapport fra september skrev vi om attraktive renter, og poengterte at «det store fallet i obligasjonsverdier siden 2021, med tilhørende oppgang i langrentene, har gjort obligasjoner relativt mer attraktive enn på lenge». Trenden snudde i november og desember, med høy avkastning i rentefond, drevet av forventninger om lavere inflasjonsvekst og en bedring i økonomien.

Totalt endte globale obligasjoner med høy kredittkvalitet, representert ved referanseindeksen Bloomberg Global Aggregate¹, opp 5,2 % for året. Den samme indeksen hadde negativ avkastning ved utgangen av oktober. På tampen av året bidro rentefallet (i hovedsak) og litt lavere kredittmarginer til hele årsavkastningen og litt til. Norske obligasjoner, representert ved referanseindeksen for majoriteten av norske obligasjonsfond, fulgte

samme bevegelsesmønster som globale obligasjoner i store deler av året. Dette til tross for at vesentlig kortere durasjon i det norske markedet enn globalt. Frem mot sommeren, da lange renter steg markant, og etter den særnorske rentehevingen i desember, utviklet norske obligasjoner seg svakere enn globale. Avkastningen for norske obligasjoner² endte på 4,3 % per utgangen av 2023.

Endringer i risikofri rente og kredittmarginer var marginale – litt ned, for globale obligasjoner samlet i løpet av 2023. Dermed er den effektive renten i obligasjonsindeksen ved årsslutt omtrent som ved begynnelsen av året. For mer risikable obligasjoner var det større svingninger i kredittmarginer. Kredittpåslagene falt betydelig mot slutten av året, og var for globale høyrenteobligasjoner rundt 1,2 % lavere enn ved starten av 2023. Med høye effektive renter og forholdsvis lite mislighold ble det dermed et godt år for investorer i globale high yield-fond med årsavkastning på 11,3 %.³

¹ Referanseindeks for globale obligasjoner er Bloomberg Global Aggregate sikret til NOK. Indeksens annualiserte avkastning er -3,0 % siste tre år og 0,6 % siste fem år.

² Referanseindeks for norske obligasjoner er NBP NORM123D3. Indeksens annualiserte avkastning er 0,5 % siste tre år og 1,7 % siste fem år.

³ Referanseindeks for globale høyrenteobligasjoner er Bloomberg Global High Yield sikret til NOK. Indeksens annualiserte avkastning er -0,2 % siste tre år og 2,7 % siste fem år.

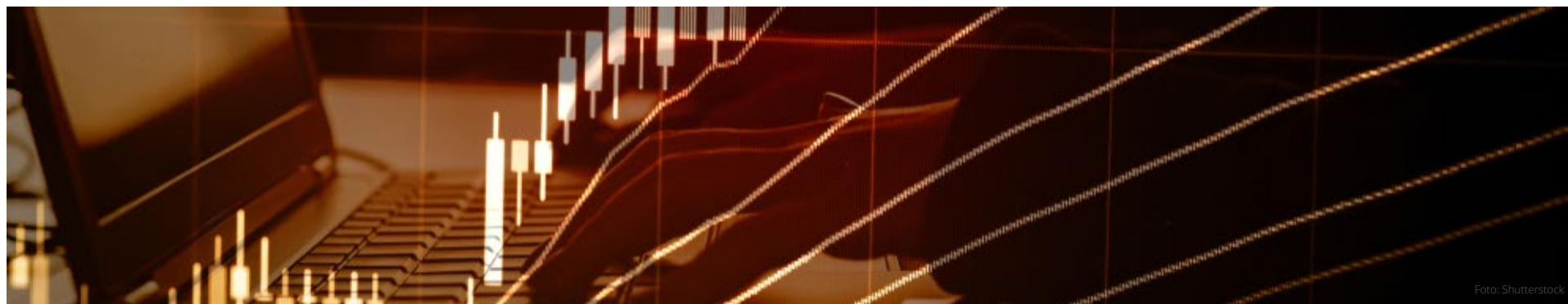


Foto: Shutterstock

GABLERS ANBEFALTE OBLIGASJONSFOND I 2023

Gablers anbefalte obligasjonsfond leverte solide avkastningsresultater i 2023. PIMCO Income Fund var blant de globale obligasjonsfondene som leverte betydelig meravkastning, da fondets avkastning i fjor endte på 6,4 %. Forvalteren har betydelige frihetsgrader i forvaltningen av fondet, som de brukte aktivt gjennom fjoråret. Blant annet økte fondets rentedurasjon gradvis gjennom året, i takt med økte markedsrenter, og kredittrisikoen ble redusert etter fallende kredittmarginer. Forvalteren har levert gode resultater over flere år, i en periode med store bevegelser i rentenivå, kredittmarginer, og region- og sektorspesifikke markedsfluktasjoner.¹

Blant norske obligasjonsfond leverte Danske Invest Norsk Obl Inst en avkastning på 6,0 % i 2023. Vår anbefaling av fondet i senere tid – som vårt foretrukne valg blant norske obligasjonsfond, har hittil gitt god uttelling for kundene våre. Resultatene siste år viser solid risikojustert avkastning, både sammenlignet mot referanseindeksen og mot konkurrerende fond.²

For kunder med nordiske obligasjoner i strategien anbefaler vi fondet Alfred Berg Nordic IG Mid Dur. Fondet hadde en avkastning på 6,7 % i 2023. Nordiske obligasjoner har vært et godt tilskudd til mange kundeporteføljer, både sammenlignet med norske og globale obligasjoner i 2023.³

De senere årene har vi sett store bevegelser i lange og korte renter, og et brudd med trenden på fallende renter som har dominert de siste 40 årene. Ved inngangen til et nytt år er det høy tiltro til at sentralbanker og vestlige økonomier lykkes med «myk landing» - å få bukt med prisstigningen uten å strupe den økonomiske aktiviteten. Amerikanske Fed er blant sentralbankene som har signalisert at flere rentenedsettelsler er sannsynlig i løpet av 2024. Forventningene blant markedsaktørene tilsier raskere og flere rentekutt enn hva sentralbanken har indikert.

Vi synes utsiktene for langsiktige obligasjonsinvestorer forblir attraktive ved inngangen til et nytt og spennende år i rentemarkedet.

1 Fondets annualiserte avkastning er hhv. -0,1 % siste 3 år og 2,3 % siste 5 år. Fondet er valutasikret til NOK.

2 Fondets annualiserte avkastning er hhv. 0,0 % siste 3 år og 2,4 % siste 5 år.

3 Fondets annualiserte avkastning er hhv. -0,8 % siste 3 år og 1,5 % siste 5 år.



INVESTERINGER I UNOTERTE MARKEDER HOS GABLER

I et år med betydelig verdioppgang i både aksjer og obligasjoner, kan behovet for alternative investeringer som del av investeringsstrategien synes mindre prekært. Effekten av å la slike investeringer inngå som en vesentlig andel av strategisk allokering kom tydeligere frem i perioder som 2008 (finanskrisen), 2018 (renteøkning og handelskrig) og 2022 (inflasjonsspekulset). Gabler-kundenes samlede avkastning fra våre anbefalte investeringer i unoterte markeder har gjennomgående vært svært god gjennom det seneste tiåret, så også i 2023. Herunder kreditt («Private Credit»), aksjer («Private Equity») og global eiendom («Private Property»). Det samme gjelder «alternative investeringer» i noterte markeder, long/short-strategier med eksponering mot aksjer og kreditt. Innenfor norsk næringsseiendom var 2023 et vanskelig år med betydelig verdinedgang, men våre kunders avkastning har stått seg bra i et lengre perspektiv.

Vi har anmodet kundene våre om å være særdeles selektive for å sikre at investeringene i unoterte markeder mer enn oppveier de høyere kostnadene knyttet til slike fondsinvesteringer. Nåløyet for våre anbefalte forvaltere er trangt, og derfor er antallet aktuelle fond svært begrenset. En forutsetning har vært produkter som tilbyr særskilte egenskaper knyttet til avkastning (etter kostnader) og risiko, og som kompletterer kundenes investeringsporteføljer.

KLASSISKE PRIVATE EQUITY-STRATEGIER (EKSPONERT MOT AKSJE- OG EIENDOMSMARKEDET)

Eiendom utenfor Norge

Et kjennetegn ved forvalterne vi anbefaler er evnen til å finne upopulære

og lite opphaussede investeringsmuligheter. Å delta i heite auksjoner blir det sjelden god avkastning av. Vi har kun anbefalt én forvalter til å ta hånd om eiendomsinvesteringer utenfor Norge, Blackstone. Her har kundene blitt anbefalt å investere i to årgangsfond, henholdsvis fra 2016¹ og fra 2019.² Blackstone investerte blant annet betydelig i Spania hvor finanskrisen først bunnet ut på midten av 2010-tallet. Her investerte de i misligholdte lån og i aksjer innen bolig og hotell. Videre bygget forvalteren en stor portefølje av logistikkeiendommer i Nord- og Mellom-Europa som kapitaliserte kraftig på det voksende markedet for internetthandel. Etter Brexit gikk de tungt inn i det britiske eiendomsmarkedet og stod klare da en rekke engelske eiendomsfond måtte selge sine eiendeler. Det ble brutale nedskrivninger for disse eiendomsfondene, men tilsvarende gode inngangsverdier for Blackstone og Gabler-kundenes investeringer.

Buy Out og Growth Capital

Høsten 2018 forsøkte vi å få kundene våre til å se genialiteten i Vikings banebrytende PE-strategi kalt «Global Opportunities». Kundene gikk inn i et årgangsfond som begynte å investere i oktober 2018. Ulikt andre fond i samme kategori, investeres hele kommitteringen første dag (uten nedtrekksmodellen med gradvise innkallinger og utbetalinger av kapital). I påvente av at forvalteren fant attraktive unoterte selskaper å investere i, investeres midlene midlertidig i Viking sitt prisbelønte long/short aksjefond (Viking Global Equities («VGE»)).³ Gevinster som realiseres løpende (fra PE-investeringene) går tilsvarende tilbake til VGO. Strategien i fondet kombinerer med det både investeringer i noterte og unoterte aksjer. For at Viking skal være villig til å flytte kapital fra likvide markeder (hvor de kan ombestemme seg og selge aksjene) til unoterte markeder (ofte vanskelig

og svært kostbart å selge seg ut ved feilinvesteringer) krever forvalteren om lag 10 % høyere IRR i den konkrete investeringen, enn i de beste investeringsideene fra likvide markeder.

Vi har alltid utvist særlig forsiktighet når det gjelder anbefalinger av regulære PE-fond. CEM Benchmarking, som har hentet inn faktiske avkastningstall blant et stort antall pensjonskasser globalt, har dokumentert at gjennomsnittsavkastningen etter kostnader i PE-fond er omtrent som i indeksfond for små og mellomstore selskaper. Før kostnader har imidlertid avkastningen i PE-fond vært høyere enn i sammenlignbare noterte markeder. PE-strukturer med høy belåning blir dessuten utfordret av høyere finansieringskostnader, som går på bekostning av fondenes fremtidige avkastningspotensiale.

Likevel observerer vi økt interesse for investeringer i Private Equity. Blant noen investorer er det håp om at unoterte aksjer skal redde dem fra eventuell svak fremtidig avkastning i noterte aksjer. Men aksjer er aksjer – vi tror det blir med håpet. Dersom vi står foran en lang periode med svak børsavkastning, slik som i tiåret 2000-2010, kan den gjennomsnittlige investoren i en portefølje av unoterte aksjer også forvente svak avkastning. Med høye kostnader kan det fort bli enda verre i PE.

I mer enn et tiår har det vært diskutert hvorvidt Statens pensjonsfond utland skal kunne investere i unoterte aksjer. Det illustrerer kompleksiteten og bør være en tankevekker for enhver investor som vurderer å ta inn PE-fond i sin portefølje.

Her i Gabler har terskelen vært høy for å anbefale kunder å investere i PE-fond, og den har økt de seneste årene. Historien om Viking viser at en

Samtlige Private Equity-strategier som nevnes her er stengt for nye investorer. Fondene markedsføres ikke til nye investorer i Norge.

1. Blackstone BREP Europe V har gitt en (annualisert) internrente på 11,5 % siden oppstarten i 2016.

2. Blackstone BREP Europe VI har gitt en (annualisert) internrente på 15,6 % siden oppstarten i 2019.

3. Viking Global Opportunities har gitt en samlet avkastning på 160 % for 2018-årgangen siden oppstart, mens MSCI World har gitt 100 % avkastning i samme periode. 2021-årgangen av fondet har steget med 142 % siden oppstarten. Verdensindeksen har gitt 148,5 % i tilsvarende periode.

Forbehold: det opplyses her om enkelte finansielle instrumenter, herunder eksempelvis omsettelge fond og tidligere resultater for disse. Vi presiserer at tidligere resultater ikke er en pålitelig indikator på fremtidige resultater.

eksepsjonell forvalter, og der investorer har kunnet høste illikviditetspremier, har betalt seg for kundene våre. Vi tror det finnes noen gode unntak fremover også. Dersom vi klarer å fortsette å kapitalisere på teft og praktisk sans og finne frem til eksepsjonelt dyktige fondsforvaltere, så kan det bli til gode investeringer fremover også. Men akkurat dette gjelder både i noterte og unoterte markeder.

KREDITT OG UGIRET EIENDOM

Norsk eiendom

Norsk næringsseiendom var eneste aktivaklasse som leverte negativ avkastning i våre kundeporteføljer i 2023. Året var preget av yeldoppgang i kjølvannet av de økte rentene, og verdifallet tiltok det siste halvåret. Markedet var og er preget av få omsetninger, og det heftes fremdeles usikkerhet rundt prisnivåene. Våre kunders totalavkastning i 2023 fra DEAS Eiendomsfond Norge¹ var negative 7,5 %, omtrent på linje med gjennomsnittet av sammenlignbare fond.

Tross svake absolutte avkastningstall i 2023 og til dels 2022, har likevel våre kunders langsiktige avkastning vært svært god i ugiret eiendom, både absolutt og relativt. Dette forklares primært ved at vår anbefaling til kundene i denne aktivaklassen bestående av godt diversifiserte, «Core» eiendomsfond har vært DEAS Eiendomsfond Norge I.

Private Credit

I 2018 kunne Gablers kunder gjøre første kommittering til et Private Credit-fond forvaltet av Cheyne.² Fondet søker å utnytte de regulatoriske myndighetenes press mot bankene i Europa om å rydde opp i egne balanser og kvitte seg med misligholdte lån. Et stort tilbud, men få kjøpere av obligasjonslån fra bankene, sikret Cheyne og investorene i fondet gode inngangsverdier. Fondet har siden den gang bidratt med et kraftig løft i avkastningen på våre kunders porteføljer de siste fem årene – under tidvis tøffe markedsforhold innen global high yield. Fondets (annualiserte) internrente har vært ca. 6,5 % etter kostnader. Den seneste årgangen som begynte å investere i 2021, kan vise til en årlig avkastning på 11% etter kostnader.

LONG/SHORT-STRATEGIER I DE NOTERTE AKSJE- OG KREDITT-MARKEDER

Den største suksessen i nyere tid, målt i relativ avkastning, er likevel Gabler-kundenes eksponering mot kombinasjonen av to fond vi anbefaler innen long/short aksjefond med lav netto aksjeeksponering, Oslo Asset Management³ og TOMS Capital.⁴ Samlet har begge fondene levert stabil og høy (tosifret), annualisert avkastningsstrøm, både det seneste året og i de tøffe periodene fra 2020 til 2022 da investorene trengte positive og ukorrelerte bidragsyttere i porteføljen som mest. Produktene har bredt eierskap på tvers av kundemassen. Men vi har også gjort feil: vi har også anbefalt Keel Capitals markedsnøytrale strategi til noen få kunder. Fondet har riktignok også vært en stabiliserende komponent i våre kunders porteføljer i tøffe tider og i femårsperioden frem til 2019, men resultatene de siste tre årene har ellers vært svake.

Gablers anbefalte long/short kredittprodukt fra PIMCO,⁵ som leverte tosifret avkastning i årene 2021-2023, har både bidratt til bedre stabilitet og høyere absoluttavkastning i våre kunders obligasjonsporteføljer når våre kunder virkelig trengte det. Og kundene våre skal være stolte for at de holdt ut under den svake avkastningen i dette produktet i 2019.

Ulike typer unoterte investeringer og long/short-strategier passer for ulike kunder, men ikke alle investorer. Korrelasjonsegenskaper, risikospredning og behov for å ha en støtpute når markedene krasjander, kan være attraktive egenskaper å ha med i porteføljen. Som nevnt er vi svært kresne i vår anbefaling av investeringer innen såkalte alternative investeringer, men noen få utvalgte forvaltere og fond kan være gode nok til å bidra til bedre risikostjert avkastning for kundene våre over tid. Uansett anbefaler vi å ikke røre slike fondsprodukter uten at man har satt seg godt inn i hva som skal skape den høyere avkastningen som forsvarer honorarene. For honorarene er alltid høyere, langt sjeldnere avkastningen.



1) Fondets annualiserte avkastning er hhv. 0,9 % siste 3 år og 4,1 % siste 5 år.

2) 2018-årgangen av fondet har gitt en (annualisert) internrente på ca. 6,5 % siden oppstarten (i 2018). 2021-årgangen av fondet har gitt en (annualisert) internrente på 11% siden oppstarten (i 2021).


3) Fondets annualiserte avkastning er hhv. 32,8 % siste 3 år og 22,9 % siste 5 år. Fondets avkastning i 2023 var 23,3 %.

4) Fondets annualiserte avkastning er 4,4 % siden oppstarten i 2021. Fondets avkastning i 2023 var 6,8 %.

5) Fondets annualiserte avkastning er hhv. 13,8 % siste 3 år og 7,1 % siste 5 år. Fondets avkastning i 2023 var 15,3 %.

Gabler presiserer at fondene kun kan markedsføres til profesjonelle investorer.

Forbehold: det opplyses her om enkelte finansielle instrumenter, herunder eksempelvis omsettelige fond og tidligere resultater for disse. Vi presiserer at tidligere resultater ikke er en pålitelig indikator på fremtidige resultater.

A photograph of a dense forest of tall evergreen trees, possibly spruce or fir, shrouded in a thick, pale mist or fog. The trees are dark green, and the mist is a soft, yellowish-white. The scene is captured from a slightly elevated perspective, looking across the forest. A dark teal rectangular box is overlaid on the left side of the image, containing white text. Below the text is a short white horizontal line.

Målinger viser at investorer
tar mer risiko nå enn noen
gang i historien.

Foto: Shutterstock

DEN GRØNNE REGULERINGSBØLGEN TRAFF DEN NORSKE KYSTEN

Motvinden for bærekraftig finans har fortsatt i 2023, etter en eventyrlig reise i senere år. Den pågående konflikten i Ukraina gjør at vi spør om våpenproduksjon ikke faktisk er «grønt», så lenge våpnene går til våre allierte. Fjorårets energikrise gjentok seg ikke, men energisektoren har likevel fått et ansiktsløft. Samtidig har økte rapporteringskrav gitt grønne investeringer en bismak: det krever betydelig tid, penger og kompetanse å være bærekraftig.

Med nærmest lovløse tilstander og grønnvasking i stor skala blant promotører av finansielle produkter, var økt regulering av bærekraftig finans høyst nødvendig. Mange fond med bærekraftsbegreper i fondsnavnet belastet høyere honorarer, uten å ellers tilby egenskaper

med bærekraftig effekt. Alt kunne fremstå som grønt så lenge man la godviljen til, og som investor var det vanskelig å vite hva man fikk.

Innenfor EU har Taksonomien satt spillereglene for hva som kreves for å kalle en økonomisk aktivitet «bærekraftig». Bærekraftsdirektivet (CSRD) stiller økte krav til store ikke-finansielle selskapers bærekraftsrapportering. Tilsvarende rapporteringskrav gjelder for finansielle aktører gjennom Offentliggjøringsforordningen (SFRD). MiFID II krever at vi som rådgiver kartlegger investorers bærekraftspreferanser og tar hensyn til disse i rådgivningen fremover.

Det stopper heller ikke med det første. Arbeidet med EUs bærekraftsrapporteringstandard, som startet i 2021,

fortsetter. EU har også lansert ny forordning knyttet til klassifisering av «grønne obligasjoner» som forventes implementert i Norge det kommende året. ESMA arbeider med retningslinjer for bruk av bærekraftsbegreper i fondsnavn. I tillegg trer utfyllende regler til offentliggjøringsforordningen i kraft.

Kravene har lagt press på finansielle aktører – påstander om bærekraft må nå underbygges. Det koster, men er høyst nødvendig for å sikre at man faktisk får det man forventer. Som uavhengig rådgiver vil vi alltid hjelpe kundene våre å manøvrere i det stadig endrende landskapet av begreper, reguleringer, krav og tilnærminger.



Foto: Shutterstock

GABLER

post@gabler.no

OSLO

Henrik Ibsens Gate 100
0123 Oslo

BERGEN

Solheimsgaten 7E
5058 Bergen

KRISTIANSAND

Bosmyrkollen 2
4620 Kristiansand S

STAVANGER

Nils Juelsgate 50
4000 Stavanger

KØBENHAVN

Store Regnegade 12, 3.
1110 København K