

HÖST
2017



SÅ HÄR PLACERAR VI – INITIATIV TILL
DISKUSSION

Investeringsprinciper

Investeringsprinciper

Jussi Karhunen, Mikko Koskela, Pertti Lassila och Tommi Moilanen

INNEHÅLL

Inledning	3
Målsättning och risktagande	3
Tidshorisont.....	4
Allokering	6
Diversifiering och riskhantering	7
Effektiva marknader och skapande av mervärde	7
Investeringsorganisation och kostnader	8
Källor	10

Investeringsprinciper

INLEDNING

Pensionsfondens placeringsverksamhet grundar sig på större och mindre val som beslutsfattarna i placeringsverksamheten gör dagligen. Placering är emellertid inte en exakt vetenskap som till exempel naturvetenskaperna, och därför grundar sig våra val på utöver våra egna erfarenheter också på antaganden om hur kapitalmarknaderna förväntas fungera på lång sikt. Antagandena är i allmänhet baserade på omfattande teoretisk eller empirisk forskning.

Institutionella placerare brukar numera beskriva sina investeringsprinciper (på engelska "investment beliefs") i detalj. Det kan till och med anses vara en förutsättning för framgångsrik placeringsverksamhet. *(Koedijk and Slager, 2010, Clark and Urwin, 2007, Ambachtsheer, 2016)*

Vi på Keva har för första gången beskrivit våra investeringsprinciper på våren 2017. De är ett sammandrag till sin natur – i denna publikation presenterar vi närmare våra tankar bakom principerna.

MÅLSÄTTNING OCH RISKTAGANDE

- › **Syftet med placeringsverksamheten är att generera realavkastning erforderlig för finansieringen av långsiktiga åtaganden inom det pensionssystem som avses i lagen om Keva. För att uppnå realavkastning förutsätts att vi bär placeringsrisk. Betydande placeringsrisk kan tidvis leda till placeringsförluster på kort och medellång sikt.**

Man kan kanske se den uppgift som pensionsfondens placeringsverksamhet utför som en del av finansieringen av åtagandena i pensionssystemet som en självklarhet. I praktiken är placeringsverksamheten dock tidvis utsatt för ett tryck från intressegrupper och tjänsteleverantörer som kunde leda till verksamhets sätt som står i strid med vår lagstadgade målsättning. Därför vill vi understryka att placeringsverksamhetens mål är att uppnå långsiktig realavkastning.

Ett tryck till åtgärder som eventuellt strider mot den grundläggande uppgiften kan till exempel uppstå till följd av pensionsfondernas kortsiktiga avkastningsjämförelser som ofta presenteras i offentligheten. Om placeringsverksamheten bygger på dessa "skönhetstävlingar" kan det leda till sämre avkastning till följd av verksamhet som är för kortsiktig med tanke på målsättningen. *(Warren, 2014, Ambachtsheer, 2013)*

Det viktigaste valet i placeringsverksamheten är att fastställa en risknivå, dvs. relation mellan avkastning och risk, som är ändamålsenlig med tanke på pensionsbolagets åtaganden. De reala nettoutgifterna under de kommande årtiondena överstiger tydligt fondens nuvarande värde, vilket medför att fondens placeringsavkastning är nödvändig för att täcka de kommande åtagandena.

Om nivån på avkastningen och risken är för låg måste placeringsverksamheten sannolikt höja risknivån i framtiden, eller alternativt leder den till tryck för en höjning av pensionsavgifterna. Om nivån på avkastningen och risken däremot är för hög är fonden onödigt exponerad till risk på kort sikt. I värsta fall kunde detta leda till att fonden tvingas sälja riskfyllda investeringar när riskpremierna är höga.

Med tanke på jämlikhet mellan generationer är det motiverat att styra placeringsverksamheten enligt principen att riskviljan är tillräcklig men måttlig.

TIDSHORISONT

› **Långsiktiga pensionsåtaganden samt förutsägbara kassaflöden möjliggör en långsiktig förvaltningsstrategi. I motsats till en kortsiktig strategi ger en långsiktig strategi möjlighet till bättre avkastning genom att man till exempel kan**

- **behålla riskfyllda investeringar då kortsiktiga aktörer tvingas sälja**
- **utnyttja marknadsvolatilitet och eftersträva ett kontracykliskt agerande**
- **investera även i illikvida tillgångar**
- **samarbeta med sådana förvaltare och samarbetspartner som inte är tillgängliga för kortsiktiga investerare.**

› **Avkastning på investeringar uppstår till följd av långsiktig ekonomisk tillväxt. Den ekonomiska tillväxten måste därför vara hållbar eftersom pensionerna är långsiktiga åtaganden till sin karaktär. Ansvarsfull investering (ESG) i kombination med val av placeringsobjekt skapar på lång sikt bättre resultat både genom högre avkastning och lägre risk.**

I akademisk litteratur och bland institutionella placerare har placeringsho-

risontens betydelse som drivkraft för investeringsavkastningen under de senaste åren diskuterats livligt (Barton et al., 2017, Barton and Wiseman, 2014). Trots att fördelarna med en långsiktig placeringsverksamhet är rätt uppenbara har empiriskt stöd för dem först framkommit under de senaste åren (Cremers and Pareek, 2016, Harford et al., 2016). De långvariga åtagandena möjliggör långsiktig placeringsverksamhet, vilket kan anses vara en strukturell fördel för pensionsfonder (Ambachtsheer, 2016, Ang and Kjaer, 2012).

Å andra sidan är nackdelarna med kortsiktig investeringsstrategi inte nödvändigtvis lika uppenbara. I litteraturen delas dessa nackdelar ofta in i två delar enligt följande:

1. friktion som uppstår vid investering (t.ex. transaktionskostnader, flockbeteende, ofta förekommande byte av kapitalförvaltare) (Hawley et al., 2011, Ambachtsheer et al., 2013, Stewart, 2013, Ambachtsheer, 2013, Bushee, 2001, Stewart et al., 2009)
2. friktion som beror på kortsiktigt beteende i företagen vi investerar i och å andra sidan de möjligheter som en längre strategisk placeringshorisont medför för företaget (Brochet et al., 2012, Eccles et al., 2014, Khan et al., 2016, Rappaport, 2006)

Placerarens och företagets investeringshorisonter knyts samman med varandra eftersom företagets verksamhet styrs av ägarna. Nackdelarna med en kortsiktig verksamhet leder i allmänhet till betydande välfärdsförluster för samhället, och därför har organisationer såsom OECD och FCLT efterlyst att aktieägare tar en aktivare roll i att styra företagets verksamhetskultur mot en mer långsiktig riktning (Croce et al., 2011, Barton et al., 2017, Harford et al., 2016, Waitzer and Sarro, 2014, Barton and Wiseman, 2015).

Vi anser att det är en strukturell konkurrensfördel för Keva att kunna utöva en långsiktig placeringsverksamhet.

Ansvarsfulla investeringar är möjliga endast om placeringsverksamheten är långsiktig till sin karaktär eftersom ESG-riskerna främst är långsiktiga fenomen. Vi anser att ansvarsfulla investeringar är en integrerad del av en långsiktig placeringsverksamhet.

ALLOKERING

- › **Allokering mellan olika slags systematiska riskpremier är det viktigaste beslutet som driver framtida avkastningar.**
- › **Den förväntade avkastningen och riskerna i de olika tillgångsklasserna varierar med tiden och är till en del förutsägbara då de tenderar att återgå till sitt långsiktiga genomsnitt.**

Allokeringen till olika systematiska riskpremier förklarar största delen av volatiliteten i portföljavgkastningen. Det är dock viktigt att notera att de systematiska faktorer (t.ex. ekonomisk tillväxt, räntor, inflation) som på ett bredare plan påverkar investeringsavkastningen inte direkt följer indelningen i tillgångsklasser utan samma faktorer påverkar i bakgrunden alla tillgångsklasser. *(Ilmanen, 2011, Straehl and Ibbotson, 2017)*

En investeringsportfölj består i slutändan av de tillgångsklasser i vilka man kan placera. Avkastningen och riskerna i dessa tillgångsklasser har varierat historiskt sett men kan i någon mån förutses på medellång och lång sikt medan det är svårt på kort sikt. *(Ilmanen, 2011, Straehl and Ibbotson, 2017)*

Då utgångspunkten för placeringsverksamheten är att riskpremierna varierar över tid men kan i alla fall delvis förutses, är det ändamålsenligt att anpassa allokeringen till det rådande läget. När riskpremierna på kapitalmarknaderna är låga, minskar vi risken. Medan när riskpremierna på kapitalmarknaderna är högre än normalt ökar vi risken. Denna dynamik tillämpas kring den naturliga långsiktiga risknivå som hänför sig till fondens åtaganden.

DIVERSIFIERING OCH RISKHANTERING

- › **Diversifiering av risktagande förbättrar fondens riskjusterade avkastning. Placeringsrisken hanteras effektivast genom att granska hela portföljen i stället för genom att granska riskerna i de enskilda portföljerna.**
- › **Hantering av placeringsrisken grundar sig på en heltäckande riskanalys av hela portföljen där man understryker kvalitativa faktorer. Den kvantitativa analysen är ett verktyg i riskhanteringsprocessen.**

Diversifiering förbättrar förhållandet mellan avkastning och risk i portföljen. Med en väldiversifierad portfölj kan vi uppnå samma avkastning med mindre risk än om portföljen har ineffektiv diversifiering. Alternativt kan vi med en effektivt diversifierad portfölj uppnå bättre avkastning med samma risk än om portföljen har ineffektiv diversifiering.

Effektiv diversifiering kräver inte nödvändigtvis att antalet värdepapper eller tillgångsklasser i portföljen ökas, eftersom samma systematiska faktorer (ekonomisk tillväxt, räntor, inflation) påverkar avkastningarna. Därför är det befogat att sköta riskhanteringen av hela portföljen i stället för att diversifiera riskerna i de enskilda portföljerna.

Riskhanteringssystemen samt transparensen i placeringsprodukterna har utvecklats markant under de senaste åren. Trots att systemen beskriver riskerna i placeringsportföljen bättre än tidigare begränsas analysen av risk som ett kvantitativt kortfristigt fenomen till t.ex. avkastningens standardavvikelse. Investerare med långsiktig investeringshorisont behöver mätare som mäter risker på längre sikt. ESG-riskerna till exempel är fenomen som realiserar på lång sikt och risker dagens kvantitativa riskhanteringssystem inte kan hantera.

EFFEKTIVA MARKNADER OCH SKAPANDE AV MERVÄRDE

- › **Placeringsmarknaderna kan emellanåt vara ineffektiva (varierar med tid och plats) vilket erbjuder möjligheter till aktiv förvaltning. Värdeskapande aktiv förvaltning, särskilt om den inte korrelerar med marknadsavkastning, tillför fördelaktiga riskjusterade egenskaper för portföljen. För att kunna bedriva och gynnas av aktiv förvaltning krävs tillräckliga resurser och välstrukturerade processer.**

Ett hett debatterat ämne inom finansiell ekonomi hänför sig till marknadens effektivitet. När marknaden anses vara effektiv återspeglar den förväntade avkastningen den systematiska risk som investeringen medför. Investeringsbeslutet handlar då mest om ett beslut om risknivå och hur utnyttja den optimalt på marknaden.

Marknadens effektivitet behandlas i litteraturen empiriskt ur flera infallsvinklar. Vi vet att aktivt förvaltade fonder i genomsnitt förlorar mot marknadsindex (t.ex. *Fama and French, 2008*). En stor del av variationen i avkastningen kan dock förklaras med hur investeringsprocessen, kapitalförvaltaren och fonden är strukturerad (*Jones and Wermers, 2011*). En investeringsfilosofi som bygger på en långsiktig investeringshorisont förefaller att förutse positiv aktiv avkastning (*Cremers and Pareek, 2016*).

Likviditetspremien, dvs. ersättning som investeraren erhåller då investeringsobjektet till sin natur har sämre likviditet på marknaden eller investeraren godkänner att investeringen låses in för en bestämd tid, är en av de källor för avkastning som långsiktiga placerare har tillgång till. I många tillgångsklasser är aktiva strategier som strävar efter mervärde den enda möjligheten att ta del av denna inkomstkälla.

Totalavkastningen på placeringarna kan delas in i marknadsavkastning (indexavkastning) och värdeskapande aktiv avkastning. Den aktiva avkastning som tillför mervärde och som inte korrelerar med marknadsavkastningen förbättrar diversifieringen i portföljen.

Källorna till mervärde och därigenom framgången för strategier som strävar efter mervärde är inte nödvändigtvis fenomen som står sig i tiden. Överstora avkastningar lockar till sig mer kapital för att uppnå samma avkastningar, vilket leder till att den kommande avkastningen till följd av fenomenet minskar. Till följd av denna dynamik följer vi på fortlöpande basis upp om det är motiverat att tillämpa strategier som strävar efter mervärde.

INVESTERINGS- ORGANISATION OCH KOSTNADER

- **Vi investerar direkt på marknader där vi bedömer att placeringsverksamheten effektivast kan skötas av våra egna interna förvaltare. Vi kompletterar vår egen förvaltning med likasinnade externa samarbetspartner. Samarbetet med våra externa förvaltare baserar sig på långsiktighet, förtroende och transparens.**
- **Hantering av de kostnader som anknyter till kapitalförvaltningen är en viktig del av vår process för skapande av mervärde. Vi mäter avkastningen efter totala kostnader.**

Placeringsverksamheten kan i huvuddrag organiseras på fyra sätt. Tillgångarna kan förvaltas av egna portföljförvaltare, aktivt eller passivt. Alternativt kan förvaltningen av tillgångarna läggas ut så de förvaltas av samarbetspartner, aktivt eller passivt. I dagsläge är Kevas verksamhet organiserad som en kombination av dessa och ligger nära genomsnittet i en internationell jämförelsegrupp (*Ambachtsheer, 2016*).

Positiva sidor med egen portföljförvaltning är kostnadseffektivitet och transparens. Å andra sidan är det svårt för Keva att anställa expertis med den lokalkännedom som krävs för förvaltning av strategier som strävar efter mervärde (*Ferreira et al., 2013, Fama and French, 2008*), särskilt på områden som är geografiskt sett långt från Finland. I dessa fall är det därför ändamålsenligt att anlita samarbetspartner.

Anlitandet av samarbetspartner för i regel alltid med sig högre kostnader jämfört med egen verksamhet, särskilt i fråga om strategier som strävar efter att skapa mervärde. Vi granskar lösningen främst med fokus på nettoavkastning – kostnaderna för externa samarbetspartner är motiverade om avkastningen efter kostnader är bättre än genom egen verksamhet.

Anlitande av samarbetspartner för med sig egna problem, varav det främsta kanske är det så kallade huvudman-agent-problemet (*Neal and Warren, 2015, Ferris and Yan, 2009, Swensen, 2009*). Kapitalförvaltarna kan ha många incitament som avviker från Kevas mål, såsom de ekonomiska intressena hos beslutsfattarna inom portföljförvaltningen, intressena hos kapitalförvaltningsbolaget och dess ägare, de övriga kundernas intressen eller olika tidshorisont för verksamheten. Vid val av externa kapitalförvaltare lägger vi särskild tyngdpunkt på att verksamheten ska grunda sig på målsättningar som sammanfaller med Kevas och i mån av möjlighet på samma investeringsprinciper.

Den enda konstanta komponenten i placeringsavkastningen är kostnader, och de kräver därför ständig uppmärksamhet.

KÄLLOR

- Ambachtsheer, J., Fuller, R. and Hindocha, D. (2013) *Behaving like an owner: Plugging investment chain leakages*.
- Ambachtsheer, K. (2013) *The pension system in Finland: Institutional structure and governance*. Available at: http://www.etk.fi/wp-content/uploads/2015/10/nettiin_part_2_AMBACHTSHEER.pdf.
- Ambachtsheer, K. P. (2016) *The Future of Pension Management: Integrating Design, Governance, and Investing*. Wiley.
- Ang, A. and Kjaer, K. N. (2012) *Investing for the long run*. Available at: <https://ssrn.com/abstract=1958258>.
- Barton, D., Manyika, J., Koller, T., Palter, R., Godsall, J. and Zoffer, J. (2017) *Measuring the economic impact of short-termism*: Mc Kinsey Global Institute.
- Barton, D. and Wiseman, M. (2014) *Focusing Capital On The Long Term*, Harvard Business Review, 92(1/2), pp. 44–51.
- Barton, D. and Wiseman, M. (2015) *Where Boards Fall Short*, Harvard Business Review, 93(1–2), pp. 98–104.
- Brochet, F., Loumiotis, M. and Serafeim, G. (2012) *Short-termism, investor clientele, and firm risk*. Harvard Business School.
- Bushee, B. J. (2001) *Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings over Long-Run Value?*, Contemporary Accounting Research, 18(2), pp. 207–246.
- Clark, G. L. and Urwin, R. *Best-Practice Investment Management: Lessons for Asset Owners from the Oxford-Watson Wyatt Project on Governance*. October 2007. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract>.
- Cremers, M. and Pareek, A. (2016) *Patient capital outperformance: The investment skill of high active share managers who trade infrequently*, Journal of Financial Economics, 122, pp. 288–306.
- Croce, R. D., Stewart, F. and Yermo, J. (2011) *Promoting Longer-Term Investment by Institutional Investors: Selected Issues and Policies*, OECD Journal: Financial Market Trends, 2011(1), pp. 145–164.
- Eccles, R. G., Ioannou, I. and Serafeim, G. (2014) *The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance*, Management Science, 60(11), pp. 2835–2857.
- Fama, E. F. and French, K. (2008) *Mutual fund performance*, Journal of Finance, 63(1), pp. 389–416.
- Ferreira, M. A., Keswani, A., Miguel, A. F. and Ramos, S. B. (2013) *The determinants of mutual fund performance: A cross-country study*, Review of Finance, 17(2), pp. 483–525.
- Ferris, S. P. and Yan, X. S. (2009) *Agency costs, governance, and organizational forms: Evidence from the mutual fund industry*, Journal of Banking & Finance, 33(4), pp. 619–626.
- Harford, J., Kecskes, A. and Mansi, S. (2016) *Do long-term investors improve corporate decision making?*
- Hawley, J., Johnson, K. and Waitzer, E. (2011) *Reclaiming Fiduciary Duty Balance*, Rotman International Journal of Pension Management, 4(2), pp. 4–16.
- Ilmanen, A. (2011) *Expected returns: an investor's guide to harvesting market rewards*. John Wiley & Sons.
- Jones, R. C. and Wermers, R. (2011) *Active Management in Mostly Efficient Markets*, Financial Analysts Journal, 67(6), pp. 29–45.
- Khan, M., Serafeim, G. and Yoon, A. (2016) *Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality*, Accounting Review, 91(6), pp. 1697–1724.
- Koedijk, K. and Slager, A. (2010) *Investment Beliefs: A Positive Approach to Institutional Investing*. Palgrave Macmillan UK.
- Neal, D. and Warren, G. (2015) *Long-term investing as an agency problem: CIFR Paper No. 063/2015*. Available at: <https://ssrn.com/abstract=2667285>.
- Rappaport, A. (2006) *10 Ways to create shareholder value*, Harvard Business Review, 84(9), pp. 66–+.
- Stewart, S. D. (2013) *Manager Selection*. [Charlottesville, Virginia]: The Research Foundation of CFA Institute.
- Stewart, S. D., Neumann, J. J., Knittel, C. R. and Heisler, J. (2009) *Absence of Value: An Analysis of Investment Allocation Decisions by Institutional Plan Sponsors*, Financial Analysts Journal, 65(6), pp. 1–18.
- Straehl, P. U. and Ibbotson, R. G. (2017) *The Long-Run Drivers of Stock Returns: Total Payouts and the Real Economy*, Financial Analysts Journal, 73(3), pp. 1–21.
- Swensen, D. F. (2009) *Pioneering portfolio management: An unconventional approach to institutional investment, fully revised and updated*. Simon and Schuster.
- Waitzer, E. J. and Sarro, D. (2014) *Reconnecting the Financial Sector to the Real Economy: A Plan for Action*, Rotman International Journal of Pension Management, 7(2), pp. 28–35.
- Warren, G. (2014) *Designing an Investment Organization for Long-Term Investing: CIFR Paper No. 41*. Available at: <https://ssrn.com/abstract=2513090>.