



NORGES BANK

Finansdepartementet
Postboks 8008 Dep.
0030 Oslo

Dato: 25.11.2015
Deres ref.:
Vår ref.:

Statens pensjonsfond utland – investeringer i eiendom

Finansdepartementet varslet i desember 2014 at det skal utredes om den øvre grensen for eiendom i Statens pensjonsfond utland (SPU) på fem prosent skal endres. Departementet ber i brev 26. mars 2015 Norges Bank bidra med råd og vurderinger av hvordan investeringer i eiendom kan bidra til å bedre forholdet mellom avkastning og risiko i fondet. Våre vurderinger og råd følger i dette brevet. Departementet har også bedt banken vurdere om det skal åpnes for investeringer i unotert infrastruktur, og hvordan investeringer i eiendom og infrastruktur bør reguleres i mandatet fra departementet. Disse to spørsmålene er besvart i egne brev fra Norges Bank.

Norges Bank ga i brev 20. oktober 2006 råd om at det settes et strategisk mål om at inntil 10 prosent av fondet skal investeres i eiendom og infrastruktur. Vi argumenterte for at slike investeringer vil gi en diversifikasjonsgevinst som bedrer bytteforholdet mellom avkastning og risiko i fondet. Banken er nå bedt om å gjøre en ny vurdering. Vi diskuterer innledningsvis hvordan eiendomsinvesteringer påvirker forholdet mellom avkastning og risiko i fondet. Deretter følger en oppsummering av våre erfaringer med investeringer i eiendom, før vi i siste del av brevet oppsummerer bankens råd om eiendomsinvesteringer. Vurderingene i dette brevet bygger på analysene i NBIM Diskusjonsnotat 1/2015: *Diversifikasjonspotensialet ved investeringer i eiendom* og NBIM Diskusjonsnotat 2/2015: *Globale trenders innvirkning på eiendomsinvesteringer*.

Investeringer i eiendom – avkastnings- og risikoegenskaper

Investeringer i eiendom er den tredje største aktivaklassen etter aksjer og obligasjoner. Da departementet i Meld. St. 16 (2007-2008) åpnet for at en del av fondet kunne investeres i eiendom, ble det lagt vekt på at SPU skal være en bredt diversifisert og global portefølje, og



derfor burde også være eksponert mot en stor aktivaklasse som eiendom. De fleste andre sammenlignbare fond var investert i eiendom, og departementet anførte at det var vanskelig å se hvorfor strategien til fondet skulle avvike sterkt fra strategien til andre store internasjonale fond. Departementet la videre vekt på at investeringer i eiendom kunne bidra til en bedre risikospredning i fondet, og at fondets særtrekk tilsa at fondet var godt egnet til å bære risikoen slike investeringer innebærer.

For å forstå hvordan investeringer i eiendom på lang sikt kan gi en bedre diversifisert portefølje, har vi sett nærmere på sammenhengen mellom avkastningen på eiendom og noen underliggende avkastningsdrivere – økonomisk vekst, inflasjon og rentenivå. Økonomisk vekst påvirker avkastningen på eiendomsinvesteringene positivt gjennom for eksempel økt sysselsetting og detaljhandel, og dermed økt etterspørsel etter lokaler. Vår analyse bekrefter en langsiktig sammenheng mellom økonomisk vekst og avkastningen på unoterte eiendomsinvesteringer, og at denne sammenhengen er sterkere for eiendom enn for aksjer.¹ Vi finner også en positiv sammenheng mellom utviklingen i konsumprisindeksen og avkastningen på eiendom, men med betydelige variasjoner mellom land og sektorer. Sammenhengen mellom avkastning på eiendom og endringer i rentenivået er ikke like entydig. Sammenhengen avhenger hva som er underliggende årsak til endringen i rentenivået samt hvor rask endringen skjer.

En annen tilnærming er å analysere graden av samvariasjon mellom eiendomsavkastning og avkastningen på fondets øvrige investeringer. En generell utfordring er at tilgangen på data er begrenset – både når det gjelder varighet og kvalitet. Ulike studier har håndtert disse utfordringene på forskjellige måter. Konklusjonen i de aller fleste av disse studiene og vår egen analyse er at investeringer i eiendom vil bidra til å bedre forholdet mellom avkastning og risiko i fondet, selv om graden av samvariasjon varierer over tid.

Analyser av historiske avkastningsserier viser at forhold som bygningens beliggenhet, fysiske beskaffenhet, utviklingsbehov og type av leietaker er viktigste kilder til avkastning og risiko ved enkeltinvesteringer. For fondet er det relevante spørsmålet om dette er risiko som elimineres når eiendomsporteføljen blir større. Studier finner at det ikke vil være mulig å diversifisere bort all slik risiko. I dette ligger også en mulighet for forvalter til å skape verdier gjennom aktive valg, og et behov for dyp kunnskap om eiendomsmarkedene fondet investeres i.

Banken mener at eiendomsinvesteringer bidrar til å bedre forholdet mellom avkastning og risiko i fondet.

Investeringer i eiendom – bankens erfaringer

Norges Bank fikk i 2010 mandat til å investere inntil fem prosent av fondet i eiendom. På det tidspunktet var verdien av fondet om lag 3 000 milliarder kroner, og fem prosent utgjorde omtrent 150 milliarder kroner. Vi har bygget porteføljen gradvis og i en takt opp mot hva vi la

¹ Se for eksempel NBIM Diskusjonsnotat 5/2012: *Økonomisk vekst og avkastning på aksjer*.



til grunn da vi fikk mandatet. Ved utgangen av tredje kvartal 2015 var 208 milliarder kroner av fondet investert i eiendom. Dette tilsvarer en andel av fondet på i overkant av tre prosent, siden fondsverdien i dag er vesentlig høyere enn i 2010.

De første eiendomsinvesteringene ble foretatt i de største europeiske markedene. Antallet land har blitt utvidet gradvis, og vi forvalter i dag en global, men konsentrert eiendomsportefølje med investeringer i utvalgte storbyer og globale distribusjonsnettverk. Den unoterte delen av eiendomsporteføljen er investert i USA og Europa, med henholdsvis 46 og 54 prosent. Kontoreiendommer utgjør om lag 60 prosent av fondets unoterte eiendomsinvesteringer. De to andre store sektorene er logistikk og handel med henholdsvis 27 og 14 prosent. Ved å investere i både unotert og børsnotert eiendom har vi fått tilgang til et bredere sett av investeringsmuligheter. Fordelingen mellom unoterte og børsnoterte eiendomsinvesteringer vil variere over tid og avhenge av lokale markedsforhold, og var ved utgangen av tredje kvartal 2015 henholdsvis 77 og 23 prosent.

Fondets størrelse, lange investeringshorisont og evne til å holde mindre omsettelige eiendeler er særtrekk som kan gi fortrinn i store eiendomstransaksjoner. Vi kan gi bud uten forbehold om finansiering, ta den tiden som er nødvendig for å utvikle en eiendom, og trenger ikke selge for å dekke løpende likviditetsbehov. Sammen med andre investorer støtter vi arbeidet med å utvikle en global rapporteringsstandard for bærekraft i eiendomsmarkedet (Global Real Estate Sustainability Benchmark – GRESB).² Hensynet til energieffektivitet, vannforbruk og avfallshåndtering tillegges særskilt vekt i investeringsgjennomgangen i forkant av en transaksjon. Store eierposisjoner er et godt utgangspunkt for å være en ansvarlig eiendomsforvalter.

Unoterte eiendomsinvesteringer er mindre standardiserte enn investeringer i børsnoterte instrumenter. Vi har valgt å gjennomføre de fleste av våre investeringer i form av partnerskap (Joint Ventures) med etablerte eiendomsinvestorer. Våre partnere bidrar med nødvendig lokalkompetanse og erfaring fra forvaltning av store eiendomsinvesteringer. Alle våre unoterte eiendomsinvesteringer er organisert gjennom datterselskaper for å begrense Norges Banks ansvar. Dette beskytter fondets øvrige investeringer og resten av bankens balanse. Investeringer gjennom datterselskaper er den vanligste måten å organisere unoterte eiendomsinvesteringer, og bidrar til at investeringene er lettere omsettelige. Banken utreder for tiden muligheten for å gruppere datterselskapene i regionale holding-strukturer for henholdsvis Europa, USA og Asia. Vi vurderer i den forbindelse om det kan være hensiktsmessig å benytte norske i stedet for utenlandske holdingselskaper. Vi tar sikte på å komme tilbake til dette spørsmålet i et eget brev til departementet.

Kostnadene ved forvaltningen av en unotert eiendomsportefølje er høyere enn for forvaltning av noterte aksjer og obligasjoner. Kjøp og salg av eiendommer skjer ikke på regulerte markeds plasser, men gjennom særskilte avtaler. Den løpende forvaltningen av porteføljen krever også mer praktisk oppfølging. Vi har lagt stor vekt på å etablere kostnadseffektive strukturer. Dette hensynet gjelder også i forhold til skatt, som i noen tilfeller kan være en

² For en diskusjon om bærekraft i eiendomsmarkedet viser vi til NBIM Diskusjonsnotat Note 2/2015: *Trender – globale eiendomsinvesteringer*.



betydelig kostnad. De samlede forvaltningskostnadene fremover vil avhenge av hvordan investeringsstrategien for eiendom utformes. Kostnadene vil variere med type eiendom, type leiekontrakt og hvordan eierskapet til eiendommen er strukturert. Ansvar for å konkretisere eiendomsstrategien er delegert til banken, og resultatene må evalueres på bakgrunn av avkastning etter alle kostnader. Vi forventer at de samlede forvaltningskostnadene vil stige dersom grensen for eiendomsinvesteringer økes, men at vi fortsatt skal kunne forvalte fondet innenfor den nåværende rammen for forvaltningskostnader på 0,09 prosent.

Vi har erfart at synergier på operasjonelt nivå mellom eiendomsinvesteringene og øvrige investeringer i fondet er små, og har derfor organisert eiendomsforvaltningen som en egen enhet med en klar beslutningsstruktur. Ved utgangen av november 2015 var det 96 ansatte i eiendomsavdelingen. I tillegg var det 16 ansatte i datterselskapet i Luxembourg og 3 ansatte i datterselskapet i Tokyo.³ Antall ansatte i eiendomsforvaltningen vil øke når en større andel av fondet investeres i eiendom. Økningen fremover vil avhenge av innretningen på strategien som for eksempel forholdet mellom heleide og deleide eiendommer og forholdet mellom noterte og unoterte eiendomsinvesteringer. Stordriftsfordeler i den operative forvaltningen tilsier at økningen i antall ansatte vil være mindre enn økningen i investeringene.

Avkastningen på eiendomsporteføljen har siden oppstart vært 6,9 prosent årlig målt i fondets valutakurv, og 6,4 prosent målt i lokal valuta. Eiendomsavkastningen består av leieinntekter og verdiendringer, og prosentfordelingen mellom disse to har siden oppstart vært om lag 45/55. Transaksjonskostnadene som påløper i forbindelse med investeringer i unotert eiendom er betydelige, og har siden oppstart bidratt til å trekke ned avkastningen med 1,4 prosentpoeng. Avkastningen før transaksjonskostnader har derfor vært 8,3 prosent målt i fondets valutakurv. I samme periode har avkastningen før transaksjonskostnader i en portefølje med 60 prosent aksjer og 40 obligasjoner vært 6,6 prosent. Etter hvert som transaksjonsvolumet faller relativt til porteføljens størrelse, vil det negative bidraget fra transaksjonskostnadene falle. Vi ser allerede effekten av dette. Så langt i 2015 har transaksjonskostnadene påvirket eiendomsavkastningen negativt med 0,2 prosentpoeng. Den offentlige rapporteringen om avkastning og risiko i eiendomsporteføljen vil bli utvidet med en egen eiendomsrapport. Vi vil i denne rapporten søke å gi et bredest mulig bilde av hvilke forhold det er som driver avkastningen på våre eiendomsinvesteringer, typer av risiko eiendomsinvesteringene er eksponert for og hvilke kostnader som påløper i ulike deler av forvaltningen.

Banken mener at de organisatoriske og operasjonelle forutsetningene for en videre økning i eiendomsinvesteringene er tilstede.

Investeringer i eiendom – bankens råd

Investeringer i eiendom bidrar til å bedre forholdet mellom avkastning og risiko i fondet, og de organisatoriske og operasjonelle forutsetningene er tilstede for en videre økning av eiendomsinvesteringene. Hvor stor andel av fondet som bør investeres i eiendom, kan ikke besvares presist. En tilnærming er å ta utgangspunkt i hvor stor andel av verdens samlede

³ NBIM S.à r.l. og NBRE Management Japan Advisors K.K., (100 prosent eid av Norges Banks datterselskap NBRE Management Singapore Pte. Ltd).



formue som er plassert i eiendom. Andelen eiendom av samlede finansielle investeringer kan anslås til mellom 10 og 15 prosent. En annen tilnærming kan være å estimere en «optimal» andel med utgangspunkt i forventninger til avkastning, risiko og samvariasjon mellom ulike typer investeringer. Anslagene for «optimal» andel i akademiske studier varierer, men ligger normalt mellom 10 og 20 prosent. En tredje tilnærming er å se hvor stor andel av porteføljen andre investorer har investert i eiendom. Rapporter fra departementets konsulenter for fondssammenligninger og vår egen gjennomgang viser en gjennomsnittlig allokering på om lag 10 prosent.⁴ De antatt mest langsiktige investorene har en noe høyere allokering. Bankens vurdering er at målet for eiendomsinvesteringer i fondet i denne omgang bør økes til 10 prosent.

Investeringer i unotert eiendom er mindre likvide enn investeringer i noterte aksjer og obligasjoner. Begrenset likviditet innebærer at en investor som tvinges til å selge raskt, vil måtte påregne en lavere pris enn hva investoren kunne oppnådd hvis den ikke hadde måtte selge. Bankens unoterte eiendomsinvesteringer er i dag konsentrert til de største, mest likvide eiendomsmarkedene. Videre vurderer vi sannsynligheten for at eier skal foreta store, uventede uttak fra fondet for å være begrenset. Det meste av fondet vil uansett være plassert i aktiva som vil kunne realiseres raskt uten å påføre fondet unødige kostnader, og de løpende inntektene er forventet å være større enn forventede uttak fra fondet.

Fordelingen mellom aksjer, obligasjoner og eiendom vil endres i perioder med ulik verdiutvikling i de respektive markeder. Det er viktig at rammene for fondets eiendomsinvesteringer utformes på en måte som ikke fremtvinger uhensiktsmessige tilpasninger av porteføljen. Disse forholdene tilsier at rammen for eiendom i fondet ikke bør defineres som en fast allokering, men som et intervall. Et intervall på +/- fem prosentpoeng rundt målet om 10 prosent fremstår etter bankens vurdering som rimelig.

Norges Bank har tidligere argumentert for at økningen av fondets investeringer i eiendom og andre typer realaktiva bør motsvares av en reduksjon i fondets obligasjonsinvesteringer.⁵ Dette er fortsatt bankens vurdering. Vi viser til brev om nytt rammeverk for forvaltningen av SPU for en nærmere redegjørelse.

Banken mener at målet for eiendomsinvesteringer i fondet i denne omgang bør økes til 10 prosent. Rammen for eiendomsinvesteringer bør angis som et intervall på +/- fem prosentpoeng rundt dette målet.

Med hilsen


Øystein Olsen


Yngve Slyngstad

⁴ CEM Benchmarking Inc.

⁵ Norges Banks brev til Finansdepartementet 6. juli 2010: *Utvikling av investeringsstrategien til Statens pensjonsfond utland.*