

# Erlendar sérhæfðar fjárfestingar

## Út fyrir landsteinana

Undanfarin ár hefur Frjálsi lífeyrissjóðurinn aukið áhættudreifingu erlendra eigna sjóðsins og samhliða nýtt sér nýja ávöxtunarmöguleika. Frá afnámi fjármagnshafta fyrri hluta árs 2017 hefur hlutfall erlendra eigna stækkað verulega og var megináherslan í upphafi lögð á erlend hlutabréf. Síðustu ár hefur aukinn þungi verið settur á erlend skuldabréf og í fjárfestingarstefnu ársins 2020 var tekin sú ákvörðun að hefja með markvissum hætti uppbyggingu á erlendum sérhæfðum fjárfestingum. Þar með var ákveðið að bæta enn frekar í sókn Frjálsa á erlenda markaði.

## Hvað eru sérhæfðar fjárfestingar?

Skilgreina má sérhæfðar fjárfestingar sem þær fjárfestingar sem að öllu jöfnu flokkast ekki undir hefðbundnari fjárfestingar svo sem hlutabréf og skuldabréf. Yfirleitt er um óskráðar fjárfestingar að ræða, seljanleiki til skemmri tíma er oft takmarkaður og fjárfestingarnar fela gjarnan í sér langtímabindingu.

Í mörgum tilvikum kemur ábati þessara fjárfestinga fram á síðari stigum líftímans, fjárfestingarnar geta skilað lágrí eða neikvæðri arðsemi fyrst um sinn og því er rétt að meta árangur þessara fjárfestinga yfir lengra tímabil fremur en frá ári til árs. Á móti væntingum um góða ávöxtun getur áhætta verið nokkur. Viðbúið er að einhverjar fjárfestingar geti gengið verr en væntingar standa til en þá vegur áhættudreifing innan fjárfestingaflokksins töluvert og meginmarkmiðið er ávallt að eignaflokkurinn í heild skili ásættanlegri ávöxtun. [Sjá grein um árangur innlendra sérhæfðra fjárfestinga.](#)

## Vegferð Frjálsa í aukningu sérhæfðra erlendra fjárfestinga

Síðustu ár hefur sjóðurinn skuldbundið sig til þátttöku í mörgum erlendum sérhæfðum fjárfestingum. Markmiðin um hlutfall þeirra af heildareignum eru breytileg eftir fjárfestingarleiðum. Markmiðið er 5% hjá Frjálsa áhættu og Frjálsa 1, 3% hjá Frjálsa 2 og Tryggingadeildinni en 0% hjá Frjálsa 3 enda er þar einungis fjárfest í innlendum skuldabréfum. Meginuppbygging erlendra sérhæfðra fjárfestinga er með þeim hætti að um 70-85% er fjárfest í kjarnahluta (e. Core) eigna þar sem um hefðbundnari áherslur er að ræða og dreifing hvað varðar landsvæði og atvinnugreinar er mikil. Á móti er um 15-30% fjárfest í kryddhluta (e. Satellite) eigna þar sem áherslurnar eru sérhæfðari og áhættan að jafnaði heldur meiri.

Meginflokkar sérhæfðra fjárfestinga sem horft er til eru framtaksfjárfestingar (e. Private equity), fasteigna-fjárfestingar (e. Real estate), innviðafjárfestingar (e. Infrastructure) og sérhæfð lán (e. Private credit). Hér á eftir er fjallað nánar um uppbyggingu og eðli þessara flokka ásamt því hvar áhersla Frjálsa í hverjum flokki liggur. Fjallað er um allar þær fjárfestingar sem Frjálsi hefur nú þegar skuldbundið sig til að taka þátt í, í kjölfar umfjöllunar um þann flokk sem þær tilheyra.

Framtaksfjárfestingar (e. Private equity) eru fjárfestingar í óskráðum hlutabréfum með það markmið að auka verðmæti fjárfestingarinnar með virkri aðkomu. Framtaksfjárfestar eru því oft í ráðandi stöðu innan fyrirtækis og geta þannig haft áhrif á reksturinn. Framtaksfjárfestingum er oft skipt niður í flokka (mynd 1) eftir vaxtastigi þeirra fyrirtækja sem fjárfest er í. Áhersla Frjálsa í kjarnahluta eigna er að mestu í yfirtökufjárfestingum en einnig að hluta í vaxtafjárfestingum. Á móti samanstendur kryddhlutinn af björgunarfjárfestingum og nýsköpunarfjárfestingum.



Mynd 1. Helstu flokkar framtaksfjárfestinga.

- **DNB Private Equity VII**  
Sjóður sem fjárfestir í öðrum framtakssjóðum sem fjárfesta í óskráðum hlutabréfum. Þannig skapast góð áhættudreifing. Áherslur sjóðsins eru á þeim sjóðum sem áður hafa sýnt góða frammistöðu og stöðugleika. Fjárfest er á grónum markaðssvæðum í Vestur-Evrópu og Bandaríkjunum og mikil áhersla er lögð á umhverfismál, félagslega þætti og góða stjórnarhætti.
- **KKR North America Fund XIII**  
Bandarískur sjóður sem sérhæfir sig í yfirtökum fyrirtækja með þátttöku stjórnenda (e. management buyouts) gert til þess að samtvinnna hagsmuni lykilarstarfsmanna við hagsmuni eigenda. KKR NA er einn stærsti og þekktasti sjóðurinn á vettvangi erlendra framtaksfjárfestinga. Að sjóðnum koma 68 starfsmenn og er reynsla stjórnenda KKR af sambærilegum sjóðum mikil og góð.

**Fasteignafjárfestingar** (e. Real estate) eru fjárfestingar í íbúðar- og/eða atvinnuhúsnæði þar sem markmiðið er að hámarka tekjur af fasteigninni á eignartímabilinu og þar með verðmæti hennar. Tekjur geta komið frá endursölu fasteigna eða í gegnum fyrirsjáanlega leigu. Þegar tekjurnar eru í formi fyrirsjáanlegrar leigu er áhættan og vænt ávöxtun að jafnaði minni en þegar tekjurnar koma frá endursölu. Kjarnahluti Frjálsa samanstendur af kjarna og kjarna plús fjárfestingum en kryddhluti eignasafnsins eru svokallaðar virðisauka og tækifærissinnaðar fjárfestingar (mynd 2).



Mynd 2. Helstu flokkar fasteignafjárfestinga.

- **Wellington Global Property**  
Fjárfestingar Wellington Global Property eru á heimsvísu og eru dreifðar á milli undirgeira fasteignamarkaðarins. Sjóðurinn fjárfestir aðallega í hlutabréfum fyrirtækja sem þróa, reka eða leigja út fasteignir á þróuðum mörkuðum heimsins.

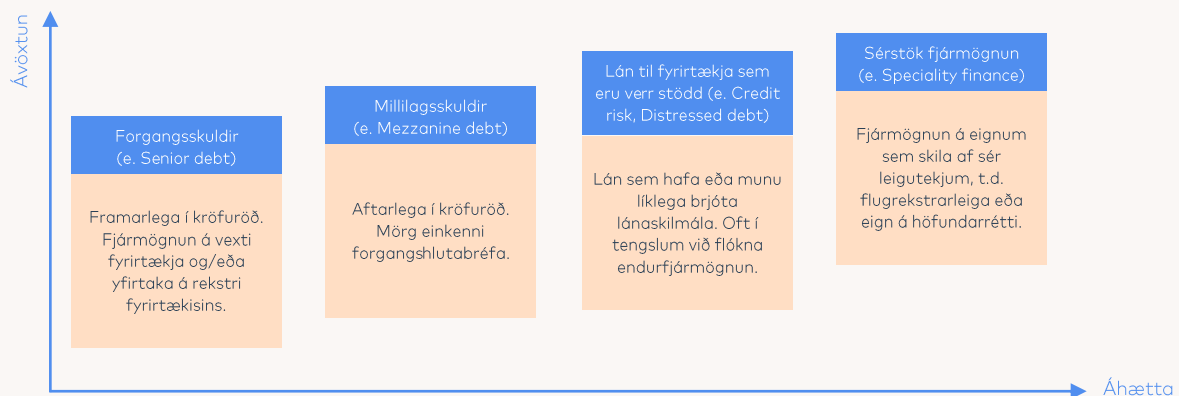
**Innviðafjárfestingar** (e. Infrastructure) eru fjárfestingar í innviðum sem hafa það markmið að hámarka tekjur á eignartímabili og þar með verðmæti fjárfestingarinnar. Margt getur flokkast undir innviði en helst má nefna efnahagslega innviði svo sem verkefni eða félög tengd samgöngum, veitum, samskiptum orku o.s.frv. og samfélagslega innviði þar á meðal menntun, heilbrigðiskerfi, öryggi tengdu almannahagsmunum o.s.frv. Hér er oft um samstarf einkaaðila og hins opinbera að ræða. Kjarnahluti Frjálsa liggur hér líkt og í fasteignafjárfestingum í kjarna og kjarna plús fjárfestingum og kryddhlutinn í virðisauka og tækifærissinnuðum fjárfestingum (mynd 3).



Mynd 3. Helstu flokkar innviðafjárfestinga.

- **Obligo Global Infrastruktur II**  
Innviðasjóður sem fjárfestir í öðrum sjóðum sem aftur fjárfesta beint í innviðafjárfestingum. Áhættudreifingin er mikil og í fjárfestingarstefnunni er lögð áhersla á samval sjóða með ólíka áhættuþætti, raunverulega innviði og fjárfestingar í sjálfbærum og ábyrgum verkefnum.
- **KKR Global Infrastructure Investors IV**  
Sjóður sem fjárfestir í innviðum og leggur mikið upp úr því að fjárfesta í fjölbreyttum atvinnugreinum. KKR hefur fjárfest í innviðum síðan 2008 og er þessi tiltekni sjóður fjórði innviðasjóður félagsins.

**Sérhæfð lán** (e. Private credit) eru lán til fyrirtækja, einkum þeirra sem eru í eigu framtakssjóða. Markmiðið er að ná hárrí ávöxtun með góðu aðgengi að lántökum og hærra álagi en gengur og gerist á fjármagnsmarkaði. Hér er oft samið beint við lántaka og því er oft á tíðum greiðari aðgangur að upplýsingum en í hefðbundnum útgáfulýsingum verðbréfa. Í viðskiptum sínum með sérhæfð lán hefur Frjálsi byggt upp kjarnahluta sinn af forgangsskuldum og millilagsskuldum. Á móti samanstendur kryddhlutinn af annars vegar lánnum til fyrirtækja sem af ýmsum aðstæðum geta borið hærri vaxtaðlög, t.d. lán tengd fjárhagslegri endurskipulagningu og hins vegar lán til fyrirtækja sem starfa á mjög afmörkuðu sérsviði (mynd 4).



Mynd 4. Helstu flokkar sérhæfðra lána.

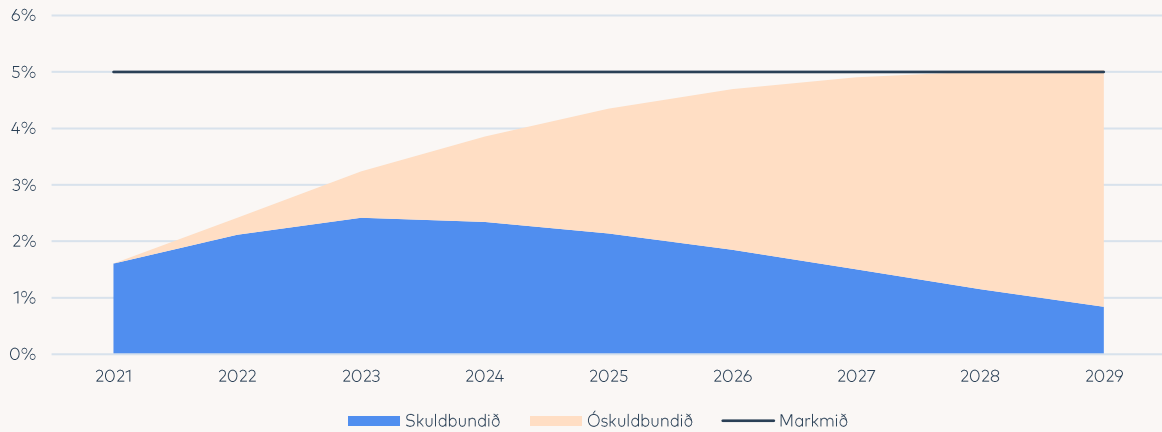
- **Neuberger Berman Private Debt Fund**  
Sjóður sem leggur áherslu á lán á fyrsta veðrétti útgefin af fyrirtækjum í eigu framtakssjóða. Lán á fyrsta veðrétti eru framarlega í kröfuhafaröð ef greiðsluferfiðleikar myndast og flokkast þ.a.l. undir forgangsskuldur. Við sjóðinn starfa 16 sérfræðingar á sviði sérhæfðra lánveitinga.
- **New Mountain Capital Guardian III**  
Félag sem hefur áralanga reynslu af framtaksfjárfestingum og hefur byggt upp mikla og djúpa þekkingu á því sviði sem hóf svo að bjóða upp á lánasjóði árið 2008. Þekking af framtaksfjárfestingum er nýtt til að aðstoða við öflun og greiningu á fjárfestingartækifærum og er sérstök áhersla lögð á að lána fyrirtækjum í eigu framtakssjóða. Hjá New Mountain Capital eru lán á fyrsta veðrétti einnig í öndvegi.

## Spálíkan fyrir sérhæfðar fjárfestingar

Sérhæfðar fjárfestingar eru flestar þess eðlis, ólíkt þeim hefðbundnu, að í stað þess að öll fjárfestingin eigi sér stað við upphaflega fjárfestingarákvörðun þá skuldbindur fjárfestir sig til þátttöku í sjóði fyrir ákveðna upphæð í framtíðinni. Sjóðurinn sem fjárfest er í innheimtir svo fjárfestinguna í skrefum eftir því sem fjárfestingartækifærin koma upp. Loks greiðir sjóðurinn hagnaðinn til fjárfesta eftir því sem fjárfestingin skilar sér til baka. Hrein eign flokksins er því breytileg yfir tíma, bæði hvað varðar innflæði og útfæði. Hlutfall sérhæfðra fjárfestinga Frjálsa þróast með þessu flæði og er því erfiðara að stýra því en í tilviki hefðbundnari fjárfestinga. Því er mikilvægt að til staðar sé aðferðafræði sem hjálpar til við að meta stöðu erlendra sérhæfðra fjárfestinga til framtíðar svo hægt sé að ná og halda því hlutfalli af heildareignum sem sóst er eftir hverju sinni.

Frjálsi notast við spálíkan sem var þróað árið 1998 af Dean Takahashi og Seth Alexander frá Yale háskóla sem hluta af stýringu sinni á erlendum sérhæfðum fjárfestingum. Líkanið byggir á forsendum um skuldbindingar fjárfestis, hraða innkallana sjóðsins, arðgreiðsluhlutfall, líftíma o.fl. Út úr líkaninu fæst svo hvernig innkallanir, útgreiðslur og hrein eign þróast yfir tíma. Þessar niðurstöður eru mikilvægar svo meta megi hvaða fjárfestingar Frjálsi þarf að ganga í til að ná markmiðum sínum um eignasamsetningu.

Á mynd 5 má sjá hversu langt tryggingardeild Frjálsa er komin í að ná markmiði sínu um hlutfall erlendra sérhæfðra fjárfestinga af heildareignum en sömu sögu er að segja um aðrar blandaðar fjárfestingarleiðir sjóðsins. Á myndinni má greina á milli þeirra fjárfestinga sem Frjálsi hefur skuldbundið sig til þátttöku í (bláa svæðið) og þeirra sem sjóðurinn á eftir að skuldbinda sig til þátttöku í (ljósbrúna svæðið) til að ná markmiði sínu. Þetta er reiknað og áætlað með Yale-líkaninu. Af þessari mynd má sjá að markviss uppbygging eigna Frjálsa í sérhæfðum erlendum fjárfestingum er vel á veg komin og stefnt að því að feta áfram veginn í átt að því markmiði sem stjórn sjóðsins hefur sett um áframhaldandi sókn og eignadreifingu á erlendum mörkuðum.



Mynd 5. Hlutfall erlendra sérhæfðra fjárfestinga hjá tryggingadeild.