

Kapitalforvaltning i Norge - en ny vekstnæring?

av

Marius Nordkvelde, Anton Diachenko,
Robert Alexandru og Torger Reve

Forskningsrapport 5/2013

Handelshøyskolen BI

Marius Nordkvelde, Anton Diachenko, Robert Alexandru og Torger Reve
Kapitalforvaltning i Norge - en ny vekstnæring?

© Marius Nordkvelde, Anton Diachenko, Robert Alexandru, Torger Reve
2013

Forskningsrapport 5/2013 (Norsk versjon)
ISSN: 0803-2610

Handelshøyskolen BI
N-0442 Oslo

Telefon: 4641 0000
www.bi.no

Print: Allkopi

Rapporten kan bestilles via BIs hjemmeside
<http://www.bi.no/forskning/vitenskapelig-publisering>

Om studien

Prosjektet “Kapitalforvaltning i Norge-en ny vekstnæring? ” er en videreutvikling av det nasjonale forskningsprosjektet “Et kunnskapsbasert Norge” (2012). Felles for de to prosjektene er klyngeperspektivet på næringsutvikling.

Hovedmålet med dette prosjektet var å tilby et klyngebasert perspektiv på utviklingen av en kapitalforvaltningsnæring i Norge. Hovedproblemstillingen i dette prosjektet er om det er gjennomførbart å støtte framveksten av et finanssentrum i Oslo som er sterkt nok til i større grad å kunne konkurrere med veletablerte europeiske finansklynger som London eller Stockholm.

Prosjektet gjennomføres av Handelshøyskolen BI på vegne av Finansforbundet, med professor Torger Reve som forskningsleder, Marius Nordkvelde som prosjektleder og forsker, samt Anton Diachenko som forsker

Vi vil rette en spesiell takk til forskningsassistent Robert Alexandru for hans store og meget gode bidrag til utarbeidelsen av rapporten. Takk!

Innhold

Definisjoner og forkortelser	6
Innledning.....	7
Oversikt over sektoren	9
Klyngelogikk og studiens omfang.....	15
Potensialet for kapitalforvaltningsindustrien i Norge	17
Størrelse	18
Koblinger (linkages)	23
Eksterne faktorer.....	26
Konklusjoner	31

Definisjoner og forkortelser

CAGR: Compounded Annual Growth Rate – Årlig vekstrate

AuM: Markedsverdien av verdier som et investeringsselskap forvalter på vegne av investorene. Assets under management (AuM) – forvaltningskapitalen – anses å gi en sammenligning i forhold til konkurrenter, og består av vekst/nedgang på grunn av både verdivekst/-tap og tilgang på/utgang av ny kapital

Verdiskaping: Dette er den økonomiske ressursen som skapes av et selskaps drift, og utbetales til de ansatte (lønn), kapitaleierne (kapitalavkastning etter skatt) og myndighetene (skatt på arbeid og kapital). Verdiskaping beregnes ganske enkelt som et selskaps omsetning minus kostnader til varer og tjenester. Dette er det samme som lønnskostnader pluss inntjening før av- og nedskrivninger (EBITDA).

Kapitalforvaltning (Asset Management - AM): Forvaltning av en kundes investeringer foretatt av et selskap som tilbyr finansielle tjenester, som regel en finansbank. Selskapet investerer på vegne av kundene, og gir dem tilgang til en rekke tradisjonelle og alternative produkter som ikke tilbys den vanlige investør.

Verdipapirfond: Et fond som styres av et forvaltningsselskap eller en bank, og som håndterer en samlet gruppe kundekonti. Verdipapirfond samler kapitalen til enkeltpersoner og organisasjoner, og oppretter større porteføljer med god spredning.

Innledning

Selv om den norske finansnæringen er liten i internasjonal målestokk, har den vist sterk vekst de siste ti årene til tross for de alvorlige krisene i 2008 og 2009. Sammenlignet med finansnæringen i andre land og privat sektor generelt i Norge, har norsk finansnæring oppnådd svært gode resultater. Dette har igjen ført til at lønninger, fortjeneste og skatteinntekter i næringen har steget.

Norsk finansnæring har fulgt den internasjonale trenden og gjennomgått en betydelig internasjonalisering de siste ti årene. Dette har ikke bare resultert i mer norsk aktivitet i utlandet, men også et langt sterkere utenlandsk nærvær i det norske markedet. Dette tyder på at Norge har blitt mer attraktivt for finansvirksomhet, og fungerer som en plattform for internasjonale virksomheter innen bestemte næringer og nisjer i finansmarkedet.

Selskapene innen kapitalforvaltning leverer tjenester for oppsparing og forvaltning av kapital. Kundemassen inkluderer store og mellomstore virksomheter i privat og offentlig sektor, stiftelser og velstående enkeltpersoner. I følge rapporten «Et kunnskapsbasert Norge» fra 2010, står de ti største kapitalforvaltningsselskapene for omtrent 75 prosent av totalverdien som denne næringen genererer. Statoil Pensjon er det største av disse selskapene med 17 prosent av verdiskapingen. Norske myndigheter eier betydelige andeler i tre av de største kapitalforvaltningsselskapene målt i verdiskaping: Statoil Pensjon, DnB NOR Kapitalforvaltning og Argentum Fondsinvesteringer.

De følgende kapitlene i rapporten referer til data samlet inn fra kapitalforvaltningsselskapene som anses som verdipapirfond. Dette utelukker aktører som Statoil Pensjon og Argentum Fondsinvesteringer. Statens pensjonsfond utland (Oljefondet) er heller ikke tatt med i drøftingen. NBIM forvalter fondet på vegne av Finansdepartementet, som eier fondet på vegne av det norske folk. Fondet ble opprettet for å gi myndighetene økonomisk spillerom i tilfelle et fall i oljeprisene eller negativ vekst i fastlandsøkonomien. Fondet fungerer også som et verktøy for å håndtere økonomiske utfordringer i forbindelse med en aldrende befolkning og forventet fall i oljeinntektene. Fondet er satt opp for langsiktige investeringer, men på en slik måte at det er mulig å ta ut penger hvis nødvendig. Kapitalen investeres i utlandet for å unngå overoppheting av norsk økonomi, og for å skjerme mot virkningen av svingninger i oljeprisen. Fondet investerer i internasjonale verdipapirer og markeder for verdipapirer med fast avkastning, samt eiendom.

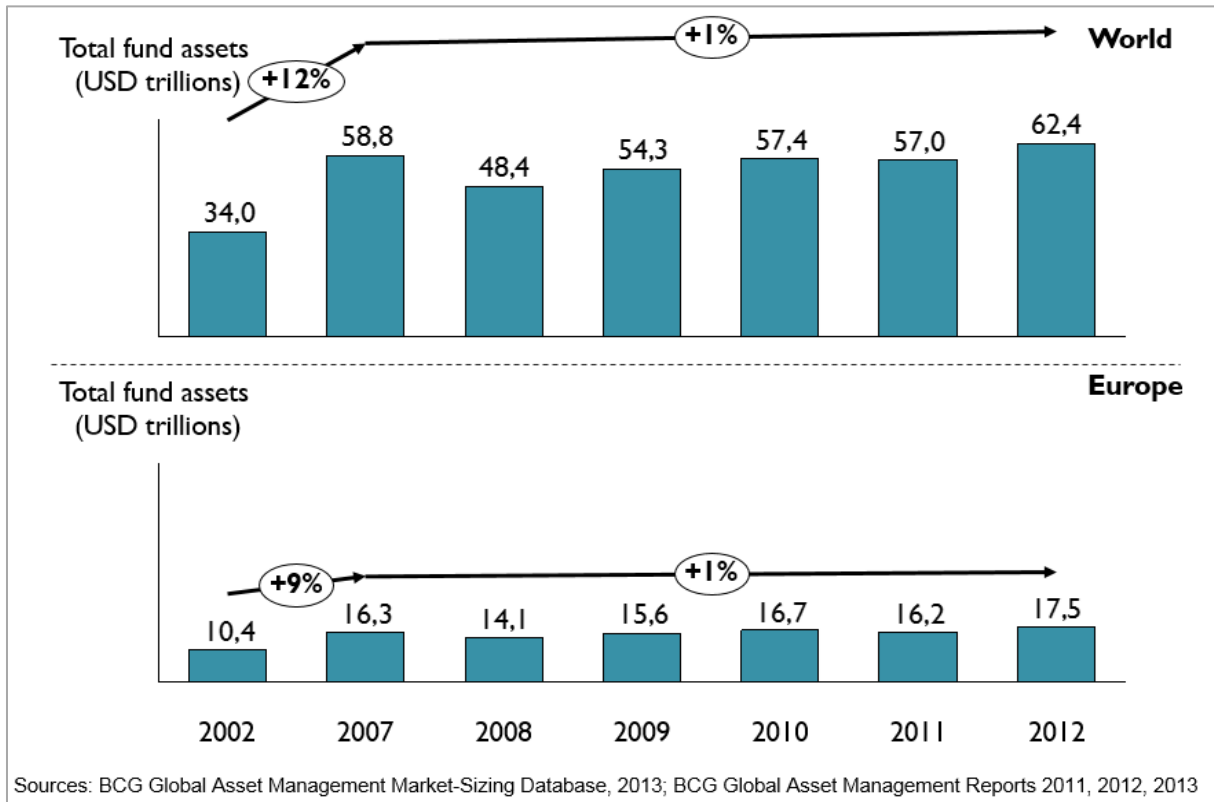
NBIM gir investeringsmandater til eksterne aksjeforvaltere med ekspertise innen bestemte markeder. Mandatene gis i markeder og segmenter hvor det ikke er hensiktsmessig å bygge opp intern ekspertise, og hvor det er stor mulighet for høyere enn normal avkastning. Mandatene dekker ofte investeringer i vekstmarkeder og selskaper med lav markeds-kapitalisering i modne markeder. I følge NBIMs årsrapport for 2012 hadde fondet 146 milliarder kroner, eller 3,8 prosent av kapitalen, under ekstern forvaltning ved utgangen av 2012 i forhold til 140 milliarder kroner ved inngangen til året. NBIM har 336 ansatte, og en tredjedel av de nyansatte jobber ved kontorene i London, New York, Singapore og Shanghai.

Nærhet til internasjonale markeder gir bedre tilgang til investeringsmuligheter, og sikrer at fondets investeringer kan følges opp døgnet rundt.

Dessuten forvalter Folketrygdfondet de 150 milliarder kronene i Statens pensjonsfond Norge. I motsetning til det globale fondet, har Statens pensjonsfond Norge instruks om å investere i børsnoterte norske selskaper, hovedsakelig på Oslo Børs. Statens pensjonsfond Norge er derfor en viktig eier i mange store norske selskaper.

Oversikt over sektoren

Etter fire år med stagnasjon har den globale kapitalforvaltningsnæringen begynt å vokse igjen. Dette gjelder ikke bare kapital under forvaltning (AuM), men også fortjenesten, målt som en prosent av inntektene, har nesten nådd nivåene fra før krisen.



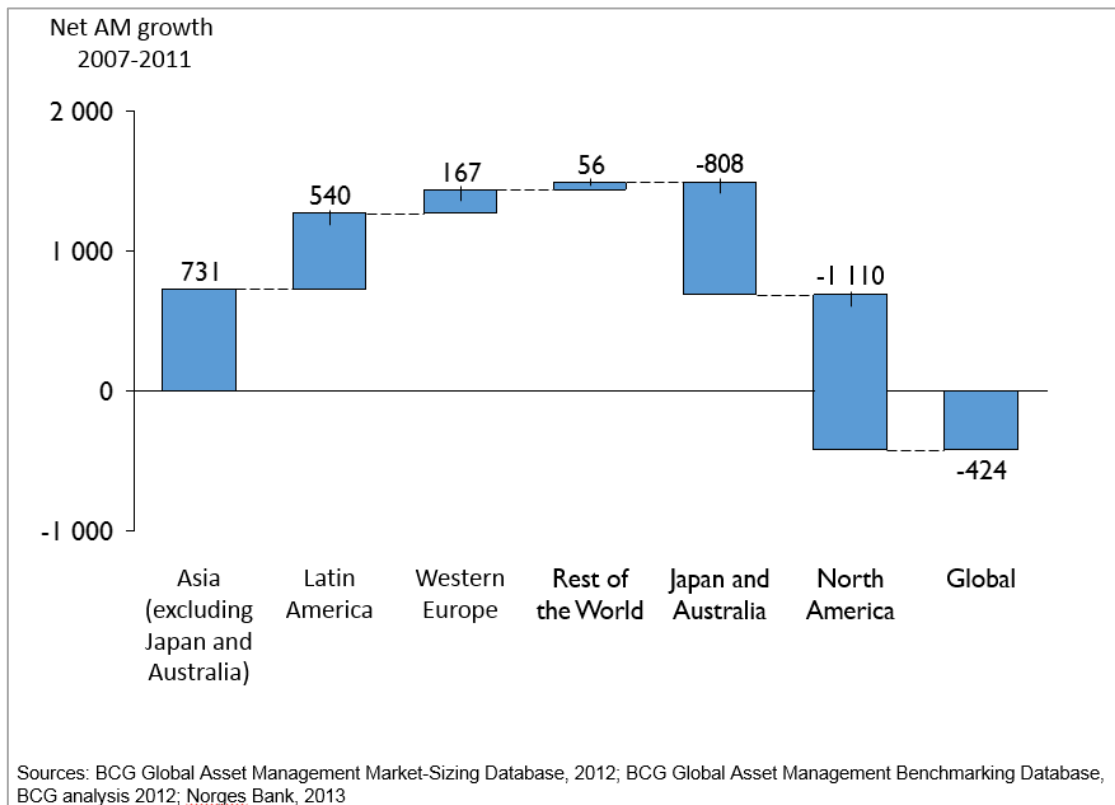
*Figur 1. Kapital under forvaltning, 2002-2012 (\$ billioner)
(Assets under management, 2002 - 2012 (\$ trillions)).*

I følge den siste Global Asset Management-rapporten fra BCG, nådde den globale verdien av AuM nye høyder i 2012, og overgikk for første gang nivåene fra 2007. AuM har økt med ni prosent til 62,4 billioner dollar, sammenlignet med 57 billioner dollar i 2011 og 58,8 billioner i 2007.

På verdensbasis er Europa det nest største markedet (etter USA) i den globale kapitalforvaltningsnæringen, med rundt 28 prosent av globale AuM-midler ved utgangen av 2012. Den europeiske kapitalforvaltningsnæringen har beholdt en ganske stabil andel på en tredel av den globale næringen.

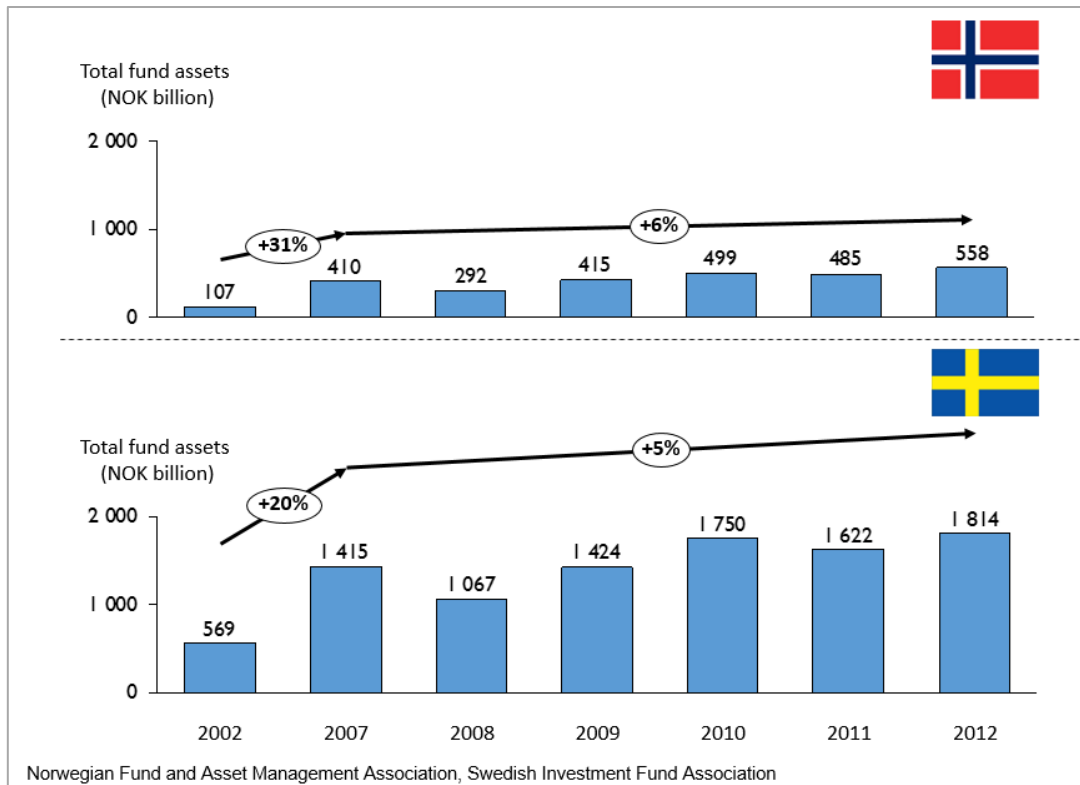
Hvis man analyserer den globale veksten, vil man se at kapitalforvaltere fortsatt lever i en verden med to hastigheter der mindre vekstmarkeder vokser forttere enn modne markeder, med høyere netto tilgang av kapital. Samtidig var AuM-veksten i modne markeder betydelig større i absolutte tall, siden disse markedene representerer omtrent 90 prosent av global AuM.

Som vist i figur 2, er det stor variasjon i veksten i forhold til region. Det største bidraget til global vekst i AuM kommer fra Asia og Latin-Amerika, som følge av at land som Kina og Brasil har hatt en robust vekst de siste årene.



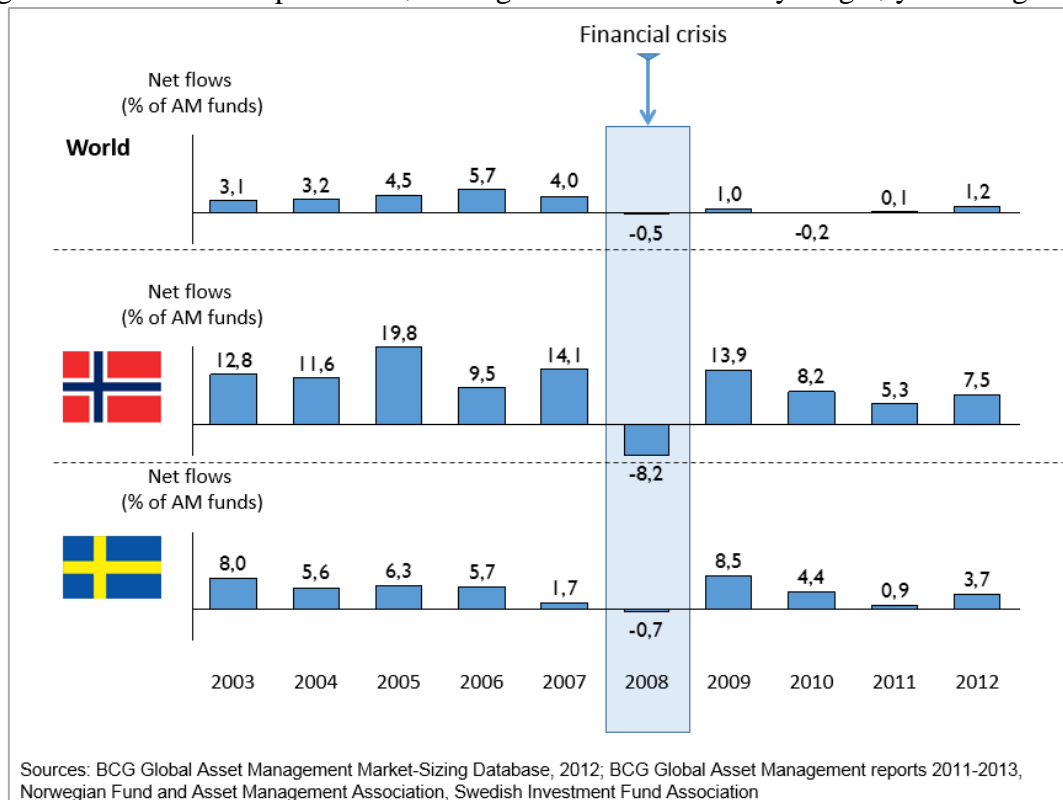
*Figur 2. Vekst i AuM per region
(Growth in AuM varies widely by region)*

AuM i Europa økte med totalt åtte prosent til 17,5 billioner dollar i 2012, nesten uten nettobidrag fra nye kontantstrømmer. Frankrike og Sør-Europa hadde en negativ vekst på nesten sju prosent og hadde negativ kontantstrøm, mens Nord-Europa, inkludert Tyskland, Nederland og Norden vokste med 11 prosent. I Norge steg AuM med 15 prosent til 558 milliarder kroner, mens AuM i Sverige vokste med nesten 12 prosent til 1814 milliarder kroner. I snitt har markedet vokst med en CAGR på seks prosent i Norge og fem prosent i Sverige siden 2007.



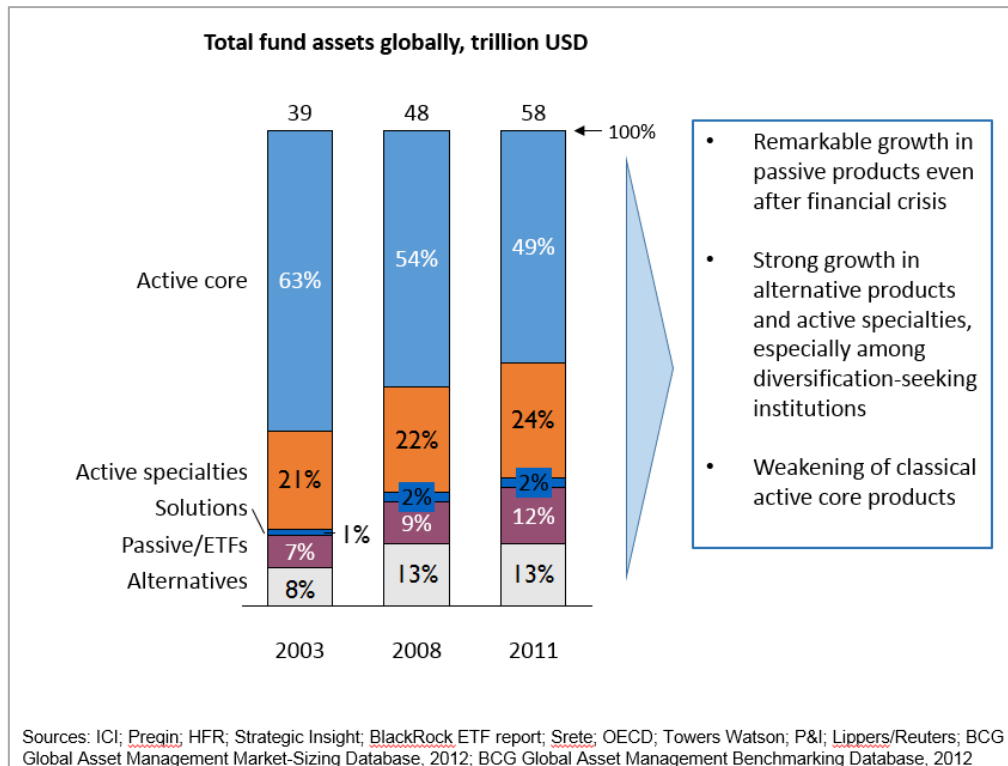
Figur 3. Vekst i AuM i Norge og Sverige (AuM growth in Norway and Sweden)

Figur 4 viser at netto kapitalinnstrømming i Skandinavia er betydelig høyere enn globalt.



Figur 4. Netto kontantstrømmer; Skandinavia mot verden
(Net inflows: Scandinavia vs. World)

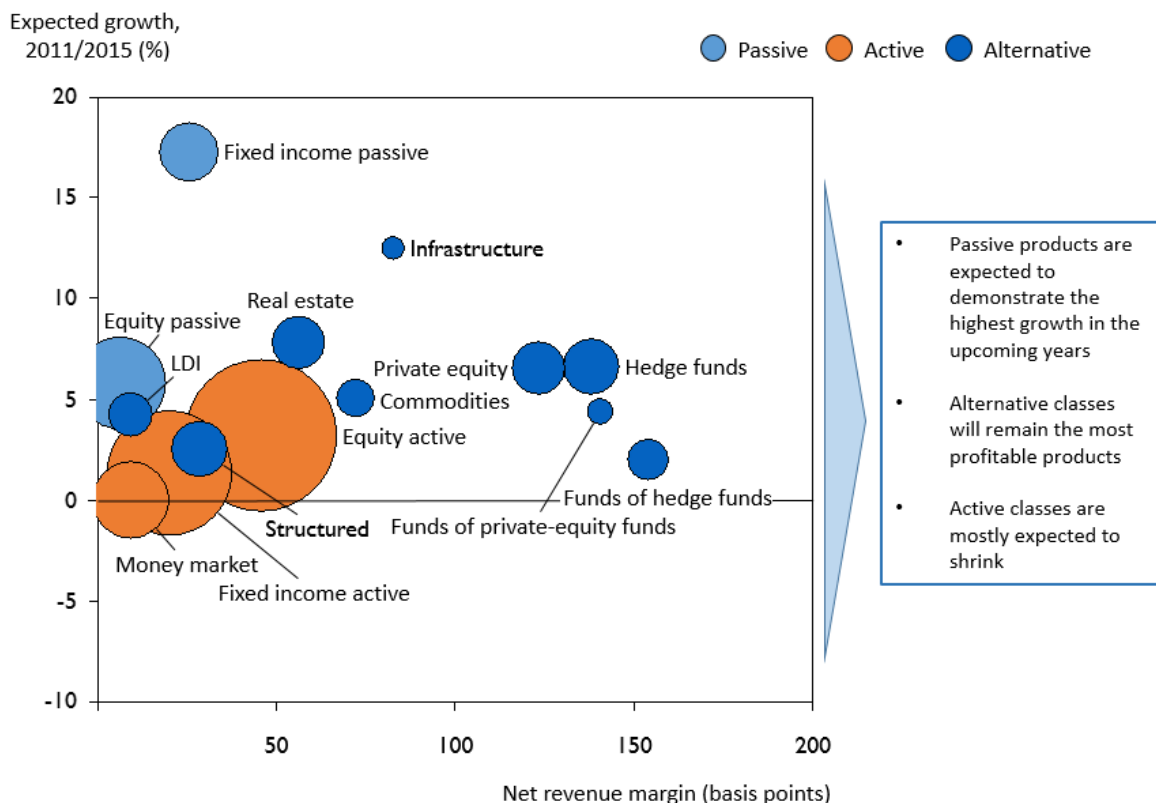
Produktporteføljen har vært i kontinuerlig endring det siste tiåret. Grunnet stadig lavere renter og endrede investorpreferanser, har det vært en økende etterspørsel etter spesialisering og kapasitet innen investeringer i sammensatte aktiva. Dette har ført til at passive, alternative og spesialiserte produkter, som f.eks. aktivaklasser innen vekstmarkeder, i tillegg til løsninger, fortsetter å vokse. Investorer har fortsatt å selge seg ut av aksjer i modne markeder og pengemarkedsaktiva, mens netto kontantstrømmer til passive strategier, spesialprodukter med fast avkastning og selskapsgjeld, både med høy avkastning og i vekstmarkeder, har vært sterk.



Figur 5. Produktportefølje (Product portfolio)

Til tross for krisen har veksten i børsomsatte fond (exchange-traded funds (ETF)) generelt vært merkbar, fra 0,8 billioner dollar ved utgangen av 2007 til 1,3 billioner dollar i 2011.. Dette tilsvarer en CAGR på 14 prosent. Veksten i alternativene har også vært sterk, i stor grad drevet av institusjoner som søker å spre sine investeringer mer.

Produkter med fast avkastning, som har vært de tradisjonelle produktene tilbudt av aktive forvaltere og en kilde til solid vekst nylig, er nå under press. For det første har passive investeringer i produkter med fast avkastning blitt viktigere, med en økning i salg av ETF med fast avkastning til over 38 milliarder dollar i 2010 og 50 milliarder dollar i 2011. For det andre har vedvarende lav rente, som neppe vil falle mer, ført til lavere avkastning på verdipapirer med fast avkastning, og gjort dem mindre populære. For det tredje har investorer mistet mye av tilliten til at statsobligasjoner er omsettelige og risikofrie, slik de ble oppfattet tidligere. Dette driver fram diversifisering, og oppmuntrer til overgang til spesialiserte produkter som kredittgjeld og høyrentegjeld, eller gjeld i vekstmarkeder.



Sources: ICI; Preqin; HFR; Strategic Insight; BlackRock ETF Report; IMA; Arete; OECD; Towers Watson; P&I; Lippers/Reuters; BCG Global Asset Management Market-Sizing Database, 2012; BCG Global Asset Management Benchmarking Database, 2012

*Figur 6. Framtidig trend i produktporteføljer
(Future trend in product portfolio)*

I følge den siste BCG Asset Management-rapporten vil passive, alternative og spesialiserte produkter fortsette å vokse de neste årene. Dette vil ytterligere redusere og presse andelen for tradisjonelle produkter, som nå representerer 50 prosent av AuM og 33 prosent av globale inntekter. Det anslås at innen 2016 vil tradisjonelle produkter representere 44 prosent av AuM og 30 prosent av inntektene.

Kapitalforvaltningsnæringen har blitt mer lønnsom, og er nesten tilbake til nivået fra 2008. I absolutte tall har fortjenesten gått opp sju prosent, til 80 milliarder dollar – 15 prosent under det historiske toppnivået på 94 milliarder dollar i 2007.

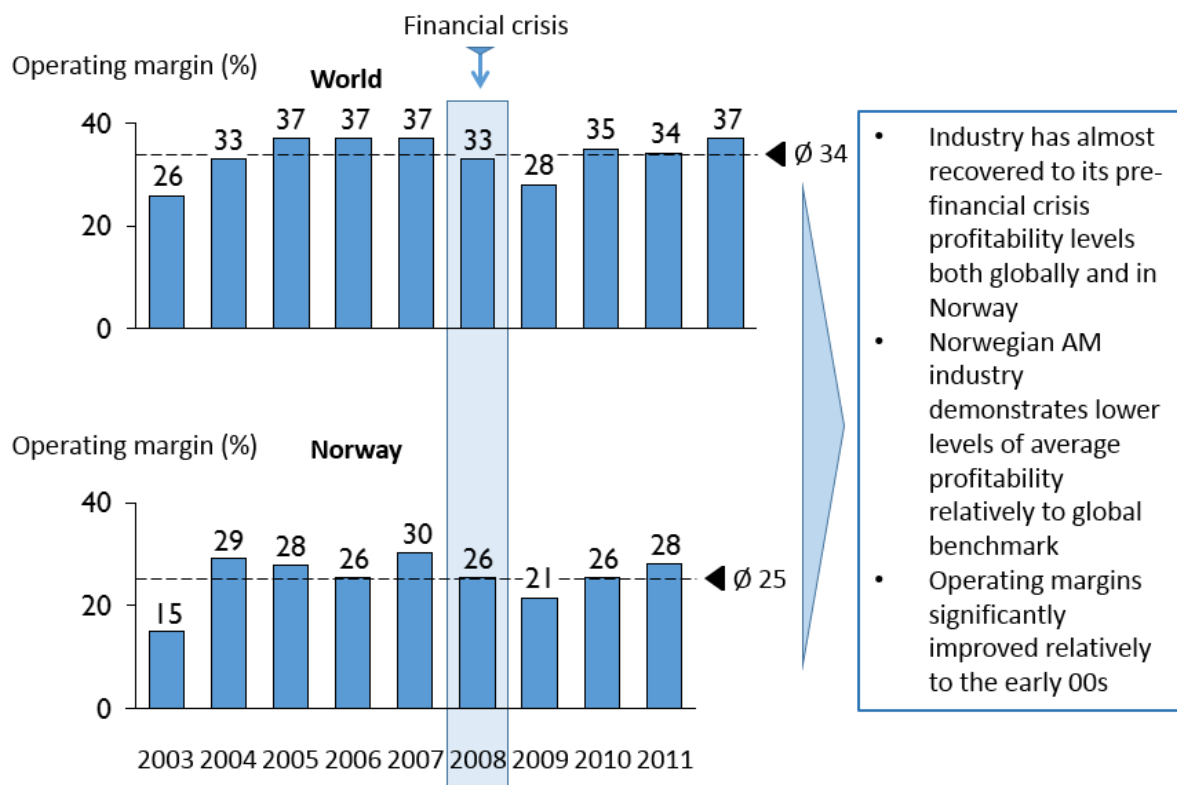
I følge BCGs analyse var veksten i 2011 drevet fram av en gjennomsnittlig vekst i AuM på seks prosent. Nettoinntektene steg med fire prosent, mens kostnadene steg med tre prosent. Som et resultat av dette steg driftsmarginene til 37 prosent av nettoinntektene (se figur 7).

I etterkant av finanskrisen i 2008 har forvalterne endret måten de styrker fortjenesten på. Før 2008 var hovedårsakene til lønnsomheten gjennomsnittlig AuM-vekst og høye marginer. I dag, gitt de flate inntektsmarginene, har selskapsledere blitt mer og mer opptatt av kostnadsdisiplin. Og selv om kostnadsreduksjonen hovedsakelig var et resultat av kapitalvekst fra 2007 til 2011, var kostnadene i absolutte tall også fire prosent under 2007. Til tross for at

AuM steg til gamle høyder, og at 66 prosent av aktørene opplevde høyere lønnsomhet, var det bare 38 prosent som klarte å kutte kostnader i absolutte tall i løpet av 2011.

I Norge har de viktigste aktørene klart å øke lønnsomheten de siste par årene, men driftsmarginene er fortsatt lavere enn før krisen. I tillegg har den norske kapitalforvaltning-næringen hatt en lavere gjennomsnittlig lønnsomhet enn det globale snittet.

Generelt har europeiske aktører ikke klart å forbedre lønnsomheten. Til tross for sterk markedsvekst, øker konkurransen fra amerikanske forvaltere. I snitt har amerikanske forvaltere hatt en driftsmargin som har vært ti prosentpoeng høyere. I følge BCG 2013 Global Asset Management-rapporten har den viktigste årsaken til denne forskjellen vært at amerikanske aktører har tilpasset seg raskere ved å utvikle spesialisert kompetanse som gjør det mulig å utvide både i hjemmemarkedet og internasjonalt, spesielt i Europa.



Sources: BCG Global Asset Management Report 2012, ProffForvalt, Norwegian Fund and Asset Management Association

*Figur 7. Lønnsomhet i kapitalforvaltningsnæringen
(Profitability in the asset management industry)*

Klyngelogikk og studiens omfang

Næringsklynger defineres som «geografiske konsentrasjoner av forbundne selskaper og institusjoner innen et spesielt felt. Klynger omfatter en rekke sammenkoblede næringer og andre enheter som er viktige for konkurransen. Disse inkluderer blant annet leverandører av spesialiserte innsatsfaktorer, som komponenter, maskineri og tjenester, samt leverandører av spesialisert infrastruktur»¹.

Konkurrenter i samme næring drar fordel av å være i en klynge da den «gir hvert medlem muligheten til fordeler som om medlemmet var større, eller som om det hadde slått seg formelt sammen med de andre i klyngen - uten at det er nødvendig å ofre fleksibilitet eller uavhengighet.»²

Boston, London og New York er i dag de største klyngene innen kapitalforvaltning (basert på verdi av forvaltede midler), og vil mest sannsynlig forbli viktige i framtiden. Finanskrisen i 2008/09 endret imidlertid miljøet som vestlig kapitalforvaltning opererer i, og har skapt unike muligheter for andre klynger.

I denne rapporten diskuterer vi muligheten og levedyktigheten for et finanssentrum i Oslo. Vi forsøker å vurdere hvorvidt Oslo kan bli et internasjonalt senter for kapitalforvaltning og konkurrere med klynger som London, New York eller Singapore.

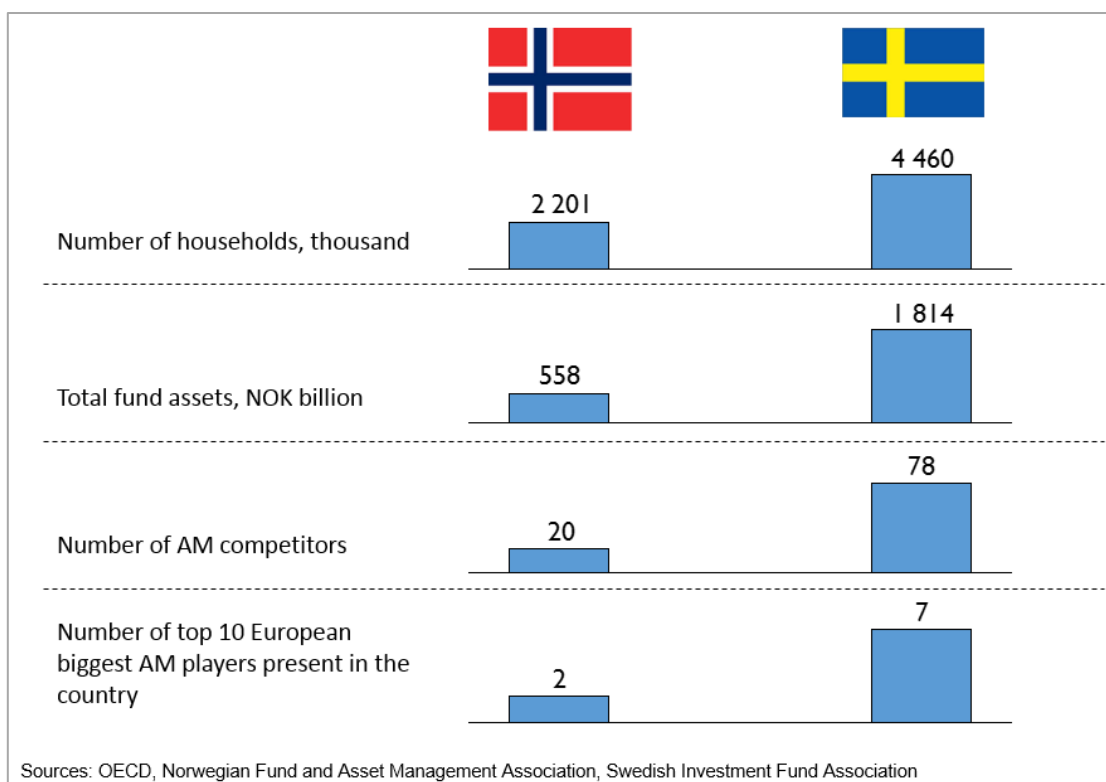
Bærekraften for en finansklynge støttes av framveksten av en rekke spesialiserte kapitalforvaltningsfond i Oslo som stimulerer veksten i denne næringen i Norge. Tilgangen til enorme mengder kapital har ikke bare ført til at mange internasjonale aktører har kommet inn på det norske markedet, men har også oppmuntret lokale fond til å utvikle sine forretningsmodeller. Den potensielle effekten av en kapitalforvaltningsklynge i Oslo forventes i være av kvalitativ art. En slik klynge vil ikke nødvendigvis innebære mange nye jobber, men vil heller ha en positiv, generell virkning på utvikling av ekspertise i næringen. Finansklyngen vil tiltrekke seg talenter, og skape kompetanse og ekspertise som andre industrier i Norge vil dra nytte av.

Trusselen om strengere regulering i noen vestlige finansmarkeder (EUs direktiv om forvaltere av alternative investeringsfond) har også skapt muligheter for asiatiske og sørøstasiatiske markeder som jobber for å trekke fond til regionen. I tillegg kommer det kanskje enda viktigere potensialet for organisk vekst i Asia – drevet fram av sterke økonomiske resultater og store mengder privat og offentlig kapital.

Når man spør om hva de mener, vil de fleste næringseksperter som jobber i Norge tvile på at en finansiell klynge i Oslo vil være levedyktig³. Hvis man allikevel skulle følge denne strategien, er man enige om at Oslo i stor grad bør fokusere på Nord-Europa og Baltikum. Her vil den viktigste konkurrenten være Stockholm, som er det sterkeste finanssentrumet i regionen.

^{1 2} Porter (1998) Clusters and the new economics of competition

³ BI Survey, 2013



Figur 8. Norge vs. Sverige (Norway vs. Sweden))

Stockholm anses som det økonomiske sentrum i Nord-Europa. Ikke bare har byen et modent og avansert finansmarked med det siste innen transaksjonsteknologi og nettbaserte verktøy, men NASDAQ OMX, en sterk og effektiv børs med en verdensledende bransje for privat eierkapital, er også hjemmehørende i Stockholm. I tillegg er Sverige vel ansett for politisk stabilitet, sunn økonomisk styring og et sterkt, åpent og uavhengig retts- og regelverk. Den svenske økonomien er åpen, konkurransedyktig og solid.

Stockholm er Skandinavias forretningsentrum, og her finner man flere finansielle beslutningstakere og hovedkontorer enn i noen annen by i Skandinavia. Nesten halvparten av alle selskapene på Forbes 2000-liste med drift i Skandinavia ligger i Stockholm.

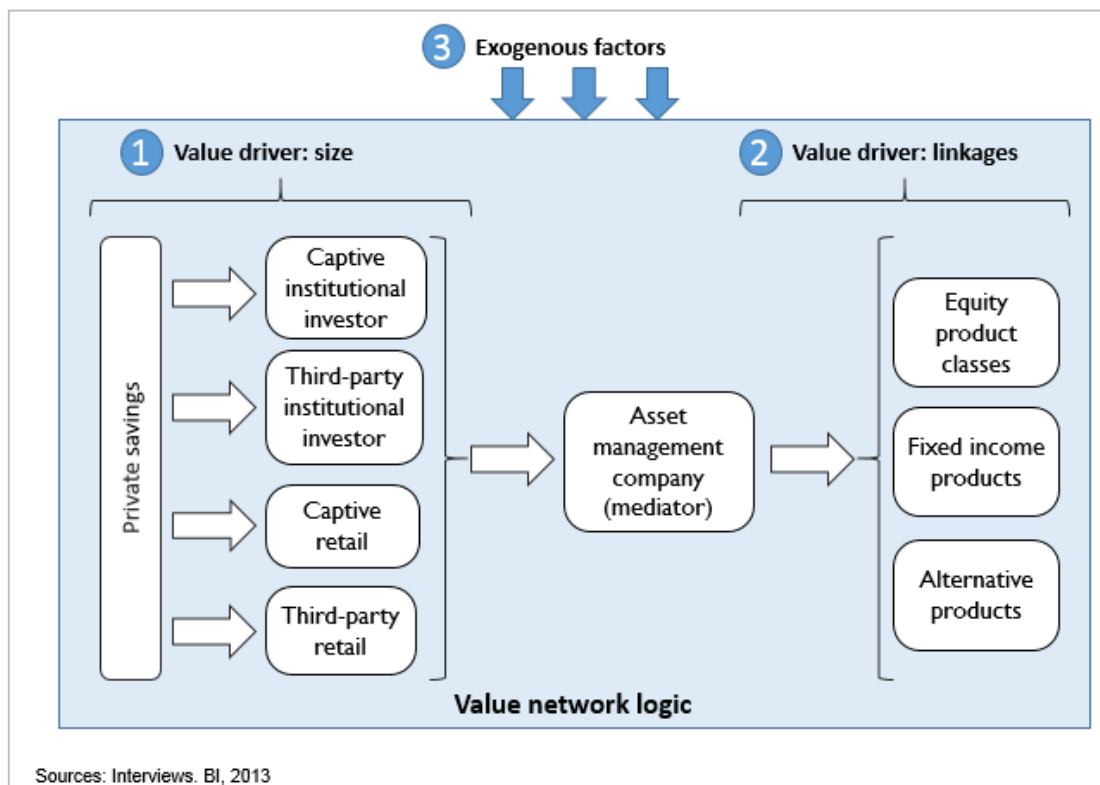
Fire av de seks største skandinaviske finanskonsernene og mange internasjonale banker og forsikringsselskaper bruker allerede Stockholm som base for sine kundekontakter i Skandinavia og Nord-Europa. Mange viktige finansielle beslutningstakere samlet på ett sted, et effektivt retts- og regelsystem og en konkurransedyktig og solid økonomi gjør Stockholm til et enestående forretningsvennlig sted.

Fortsatt deregulering og økt bruk av internett har bidratt til utviklingen av finansmarkedet. Dereguleringen av de svenske nasjonale pensjonsordningene har ført til et høyt antall privatpersoner som eier og handler med verdipapirer, og det finnes et teknologisk kompetent detaljhandelsmarked.

Potensialet for kapitalforvaltningsnæringen i Norge

Selv om Oslo er en forholdsvis liten by i et lite land, har byen lyktes i å bli et viktig internasjonalt kompetansesenter innen finans, med nøkkelkompetanse i energisektoren (olje og gass), shipping og sjømat. Det faktum at Oslo Børs er verdens nest største finansielle markedsplass innenfor shipping og verdens største når det gjelder sjømat, viser hvor viktig Oslo er. Dessuten står energisektoren for omtrent halvparten av verdiene på Oslo Børs.

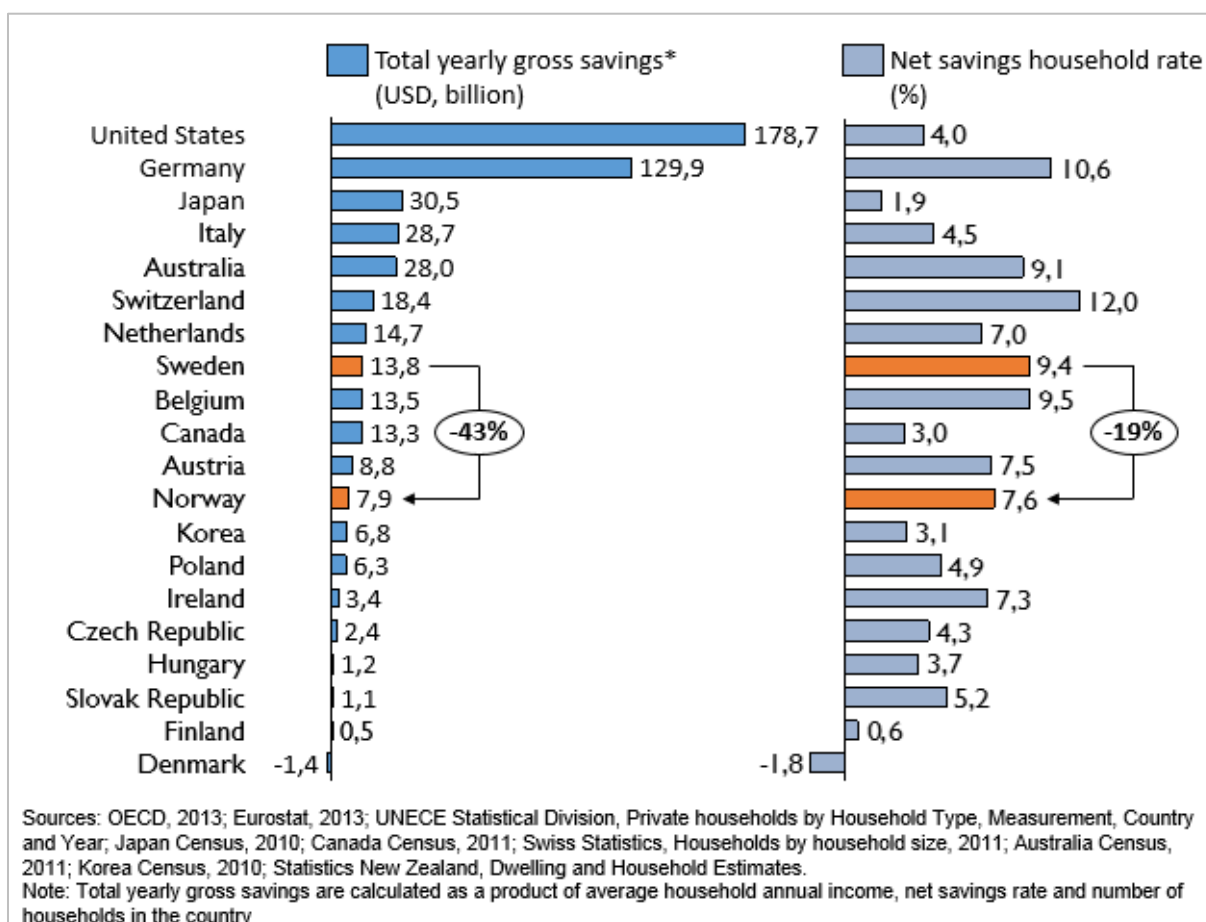
I og med at Norge har rikelig tilgang til kapital, har landet et godt utgangspunkt for å utvikle en sterk kapitalforvaltningsindustri. I følge en mindre undersøkelse utført av Handelshøyskolen BI, der noen av de største aktørene innen kapitalforvaltning i Norge ble spurt, er de viktigste pådriverne for næringens vekst volumveksten i bransjen og koblingene (linkages) som oppstår til andre industrier og forskjellige typer aktiva. Disse konklusjonene er i tråd med verdinettverkslogikken (value network logic) beskrevet av Stabell og Fjeldstad (1998). For kapitalforvaltningsselskapene (verdinettverk) er størrelse (fondsstørrelse) og forskjellige former for koblinger de viktigste verdiskapende faktorene.



Illustrasjon 9: Nøkkelfaktorer som fremmer vekst i kapitalforvaltningsindustrien i Norge (Key drivers of the AM industry in Norway)

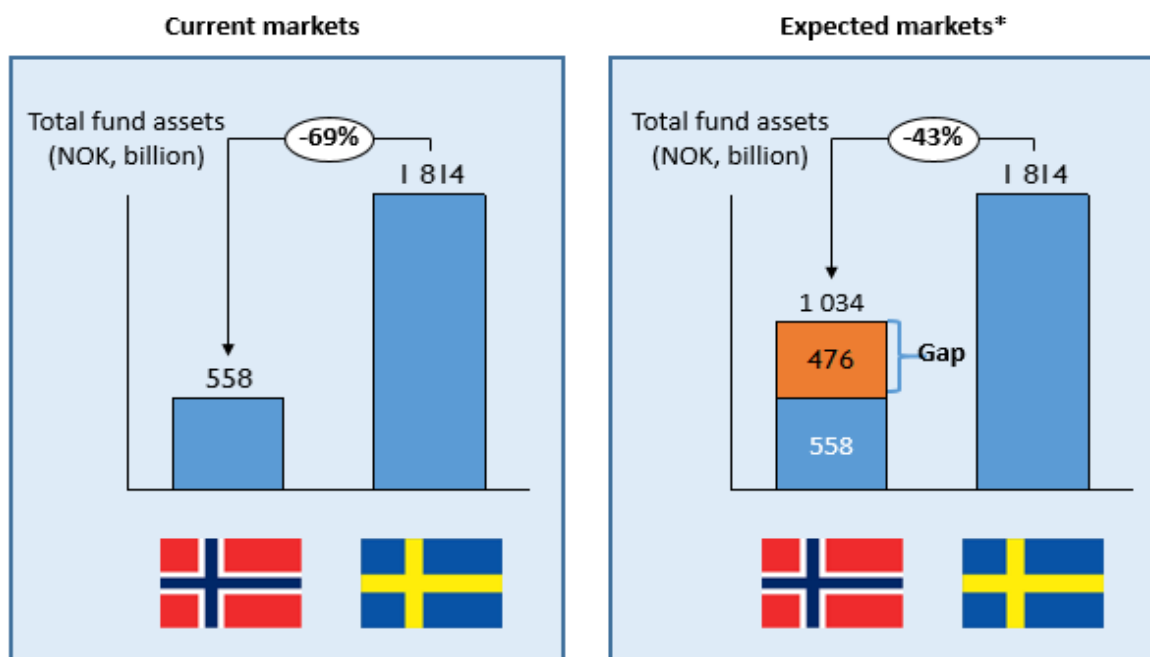
Resten av dette kapittelet omhandler de viktigste faktorene som er med på å legge grunnlaget for kapitalforvaltningsnæringen i Norge og stimulerer denne, samt de eksterne faktorene som er med på å forme bransjen. Den norske kapitalforvaltningsnæringen sammenliknes med sin største konkurrent i Nord-Europa, Sverige.

Størrelse



Illustrasjon 10. Privat sparing (Private savings)

Norge er et land med rikelig tilgang til kapital, med betydelig privat sparing kombinert med en robust sparingssrate (Illustrasjon 10). Som det fremgår av tallene for 2012, ligger Norge imidlertid fortsatt bak Sverige. Summen av brutto oppsparte midler i Norge er totalt USD 7,9 milliarder, og ligger 43 % under svenskens oppsparte midler, som beløper seg til USD 13,8 milliarder. I tillegg er Norges netto sparerate nesten 20 % lavere enn den svenske, som ligger på 9,4 %, mens den norske spareraten er 7,6 % per husholdning. Det nåværende kapitalforvaltningsmarkedet i Norge er 70 % mindre enn i Sverige, men det forventes at dette markedet kan doble seg i forhold til nåværende verdi for fondsforvaltede midler hvis Norge skal komme på nivå med Sverige i forhold til totale forvaltede midler i prosent av brutto oppsparte midler i Norge.



Sources: Norwegian Fund and Asset Management Association, Swedish Investment Fund Association
 Note: Expected markets value is calculated based on the assumption that both countries have the same ratio between net savings and saving into fund assets going forward

Illustrasjon 11. Summen av forvaltede midler i fond (Total fund assets)

Det finnes tre mulige strategier for å øke forvaltningskapitalen (AuM) i Norge. For det første vil en økning i husholdningenes sparingsrate føre til økt kapitaltilgang for investeringer. Siden begynnelsen og midten av nittitallet har raten holdt seg stabil i noen land, mens den har sunket i andre. I noen land har nedgangen vært dramatisk, som f.eks. i Australia, Canada, Japan, Ungarn, Sør- Korea, Storbritannia og USA. En kombinasjon av flere faktorer førte til økt lånebyrde i husholdningene, og en samtidig nedgang i husholdningenes sparing. Denne utviklingen kan forklares gjennom slappe utlånsnormer, tilgang til eksotiske låneprodukter, samt fremveksten av et verdensomspennende marked for verdipapiriserte lån.

Den store nedgangskonjunktoren 2007-2008 snudde denne trenden, og i 2009 steg husholdningenes sparerate i mange land. I 2010 falt spareratene på ny en rekke steder, en vedvarende nedgang som forventes å fortsette gjennom 2013. Spareraten i Norge har vært relativt lav siden 2009 sammenliknet med mange OECD-land, spesielt når man tar hensyn til at Norge er blant verdens rikeste land. Med utgangspunkt i tall fra OECD var norsk gjennomsnittlig sparerate for husholdninger 7,4 prosent i perioden 2009 til 2012, noe som bare er 1,4 prosentpoeng høyere enn gjennomsnittet for OECD-land.

En alternativ strategi for å øke forvaltningskapitalen i Norge er at norske kapitalforvaltnings-selskaper øker sin markedsandel i utlandet, og slik trekker til seg mer utenlandsk kapital. Pareto Securities er et eksempel på en uavhengig totalleverandør av investeringstjenester som har en ledende posisjon i de nordiske kapitalmarkedene. Selskapet er sterkt representert internasjonalt i en rekke sektorer, som oljetjenester, leting og produksjon (E&P) og shipping.

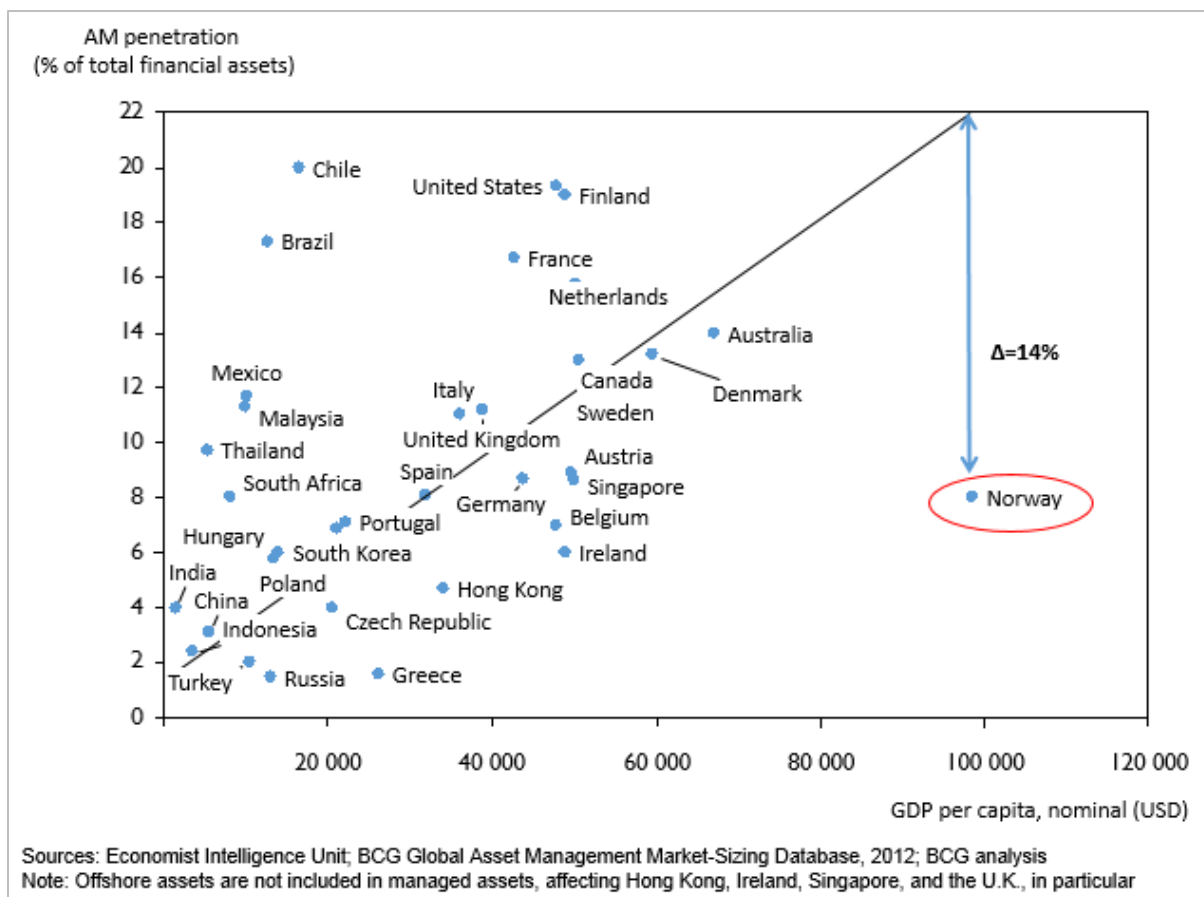
Pareto Securities' hovedkontor ligger i Norge. Selskapet har ca. 300 ansatte i Norge, Sverige, Danmark, Storbritannia, Finland, USA, Singapore og Brasil. Pareto Securities tilbyr obligasjoner med høy avkastning, både i primær- og sekundærmarkeder. Pareto forvaltning (asset management delen) derimot, er lokale i sin tilnærming med kontorer bare i Norge. Dette er illustrerende for norsk finansnæring, investment banking til eksempel er internasjonal, mens klassisk forvaltning (sett bort fra Pensjonsfond utland) er lokal. Skagenfondene og DNB Asset Management er to av få norske forvaltningsselskaper som har en klar og tydelig internasjonal satsing med flere kontorer i utlandet.

Det tredje og siste alternativet er at norske myndigheter kan gå aktivt inn for å endre strategien til Statens pensjonsfond utland. Det har pågått en heftig debatt de siste årene vedrørende restrukturering av fondet. Hovedgrunnen for debatten er fondets enorme størrelse og den relativt lave avkastningen fondet har oppnådd i løpet av det siste tiåret. Regjeringen vurderer nå to alternativer: oppsplitting av fondet og/eller å åpne for investering i andre klasser av aktiva.

I 2010 fikk NBIM muligheten til å investere fondets midler i eiendom. Fordi avkastningen gjerne tjenes inn over et lengre tidsrom, er dette en god investering for investorer med et langsiktig perspektiv, slik tilfellet er med Pensjonsfondet. Regjeringen har imidlertid vært uvillig til å tillate investering i en annen innlysende klasse aktiva: infrastruktur. Investeringer i store prosjekter innenfor kraft, jernbane og vei er fordelaktige av to grunner: investeringene er langsiktige, og de gir brukbar avkastning.

Det andre alternativet som vurderes når det gjelder restrukturering av fondet, er å dele fondet inn i flere mindre fond som konsentrerer seg om forskjellige sider eller aktiva på markedet. Sverige har, for eksempel, ikke mindre enn fem separate pensjonsfond. Det er imidlertid sterk stemning i Stockholm for å samle disse slik tilfellet er i Norge, fordi konkurransen ikke har ført til vesentlig økt avkastning. Et alternativ er å etablere noen mindre fond for å bygge opp mer spisskompetanse innen områder der Norge har sterke interesser. Eksempelvis kunne et slikt fond spesialisere seg innen energi- og miljøteknologi, og et annet forvaltes aktivt av meklere som holder til utenfor Norges finanssentrum i Oslo. Det er også foreslått større investeringer i utviklingsland gjennom etablering av to fond, hvorav ett investerer i fattigdomsrammede land og ett i miljøteknologi.

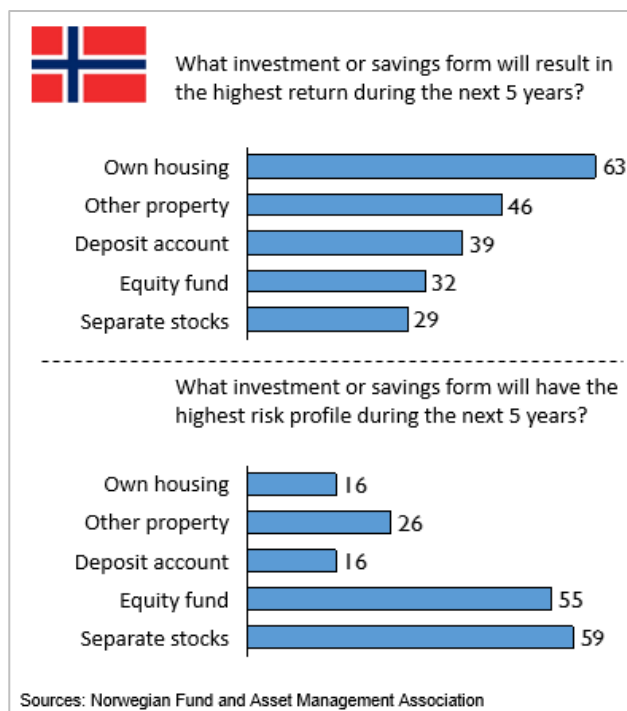
I følge BCG-analysen er det en tydelig sammenheng mellom prosentandelen KF-penetrering (målt gjennom kapital plassert i forvaltningsselskap (AuM) som en andel av summen finansiell kapital) og landets BNP per innbygger. Resultatene framgår av illustrasjon 12. I denne sammenhengen utpeker Norge seg som et land der markedspenetreringen til kapitalforvaltningsselskapene ligger på 8 prosent, og dermed er lavere enn det er naturlig å forvente. Med sine 12 prosent har Sverige en mye høyere KF-penetrering.



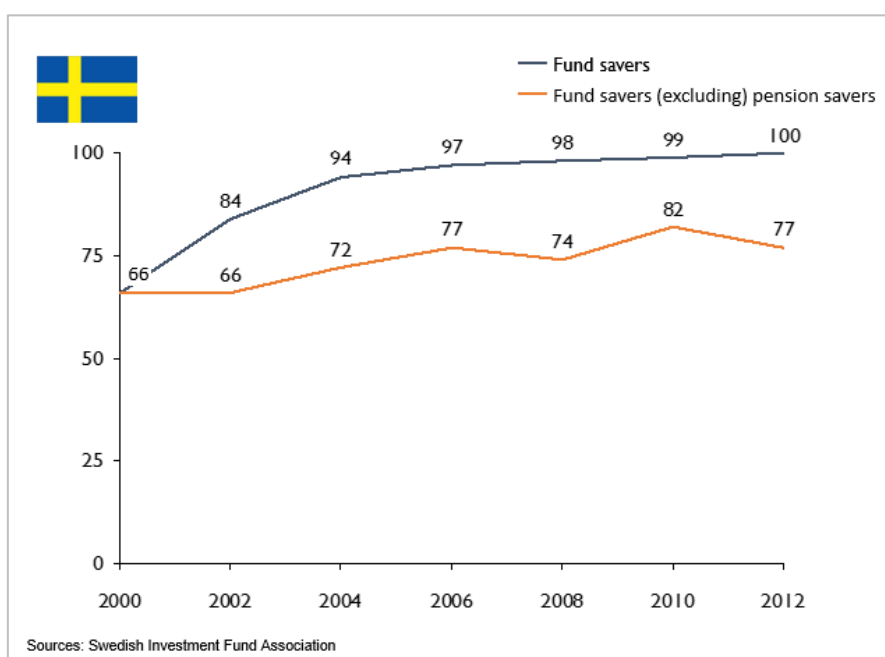
Illustrasjon 12. KF-penetrering (AM penetration)

En forklaring for KF-markedets lave penetrering i Norge kan være nordmenns overdrevne eller reelle optimisme når det gjelder eiendomsinvesteringer og hvor lønnsomme disse er. I en spørreundersøkelse utført av Verdipapirfondenes Forening forventer nordmenn fortsatt å få høyest avkastning på sin investering i bolig. Det er en utbredt oppfatning at investering i bolig har samme risiko som å plassere penger på en sparekonto. Denne tiltroen skyldes delvis at boligprisene fortsetter å øke til tross for at de har nådd et rekordhøyt nivå, og at prisveksten i løpet av de siste årene har vært svært høy, både i historisk og i internasjonal sammenheng. Kapital derimot oppfattes som en investering som gir både lav avkastning og høy risiko.

I Sverige derimot investerer folk flest sparepengene sine i fond. I følge Fondbolagens förening (Swedish Investment Fund Association) hadde hele befolkningen sparepenger investert i fond i 2012. Dersom man ikke tar med de som sparer til pensjon, hadde 77 prosent av alle svensker plassert sparepenger i fond mot slutten av 2012.

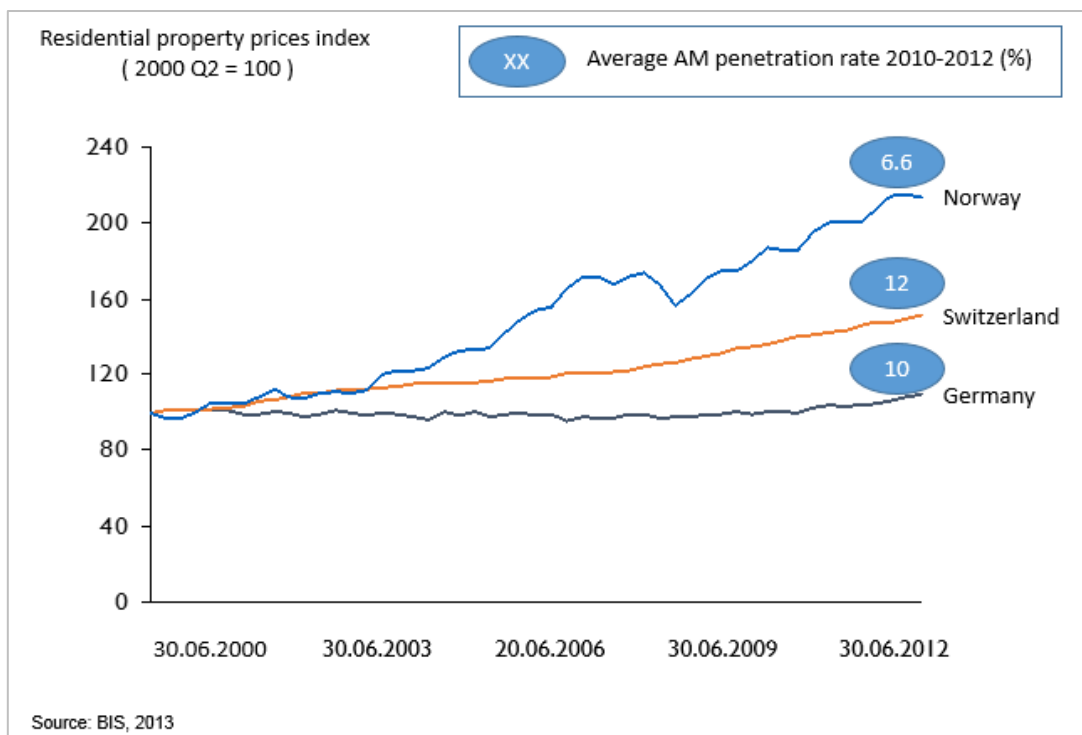


Illustrasjon 13. Kapitalforrentning for fast eiendom (Real property ROI)



Illustrasjon 14. Fondssparere i Sverige (Fund savers in Sweden)

Det ser ut som om det foreligger en omvendt relasjon mellom kapitalforvaltningens markedspenetrering og landets boligpriser. Land med nokså beskjeden vekst i boligpriser, slik som Tyskland og Sveits, investerer gjerne mer i fond, mens land med høye boligpriser har lavere KF-penetrering.



*Illustrasjon 15. Boligpriser og KF-penetrering
(Housing prices and AM penetration)*

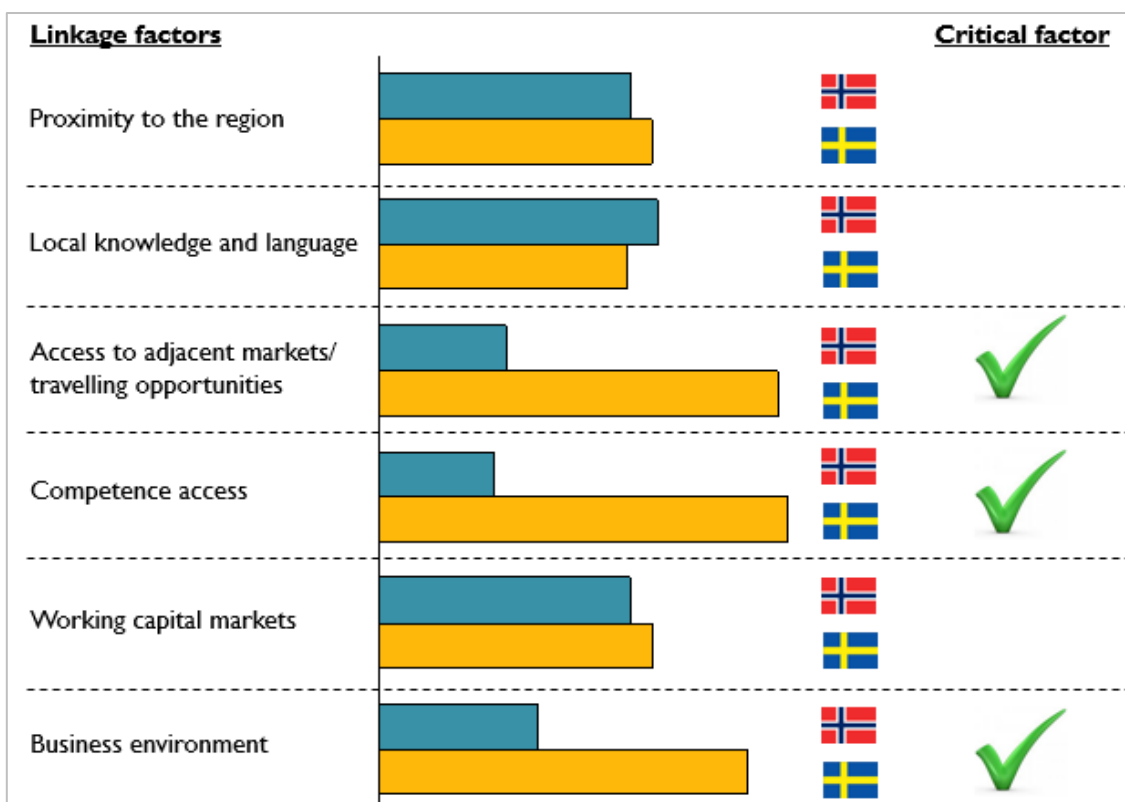
I følge OECD er "skattesystemet i Norge generelt godt strukturert med noe nyskapende særpreg, selv om kapitalskatteleggingen fører til skjevheter i sparingsatferd. Dette er resultatet av lav skattelegging av bolig og formueskattens forskjellsbehandling av eiendeler, i og med at teoretiske beregninger tilsynelatende viser svært høye skattesatser på noen typer kapitalinntekt, samtidig som helhetlig skatteprogressivitet er opprettholdt."

Som nevnt i OECD-rapporten, inneholder det norske skattesystemet sterke insitamentet for å investere i bolig. Skattesatsen for investering i boliger er langt lavere enn for andre investeringer.

Subsidieringsnivået er omtrent likt i hele Skandinavia, men Norge er det eneste landet der det er mulig å oppnå ubegrensede skattesubsidier på eiendom. Danmark har derimot allerede vedtatt et regelverk som skal oppnå en gradvis reduksjon av denne formen for subsidier.

Koblinger (linkages)

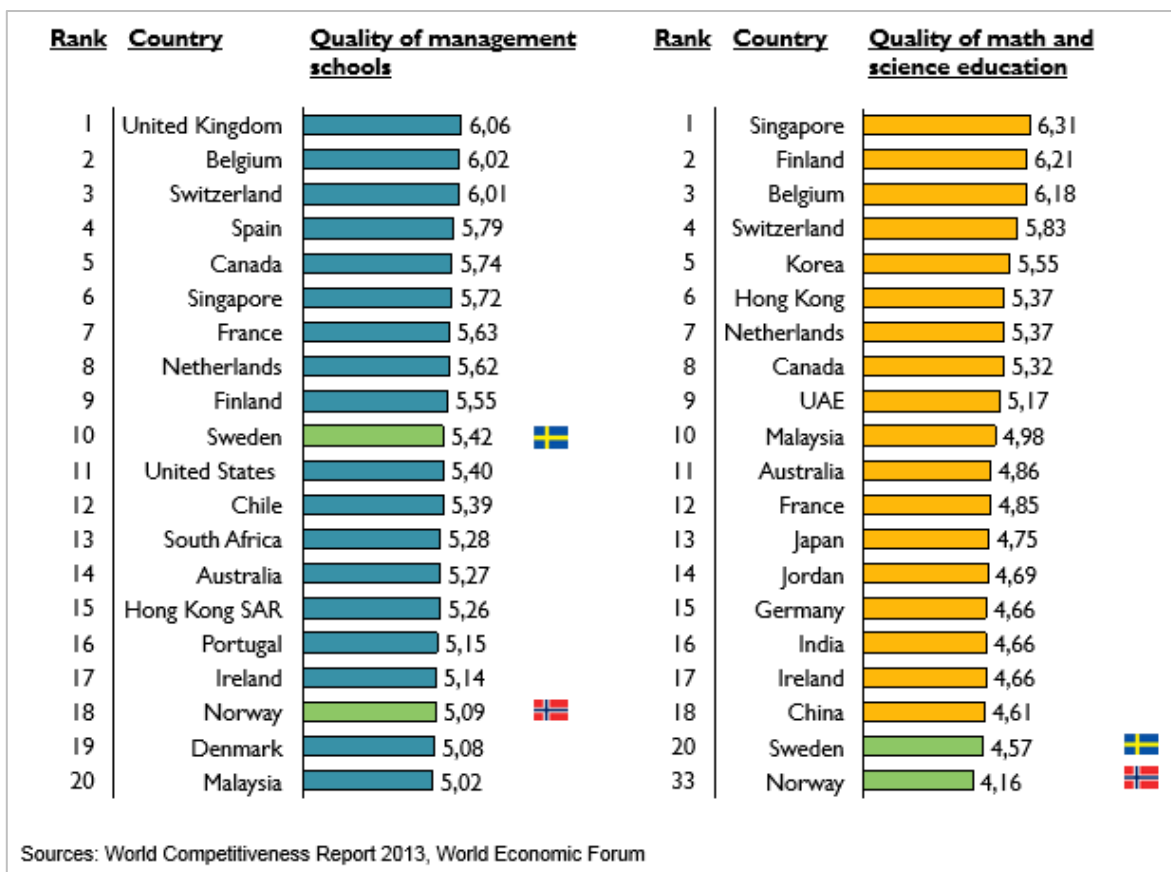
De viktigste koblingene som påvirker KF-bransjen framgår av intervjuene som BI har foretatt. Tilgangen til nærliggende markeder og kompetanse, samt forretningsmiljøet, oppfattes som kritiske suksessfaktorer for kapitalforvaltningsindustrien i de enkelte land. Illustrasjon 18 viser en sammenlikning av disse koblingsfaktorene (linkage factors) i Sverige og Norge. Det er verdt å merke seg at Sverige for tiden utkonkurrerer Norge på de fleste av dimensjonene.



*Illustrasjon 16. Koblingsfaktorer. Kilde: BI-intervjuer, 2013.
(Linkage Factors. Source: BI Interviews, 2013).*

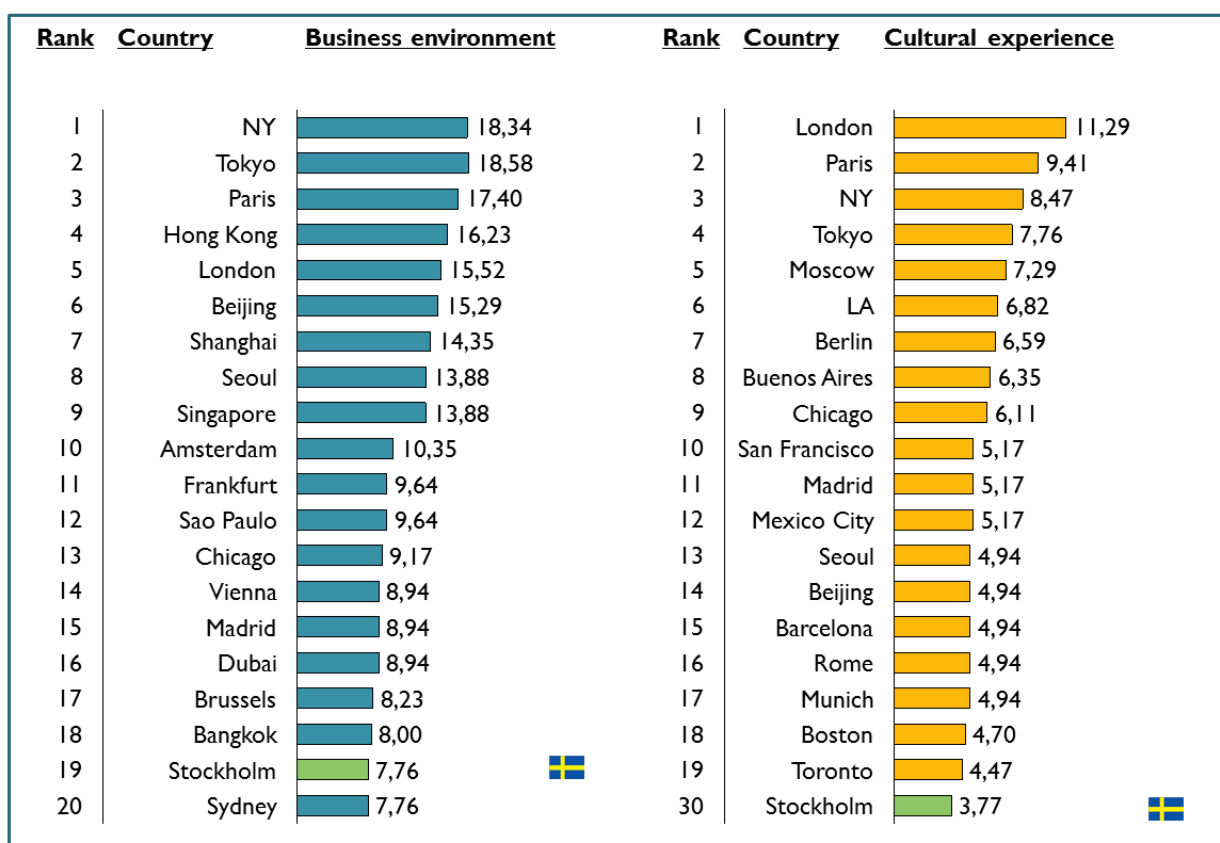
Globale finanssentre har utmerkede transportløsninger, både innen selve byen og til andre byer. Gode transportsystemer legger til rette for forretningsliv i byene, fordi de gjør det enkelt for folk å komme seg inn og ut av byene. Oslo og Stockholm er likeverdige når det gjelder flyforbindelser, men flyhyppigheten er høyere i Stockholm. For å øke Oslos tilgjengelighet anbefales derfor flyvninger til flere destinasjoner, og muligens å øke hyppigheten på eksisterende ruter.

For å sikre god tilgang til kompetanse, må et globalt finanssenter ha et utdanningstilbud av høy kvalitet, samt et utmerket kulturtilbud. Norge tilbyr gode utdanningsmuligheter, men kan ikke konkurrere internasjonalt, og ligger f.eks. etter Sverige både når det gjelder kvaliteten på handelshøyskoler og kvaliteten på matematikkopplæring og opplæring i naturvitenskapene. Norge burde ha som mål å øke nivået på høyere utdanning, samt skape en barne- og ungdomsskole i verdensklasse som tilbyr en internasjonal studieretning. Målet må være å sende landets studenter til internasjonale universiteter etter endt skolegang. Utover dette har Sverige mye sterkere koblinger mellom academia og finanssektoren, noe som har stor betydning for næringen.



Illustrasjon 17. Utdanningsmessig kvalitet (Quality of education)

Prospera-undersøkelsen fra 2006 hadde som mål å identifisere hvilke hovedgrep Stockholm har tatt for å bli et viktig finanssenter. En av hovedkonklusjonene var behovet for å tiltrekke seg høyt utdannede ansatte, ikke bare nyutdannede, men også internasjonale eksperter med spisskompetanse. I denne sammenheng har norske myndigheter et stort forbedringspotensial når det gjelder utvikling av mer konkurransedyktige arbeidsmarkedsbetingelser, noe som igjen vil gjøre bransjen mer attraktiv.



Sources: Global Cities Index and Emerging Cities Outlook 2012

Illustrasjon 18: Rangering av forretningsmiljø og kulturopplevelser (Business Environment and Cultural Experience rankings)

Norge er kjent for å være et samfunn preget av rettferdig fordeling. Dermed oppnår ikke og fondsforvaltere markedsmessig lønn i Norge. Som følge av dette forblir fondsforvaltere og eksperter med spisskompetanse på steder der de oppnår god betaling (New York, London eller Hong Kong). For å kompensere for dette, vil Norge måtte betale lønninger tilnærmet det globale nivået, eller i det minste søke å tilby andre unike goder som for eksempel spennende forvaltningsjobber.

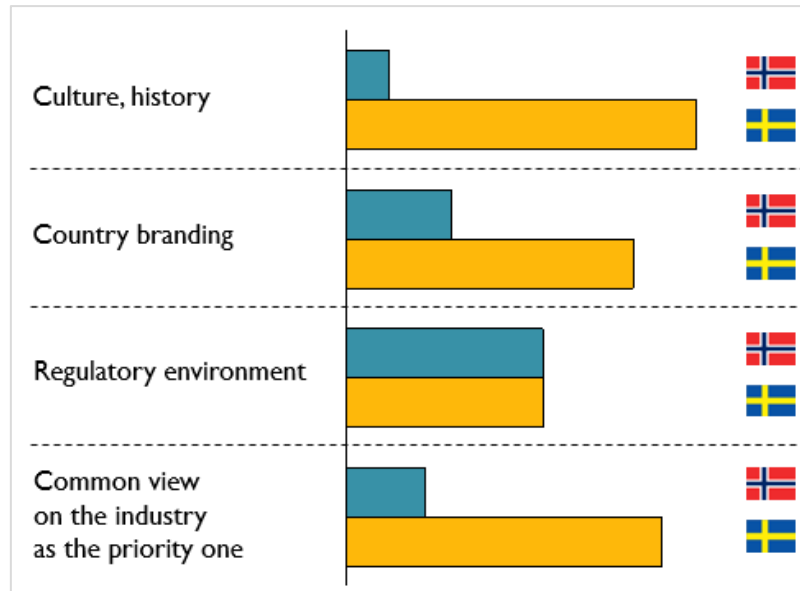
Oslo ligger også etter Stockholm når det gjelder kulturopplevelser og kvaliteten på forretningsmiljøet. Oslo bør muligens utvikle en ny profil, og investere tid og penger i å markedsføre landet for å tiltrekke seg flere besøkende. Når flere folk kommer til en by, oppleves den straks som mer interessant.

Eksterne faktorer

Det finnes også eksterne faktorer som ikke har noe å gjøre med selve kapitalforvaltningsbransjen, men som påvirker hvorvidt Finansklyngen Oslo (Oslo Financial Cluster) blir en suksess. De viktigste eksterne faktorene som ble påpekt var landets kultur og historie, landet

som merkevare og forvaltningsregimet (regulatory environment). Utover dette må det eksistere en allmenn oppfatning om at kapitalforvaltningsbransjen har topprioritet.

Illustrasjon 21 viser en sammenlikning mellom Sverige og Norge når det gjelder eksterne faktorer som påvirker kapitalforvaltningsindustrien. Også her fremstår Sverige som en mer attraktiv lokalisering for en finansiell klynge.



*Illustrasjon 19. Eksterne faktorer, Sverige sammenliknet med Norge.
(External factors Sweden vs. Norway)*

Målsettingen for nasjonal merkevarebygging er å måle, bygge og forvalte et lands omdømme. Den nasjonale merkevareindeksen (Nations Brands Index) måler globale oppfatninger av forskjellige land på tvers av en rekke aspekter (kultur, styring, befolkning, eksport, turisme, investering og innvandring). Monocle utarbeider en undersøkelse, Soft Power Survey, som rangerer landene i henhold til deres myke makt (soft power), dvs. hvor attraktiv et land er. og hvor mye innflytelse det har internasjonalt i kraft av dette. Her rangeres landene etter styresett, diplomatisk infrastruktur, kulturell produktivitet, utdanningspotensial og hvor attraktive de er for næringslivet.

Country NBI 2012	Future Brand 2012	Monocle Soft Power Survey
1. United States	1. Switzerland	1. United Kingdom
2. Germany	2. Canada	2. United States
3. United Kingdom	3. Japan	3. Germany
4. France	4. Sweden	4. France
5. Canada	5. New Zealand	5. Sweden
6. Japan	6. Australia	6. Japan
7. Italy	7. Germany	7. Denmark
8. Switzerland	8. United States	8. Switzerland
9. Australia	9. Finland	9. Australia
10. Sweden	10. United Kingdom	10. Canada
...
22. Norway	11. Norway	12. Norway

Sources: NBI, [FutureBrand](#), Monocle Soft Power

Illustrasjon 20: Nasjonale merkevareindekser (Nation Branding Indices)

FutureBrand utarbeider sin merkevareindeks for land (Country Brand Index) med tanke på å måle og rangere globale oppfatninger av verdens land. Med i beregningen er alt fra landenes kultur til næringsliv, landenes økonomiske vitalitet og politiske forvaltningsinitiativ. I alle disse rangeringene skårer Sverige bedre enn Norge, og har dermed en bedre merkevare enn Norge i resten av verden.

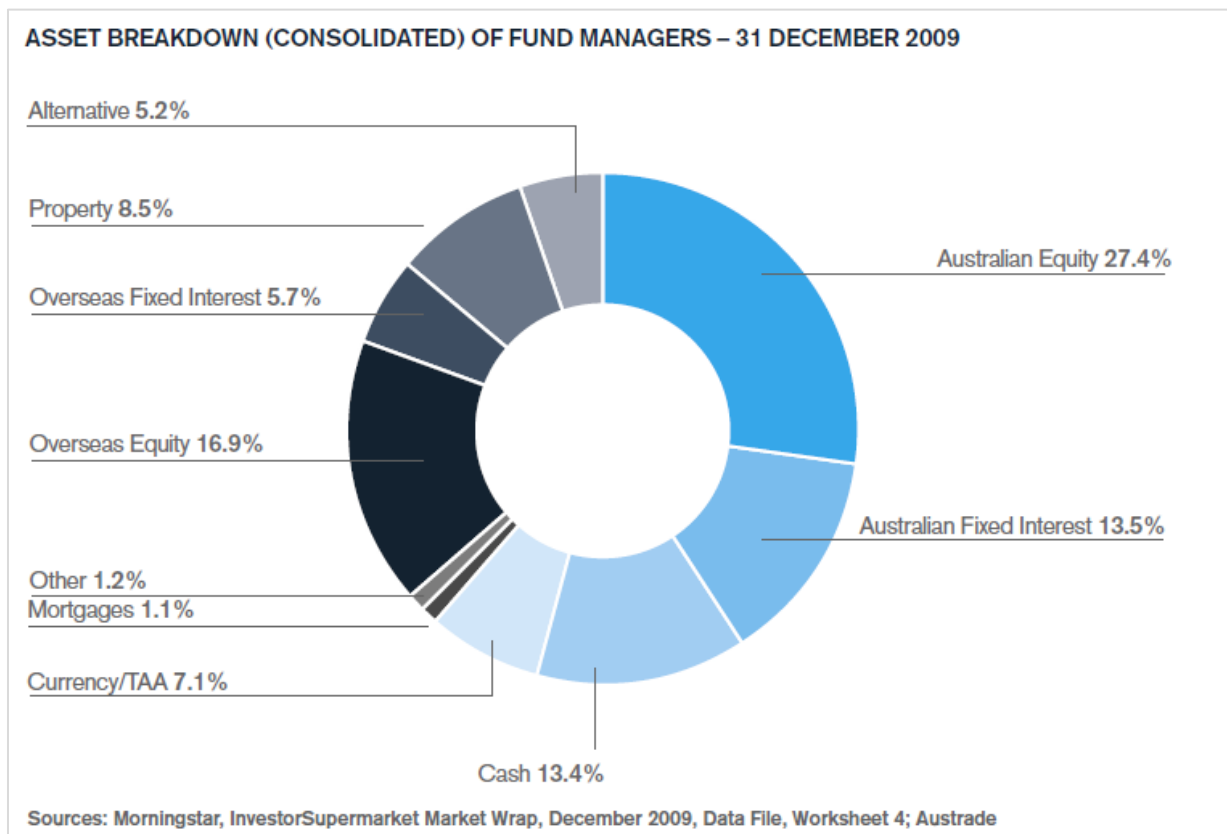
For at en finansiell klynge skal vokse fram, må det herske en allmenn oppfatning av at finansnæringen har topprioritet. Et godt eksempel fra den senere tid er den australske regjeringens forsøk på å posisjonere Australia som et regionalt og globalt finanssenter. Regjeringen inngikk et samarbeid med finansnæringen, og etter at det obligatoriske pensjonsinntekts-systemet (Australian mandatory retirement income system) ble innført i 1992, har kapitalforvaltningssektoren vokst med en sammensatt årlig vekstrate (CAGR) på 11,9 prosent. Etter at regjeringen innså betydningen av finansnæringen og tjenestene denne leverer, gikk den inn for et omfattende endringsprogram som omfattet både en skattereform og lovendringer. Eksempler er bl.a. en skatteordning for investorer i Australia (Investment Manager Regime), og en ordning for internasjonalisering av fondssalg i Asia (Asia Region Funds Passport). Det er organisert tilsyn av næringen etter funksjonsbaserte og ikke institusjonelle prinsipper, og dette utføres av politisk uavhengige tilsynsmyndigheter.

Australias målsetting om å bli en verdensledende aktør innen finans bygger også på en rekke faktorer som allerede ligger til rette for en slik utvikling. Landets samlede investeringsfond har en kapital (investment fund asset pool) på AUD 1,7 billioner. Dette har brakt verdens største kapitalforvaltere til Australia, hovedsakelig fra USA og Europa. Australia er en stor

økonomi i vekst (nummer fire i Asia- og Stillehavsregionen) med en velutviklet og variert finans- og forsikringsindustri. Australia har ikke bare tilgang til en flerspråklig arbeidsstokk med svært høy kompetanse, men også til en avansert næringslivs- og IT-infrastruktur, et godt regelverk og en misunnelsesverdig livsstil.

Kapitalforvaltning i Australia er preget av stadig økende investeringsspredning, noe som gjenspeiler de innovative produktene og den kontinuerlige utviklingen i investorgrunnlaget i Australia.

Diagrammet nedenfor viser at australske aksjer, fastrente- og kontantinnskudd sto for i underkant av 55 prosent av all australsk kapital i det fjerde kvartalet i 2009. Utenlandske aksjer og fastrenteinskudd sto for mer enn 22 prosent (dvs. AUD 240 milliarder). Det faktum at 5,2 prosent av fondene er plassert i alternative investeringer, og 7,1 prosent i valuta/taktiske investeringer (tactical assets), viser at investeringsstrategiene som anvendes er svært sofistikerte.



*Illustrasjon 21: Australias spredning av samlede aktiva
(Australia's Asset Pool Allocation)*

En analyse av kapitalforvalternes kapitalspredning i forbindelse med finanskrisen for noen få år siden, viser at australske kapitalforvaltere stort sett opprettholdt sine porteføljer uendret. Alternative investeringer var jevnt over stabile, og holdt seg for det meste uforandret i løpet av 2008. Aksjer i utlandet og fastrenteinvesteringer holdt seg også på samme nivå, selv om de

falt i midten av 2009. Australske aksjer har opplevd den største negative svingningen, noe som ble fulgt opp av økt investering i australske fastrenteplasseringer og kontantbeholdninger.

Plasseringer i internasjonale markeder utgjør en betydelig andel. Totalt 22,6 prosent av kapital forvaltet av fondsforvaltere er plassert i internasjonale markeder, hvorav 16,9 prosent i internasjonale aksjer, og 5,7 prosent i internasjonale fastrenteinvesteringer (se diagrammet over).

Disse plasseringene har ført til at en rekke offshore kapitalforvaltere har etablert lokale salgskontorer for å kunne benytte seg av forretningsmulighetene. Andre offshoreforvaltere har benyttet seg av lokale tredjeparter, og har brukt markedsføringsselskaper som har fungert som salgsrepresentanter.

Konklusjon

Studien gir et bilde av kapitalforvaltningsindustrien i Norge, og en vurdering av hvorvidt Oslo kan bli et attraktivt sted for lokalisering av finansielle tjenester med fokus på internasjonale markeder. I tillegg til de viktigste forutsetningene for KF-industrien, dvs. størrelse og koblinger (linkages), analyserer rapporten også de eksterne faktorene som påvirker næringen, og sammenlikner disse med situasjonen i Sverige som er dagens finansielle senter i Nord-Europa.

Funnene viser tydelig at Stockholm er langt bedre posisjonert innenfor KF-bransjen på det nåværende tidspunkt. Oslo har imidlertid både ressursene og mulighetene til å bli en by i verdensklasse, og et ledende knutepunkt innen finans som vil kunne trekke til seg de beste talentene fra resten av verden. I løpet av det siste tiåret har den norske finans- og kapitalnæringen hatt en imponerende vekst. Til tross for den finansielle krisen i 2008 og 2009, har bransjen oppnådd betydelig verdiskaping, og ansatte, aksjonærer og myndighetene har nytt godt av dette gjennom høyere lønninger, avkastning og skatteinntekter.

Utover dette har Statens pensjonsfond utland opplevd rask vekst i de siste årene, takket være økte oljeinntekter. Det forventes at fondet vil nå USD 1 billion innen 2020, og vil dermed bli det største statlige formuefondet i hele verden. Oljefondet er nå på NOK 4 450 milliarder, og har dermed blitt en viktig aktør på det internasjonale aksjemarkedet og, for kort tid siden, på eiendomsmarkedet. Norge har fått slagkraft som internasjonal investor, og fondet forvaltes via en avdeling i landets sentralbank. Investeringene er underlagt etiske retningslinjer som er fastsatt av Finansdepartementet. Ut fra et næringsperspektiv bør man forsterke debatten om hvorvidt man bør dele oljefondet i mindre enheter. Dette vil kunne resultere i økt avkastning av oljeformuen, styrke norske interesser og bidra til konkurranse blant flere og mer spesialiserte fondsforvaltere.

I den senere tiden har pensjonsfondsforvaltere begynt å se på alternative plasseringer for å oppnå høyere avkastning og investeringsdiversifisering. Åpningen for andre klasser aktiva har omfattet investering i risikofond, råvarer og infrastruktur. Investering i infrastruktur, inkludert investeringer i broer, bomveier, flyplasser, rørledninger, strømmaster og utdannings- og helseinstitusjoner, er blant de seneste tilvekstene til denne gruppen, og er potensielt den mest attraktive for pensjonsfondsforvaltere. Investering i disse infrastrukturprosjektene er i ferd med å bli mer populær på grunn av diversifiseringsfordelene og den forutsigbare og langsiktige kontantstrømmen de bringer.

Pensjonsfondene har gjort flere forsøk på å oppnå lavest mulig fundert forholdsrisiko (funded ratio risk), f.eks. ved å knytte aktiva tettere til forpliktelser. Infrastrukturinvesteringer gjør det mulig å koble aktivaenes og forpliktelsenenes kontantstrøm tettere opp mot hverandre. Investeringer i infrastruktur, som bomveier og broer, kan ha høye oppstartskostnader, men gir mange fordeler for langsiktige investorer.

I tillegg har den norske finansnæringen gjennomgått en sterk internasjonaliseringsprosess i løpet av de siste årene. Utenlandske eiere (spesielt fra nordiske land) har sikret seg utstrakt

kontroll, delvis gjennom oppkjøp og delvis gjennom organisk vekst i nye markeder. Innenfor hvert segment i finansnæringen har utenlandske aktører oppnådd betydelige markedsandeler, og har bidratt til å styrke konkurransen. Samtidig har en rekke norske selskaper etablert seg i utlandet. Selskap som DnB NOR, Storebrand og Pareto Securities har åpnet kontorer i utlandet, og en betydelig andel av deres inntekter kommer nå fra deres kunder og eiendeler utenfor Norge.

Det er svært viktig at alle aktører som er involvert i KF-markedet er klare over hvor viktige finansielle tjenester er for Norge. Som det går fram av det australske eksempelet, kan Oslo bare bli et viktig knutepunkt dersom kapitalforvaltning blir betraktet som en topprioritet. Både lokale myndigheter og lokale institusjoner må støtte fremveksten av denne klyngen, og på sikt bygge opp kunnskapsalmenningen i næringen (EKN 2012).

Avslutningsvis har vi tro på at størrelsen (fondsstørrelsen som forvaltes fra Oslo) er den viktigste faktoren som vil bidra til økt vekst for næringen i Norge. Vi har pekt på de tre viktigste veiene mot dette målet. For det første er nordmenn fortsatt motvillige til å plassere sine midler i investeringsfond. Med bakgrunn i skattefradrag og den allmenne oppfatning av at boligprisene vil fortsette å stige i fremtiden, samt kulturelle faktorer, anser nordmenn eiendom i form av bolig som det alternativet som gir best avkastning i forhold til risiko. Som følge av dette, investerer de kun en liten andel av sine oppsparte midler i investeringsfond. Det er mulig at innføring av skattereformer, samt den forestående pensjonsreformen vil føre til en økning i forvaltningskapitalen som står til bransjens disposisjon (AuM) i Norge.

For det andre forvalter Norge en av verdens største statlige formuefond. NBIM, som står for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland, gir ofte investeringsmandater til aksjeforvaltere i modne markeder og fremvoksende markeder. Disse har fokus på spesialistmandater for et enkelt land eller en bestemt sektor. Mandatene gjelder for investeringer i børsnoterte aksjer og er «long-only»-produkter. Fra et næringsperspektiv bør en skape en struktur der portefølje-forvaltere øker muligheten til å få tildelt et mandat dersom de etablerer et lokalkontor i Oslo, samt øke bruken av eksterne forvaltere. I tillegg er det rimelig å anta at forvaltere vil dra fordel av sin lokalisering når de først er etablert, og at de vil bli integrert i det lokale forretningslivet. Dette vil ikke bare gjøre det mulig for dem å selge sine tjenester på det norske markedet, men også å tilby sine klienter i hele verden produkter fra den norske børsen osv. Dette vil igjen stimulere konkurransen med de norske aktørene som nå opererer i hele verden, som f. eks. DnB NOR eller Pareto Securities.

Det siste punktet, en oppsplitting av Statens pensjonsfond utland i mindre fond, ville fremme sunn konkurranse mellom Norges nye statlige vekstfond som investerer i utenlandske markeder (new emerging domestic public funds investing in foreign markets). Norske fond bør i større grad bruke sin kjernekompetanse innen norske næringer, og øvrig nisjekompetanse i internasjonale investeringer. Faktisk har mange land mer enn et statlig formuefond eller større pensjonsinvestor. Eksempler på dette er Kina, Singapore og Gulf-landene. På den andre siden vil en oppdeling av fondet med tanke på å øke konkurransen muligens føre til økt risikotaking med fokus på kortsiktige resultater, samt øking av samlede administrative kostnader.