

Pareto's aktuelle

Nyhetsbrev for pensjonskasser

3-2024

Kapitaleffektive renter (side 1)

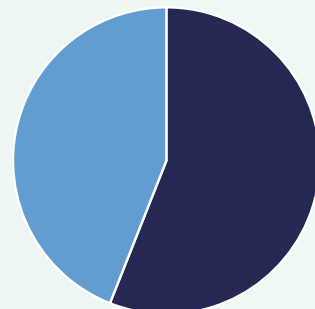
Hvilken type renteesponering er mest effektiv for norske pensjonskasser?

«Dobbel materialitet» og strengere kontroll over ESG-rater (side 4)

Hva innebærer det at selskapene må hensynta såkalt «dobbel materialitet» eller «dobbel vesentlighet» i sin rapportering?

Oppdatering aktuelle Pareto-fond (side 6)

Siste måneds fondskommentar og nøkkelinformasjon.



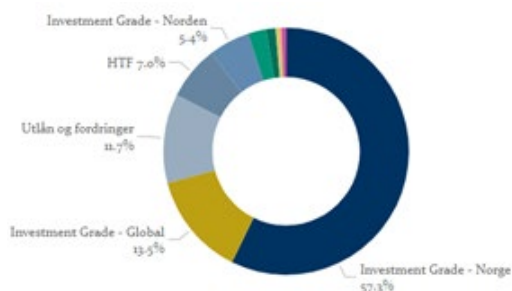
Ifølge vår database hadde pensjonskassene gjennomsnittlig 56 prosent av kapitalen plassert i renter ved utgangen av 2022.

Månedens finansielle

Kapitaleffektive renter

Hvilken type renteesponering er mest effektiv for norske pensjonskasser? Regelverket med solvenskapitaldekning gjør at dette kan avvike fra hva som er best for en vanlig investor. Som vi vil vise kan det også være rasjonelt å variere renteesponeringen noe mer enn det som er vanlig praksis for de fleste kasser i dag. Hva som er de mest kapitaleffektive investeringene, endrer seg løpende ut fra rentenivåer og øvrige forutsetninger. Vi tror en større bevissthet om hva som til enhver tid er å anse som de mest kapitaleffektive løsningene kan tjene pensjonskassene godt.

Ifølge vår database hadde pensjonskassene gjennomsnittlig 56 prosent av kapitalen plassert i renter ved utgangen av 2022. Denne kapitalen var igjen fordelt på underkategorier som følger:



Stort sett var det mellomlang durasjon på disse plasseringene, med rentedurasjon på ca. 4,8 år for global IG og rett under 3 år for norsk og nordisk IG. Enkeltpapirer ført til amortisert kost, hold til forfall (HTF) og utlån og fordringer,

har typisk noe lengre durasjon.

Grovt estimert er pensjonskassenes gjennomsnittlige durasjon på renteplasseringene ca. 4 år. Men hva er hensiktsmessige nivåer på rente- og kreditturasjon under et solvensregime? Og hvilken type kredittrisiko – IG eller HY – er mest kapitaleffektiv?

Eksempelfond

Vi vil i det videre illustrere en mulig prosess for å rangere rentefond opp mot hverandre. For å gjøre dette bruker vi tre generiske rentefond (standard norsk 3 års IG-fond, standard globalt 6 års IG-fond, 3 års global HY ETF), samt fem av våre egne rentefond. Tabellen nedenfor oppgir noen nøkkeldata pr. 31.01.24:

Fond / strategi (pr. 31.01.24)	Avk. 2023	Eff. rente (ytw)	Rente dur.	Kreditt dur.	Andel HY
3 års norsk IG	5,1 %	4,9 %	3,1	3,8	0 %
6 års global IG	6,7 %	4,7 %	6,0	6,0	0 %
3 års global HY	9,6 %	6,6 %	3,1	3,1	100 %
P. Likviditet	5,6 %	5,5 %	0,1	1,3	0 %
P. Obligasjon	6,9 %	6,2 %	0,1	2,8	0 %
P. Nordic Cross Credit	7,9 %	6,7 %	0,3	2,1	30 %
P. Nordic Corp. Bond	9,6 %	8,7 %	0,9	2,1	75 %
P. ESG Gl. Corp. Bond	9,9 %	6,4 %	2,8	3,4	75 %

Kilder: Bloomberg, fondenes månedsrapporter, Morningstar, Pareto Asset Management

De tre første linjene i tabellen representerer renteeksponeringer som er de mest vanlige for norske pensjonskasser. I tillegg har vi valgt å ta med alle Paretos fem rentefond for å illustrere ulike nyanser. Vi har best grunnlagsdata på våre egne fond, noe som gjør at tallmaterialet vi presenterer her blir mer presist. Alle tall i tabellen er målt i norske kroner.

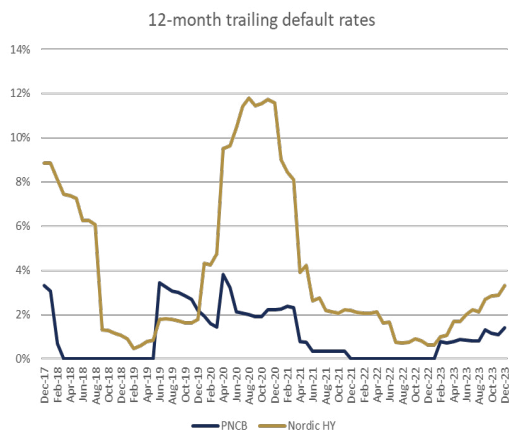
Den første kolonnen med forrige års avkastning har vi kun tatt med for å gi et inntrykk av den underliggende eksponeringen i de ulike strategiene. Vi benytter ikke disse tallene i den videre analysen, men vi ser at fond med høyere andel high yield (se siste kolonne) hadde best avkastning i 2023.

Andel high yield har også stor påvirkning på den effektive renten oppgitt i andre kolonne. Det er stor forskjell på disse tallene, fra 8,7 prosent for Pareto Nordic Corporate Bond ned til 4,7 prosent for den globale IG-eksponeringen. Durasjonstallene i tredje og fjerde kolonne benytter vi for beregning av solvenskapitalkrav nedenfor.

Forventet avkastning

Dersom vi bare bruker løpende rente fra den andre kolonnen i tabellen som et estimat for forventet avkastning, kommer high yield-fondet Pareto Nordic Corporate Bond best ut. Løpende rente på 8,7 prosent er hele to prosentpoeng bedre enn neste fond på listen. Imidlertid bør disse tallene justeres for forventet mislighold, samt fremtidige rentebevegelser. I oppsettet nedenfor viser vi hvordan ulike forutsetninger om fremtidig mislighold kan slå ut.

Hvor stort mislighold er det relevant å legge til grunn for high yield? Grafen nedenfor viser historisk mislighold for nordisk high yield generelt og for vårt eget fond Pareto Nordic Corporate Bond (PNCB). For det brede nordiske HY-markedet har misligholdsratene variert mellom en og tolv prosent. PNCB har hatt noe lavere mislighold mellom null og fire prosent.



Kilde: Pareto Asset Management

Vi bruker disse historiske misligholdstallene som utgangspunkt for å estimere fremtidige nivåer. For eksempelfondene er det kun misligholdet for PNCB som er relevant. Mens det historiske misligholdet i grafen har et gjennom-

snitt på ca. 1,5 prosent, antar vi i de to tabellene nedenfor et noe høyere fremtidig mislighold på henholdsvis 2,5 prosent og 5,0 prosent. Dette gjelder for HY-eksponeringen i fondene, mens vi legger til grunn at det ikke er mislighold innen IG.

Forv. avkastning (gitt 2,5 % mislighold)	Eff. rente 01/24	Forv. tap	FRA just.	Forv. avk.
3 års norsk IG	4,9 %	-	-	4,9 %
6 års global IG	4,7 %	-	-	4,7 %
3 års global HY	6,6 %	-1,5 %	-	5,1 %
P. Likviditet	5,5 %	-	-0,1 %	5,3 %
P. Obligasjon	6,2 %	-	-0,1 %	6,1 %
P. Nord. Cr. Cred.	6,7 %	-0,5 %	-0,1 %	6,1 %
P. Nord. C. Bond	8,7 %	-1,1 %	-0,1 %	7,5 %
P. ESG Gl. C. Bond	6,4 %	-1,1 %	-	5,3 %

Fratrekk for forventet tap i tredje kolonne regnes for PNCB ut som følger: Det antas at 60 prosent av obligasjonsverdiene går tapt i tilfelle mislighold (60 % LGD – «loss given default»). Da blir forventet tap 75 % andel HY * 2,5 % mislighold * 60 % LGD = 1,1 %. Dette trekkes fra den effektive renten. I tillegg justerer vi for forventede rentekutt det kommende året og ender opp med en forventet avkastning på et års sikt på 7,5 prosent. Selv om vi har tatt høyde for et slikt forventet mislighold, er forventet avkastning for PNCB fortsatt 1,4 prosentpoeng høyere enn for neste fond på listen, Pareto Obligasjon.

Dette endrer seg som følger dersom vi legger til grunn en høyere misligholdsrate på 5,0 prosent:

Forv. avkastning (gitt 5,0 % mislighold)	Eff. rente 01/24	Forv. tap	FRA just.	Forv. avk.
3 års norsk IG	4,9 %	-	-	4,9 %
6 års global IG	4,7 %	-	-	4,7 %
3 års global HY	6,6 %	-3,0 %	-	3,6 %
P. Likviditet	5,5 %	-	-0,1 %	5,3 %
P. Obligasjon	6,2 %	-	-0,1 %	6,1 %
P. Nord. Cr. Cred.	6,7 %	-0,9 %	-0,1 %	5,7 %
P. Nord. C. Bond	8,7 %	-2,3 %	-0,1 %	6,4 %
P. ESG Gl. C. Bond	6,4 %	-2,3 %	-	4,2 %

Som vi ser kan det virke som high yield-fondet PNCB tåler et mislighold opp mot fem prosent for fortsatt å være konkurransedyktig på avkastning. Med høyere mislighold enn dette virker IG-strategiene mer attraktive.

Forventet risikjustert avkastning

Ut fra finansiell teori er det anbefalt å velge investeringer som har høyest forventet risikjustert avkastning. I de to tabellene nedenfor ser vi på hvordan dette kan forholde seg dersom vi legger til grunn en misligholdsrate på hen-

holdsvis 2,5 % og 5,0 %.

Kapitaleffektivitet 2,5 % mislighold	Forv. avk.	Mer- avk.	Std. av.	SR	Solv. kap.	Kap. eff.
3 års norsk IG	4,9 %	1,4 %	3,1 %	0,4	7,8 %	0,2
6 års global IG	4,7 %	1,2 %	8,0 %	0,2	12,9 %	0,1
3 års global HY	5,1 %	1,6 %	9,1 %	0,2	17,2 %	0,1
P. Likviditet	5,3 %	1,8 %	0,7 %	2,6	3,6 %	0,5
P. Obligasjon	6,1 %	2,6 %	1,7 %	1,5	7,4 %	0,3
P. Nord. Cr. Cred.	6,1 %	2,6 %	4,5 %	0,6	5,8 %	0,5
P. Nord. C. Bond	7,5 %	4,0 %	7,7 %	0,5	7,3 %	0,5
P. ESG Gl. C. Bond	5,3 %	1,8 %	6,4 %	0,3	15,7 %	0,1

Kapitaleffektivitet 5,0 % mislighold	Forv. avk.	Mer- avk.	Std. Av.	SR	Solv. Kap.	Kap. Eff.
3 års norsk IG	4,9 %	1,4 %	3,1 %	0,4	7,8 %	0,2
6 års global IG	4,7 %	1,2 %	8,0 %	0,2	12,9 %	0,1
3 års global HY	3,6 %	0,1 %	9,1 %	0,0	17,2 %	0,0
P. Likviditet	5,3 %	1,8 %	0,7 %	2,6	3,6 %	0,5
P. Obligasjon	6,1 %	2,6 %	1,7 %	1,5	7,4 %	0,3
P. Nord. Cr. Cred.	5,7 %	2,2 %	4,5 %	0,6	5,8 %	0,4
P. Nord. C. Bond	6,4 %	2,9 %	7,7 %	0,5	7,3 %	0,4
P. ESG Gl. C. Bond	4,2 %	0,7 %	6,4 %	0,3	15,7 %	0,0

Vi starter med samme forventede avkastning som forklart overfor. For å beregne den risikjusterte avkastningen justerer vi for en risikofri rente på 3,5 prosent (tilsvarende 10 års norsk stat ultimo januar). Etter dette står vi igjen med forventet meravkastning i kolonne to i tabellene.

Deretter måler vi forventet meravkastning opp mot to ulike risikoparametre. Først i forhold til historisk standardavvik. Da ender vi opp med Sharpe Ratio (SR) i kolonne fire. Med sitt lavere standardavvik fremstår IG-fond med kort durasjon (Pareto Likviditet og Obligasjon) som de beste risikjusterte investeringene.

For pensjonskassene – spesielt de med lavere soliditet – er det vel så viktig å kartlegge hvilke plasseringer som er de mest kapitaleffektive. For å måle dette ser vi på forholdet mellom forventet meravkastning og solvenskapitalkravet. Vi har foretatt beregninger av solvenskapi-

talkrav i den femte kolonnen ved å bruke solvensmodellen fra Finanstilsynets hjemmeside. Ut fra våre beregninger spenner solvenskapitalkravet seg fra 3,6 prosent for Pareto Likviditet til 17,2 prosent for en treårs global high yield-investering.

Kapitaleffektiviteten, slik vi har beregnet den, er oppgitt i siste kolonne. Antatt 2,5 prosent mislighold rangerer PNCB på topp, etterfulgt av Pareto Likviditet. Ved et høyere antatt mislighold rangerer Pareto Likviditet høyest.

Slik vi leser disse tallene er det p.t. ikke klart mer kapital-effektivt å plassere i fond med high yield-risiko. Sharpe Ratio tilsier også at IG-fond med kort durasjon er å foretrekke. Norske IG-fond i tabellen fremstår som bedre alternativer enn globale alternativer med lengre durasjon. Den viktigste årsaken til dette er lavere standardavvik og solvenskapitalkrav for de norske strategiene.

Vi vil imidlertid presisere at disse beregningene er basert på dagens markedsnivåer. Fra tid til annen kan det oppstå mer markerte endringer i rentenivåer og kredittspreader. Da vil andre alternativer kunne fremstå mer kapital-effektive. Altså mener vi at pensjonskassene med fordel kan variere renteesponeringen på tidspunkter det måtte oppstå litt større endringer i disse variablene.

Oppsettet vi har presentert her har et ettårig perspektiv. Det er også mulig å foreta samme øvelse med for eksempel tre års horisont. Da skal det i utgangspunktet være likere forventet avkastning mellom strategier med kortere rentedurasjon og lengre. For en investor som er noe mer interessert i løpende tilpasninger av renteporteføljen, kan det imidlertid være greit å foreta løpende betraktninger ett år frem i tid.

Ut fra tradisjonell porteføljeteori er det også slik at papirer med lengre rentedurasjon antas å ha bedre porteføljeegenskaper mot aksjer. Dette vil isolert tale for eksponering i produkter med litt lenger durasjon enn hva den isolerte betraktningen ovenfor skulle tilsi. Metodikken presentert her gir derfor ikke endelige svar på hvilke eksponeringer som er de beste. Formålet er heller å illustrere et rammeverk for en kapitaleffektiv tilnærming til rente-investeringene.

Månedens ESG

«Dobbel materialitet» og strengere kontroll over ESG-rateringer

Et av kravene under CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive), som er innført fra 2024, er at selskapene må hensynta såkalt «dobbel materialitet» eller «dobbel vesentlighet» i sin rapportering. I det følgende vil vi gjennomgå hva dette innebærer. Samtidig er det på trappene lignende krav hva angår ESG-rateringer, noe vi også vil kommentere.

Dobbel materialitet

I CSRD er det presisert at virksomheter skal bruke en dobbel vesentlighetsanalyse som fundament for sin bærekraftsrapportering. Dette innebærer at selskapene både må rapportere om (1) hvilken påvirkning selskapet har på miljøet eller menneskene rundt seg, og (2) hvordan bærekraftsforhold påvirker selskapets mulighet til lang-siktig verdiskaping. Det første punktet handler om hvilket ESG-fotavtrykk virksomheten har. Det andre punktet dreier seg om ESG-risiko selskapet selv er utsatt for.

Jamfør norsk rett snakker vi om et dobbelt vesentlighets-prinsipp:

1. Vesentlig påvirkning

Faktisk eller potensiell negativ og positiv påvirkning en virksomhet har på mennesker og miljøet på kort, medium og lang sikt.

2. Finansiell vesentlighet

Bærekraftstemaer som har eller kan ha påvirkning på en virksomhets kontantstrømmer, utvikling, resultat og posisjon på kort, medium og lang sikt.

Kilde: <https://www.pwc.no/no/pwc-aktuelt/dobbel-vesentlighet.html>

Nye krav til ESG-rateringer

I Paretos Aktuelle fra oktober 2022 skrev vi om eksisterende praksis for ESG-ratering av selskaper. Slike rateringer

har nesten utelukkende hatt fokus på hvordan ESG-faktorer kan true selskapenes fremtidige inntjening. I mindre grad har de vurdert hvordan selskapets aktiviteter påvirker omgivelsene rundt seg. Altså har det vært en mangel på dobbel materialitet i disse rateringene. Se omtalen i vårt nyhetsbrev fra 2022 her:

https://paretoam.com/globalassets/rapporter-og-dokumenter/nyhetsbrev/202210-paretos-aktuelle_nyhetsbrev-pensjonskasser.pdf

I løpet av februar 2024 har Rådet for Den europeiske union og Det europeiske parlament kommet med forslag til nye reguleringer for ESG-ratering, som blant annet skal ivareta ovennevnte problemstillinger. Målet er at ESG-rateringer skal bli mer enhetlige, målrettede og at samfunnet skal kunne feste større tillit til dem.

For å sikre sunne rutiner for ESG-ratering, foreslås det at rateringbyråer som tilbyr slike tjenester i EU skal reguleres av det europeiske finanstillstyret ESMA. Slike rateringbyråer må heller ikke tilby andre tjenester som kan være i interessekonflikt med rateringene.

Et krav tilknyttet slike analyser er at det skal være dokumentert hvilke metoder som benyttes for å rangere selskaper på ESG, og det skal være tydelig hvordan de underliggende kategoriene E, S og G vektlegges i analysen.

Den viktigste innstrammingen er likevel, slik vi ser det, en mer helhetlig ivaretagelse av dobbel materialitet i disse rateringene.

Forslaget om en strengere regulering av ESG-ratering må vedtas i Det europeiske parlament. Deretter vil det ta 18 måneder før reguleringen iverksettes.

Kilde: <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2024/02/05/environmental-social-and-governance-esg-ratings-council-and-parliament-reach-agreement/>

Divergerende ESG-rateringer

Et stadig økende fokus på ESG gir behov for presise ESG-data og en robust metodikk for å måle ESG-risikoen. Over de senere år har dette ført til utvikling av et nytt forretnings-område for systemleverandører av «ESG risk ratings».

I februar i år utlyste det europeiske finanstillstyret ESMA en «call for evidence» over slike rateringer. Når ESMA rapporterte på resultatet av denne undersøkelsen i slutten av juni, var det bl.a. snakk om 59 ulike byråer som opererte i det europeiske markedet. I konklusjonen snakker ESMA om en voksende, men umoden bransje. Det identifiseres behov for å introdusere regulatoriske sikkerhetsstiltak for å sikre standarden til ESG-ratering produkter. Så lenge dette ikke er på plass, bør investorer være tilbakeholdne med å trekke alt for klare konklusjoner basert på ESG-rateringer.

prøver ikke engang å måle selskapenes innvirkning på verden. Att dreier seg om verden kan komme til å forstå selskapets fremtidige inntjening», står det i innlegget.

Et av selskapsseksemplene som trekkes frem i artikkelen er McDonald's Corp. Dette selskapskap, som er en av verdens største innkjøpere av kjøtt, hadde i 2019 alene større klimagassutslipp enn hele Portugal eller hele Ungarn. Utslippet på 54 millioner tonn utgjorde en økning på 7 % over de siste fire år. Likevel ga MSCI selskapet en oppraddert ESG-ratering. Hvordan kunne det ha seg? Jo, fordi MSCI sin analyse konkluderte med at klimaforandringer hverken utgjorde noen risiko eller mulighet for selskapets bunnlinje.

Tankestetter er helt snudd på hodet i forhold til hvordan

Månedsutvikling

Absolutte avkastningstall pr. 29.02.2024

(Annualisert for perioder > 1 år)	Absolutt avkastning				Absolutt risiko			
	Hiå.	3 år	5 år	Fra oppstart	St.avvik 5 år	St.avvik oppstart	Oppstart dato	SFDR
Pareto Likviditet C	1,1 %	2,9 %	2,5 %	3,3 %	0,7 %	0,7 %	27.09.1999	Art.8
Pareto Obligasjon C	1,2 %	3,4 %		3,3 %		1,7 %	25.02.2020	Art.8
Enter Klimatfokus Renta D	1,2 %	1,7 %	1,6 %	1,6 %	2,6 %	2,6 %	14.12.2018	Art.9
Pareto Nordic Corporate Bond I NOK	1,9 %	5,3 %	4,9 %	4,7 %	8,9 %	7,6 %	15.05.2017	Art.8
Pareto ESG Global Corporate Bond I NOK	0,3 %	1,8 %	2,6 %	2,5 %	7,7 %	6,4 %	15.08.2016	Art.9
Pareto Aksje Norge I	0,6 %	11,2 %	10,5 %	12,1 %	19,0 %	18,9 %	06.08.2001	Art.8
Pareto Global I	8,0 %	15,9 %	17,4 %	11,8 %	13,8 %	14,3 %	31.12.2007	Art.8

Inception for I-klassen er 2017-05-15. Bruker B-klasse tall fra oppstart, siden det er historikk fra 2015

Inception for I-klassen er 2021-09-23. Bruker D-klasse tall for 5 års historikk og fra oppstart, siden det er historikk fra 2015

Relative avkastningstall pr. 29.02.2024

(Annualisert for perioder > 1 år)	Relativ avkastning				Relativ risiko		
	Hiå	3 år	5 år	Fra oppstart	TE 5 år	TE oppstart	Indeks
Pareto Aksje Norge I	1,9 %	5,0 %	2,7 %	3,2 %	6,6 %	8,6 %	OSEFX
Pareto Global I	-1,7 %	-0,5 %	0,9 %	0,5 %	5,8 %	6,1 %	NDDUWI

TE = Tracking Error. OSEFX = Oslo Børs Fondsindeks. NDDUWI = MSCI World Index (ikke valutasikret)

Fondskomentarer og nøkkelinformasjon

Fond		SFDR klassifisering	Månedrapport	Nøkkelinformasjon	SFDR fondserklæring
Pareto Likviditet C	Investerer i rentebærende verdipapirer tilsvarende investment grade (minimum BBB-)	art. 8	Klikk her	Klikk her	
Pareto Obligasjon C	Renteforvaltning basert på fundamental analyse som investerer i verdipapirer med god kredittkvalitet	art. 8	Klikk her	Klikk her	
Enter Klimatfokus Renta D	Aktivt forvaltet rentefond som investerer i bærekraftige obligasjoner utstedt av selskaper med god kredittkvalitet	art. 9	Klikk her	Klikk her	Klikk her
Pareto Nordic Corporate Bond I NOK*	Konservativ nordisk high yield med kort rente- og kreditturasjon	art. 8	Klikk her	Klikk her	Klikk her
Pareto ESG Global Corporate Bond I NOK**	En pionér innen globale ESG high yield obligasjoner	art. 9	Klikk her	Klikk her	Klikk her
Pareto Aksje Norge I	Verdiinvestor i næringer der Norge har konkurransefortrinn	art. 8	Klikk her	Klikk her	Klikk her
Pareto Global I	Verdiinvestor i globale høykvalitets-selskaper med ledende ESG-profil	art. 8	Klikk her	Klikk her	Klikk her

Fagansvarlige Pensjonskasser



Cato Edvardsen

+47 901 52 215

cato.edvardsen@paretoam.com



Alex Madsen

+47 932 08 107

alex.madsen@paretoam.com



Finn Øystein Bergh

Sjeføkonom og -strateg

finn.oystein.bergh@paretoam.com

Disclaimer

Viktig informasjon

- Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig avkastning. Fremtidig avkastning vil bl.a. avhenge av markedsutviklingen, forvalters dyktighet, fondets/porteføljens risiko, samt kostnader ved tegning, forvaltning og innløsning. Avkastningen kan bli negativ som følge av kurstap.
- Eventuelle tegnings- og innløsningshonorarer er ikke tatt høyde for i den historiske avkastningen vist for våre fond, honorarene vil kunne påvirke avkastningen negativt.
- Med mindre annet er oppgitt har eksemplene ikke hensyntatt eventuell skatt som vil kunne påhvile produktet og/eller kunden. Den skattemessige virkningen avhenger av den enkelte kundens individuelle situasjon og kan komme til å endre seg.
- Forventninger om fremtidig avkastning kan ikke anvendes som en pålitelig indikator for fremtidig avkastning. Slike forventninger har ikke hensyntatt effekten av inflasjon og skatt, som vil slå negativt ut i reelle termer.
- Dette er markedsføring. Dette er ikke et kontraktsmessig bindende dokument. Vennligst se fondets prospekt og ikke baser investeringsbeslutningen kun på informasjonen i dette dokumentet.
- Fondenes nøkkelinformasjon, fullstendig prospekt og års- og halvårsrapporter er tilgjengelig på www.paretoam.com/fondsrapporter.
- Pareto Asset Management AS søker etter beste evne å sikre at all informasjon gitt i denne presentasjonen er korrekt, men tar forbehold om eventuelle feil og utelatelser. Uttalelsene i presentasjonen reflekterer Pareto Asset Management sitt syn på et gitt tidspunkt, og dette kan bli endret uten varsel. Denne presentasjonen skal ikke forstås som et tilbud eller en anbefaling om kjøp eller salg av finansielle instrumenter. Pareto Asset Management påtar seg intet ansvar for direkte eller indirekte tap eller utgifter som skyldes bruk eller forståelse av denne presentasjonen.
- Kilden er Pareto Asset Management AS med mindre annet er oppgitt.

Pareto Asset Management AS

Dronning Mauds gate 3
0250 Oslo

Postbox 1810, Vika
NO-0123 Oslo

t: +47 22 87 87 00
e: post@paretoam.com

www.paretoam.com

