

Paretos aktuelle

Nyhetsbrev 07 - 2025

PARETO
INVESTOR CONFERENCE
28. - 29. APRIL 2026

Making better investment decisions

PÅMELDINGEN ER ÅPEN



FINANS

Praktiske forskjeller på UCITS og alternative investeringsfond

Valg av investeringsstruktur kan ha større ringvirkninger enn mange er klar over. Denne gangen tar vi utgangspunkt i to av våre fond i nordisk high yield. Gjennom et dypdykk i disse viser vi hvordan investeringsstrukturer som UCITS og AIF i seg selv kan påvirke en porteføljes risikoprofil og avkastningsutvikling.

Noe av denne gjennomgangen er vel detaljert. Det er for å tydeliggjøre nyanser mellom de ulike investeringsalternativene. Vi må grave litt dypere for virkelig å forstå hvilke utslag valg av investeringsstruktur kan gi.

UCITS

UCITS-fond er EU-harmoniserte strukturer med normalt daglig likviditet. UCITS-regelverkets hovedformål er å beskytte (ikke-profesjonelle) investorer, og legge til rette for fri omsetning av fondsandeler i hele EU. Dette oppnås gjennom strenge krav til risikospredning, likviditet, transparens og tilsyn med forvaltningsselskaper og depotmottakere.

I Norge er UCITS-regelverket innført via Verdipapirfondloven og tilknyttede forskrifter og uttalelser. En av de viktigste reguleringene er den såkalte 5-10-40 regelen. Disse begrensningene innebærer at fondet kan investere inntil 10 prosent av kapitalen i en enkelt utsteder, og summen av investeringer som er på mer enn 5 prosent pr. utsteder skal ikke overstige 40 prosent av porteføljen. Dette sikrer en diversifisering på minst 16 utstedere.

En annen viktig regulering i UCITS er at slike fond som hoved-

regel skal tilby daglig kurssetting og likviditet på to dagers varsel. Adgang til å begrense eller suspendere innløsning under spesielle forhold skal beskytte alle andelseierne mot urettferdig fordeling ved turbulente markeder. Men siden slik suspensjon er noe forvaltningsselskapene nødigst vil iverksette, settes det av en betydelig andel likviditet i fondene for å kunne imøtekomme uforutsette innløsninger.

UCITS-fond kan benytte derivater, men med strenge grenser for eksponering og krav til risikostyringsprosedyrer. Bruk av gearing er sterkt begrenset sammenlignet med alternative fond.

AIF

Regelverket for alternative investeringsfond (AIF) er basert på EUs 'Alternative Investment Fund Managers Directive' – og er i Norge implementert gjennom lov om forvaltning av alternative investeringsfond (AIF-loven).

AIF er mer vidtfavnende og regulerer alle kollektive investeringsstrukturer som ikke er UCITS, derunder private equity, hedgefond, eiendomsfond og spesialfond. Dermed er det mindre generelle trekk ved AIF-fond, men følgende observasjoner er verdt å merke seg:

På samme måte som for UCITS er hovedformålet med AIF-regelverket investorbeskyttelse. Det skal sikre at alternative investeringsfond forvaltes forsvarlig med krav til organisering, rapportering, risikohåndtering og god forretningsskikk.

Forvaltere som har AIF-konsesjon overvåkes av finanstilltyn

der AIF-fondet er registrert, samt der det har markedsførings-tillatelse. Dermed er det ikke nødvendigvis stor forskjell på investorbeskyttelse mellom UCITS og AIF, foruten at det kan være noe mindre stringente rammer for AIF-fondene.

Praktiske forskjeller – eksemplifisert ved det nordiske high yield-universet

Den 13. juni i år etablerte Pareto Asset Management et nytt AIF-fond, Pareto Nordic Credit Opportunities (PNCO). Dermed forvalter vi både AIF-fond og UCITS-fond i denne aktivklassen. I det følgende vil vi sammenligne PNCO med vårt UCITS-fond Pareto Nordic Corporate Bond (PNCB). Det er lettere å forstå forskjeller når vi studerer et konkret eksempel.

I denne sammenligningen vil vi understreke at de to fondene forvaltes av samme investeringsteam, innen det samme investeringsuniverset, og med samme investeringsfilosofi. Slik sett skulle en i utgangspunktet kunne tenke seg at porteføljene kunne bli relativt like. Men vi skal se at struktur og reguleringer i praksis fører til nokså forskjellige utfall. Det gjør at UCITS-strukturen egner seg bedre for visse investorgrupper, mens AIF kan være å foretrekke for andre.

Bakgrunnen for forskjellen mellom de to fondene er ikke utelukkende regelverkene, men hvordan Pareto Asset Management har valgt å benytte AIF-regelverket til å strukturere en profil vi finner velegnet for investeringer i det nordiske high yield-universet. Viktigst er at vi har daglig likviditet i UCITS-fondet, mens det er kvartalsvis likviditet i AIF-strukturen. Kvartalsvis likviditet gir bedre visibilitet over kontantstrømmer, noe som gjør at vi kan operere på mer fullinvestert basis.

Nøkkeltall

Tabellen nedenfor gir en oversikt over visse størrelser for de to fondene pr. 30.09.25:

Nøkkeltall	PNCO (AIF)	PNCB (UCITS)	Diff.
Løpende rente ('yield to worst')	8,5 %	6,7 %	1,8 %
Spread to worst (bp)	515	298	217
Rentedurasjon	1,60	1,06	0,54
Kreditturasjon	3,0	2,2	0,8
AUM (mrd.)	0,2	22,2	22,0
Antall utstedere	26	112	86
Avk. jul.25	1,21 %	0,84 %	0,37 %
Avk. aug.25	1,28 %	0,91 %	0,37 %
Avk. sept.25	0,84 %	0,72 %	0,12 %

Kilde: Pareto Asset Management, tall for NOK i-klasser

Som vi ser er det markerte forskjeller til tross for et relativt likt utgangspunkt for forvaltningen av de to fondene. AIF-fondet er fortsatt i etableringsfasen og foreløpig et lite fond, men innholdet er allerede representativt for hvordan vi forventer at fondet vil se ut også på lengre sikt.

Løpende rente for AIF-strukturen ligger 1,8 prosentpoeng høyere enn for UCITS-fondet. Dette kommer primært av at AIF-fondet er fullinvestert i nordiske høyrentepapirer. Her ser vi en av de viktigste konsekvensene av UCITS-regelverket: Siden fondet med daglig likviditet (PNCB) til enhver tid må ta høyde for uforutsette innløsninger, må en relativt stor andel av fondet investeres i kontanter eller svært likvide renteinstrumenter. Ved utgangen av september var 16 prosent av fondet derfor investert i utstedere med rating mellom AAA og A. Dette er som kjent ikke definert som høyrentepapirer. Typisk ser vi at daglig handlede høyrentefond må holde en ikke uvesentlig andel av porteføljen i mer likvide papirer med lavere løpende rente.

Som vi ser av tabellen er det ikke bare den løpende renten som er forskjellig. Både rente- og kreditturasjonen er kortere i UCITS-fondet som en følge av det økte likviditetsbehovet. Som en konsekvens registrerer vi en klar meravkastning for AIF-fondet siden oppstart, illustrert i de tre siste linjene i tabellen. En månedlig meravkastning i området 0,3 prosentpoeng for AIF-fondet vil føre til en meravkastning på 3,7 prosentpoeng pr. år. Til dette er det å anmerke at perioden mellom juli og september har vært preget av høy risikovilje og spread-inngang, noe som er en fordel for den mer fullinvesterte AIF-profilen.

Andre praktiske forhold

Mens forskjellen på daglig likviditet og kvartalsvis likviditet gjør at AIF-fondet i større grad kan opptre fullinvestert, er det også andre praktiske forhold det er relevant å merke seg.

For det første registrerer vi at kunder i høyrentefond gjerne har et «suboptimalt» handlingsmønster. I perioder hvor det oppstår markedsuro (som gjør at kredittmarginene stiger og blir mer attraktive), er det heller slik at mange andelshavere blir utrygge og selger seg ut av fondet. Motsatt kommer det gjerne inn en større andel tegninger etter perioder hvor fondet har gitt solid avkastning. Kundene agerer medsyklisk, og taper på det over tid.

For det andre er fond med daglig handel åpen for aktører som driver med såkalt strukturerte produkter. Dette er gearede fond som også typisk investerer medsyklisk. De øker eksponeringen i UCITS-fondet etter hvert som avkastningen er god, mens de på grunn av gearingen blir tvunget til å redusere eksponeringen etter perioder med negativ avkastning.

All slik medsyklisk opptreden vil bidra til redusert langsiktig avkastning for kunder i strukturerte produkter, men det vil også i noen grad kunne påføre kostnader til andre kunder i UCITS-fondet. Nettopp for å kunne hindre dette, har PNCB innført såkalt swing pricing. Dette sikrer at kostnaden i slike tilfeller bæres av utstederen av det strukturerte produktet. Vi er kjent med at flere konkurrerende fond også har gått til dette skrittet. Til sammenligning vil strukturerte fond normalt ikke investere i fond som ikke har daglig likviditet.

Et tredje praktisk forhold er forskjellen i tilgjengelige investeringsinstrumenter. UCITS-fond har en del begrensninger som en AIF-struktur ikke har. De to viktigste i denne sammenheng er at en AIF-struktur tillater belåning, og at man ikke er begrenset til å kun eie 10 prosent av et selskaps totale utestående obligasjonsgjeld.

Konsekvenser av kredittfasiliteten

Eierbegrensningen på 10 prosent er av en viss betydning, for eksempel om en enkeltinvestering stiger kraftig i verdi og overstiger rammen. UCITS-fondet må overvåke dette, og selge seg ned før rammen brytes. AIF-fondet står friere til å vurdere hva som er hensiktsmessig.

Mer sentralt er imidlertid muligheten for gearing i AIF-fondet. PNCO har en tilgjengelig kredittfasilitet på inntil 15 prosent av fondet. Det er lett å tenke at denne fasiliteten vil brukes til å øke risikoen i AIF-strukturen, og i visse tilfeller – hvor spread-nivåene er ekstra attraktive – kan det være aktuelt. Men i praksis er det andre formål med gearing-fasiliteten som er viktigere.

Det første har å gjøre med nye tegninger i fondet. Med kvartalsvis tegning og innløsning har forvalterne tilnærmet full kontroll over kontantstrømmene. I løpet av kvartalet kommer det inn tegninger, og ved bruk av kredittfasiliteten har forvalterne mulighet til gradvis å kjøpe papirer for å imøtekomme dette. Fondet får da en midlertidig gearing inn mot kvartalsslutt, hvorpå tegningene effektueres og det midlertidige lånet kan tilbakebetales. Når de nye tegningene er på plass, faller fondets eksponering tilbake mot 100 prosent.

Uten gearing-muligheten kunne fondet fått en stor kontantandel ved kvartalsslutt, og det er ikke sikkert det er det beste tidspunktet å kjøpe nye papirer. Gearingen gir mulighet til å investere mer rasjonelt på løpende basis. Eksisterende kunder i fondet vil ikke rammes av utvanning forårsaket av nye tegninger i fondet, og de kan også ha en viss fordel av noe høyere eksponering enn 100 prosent i perioden før kvartalsslutt.

På samme måte kan kredittfasiliteten benyttes til å håndtere innløsninger som måtte komme. Siden innløsninger annonseres underveis og kontantstrømmene kun effektueres ved kvartalsslutt, vil forvalterne normalt ha god tid på seg til å selge papirer. Men siden innløsningsaktiviteten ofte er størst når spread-nivåene i markedet er som mest attraktive, er det et alternativ å avvente salg av papirer og heller møte innløsninger ved å trekke på kredittrammen. Deretter kan forvalterne gradvis selge papirer og redusere gearingen i fondet, etter hvert som spread-nivåene faller tilbake.

Nå er det selvfølgelig også noen tilfeller hvor AIF-fondet kan øke risikoen på grunn av markedsmuligheter. Siden mulighetene typisk er de beste akkurat når flere kunder vil innløses

og UCITS-fond derfor må selge obligasjoner, kan det være en klar fordel å ha «tørt krutt» på slike tidspunkter.

Portefølje og kapitalkrav

Følgende tabell gir en oversikt over de to fondene pr. ultimo september, når vi vurderer fondenes fordeling på ulike ratingkategorier:

Ratingkategorier	PNCO (AIF)	Kdur	PNCB (UCITS)	Kdur
AAA	-	-	5,4 %	1,85
AA	-	-	2,2 %	2,16
A	-0,9 %	-	8,5 %	0,89
BBB	5,2 %	3,99	19,1 %	2,51
BB	7,7 %	3,26	9,0 %	3,08
B	9,2 %	2,19	8,8 %	2,03
CCC	-	-	1,6 %	5,25
Not Rated	78,9 %	2,92	45,3 %	2,03
Solvenskapitalkrav	10,2 %		7,6 %	

Kilde: Pareto Asset Management

Som vi ser er det bare UCITS-fondet PNCB som hadde plasseringer i papirer i ratingkategoriene AAA – A. Dette er de 16 prosent av porteføljen som er avsatt for å håndtere uforutsett kapitalflyt i fondet. Her skal vi huske at fondet har daglig likviditet, og at det typisk innløses kapital når det oppstår markedssuro eller sjokk i finansmarkedene. På disse tidspunktene kan det være vanskelig å selge høyrentepapirer til en fornuftig kurs. Ergo er det rasjonelt å holde en andel IG-papirer i et daglig handlet fond for å imøtekomme store og uforutsette innløsninger.

Videre finner vi også klare forskjeller mellom de to fondene hva angår investeringene i andre ratingkategorier. Spesielt har AIF-fondet PNCO en langt høyere andel av ikke-ratede papirer på nesten 79 prosent, sammenlignet med 45 prosent for PNCB. Årsaken til dette er andelen IG-papirer i UCITS-fondet, samt at vi for tiden finner mange av de mest attraktive utstedelsene i universet av ikke-ratede papirer. Disse utstedelsene kan være preget av lavere likviditet, men oppsiden er attraktive spread-nivåer samtidig som slike papirer også har relativt lave kapitalkrav i solvenssammenheng.

I siste linje av tabellen har vi brukt Finanstilsynets regneark til å beregne solvenskapitalkravet for de to fondene. Uten at andre eiendeler i en total portefølje hensyntas, finner vi kapitalkrav på henholdsvis 10,2 prosent for PNCO mot 7,6 prosent for PNCB. AIF-strukturen blir regnet som noe mer risikabel, da den er mer fullinvestert i høyrentepapirer, men kapitalkravene for begge fondene ligger på relativt lave nivåer.

Kapitaleffektivitet

Gjennom flere av våre nyhetsbrev har vi diskutert kapitaleffektiviteten for ulike investeringer. Fra vårt arbeid med pensjonskassene er det klart at det kan være en viss knapphet på kapital. Sponsor har mange formål å bruke kapitalen på, og det er lite hensiktsmessig å overkapitalisere pensjonskassene. For pensjonskassene gjelder det da å utnytte kapitalen så effektivt som mulig. I det resterende skisserer vi hvordan dette kan gjøres.

Vi sammenligner kapitaleffektiviteten for de to fondene vi har diskutert i det foregående med kapitaleffektiviteten for et globalt aksjefond og et norsk IG obligasjonsfond. For en presis beregning av kapitalkrav for sistnevnte benytter vi vårt eget fond Pareto Obligasjon. For porteføljen pr. ultimo desember beregner vi et solvenskapitalkrav på 5,1 prosent. For en global (developed marked) aksjeforfølje finner vi på samme tidspunkt et solvenskapitalkrav på 33 prosent.

La oss ta utgangspunkt i obligasjonsfondets effektive rente pr. 30. september på 5,1 % for å si noen om hvilke avkastningskrav vi bør stille til de andre investeringsmulighetene. Fem års norsk swaprente ligger for tiden rundt 4 prosent, som vi bruker som et utgangspunkt for risikofri rente.

Kapitaleffektiviteten for obligasjonsfondet blir følgende: $(5,1 \% \text{ løpende rente} - 4,0 \% \text{ risikofri rente}) / 5,1 \% \text{ solvenskapitalkrav}$. Dette gir 0,22 kapitaleffektivitet pr. prosentpoeng kapitalkrav.

Vi kan bruke dette nøkkeltallet for å finne krav til meravkastning og totalavkastning for de andre investeringsmulighetene:

	Krav kap.eff.	Solvens kap.krav	Krav meravk.	Krav tot.avk.
IG (UCITS)	0,22	5,1 %	1,1 %	5,1 %
HY (UCITS)	0,22	7,6 %	1,7 %	5,7 %
HY (AIF)	0,22	10,2 %	2,2 %	6,2 %
Aksjefond	0,22	33,0 %	7,3 %	11,3 %

Kilde: Pareto Asset Management

En slik regneøvelse kan hjelpe pensjonskassene til å plassere kapitalen mer effektivt. Her tok vi utgangspunkt i den effektive renten til IG-fondet og antok at dette også ville bli utfallet for den langsiktige avkastningen. Om dette er riktig kan nok diskuteres, men poenget er å finne et utgangspunkt for beregning av avkastningskrav for de øvrige investeringene.

Fra tabellen ser vi at dersom IG-fondet gir en avkastning på 5,1 prosent med et kapitalkrav som også tilfeldigvis er på 5,1 prosent, så får vi avkastningskrav som strekker seg opp mot 11,3 prosent for aksjeinvesteringene.

Mye kan nok tale for at et avkastningskrav for aksjer på 11,3 prosent ligger vel høyt, mens avkastningskravene for høyrentefondene kanskje er mer innenfor rekkevidde gitt løpende rente på henholdsvis 6,7 og 8,5 prosent. For høyrentefond må det tas høyde for noe mislighold, men her er det 1,0 prosentpoeng differanse mellom løpende rente og kapitalkrav for UCITS-fondet, og 2,3 prosentpoeng differanse for AIF-strukturen. En slik matematisk betraktning kan altså tale for at høyrentefondene kan være å foretrekke fremfor aksjeeksponering.

I praksis er det nok ikke aktuelt å selge seg helt ut av aksjer for å kjøpe høyrentefond, men eksempelet viser at porteføljen sannsynligvis blir mer optimal om man selger deler av aksjebeholdningen og noe av dagens IG-obligasjoner for å re-investere i høyrentefond.

Månedsutvikling

Absolutte avkastningstall pr. 31.10.2025

	Absolutt avkastning				Absolutt risiko			
(Annualisert for perioder > 1 år)	Hiå.	3 år	5 år	Fra oppstart	St.avvik 5 år	St.avvik oppstart	Oppstart dato	SFDR
Pareto Likviditet C	4,4 %	5,7 %	3,7 %	3,5 %	0,7 %	0,7 %	27.09.1999	Art.8
Pareto Obligasjon C	5,4 %	7,1 %	4,5 %	4,3 %	1,2 %	1,5 %	11.11.2019	Art.8
Pareto Nordic Corporate Bond I NOK	7,0 %	9,6 %	7,0 %	5,5 %	2,7 %	6,9 %	15.05.2017	Art.8
Pareto ESG Global Corporate Bond I NOK	5,5 %	7,8 %	4,0 %	3,2 %	4,6 %	5,8 %	15.08.2016	Art.9
Pareto Nordic Equity I NOK	4,4 %	18,1 %	11,6 %	10,3 %	14,3 %	16,0 %	31.10.2018	Art.8
Pareto Aksje Norge I	14,4 %	16,0 %	19,0 %	12,5 %	15,1 %	18,4 %	06.09.2001	Art.8
Pareto Global I	0,3 %	16,9 %	16,7 %	11,7 %	12,3 %	14,0 %	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. 31.10.2025

	Relativ avkastning				Relativ risiko		
(Annualisert for perioder > 1 år)	Hiå	3 år	5 år	Fra oppstart	TE 5 år	TE oppstart	Indeks
Pareto Aksje Norge I	-0,6 %	2,6 %	4,9 %	3,0 %	5,7 %	8,4 %	OSEFX
Pareto Global I	-6,4 %	-3,7 %	-0,3 %	0,0 %	5,6 %	6,0 %	NDDUWI
Pareto Nordic Equity I NOK	-3,2 %	4,0 %	1,6 %	-2,2 %	6,6 %	9,4 %	VBCNKN

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

Fondskommentarer og nøkkelinformasjon

Fond		SFDR klassifisering	Månedsrapport	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	
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 Nordic Equity I NOK	Nordisk aksjefond med kvalitets-selskaper som genererer stabil vekst og god avkastning.	art. 8	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 høykvalitetsselskaper med ledende ESG-profil	art. 8	Klikk her	Klikk her	Klikk her

Fagansvarlige pensjonskasser og forsikring



Cato Edvardsen

+47 901 52 215



Alex Madsen

+47 932 08 107



Finn Øystein Bergh

Sjeføkonom og -strateg

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 uttalelser. 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.

paretoam.com

Oslo

Dronning Mauds gate 3

t: +47 22 87 87 00

e: post@paretoam.com

Stockholm

Regeringsgatan 48

t: +46 8 402 53 78

e: post@paretoam.com

Frankfurt

Gräfrasse 97

t: +49 69 333 98 35 20

e: post@paretoam.com

Zürich

Bahnhofstrasse 67

t: +41 78 220 93 13

e: post@paretoam.com