



Evaluering af Realdanias Investeringsstrategi 2016-2019

Executive Summary

Samlet evaluering af Realdanias Investeringsstrategi 2016-2019

Overordnet set har Realdania en ambitiøs, gennearbejdet og professionel tilgang til forvaltning af foreningens finansielle aktiver. Realdania lever på det investeringsmæssige område op til god praksis for organisationer med sammenlignelig størrelse, formål og ambitioner.

Deloitte vurderer, at Realdania i tilfredsstillende grad har udfyldt og implementeret de strategiske, taktiske og operationelle rammer af Investeringsstrategi 2016–2019. Denne vurdering baseres på, at såvel investeringsprocesser, -systemer, -kompetencer og ressourcer overordnet set understøtter strategiens målsætninger. Dertil har der været en tilfredsstillende fremdrift ift. implementeringen af særlige fokusområder, der er tilkommet i den nuværende strategiperiode.

Deloitte har valgt at sammenholde Realdania med amerikanske *endowment funds* (selvejende universitetsfonde). En sådan sammenligning har ledt til en række observationer, vurderinger og anbefalinger, der kan danne grundlag for en videreudvikling af investeringsstrategien.

Evalueringsformat og -metode

Med udgangspunkt i det af bestyrelsen stillede kommissorie, *Evaluering af Investeringsstrategi 2016-2019*, har Deloitte gennemført en detaljeret analyse og vurdering af strategidokumenter, procesbeskrivelser, notater, ledelsesrapportering samt organisationens ressourcer. Analysen er baseret på dokumentgennemgang samt interviews med relevante Realdania medarbejdere. Endvidere har vi gennemført en række selvevalueringsworkshops med både investerings- og risikoteam – nogle gange i kombination - for at sikre, at organisationens samlede erfaring og observationer er inddraget. Endelig har vi trukket på input og kompetencer fra ledende investeringsspecialister i Deloitte's internationale netværk.

Rapportens vurderinger og anbefalinger er sat i relation til Realdanias egne ambitioner og målsætninger samt 'god praksis' inden for professionel porteføljeforvaltning og risikostyring i organisationer, der er sammenlignelige med Realdania.

Vurdering af strategiens oversættelse til praksis

Realdania har en tosidet målsætning om at skabe et langsigtet aktielignende afkast med en markedsrisiko på 75% heraf. I målsætningen indgår endvidere, at egenkapitalen justeret for inflation skal beskyttes over tid, således at Realdanias virke i sin nuværende form fastholdes over generationer.

Strategien er implementeret gennem en aktiv investeringstilgang, hvor man søger 1) at skabe en diversifikation af risikoen ved at investere i mange og forskelligartede aktivklasser, herunder illikvide aktivklasser, 2) at skabe merafkast ved at tage taktiske positioner i forhold til den strategiske aktivalokering og 3) omhyggelig udvælgelse og evaluering af eksterne porteføljeforvaltere.

En sådan strategi kan i lignende form ses hos nogle af de mest succesfulde amerikanske endowments og er derfor en ambitiøs intention. Det skal understreges, at Realdania er en unik organisation, hvor der ikke findes en perfekt peer-gruppe, men at endowments er den type organisationer, der kommer tættest på, og som vil give størst udbytte at sammenligne sig med.

Strategiens mål og rammer stiller – hvis den skal gennemføres succesfuldt – store krav til både investerings- og risikoteamets ressourcer og kompetencer. Samtidig stiller en sådan strategi også betydelige krav til den tilrettelagte governance-struktur, herunder funktionsadskillelse, både horisontalt og vertikalt i organisationen, for at kunne implementeres på betryggende i praksis.

Er strategiens målsætning realistisk?

Et fundamentalt spørgsmål i forbindelse med evalueringen er, om det er realistisk at opnå et langsigtet aktielignende afkast ved kun at påtage sig 75% af risikoen heraf. Umiddelbart forekommer dette som en (over) optimistisk målsætning, hvilket det også er, hvis det skal gælde på kort sigt og under alle markedsforhold. Selvom det kan eftervises historisk, at man kan sammensætte en veldiversificeret portefølje med disse egenskaber, er det ingen garanti for, at afkast og korrelationer vil gentages i fremtiden.

Det er endvidere vores vurdering, at man ikke realistisk vil kunne opnå målsætningen, medmindre man er villig til at påtage sig en alternativ risiko end den rent aktielignende. I Realdanias tilfælde, hvilket også gælder for endowments, er den primære alternative risiko illikviditet for en del af porteføljens aktivklasser. Det er derfor et centralt spørgsmål for Realdania at forholde sig til, hvor meget illikviditet i porteføljen, man er villig til at påtage sig.

Overordnede vurderinger

Vi har i evalueringen konkluderet følgende hovedpunkter:

- Der har fundet en vertikal opdeling af investeringsansvar og -beføjelser på strategisk, taktisk og operationelt plan sted, hvilket er forudsætning og fundament for god governance-skik. Ud fra en sammenligning med endowments, vurderes det, at investeringsroller og -beføjelser med fordel kan delegeres yderligere fra bestyrelse til investeringskomite og fra direktion til investeringsteam. Samtidigt kan den anbefalende rolle i investeringskomiteen forstærkes i forhold til sin nuværende form.
- Der er etableret et risikoteam, der har sikret funktionsadskillelse i overensstemmelse med god praksis i forhold til afvikling, regnskab og risikorapportering. Det er samtidig vores vurdering, at risikoteamets ressourcer ikke har fulgt med udviklingen hos investeringsteamet i takt med, at man i stigende grad investerer i illikvide aktivklasser og derivater samt er blevet mere ambitiøs i sin tilgang til risikostyrning.
- Det er vores vurdering, at de valgte benchmarks for hovedaktivklasserne er både valide og relevante. Det skal i denne sammenhæng tilføjes, at der for de illikvide aktivklasser ikke er en veldefineret industripraksis. Elementer af skøn og filosofi indgår ved fastlæggelse af benchmark for disse, hvorfor man ikke nødvendigvis genfinder disse benchmarks hos førende endowments.
- Udvælgelse og (foreløbig) implementering af et nyt risikostyringssystem, BarraOne, er gennemført i henhold til kutyme og praksis for udvælgelsesproces og -tidsplan af lignende systemer. Det er Deloitte's vurdering, at det nye risikosystem vil tilføre Realdania nødvendige systemmæssige ressourcer, funktionalitet og muligheder for, at risikostyringsfunktionen kan videreudvikles på tilfredsstillende vis.
- Deloitte finder, at anvendelsen af konjunkturudjævningskontoen er en dynamisk proces, der bidrager væsentligt til beskyttelse af Realdanias egenkapital. Til gengæld vurderes det, at trafiklyssystemet (herunder beredskabsplaner) ikke yder nævneværdig beskyttelse af egenkapitalen og derfor med fordel kan videreudvikles.
- VaR-begrebet anvendes i dag for ukritisk på trods af velkendte begrænsninger i Realdanias model. Dels er datahistorikken for kort, hvilket implementeringen af den nye BarraOne model dog vil tage højde for, men derudover er forudsætningen om normalfordelingen som oftest en u hensigtsmæssig antagelse for investeringsporteføljer som Realdanias. Derfor bør anvendelsen af risikomål udvides med stress-test og scenarie-analyser, der inkluderer en mere fremadskuende vinkel. Sidstnævnte bør inkludere likviditetsmodeller.

Vi er blevet orienteret om planer for implementering af flere af disse risikostyringselementer, når det nye risikosystem BarraOne tages i brug, hvilket vi finder betryggende og nødvendigt.

- Anvendelsen af afledte instrumenter benyttes hensigtsmæssigt som en fleksibel og omkostningseffektiv metode til at ændre (reducere) porteføljeeksponeringen ift. generel markedsrisiko. For nærværende anvendes børsnoterede futures, hvor markedsværdi og risici er offentligt tilgængeligt. I fremtiden påtænkes anvendelse af OTC-derivater, herunder optioner, og man bør være opmærksom på de øgede krav, det stiller til kompetencer, ressourcer, risikostyring og systemer for Realdania som helhed.
- Afdækning af valutarisiko har fungeret tilfredsstillende og bidrager til et mere stabilt afkast, end hvis sådan afdækning ikke fandt sted. Der har hidtil været stort fokus på at opbygge en effektiv overvågning af investeringsporteføljens valutaeksponering og på at videreudvikle den rapportering, der finder sted på området. Det skønnes, at Realdania på tilfredsstillende vis har implementeret et system for styring af valutarisiko inden for strategiens givne rammer. Muligheden for at afvige fra de strategiske rammer vurderes dog uforholdsmæssig stor i forhold til porteføljens samlede markedsrisiko.
- Implementeringen af processer og krav til at imødekomme en samfundsansvarlig og etisk tilgang til investeringer er i strategiperioden blevet udviklet, og det er et område, hvor der er yderligere initiativer på vej. Den tilgang, der er valgt samtidig med, at der foretages en løbende vurdering af forbedringstiltag, synes i overensstemmelse med ambitionen Realdania har på området for samfundsansvarlige investeringer.

Vurdering af resultatet af de kommercielle investeringsaktiviteter

Realdania har inden for den nuværende strategiperiode (data fra perioden fra 1. januar 2016 til 31. juli 2018) opnået et finansielt resultat over hele perioden på 27,4%, hvilket er 5,8% lavere end afkastet på en udelukkende passiv strategi i form af en bredt diversificeret aktieportefølje (MSCI), men 0,7% højere end resultatet af de sammenvægtede benchmarks for aktivklasserne.

Derudover viser den kvantitative analyse, at:

- Den taktiske værdiskabelse har givet et samlet bidrag i perioden på -0,15 procent point (2016), 0,25 procent point (2017) samt 0,15 procent point (2018)
- Den operationelle værdiskabelse har i perioden givet et negativt bidrag for equities (EQ) og alternative investeringer (AI), mens der har været et positivt bidrag for private equity (PE), fixed income investment grade (FI-IG) og real estate (RE).

I modsætning til den lidt lavere performance i investeringsafkastet, har man til gengæld opnået en væsentlig stabilitet i investeringsafkastet sammenlignet med stabiliteten for MSCI. Således er standardafvigelsen på investeringsporteføljens afkast 50% lavere.

Opgørelsen af dette bygger på 30 månedlige observationer over 2,5 år og er derfor ikke signifikante til at konkludere, at Realdania bør ændre sin nuværende investeringsfilosofi. I den analyserede periode har de finansielle markeder derudover været karakteriseret ved forholdsvis lav volatilitet set i historisk sammenhæng.

Det kan derfor ikke konkluderes, at investeringerne i diversificerede og illikvide aktivklasser, fremadrettet vil have en lavere risiko end benchmarkets, især ikke i perioder med stærkt faldende markeder.

Forslag til videreudvikling af Investeringsstrategien

Politikker, processer og rapportering er allerede på et højt og tilfredsstillende niveau, men kunne udvikles yderligere ved at tage stilling til nedenstående områder ved udarbejdelsen af den næstkomende investeringsstrategi.

- Investeringsevaluering og -bemyndigelser kan med fordel delegeres yderligere fra bestyrelsen til investeringskomiteen og fra direktionen til investeringsteamet, så man 1) understøtter en effektiv investeringsproces, og 2) endvidere sikrer mere uafhængige vurderinger og performanceevaluering vertikalt i organisationen. Ved sammensætningen af investeringskomiteen kan det endvidere overvejes at inddrage eksterne medlemmer, der ikke er en del af bestyrelsen, så man sikrer de bedste kompetencer inden for relevante områder, herunder især illikvide aktivklasser.
- Risikoteamet har begrænset mandat- og ressourcekapacitet. Det kan overvejes at øge ressourcerne i dette team, således at teamet 1) fremsætter forslag til benchmarks for hovedaktivklasser, 2) er aktivt involveret i investeringsbeslutninger, f.eks. i form af vetoret i forhold til investerede beløbstørrelser) og 3) sikrer, at risiko er en del af agendaen i den daglige investeringsproces og dermed bidrager til en solid risikokultur.
- Valg af overordnet langsigtet mål for afkast (MSCI global) er ikke konstrueret ift. ønsket om, at filantropiske uddelinger og udgifter til administration ideelt set holdes stabile over tid. Realdania kan derfor overveje at formulere et absolut afkastmål, eventuelt formuleret som et interval, der modsvarer Realdanias uddelingsintentioner. Behovet for et stabilt og likviditetsgenerende afkast kan lede til en anden strategisk aktivallokering, som kan være mere optimal for Realdania som helhed.
- Vi anbefaler, at Realdania i det videre strategiarbejde formulerer nye niveauer for trafiklys, der står i bedre relation til størrelsen af egenkapitalen på nuværende tidspunkt. De nuværende tærskelværdier vurderes lave, og det er vigtigt at sikre, at de er sat i overensstemmelse med den risikoappetit Realdania ønsker at påtage sig. I denne sammenhæng bør Realdania overveje at formulere konkrete mål for risikoappetit, idet 75% af aktierisiko kan være større, end man reelt er interesseret i, og større end den risikokapacitet Realdania er i stand til at påtage sig.
- Ønsker Realdania en styrket profil inden for samfundsansvarlige investeringer, vil dette i praksis kunne gennemføres ved 1) aktivt at favorisere investeringer inden for miljø og bæredygtighed og/eller 2) investering i virksomheder, der fremmer Realdanias mission, såkaldte missionsrettede investeringer (MRI). Ved at favorisere mere samfundsansvarlige investeringer, vil man i nogle tilfælde foretage et kompromis i forhold til forventet finansielt afkast, og Realdania skal forholde sig aktivt til, i hvilken grad, man er villig til at acceptere dette.