

# Paretos aktuelle

## Nyhetsbrev for pensjonskasser

Desember 2024

### Men er det risiko?

I 1992 tok finansfaget en ny vending. Da publiserte Eugene Fama og Kenneth French en artikkel ved navn «The Cross-Section of Expected Stock Returns». Der viste de at systematisk risiko, beta, ikke var tilstrekkelig til å forklare avkastningen i aksjemarkedet.

### Blå obligasjoner

Et finansielt verktøy for havbevaring og bærekraft

### Oppdatering aktuelle Pareto-fond

Siste måneds fondskommentar og nøkkelinformasjon.

## PARETO INVESTOR CONFERENCE

### 1. - 2. APRIL 2025

Påmeldingen til neste års investeringskonferanse i Stockholm er nå åpen. Program og påmelding finner du her:

[PROGRAM & PÅMELDING](#)

## Månedens finansielle

### Men er det risiko?

I 1992 tok finansfaget en ny vending. Da publiserte Eugene Fama og Kenneth French en artikkel ved navn «The Cross-Section of Expected Stock Returns». Der viste de at systematisk risiko, beta, ikke var tilstrekkelig til å forklare avkastningen i aksjemarkedet. Presisjonen ble mye bedre om vi også inkluderte selskapenes børsverdi og prising i forhold til bokført egenkapital. Både små selskaper og lav prising var forbundet med høyere avkastning.

Fama og French var erklærte tilhengere av ideen om et effisient marked. Om markedet var effisient, måtte disse nye faktorene være risikofaktorer. Man kunne jo ikke få høyere avkastning uten å ta mer risiko. I første runde holdt de døren på gløtt for at det kunne tilskrives irrasjonelle innfall, men i sin mer berømte oppfølger året etter tok de skrittet helt ut allerede i tittelen: «Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds».

Siden er det påvist meravkastning fra flere hundre slike faktorer – momentum, lønnsomhet og mye, mye annet. Et søk på Google Scholar med stikkordene «risk factors» og «stock market» gir hele 112.000 treff. Vi har selvsagt ikke lest mer enn en brøkdel, og mange omhandler dessuten lokale markeder verden rundt. Men det er tydelig at artikkelforfatterne følger ordboken til Fama og French: De kaller dem risikofaktorer.

Flere burde nok stille spørsmålet: Er det virkelig risiko? Er det farligere å kjøpe lavt prisede aksjer enn å kjøpe høyt prisede aksjer?

### På jakt etter gode data

Mye finansforskning tar utgangspunkt i data for det amerikanske aksjemarkedet, som har lengre og bedre statistikk enn andre markeder. Den er også enkelt tilgjengelig, for eksempel via hjemmesiden til nettopp Kenneth French. Pareto Asset Management har mange ganger hentet data derfra. De er «vasket» og vel egnet til å dra statistiske konklusjoner – og brukes nettopp slik av andre forskere.

Der finner man for eksempel avkastningsdata for børsnoterte selskaper sortert etter P/E, Pris/Bok, Pris/Kontantstrøm og mye annet. Sorteringen plasserer dem i ti grupper, såkalte desiler, fra lavest til høyest prising.

Etter Fama/French er Pris/Bok konsekvent brukt som mål på verdiaksjer. Hadde de kommet på banen senere, ville de kanskje valgt P/E isteden – da var effekten blitt mye sterkere der. Kenneth French skrev i en e-post til oss at det var vanskelig å si sikkert hvilken av de to variablene som dominerte. Slik sett kunne verdiaksjer like gjerne defineres med P/E, ikke med Pris/Bok, slik senere forskning har gjort.

I Norge har vi et mindre innslag av teknologi, programvare og medier, bransjer som ofte har lavere bokført egenkapital. Der er nok også prisingen mer frikoblet fra egenkapitalen enn den var i tiårene før 1992. Følgelig er det mer interessant å studere hvordan avkastningen varierer med P/E. Verdiaksjer vil da defineres som aksjer med lav prising i forhold til inntjeningen, om ikke den aller laveste.

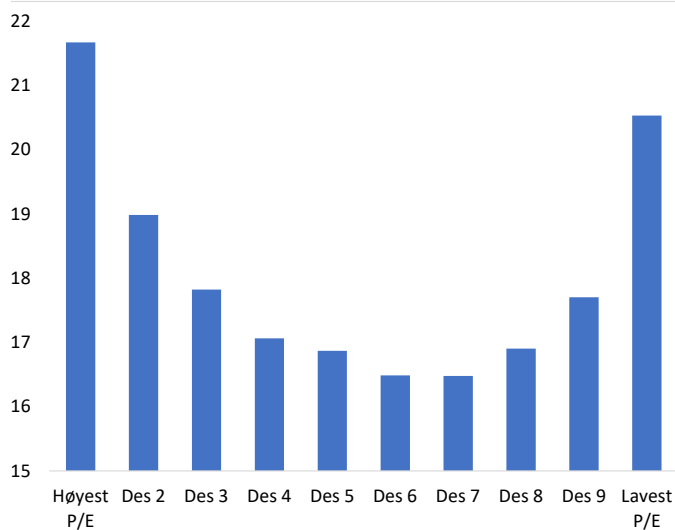
## På jakt etter lavest standardavvik

Nå er vi ikke ute etter å finne den historiske avkastningen. Det er en kjent sak at verdiaksjer har gitt mye høyere avkastning enn vekstaksjer i en årrekke, selv om de siste 15 årene har brutt med mønsteret. Det vi er ute etter å finne, er risikoen. Og den kan vi også finne i datamaterialet til French.

Det vanligste målet på finansiell risiko er volatilitet, standardavvik. For en investor er det kanskje ikke det beste målet – de fleste er vel mer opptatt av å unngå tap – men det er lett å måle og enkelt og sammenligne. Dessuten tilhører det altså grunnmuren i porteføljeteori.

For P/E har vi drøyt 73 års historikk. Den viser at volatiliteten er høyest for de høyest prisede aksjene, desilen med aller høyest P/E (desil 1). Standardavviket er her på hele 21,7 prosent. Desil 10, med lavest P/E, har et standardavvik på 20,5 prosent.

### Er lav P/E en risikofaktor?



Annualisert standardavvik 07.1951-08.2024, sortert etter P/E.

Kilde: Ken French, Pareto Asset Management

I virkeligheten er altså risikoen lavere (!) for denne «risikofaktoren» enn for aksjene i den andre enden av skalaen. French' egne data snur sånn sett hans egne konklusjoner på hodet. For ordens skyld er dette beregnet på likevektede tall, hvilket gir det beste uttrykket for selskapskarakteristika. Vi er ikke ute etter å konstruere porteføljer med variabel vektning.

Lavest er svingningene i desil 7, med forholdsvis lavt prisede aksjer. Grafisk tar dette form av en hengekøye, der risikoen faller når man laster opp mer av den såkalte risikofaktoren – inntil et visst punkt. Ekstremt lav prising gir høyere risiko igjen, men ikke så høy som for de høyest prisede aksjene.

Så bør det nok nevnes at de høyest prisede aksjene er blitt

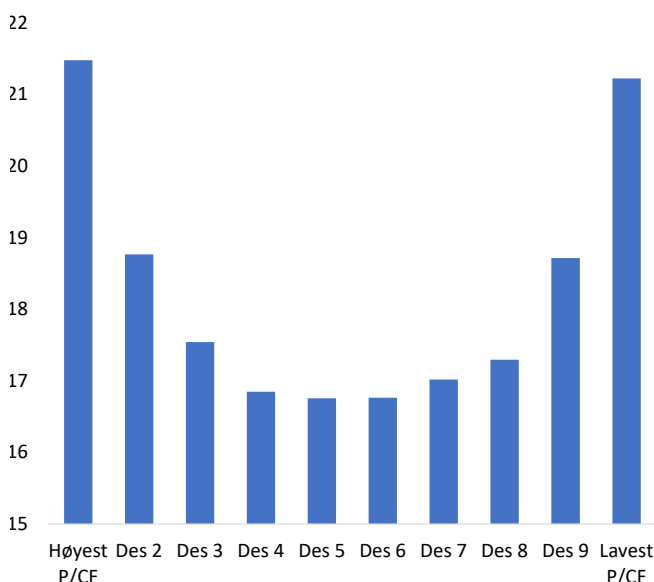
veldig mye høyere priset med årene. Snittet for desil 1 er nå 125, mot et snitt på 53 for alle årene. For desil 10 er siste notering 5,0, mot et historisk snitt på 5,8.

De dyreste aksjene er altså blitt veldig mye dyrere, mens de billigste er blitt billigere. For de moderat prisede aksjene i desil 7 er snittet i år 13,5. Det er ikke så mye høyere enn det historiske snittet på 12,0. Vi kan kanskje si at de fornuftig prisede aksjene fortsatt er ganske fornuftig priset.

## Verdifull vs. verdiløs risiko

På hjemmesiden til French finner vi nå også statistikk for Pris/Kontantstrøm, eller P/CF. I våre analyser kan dette være vel så relevant i mange tilfeller. Her er også risikoen høyest for de høyest prisede aksjene, med et standardavvik på 21,5 prosent. Og igjen finner vi en hengekøye, der de mest utpregede røverkjøpene i desil 10 er nesten like risikable. Lavest er risikoen for både desil 5 og desil 6, med 16,76 prosent.

### Er lav P/CF en risikofaktor?



Annualisert standardavvik 07.1951-08.2024, sortert etter P/CF. Kilde: Ken French, Pareto Asset Management

I en egen klasse har vi selskaper med negativ kontantstrøm. De får et gjennomsnittlig standardavvik på hele 29,7 prosent. Kanskje ikke så overraskende at det er risikabelt å kjøpe selskaper der pengene renner ut av kassen?

Dette er litt høyere enn standardavviket for selskaper med negativt regnskapsresultat (28,2 prosent). Uansett bekrefter det at dårlige selskaper også er dyre.

Og nei, du ville ikke fått betalt for denne risikoen gjennom høyere avkastning. Selskaper med negativ kontantstrøm ville ha gitt deg en sluttverdi på bare fire prosent av de lavest prisede aksjene etter 73 år. Med negativ inntjening

ville det ha vært to prosent. Akkurat dette er kanskje ikke egnet til å overraske noen.

Faglig sett er det mest interessante poenget at lavere prising ikke gir høyere risiko enn lavere prising, snarere tvert imot. Så hvorfor kalle det risikofaktorer?

### Ulønnsom risiko

Risikofaktorer handler ikke bare om prising. På listen over etablerte risikofaktorer står også lønnsomhet (profitability). På norsk kobler vi vanligvis dette begrepet til resultatmarginer, men Fama og French bruker det om egenkapitalavkastning før skatt. Og da begynner ordbruken å fremstå som enda særere. For når ble det egentlig risikabelt å drive et selskap med høy lønnsomhet?

Her kan vi først konstatere at det i alle fall er lønnsomt for aksjonærene også. Mens selskapene med lavest lønnsomhet har oppnådd en avkastning på 9,6 prosent i løpet av de drøyt 61 årene denne statistikken omfatter, har de mest lønnsomme klart 12,9 prosent.

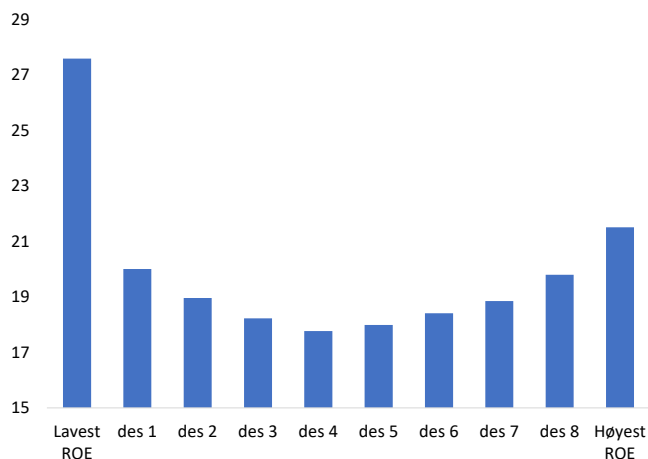
Igjen finner vi en «sweet spot» som ikke er helt i enden. Best avkastning har selskapene i desil 8 – altså den tredje mest lønnsomme tiendedelen av markedet.

Det er ikke overraskende at avkastningen er noe lavere for selskapene med den aller høyeste egenkapitalavkastningen. Dette reflekterer ofte lav egenkapital snarere enn høy inntjening, hvilket jo er et klassisk faresignal.

Risikoen, målt ved volatiliteten, stiger da også om vi beveger oss til høyre i grafen nedenfor, mot høyere lønnsomhet. Men den stiger enda kraftigere om vi går til venstre, til selskapene med aller lavest egenkapitalavkastning. Aller høyest risiko har med andre ord de minst lønnsomme selskapene.

Så hvordan kan det hevdes at lønnsomhet er en risikofaktor?

### Er høyere ROE en risikofaktor?



Annualisert standardavvik, 07.1963-08.2025, sortert etter avkastning på egenkapitalen. Kilde: Ken French, Pareto Asset Management

### Distress risk

En mer reell form for risiko er det som på engelsk kalles «distress risk». I obligasjonsmarkedet vil kredittpremier og kredittrating reflektere den reelle risikoen i selskapenes økonomi. I aksjemarkedet har vi ikke noe direkte mål på distress risk. Til gjengjeld har forskere gjort mange forsøk på å finne indirekte mål – og hvordan dette slår ut på avkastningen i aksjemarkedet. Men la oss først se på koblingen til de klassiske risikofaktorene i fotsprene til Fama og French.

Allerede i 1994 kom det en artikkel som direkte avviste påstanden om at meravkastning for verdiaksjer var en konsekvens av risiko. Dette oppsummeres slik: “We find little, if any, support for the view that value strategies are fundamentally riskier. (...) [V]alue strategies appear to be no riskier than glamour strategies.”

For seks år siden kom en artikkel som stilte spørsmålet helt konkret i tittelen: “Are the Fama-French factors really compensation for distress risk?” Det må være lov å si at svaret var et klart nei. Ifølge ChatGPT er dette også det dominerende synet blant forskerne i dag.

Hva med avkastningen? Den mest autoritative studien synes å være en av John Campbell m.fl. for 16 år siden. Den konkluderer slik: «Since 1981, financially distressed stocks have delivered anomalously low returns.

Samme forskere skrev tre år senere følgende: “We find that distressed stocks have high stock return volatility and high market betas and that they tend to underperform safe stocks by more at times of high market volatility and risk aversion. However, investors in distressed stocks have not been rewarded for bearing these risks. Instead, distressed stocks have had very low returns.”

### Hva skal det justeres for?

For oss er ikke dette overraskende, spesielt når vi vet og flere ganger har dokumentert at høyere beta er forbundet med lavere avkastning. Men det er en god påminnelse om å møte standard begrepsbruk i vår bransje med en solid dose skepsis.

Vi kan oppsummere situasjonen i to punkter:

- Såkalte risikofaktorer representerer ikke reell risiko
- Reell risiko har gitt dårligere avkastning

Det gir grunnlag for å stille spørsmål ved den vanligste metoden i forskning for å undersøke om aktive fond har gitt meravkastning. Først ser man om forvaltningen har hatt en tilt mot for eksempel verdiaksjer. Om verdiaksjer har gitt meravkastning i perioden det gjelder, slik de har gjort inntil nylig, justerer man ned forvalternes avkastning for den samme meravkastningen – med den begrunnelse at fondet har tatt en risiko man må justere for.

Dette er altså ikke en risiko likevel. Og det er grunn til å rette oppmerksomheten mot den underliggende logikken: I bakspeilet ser vi at en eller annen strategi har fungert godt i en periode. Så sier vi at forvalterne har fulgt denne

strategien. Og da har de ikke vært så flinke likevel?

Uansett blir det altså justert for en risiko som ikke er en risiko.

Uttrykket klokkertro sies å reflektere klokkerens unyanserte, blinde tro, i kontrast til prestens informerte

tro med større rom for tvil og spørsmål. Mange referanser til risikofaktorer i aksjemarkedet kan synes å gjenspeile en unyansert forståelse av fagfeltet. Vi håper denne gjennomgangen har gitt grunnlag for en mer reflektert forståelse.

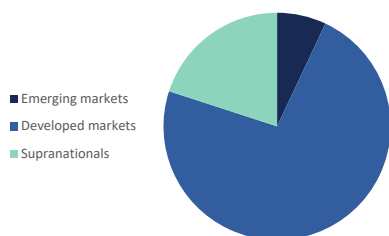
## Månedens ESG

# Blå obligasjoner: Et finansielt verktøy for havbevaring og bærekraft

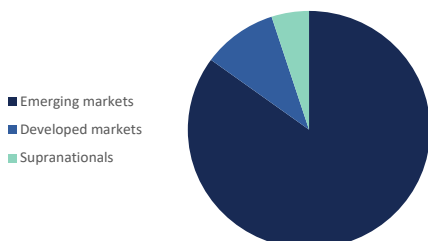
I en tid med global oppvarming spiller havene en avgjørende rolle i å bekjempe klimaendringer ved å absorbere en fjerdedel av verdens CO2-utslipp og produsere over halvparten av jordens oksygen. Å beskytte havene er derfor essensielt for klimastabilitet. Blå obligasjoner har dukket opp som et finansielt verktøy for å finansiere marin bevaring. Mens grønne obligasjoner fokuserer på miljømessig bærekraft, er blå obligasjoner dedikert til å bevare og restaurere hav, samt å møte utfordringer som forurensning, overfiske og tap av biologisk mangfold.

Den første blå obligasjonen ble utstedt på Seychellene i 2018. I motsetning til grønne obligasjoner, som hovedsakelig finnes i utviklede markeder, har blå obligasjoner primært dukket opp i regioner som Afrika sør for Sahara, Sørøst-Asia og Latin-Amerika. Disse områdene, som huser en stor andel av verdens hav, elver og ferskvannssystemer, opplever akutt vannstress og er sterkt avhengige av naturressurser for økonomisk utvikling. Blå obligasjoner er derfor et kritisk verktøy for å finansiere bærekraftig vannforvaltning, havbevaring og klimatilpasning.

### Utstedere av grønne obligasjoner



### Utstedere av blå obligasjoner

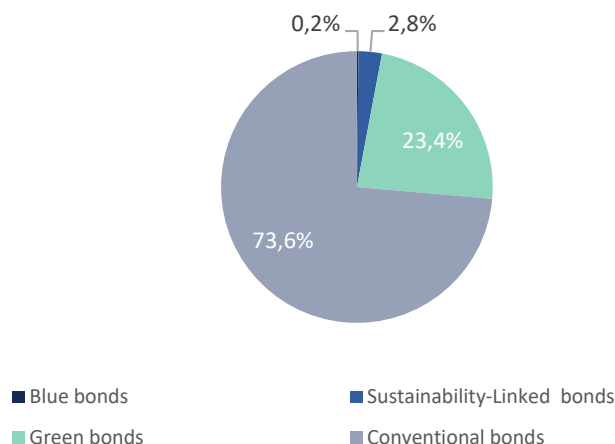


### En liten, men voksende andel av markedet

Pr. november 2024 utgjør blå obligasjoner beskjedne 0,2 % av den totale globale utestående gjelden, ifølge Bloomberg.

I sine første år har blå obligasjoner utviklet seg raskere enn grønne obligasjoner gjorde på et sammenlignbart stadium, drevet av en gunstigere kontekst og større markedsaksept for bærekraftige instrumenter.

### Utestående gjeld (nov 2024)



Til tross for denne utviklingen mener vi at blå obligasjoner sannsynligvis vil forbli et nisjeinstrument innenfor det bredere markedet for bærekraftig finansiering, i hvert fall i overskuelig fremtid. Flere faktorer bidrar til dette perspektivet.

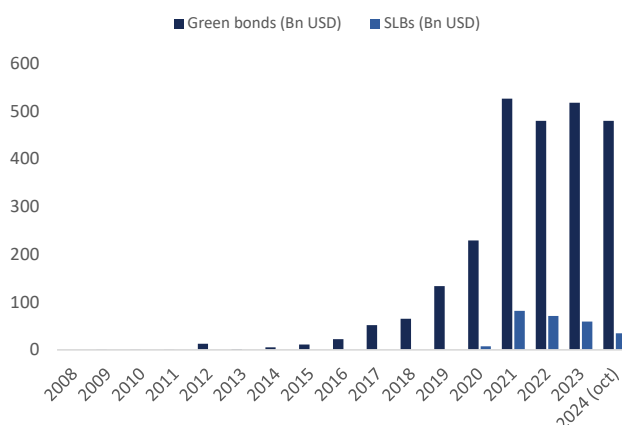
### Dominansen til grønne obligasjoner og økende interesse for bærekraftslinkede obligasjoner

Grønne obligasjoner, som fokuserer på å finansiere prosjekter med miljøfordeler, har eksistert i over et tiår og er nå veletablert i kapitalmarkedene. De har vist seg å være en effektiv mekanisme for å kanalisere midler til klimarelaterte prosjekter som fornybar energi og energi-effektivisering. Det grønne obligasjonsmarkedet har

demonstrert robust infrastruktur, standarder, rammeverk og investoreterspørsel.

Samtidig har interessen for bærekraftslinkede obligasjoner (Sustainability-Linked Bonds, SLBs) økt. SLBs er knyttet til utsteders bredere miljø-, sosiale og styringsmål (ESG). De tilbyr fleksibilitet ved å koble obligasjonens ytelse til langsiktige bærekraftsmål knyttet til selskapets overordnede drift, i stedet for spesifikke prosjekter. Utstedere har flere år på seg til å oppfylle disse målene, noe som gjør SLBs mindre begrensende enn grønne obligasjoner, som krever prosjektrelaterte kriterier.

Denne fleksibiliteten gjør SLBs attraktive for en bred rekke utstedere av bærekraftig gjeld. Vi tror SLBs vil bli enda mer appellerende i lys av stadig strengere reguleringer rundt grønne obligasjoner. Ettersom utstedere av grønne obligasjoner nå må oppfylle kravene i det europeiske standardrammeverket og EUs taksonomi, kan kompleksiteten i å møte disse kriteriene være en utfordring.



### Overlapp mellom grønne og blå prosjekter og implikasjoner av EUs taksonomi

En annen grunn til at blå obligasjoner sannsynligvis vil forbli et nisjeprodukt, er overlapping mellom grønne og blå prosjekter. Mange av miljøutfordringene som blå obligasjoner tar opp, kan også falle under den bredere paraplyen av grønne prosjekter. For eksempel kan kystbeskyttelsestiltak, bærekraftig fiske og vannskilleforvaltning ofte klassifiseres som både «blå» og «grønne».

I tillegg dekker EUs taksonomi for bærekraftige aktiviteter i mindre grad bærekraftige vannrelaterte aktiviteter enn andre miljøhensyn som klimaendringer eller fornybar energi. Ettersom utstedere av både grønne og blå obligasjoner presses til å tilpasse seg EUs taksonomi, vil prosjekter som overlapper med vannrelaterte aktiviteter ofte bli kategorisert som «grønne». Dette kan føre til at utstedere foretrekker grønne obligasjoner, noe som begrenser veksten og plassen til blå obligasjoner i markedet.

### Vårt syn på blå obligasjonsutstedelser

I Pareto Asset Management er vi forpliktet til å støtte selskaper som har et tydelig engasjement for bærekraft. Vårt renteteam er åpne for å investere i blå obligasjoner, forutsatt at visse betingelser er oppfylt. Det vil si at vi ser etter utstedere med sterke kreditt- og ESG-egenskaper, sammen med en klar begrunnelse for å utstede en blå obligasjon. Dette sikrer at midlene som hentes inn, effektivt brukes til å møte utfordringer knyttet til vann og havs bærekraft, og dermed minimerer omdømmerisiko.

Vår investeringsfilosofi fokuserer på å finne en balanse mellom bærekraft og avkastning, slik at vi ikke kompromitterer finansiell ytelse mens vi støtter prosjekter som er i tråd med våre miljømål. I tråd med dette er vi forpliktet til bærekraft, men vi tror ikke på å betale overdrevne premier når vi investerer i slike instrumenter.

Et nylig eksempel på denne forpliktelsen er vår investering i SAUR, det første selskapet i vannforsyningssektoren i Frankrike som utstedte en blå obligasjon. Teamet vurderte at obligasjonens vilkår var i tråd med dagens markedsforhold og tidligere utstedelser, og unngikk dermed premiepåslag, samtidig som de genererte en konkurransedyktig avkastning. Denne investeringen illustrerer hvordan blå obligasjoner, når de utstedes ansvarlig og med åpenhet, kan fungere som et effektivt verktøy for å finansiere kritiske miljøprosjekter samtidig som de møter våre økonomiske mål og bærekraftsmål.

# Månedsutvikling

## Absolutte avkastningstall pr. 30.11.2024

|                                        | 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                    | 5,6 %               | 4,3 %  | 3,1 %  | 3,4 %        | 0,7 %           | 0,7 %             | 27.09.1999    | Art.8 |
| Pareto Obligasjon C                    | 7,2 %               | 5,1 %  | 4,0 %  | 4,0 %        | 1,6 %           | 1,6 %             | 11.11.2019    | Art.8 |
| Enter Klimatfokus Ränta D              | 5,3 %               | 2,9 %  | 2,1 %  | 2,1 %        | 2,7 %           | 2,4 %             | 14.12.2018    | Art.9 |
| Pareto Nordic Corporate Bond I NOK     | 8,6 %               | 6,2 %  | 5,2 %  | 5,1 %        | 8,9 %           | 7,3 %             | 15.05.2017    | Art.8 |
| Pareto ESG Global Corporate Bond I NOK | 5,7 %               | 3,1 %  | 3,0 %  | 2,9 %        | 7,6 %           | 6,1 %             | 15.08.2016    | Art.9 |
| Pareto Aksje Norge I                   | 14,3 %              | 11,4 % | 12,3 % | 12,3 %       | 19,1 %          | 18,6 %            | 06.09.2001    | Art.8 |
| Pareto Global I                        | 26,9 %              | 15,8 % | 16,1 % | 12,3 %       | 13,0 %          | 14,1 %            | 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. 30.11.2024

|                                   | 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              | 0,7 %              | 5,3 %  | 2,7 %  | 3,1 %        | 6,6 %          | 8,5 %       | OSEFX  |
| Pareto Global I                   | -5,4 %             | -0,2 % | -0,5 % | 0,3 %        | 5,5 %          | 6,0 %       | NDDUWI |

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

# Fondskommentarer og nøkkelinformasjon

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

## Fagansvarlige pensjonskasser



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](http://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.

**Oslo**  
Dronning Mauds gate 3  
t: +47 22 87 87 00  
e: [post@paretoam.com](mailto:post@paretoam.com)

**Stockholm**  
Regeringsgatan 48  
t: +46 8 402 53 78  
e: [post@paretoam.com](mailto:post@paretoam.com)

**Frankfurt**  
Gräfrasse 97  
t: +49 69 333 98 35 20  
e: [post@paretoam.com](mailto:post@paretoam.com)

**Zürich**  
Bahnhofstrasse 67  
t: +41 78 220 93 13  
e: [post@paretoam.com](mailto:post@paretoam.com)