

Finans Halvor Hoddevik



Finn Øystein Bergh Trym Riksen Sigmund Håland Halvor Hoddevik Magnus Vie Sundal Robert Næss

# Unotert, udokumentert og uegnet

For to uker siden la Norges Bank frem sin innstilling til Finansdepartementet om å åpne opp for ordinære investeringer i unoterte aksjer i Oljefondet på generelt grunnlag. Det bør Finansdepartementet avvise.



Halvor Hoddevik

Halvor Hoddevik, arbeidende styreleder i Rann as

● **Unoterte aksjer** er ofte omtalt som «private equity» (PE). Inntil fem prosent av fondet, altså 800 milliarder kroner, bør visstnok investeres i slike papirer.

Et eksempel er når Saudi Arabias statlige investeringsfond og oppkjøpsfondet Ardian nå gjennomfører en spektakulær investering i unoterte Heathrow Airport i England. For en slik regulert virksomhet med få vekstmuligheter – det blir ingen tredje rullebane – betaler Saudi- og oppkjøpsfondet en selskapsverdi tilsvarende 17 ganger operasjonell kontantstrøm. Det er svært høyt. Eksisterende eiere vil gjerne selge til en så «very attractive price».

Skal Norges Bank Investment Management (Nbim) investere i Ardian?

Kort tid før offentliggjøringen av Norges Banks «råd» til Finansdepartementet publiserte en Oxford-professor i finans, Ludovic Phalippou, som har forsket mye på PE, en satirisk profeti i form av et tenkt brev om hva Norges Bank kom til å anbefale (på LinkedIn 27. november).

En forenklet oversettelse:

«Nå har vi mast om å få investere i unoterte aksjer i femten år. Ettersom dere første gang sa nei, investerte vi litt i unoterte før de skulle børsnoteres, noe som ikke gikk så bra, så la oss derfor nå få gjøre det på ordentlig.

Historisk måtte vi ha investert i amerikansk PE. Hadde vi gjort det, ville avkastningen blitt den samme som på enhver meningsfull amerikansk aksjeindeks. Denne «sliden» tok vi imidlertid ut fra materialet, for om vi i stedet sammenligner med en dårligere presterende verdensindeks og også tar ut noen bransjer, slik PE-folkene sier er riktig, så har PE levert mye bedre.

Justerer man for forskjell i risiko blir forskjellen likevel null, men PE-folkene sier at



↑ Sentralbanksjef Ida Wolden Bache og Nicolai Tangen og Trond Grande, Nbims leder og nestleder, arrangerte et seminar 28. november om investeringer i unoterte aksjer i Oljefondet. Foto: Mikaela Berg

disse unoterte investeringene med mye gjeld egentlig ikke er så risikable. Alle investerer i PE, så hvorfor skal vi frarøve det norske folks sparepenger muligheten til å betale syv prosent per år for å få denne fantastiske avkastningen?

Dessuten sier historien ingenting om fremtiden. PE-folkene forteller oss at forventet avkastning herfra og fremover er svært høy. Du får det du betaler for, så vær så snill, la oss få lov. Det norske folk, og også alle PE-folk, vil være svært takknemlige.»

Jeg synes Phalippou traff ganske godt.

Det er villedende når Norges Bank skriver at «investeringer i aktive eierfond på sikt vil kunne gi høyere avkastning etter kostnader enn noterte aksjer» – det er ikke grunnlag for å forvente meravkastning etter kostnader når man justerer for forskjellen i risiko mellom unoterte og tilsvarende noterte investeringer.

Dette fremgår også egentlig av Norges Banks eget materiale med referanser. Det er ikke til å undres over. Investeringer i unotert næringsliv ikke gir risikoeksponeringer som er vesentlig forskjellige fra investeringer i det børsnoterte næringslivet.

Vi må heller ikke glemme Nbims Formel 1-skandale og at prestasjonene innen unotert eiendom ikke er noe å skryte av.

Uavhengig av hvorvidt PE historisk har levert meravkastning i forhold til tilsvarende noterte papirer, følger en lang rekke ulemper med på lasset. Finansdepartementet bør uansett si nei.

Investering i unoterte aksjer innebærer langt høyere forvaltningskostnader enn i noterte aksjer. Unoterte stiller derfor enda større krav til forvalterens evne til å skape en meravkastning før kostnader.

Unoterte papirer er illikvide. En ulempe man neppe får betalt for, blant annet fordi hele feltet befolkes av PE-spesialister som byr over hverandre. En langt bedre måte å høste en illikviditetspremie på, er ved å disiplinert rebalansere porteføljen tilbake til en fast andel i noterte aksjer og obligasjoner.

Nbim vil måtte etablere kompetanse de ikke har i dag. Lønnskostnadene, i tillegg til forvaltningskostnadene, vil gå ytterligere opp. I dag går nesten halvparten av Nbims kostnader til aksjeplukking, som heller ikke er verdiskapende.

Unoterte investeringer er lite gjennom-siktige, både på innhold og verdi. Det er problematisk for det norske folks sparepenger. Og måling av avkastning og prestasjon blir upresis ettersom man ikke kjenner eiendelenes verdi før de er solgt.

Det er betydelig omdømmemessig og politisk risiko for Norge knyttet til slike investeringer, spesielt sett i sammenheng med den manglende likviditeten.

Hvordan vil Norge bli sett på om Nbim ender opp som en betydelig minoritets-eier i et selskap hvor eierandelene er blitt uomsettelige fordi det har utviklet seg til en klima-, miljø- eller menneskerettighetsversting opererende i totalitære regimer?

## NSM er ikke et enestående tilfelle

Arne Petter Breirem, siviløkonom, tidligere avdelingsdirektør i Statsbygg

● **NSMs såkalte lån** på 200 millioner kroner har fremkalt sterke og ensidige reaksjoner fra mange hold. Angivelig et enestående tilfelle ettersom selve Grunnloven er brutt. Jeg kjenner saken kun fra pressen, men jeg har forstått det slik at låneavtalen har tilknytning til NSMs leieavtale med Norwegian Property og skal finansiere tilpasninger.

Før man korsfester NSMs direktør og

justisminister Emilie Enger Mehl (Sp), må statlig praksis ved innleie av lokaler fra private belyses nærmere.

Da Statsbygg avløste Eiendomsdirektoratet i 1993 ble det innført fritt leverandørvalg for statlige etater (jf. *NOU 5: 1991 Modernisering av den statlige eiendomsforvaltning*). Etatene fikk husleiemidler stilt til disposisjon og hadde derfor finansielt grunnlag for å velge leverandør.

«Moderniseringen» medførte at kontraksansvaret ble overlatt til etatene selv, som hadde liten kunnskap om dette feltet. Videre ble kontrollaspektet avvirket, og en rekke eiendomspekulanter tjente gode penger på langsiktige og risikofrie kontrakter med staten.



↑ Før man korsfester NSMs direktør og justisminister Emilie Enger Mehl (Sp), må statlig praksis ved innleie av lokaler fra private belyses nærmere, skriver tidligere avdelingsdirektør i Statsbygg. Foto: Gunnar Lier

PSTs og Kripas' bygninger, samt en rekke rettsbygninger, er oppført av private.

Fritt leverandørvalg var et ledd i den privatiseringsbølgen som skyldet inn over Norge i 1990-årene. Det var ingen politisk vilje til å føre effektiv faglig kontroll med avtalene.

Ettersom Riksrevisjonen skal granske NSM-saken, er det tvingende nødvendig at man gransker statens leieavtaler med private. Det er flere lik i skapene gjennom 30 års frislipp.

NSM er ikke et enestående tilfelle.

Den ensidige reaksjonen tyder på manglende kunnskaper om et viktig felt.