

Gjestekommentar
– finansFinn Øystein
BerghHalvor
HoddevikTrym
RiksenEspen
SirnesKristoffer
Stensrud

Friksjon og forretning

Mange små posisjoner i lett omsettelige aktiva er bedre enn få store posisjoner i vanskelig omsettelige. For mellommenn er det motsatt.

Finans
Halvor
Hoddevik

Jeg var invitert til dialogmøte i Finansdepartementet sammen med et knippe fagpersoner 21. januar. Mitt syn på rollen unotert eiendom og infrastrukturinvesteringer bør ha i Oljefondet, var omtrent som følger.

Risikospredning er utvilsomt av det gode. Å «spre» midlene over mer enn bare aksjer og obligasjoner høres tilforløst ut. Eiendom er den tredje tangenten på klaveret. Låter bra?

Stopp en hal. Er ikke eiendom allerede reflektert i risikoen vi tar når vi investerer i aksjer og obligasjoner?

De selskapene man får en eierandel i ved å investere i aksjer (selskapers egenkapital) og obligasjoner (selskapers gjeld), har investert deler av sine midler i eiendom. En betydelig del av obligasjonene vi kjøper, har sågar eiendomsverdier stilt som direkte sikkerhet overfor långiver. Noen av aksjeselskapene vi investerer i, driver kun med eiendomsinvesteringer.



En betydelig del av obligasjonene vi kjøper, har eiendomsverdier stilt som direkte sikkerhet overfor långiver. Noen av aksjeselskapene vi investerer i, driver kun med eiendomsinvesteringer, skriver Halvor Hoddevik. Foto: Per Ståle Bugjerde

Går man avkastningstall for eiendom og infrastruktur nærmere etter i sømmene, viser det seg at slike investeringer faktisk ikke bidrar med reell risikospredning. Dette ble med tydelighet demonstrert før jul, da et respektert ekspertutvalg oppnevnt av Finansdepartementet leverte en analyse på spørsmålet. Det viste at man kan oppnå samme avkastning og risiko ved å investere i en kombinasjon av aksjer og obligasjoner. Altså mer eller mindre det vi gjør i dag.

Over tid har eiendom dessuten beveget seg mer og mer i takt med aksjer og obligasjoner. Effekten av risikospredning, om den

noensinne forelå, er blitt mindre. Risikospredning oppnår man ikke. Det man imidlertid oppnår, er en lang rekke uheldige effekter. Unnskyld, jeg må nyansere: uheldige effekter for oss, kapitaleieren, men definitivt heldige for forvaltere og mellommenn i disse diffuse investeringssegmentene.

Oljefondet sies gjerne å ha noen særlige egenskaper. Blant disse er størrelse og langsiktighet. Investeringsstrategien bør visstnok innrettes med henblikk på å kapitalisere på disse egenskapene. Her er det verd å påpeke at det å være stor normalt er en komparativ ulempe i markeder preget av dårlig omsettelighet.

Angående langsiktighet: Eiendom og infrastruktur gjør investeringene mindre omsettelige. Dette kan vi vel utnytte?

Ja, om vi hadde fått betalt for det. Etablert finansforskning viser nemlig at man ikke får betalt for å gå inn i mindre omsettelige aktivaklasser - i tråd med professorutvalgets rapport. Dette forklares gjerne med at selv om eiendomsinvesteringer er lite likvide, er investorene som opererer i dette markedet, omtrent like offensive og opportunistiske som investorer i aksjemarkedet. En slags segmentering av investoruniverset.

Eiendomsfolk er eiendomsfolk. Aksjefolk er aksjefolk.

En aksjemann er imidlertid mindre glad i en lite omsettelig aksje enn en lett omsettelig aksje. Dersom man skal høste avkastning fra redusert omsettelighet av en investering, gjøres dette derfor langt mer effektivt ved å prioritere lite omsettelige aksjer over lett omsettelige aksjer fremfor unotert eiendom over aksjer.

Dette er det som i praksis gjennomføres ved den gode strategiske rebalanseringsregel som holder en konstant andel av investeringene i aksjer.

Unotert eiendom og infrastruktur fører til redusert gjennomlysning av fondsforvaltningen. Det er umulig å foreta god prestasjonsmåling av forvalter, fordi det ikke finnes noe observerbart og markedsnøytralt investeringsalternativ. Dette er selvsagt til forvalters gunst. Det er behagelig for ham å slippe å bli målt presist.

Forvaltningskostnadene er enorme ved investering i eiendom og infrastruktur. Vi taper på dette.

Vi må unngå forvaltningsmandater som inviterer til korrupte handlinger. Korrupsjon oppstår gjerne der få mennesker fatter store investeringsbeslutninger. Vi ønsker ikke å legge til rette for slikt. Det er dessuten noe som heter at makt korrupperer. Forvaltningsorganisasjonens makt er størst ved investering i få store investeringer fremfor i mange små. Dette er et gode for forvalter - et onde for eier.

Faren for at aktører spiser av lasset, tiltar ved å øke Oljefondets allokering til eiendom og infrastruktur. Det bidrar ikke til en forbedret avveining mellom risiko og forventet avkastning.

Vi bør la det være.

Halvor Hoddevik, arbeidende styreleder i Rann Rådgivning

Ubegrunnet frykt

DN har over lengre tid omtalt de aktuelle pensjonsvurderingene innen LO, senest 15. februar, da lederen i LO-forbundet Handel og Kontor får anledning til å dele sin frykt på avisens forside. Budskapet er: Frykter 15 prosent mindre i pensjon til kvinner enn til menn. Dette er under forutsetning av at man ender opp med et «uheldig» modellvalg for pensjon (modellen foreslått av Norsk Industri og Fellesforbundet).

Frykten blir senere forklart med at som følge av ulik forventet levealder mellom kjønnene, får kvinner enten en «lengre periode enn menn uten pensjonsutbetaling, eller en lavere årlig utbetaling enn menn». Presentert resultat av foretatte regnestykker gir så næring til frykten for at forskjellen kan bli 15 prosent.

Frykten er fullstendig ubegrunnet.

Såvidt jeg har forstått er det ingenting i forslaget fra Norsk Industri/Fellesforbundet som indikerer kjønnsdifferensiert

pensjon. Men viktigere: Hvis noen ville forsøke å etablere en pensjonsordning med lavere pensjoner for kvinner enn for menn, ville vedkommende raskt bli informert om at det ikke lar seg gjøre, fordi den strider mot dagens pensjonslovgivning i Norge.

Hvis det likevel hadde vært de aktuelle partenes ønske at pensjonsordningen skulle fungere slik (noe som altså er fullstendig hypotetisk), er det dermed nødvendig med lovendring.

Det har formodningen mot seg at stortingsflertallet ville

akseptere en slik lov. Den ville selvsagt heller ikke stå seg mot lov om likestilling mellom kjønnene.

Erling Falk, aktuarene Falk og Svendsen

Det som teller, skal telles

Christin Thea Wathne hevder i DN lørdag at politiet måles for mye. Bevilgningene til politiet er økt kraftig de siste årene. Samfunnet har krav på å vite om bevilgnin-

gene gir effekt. Eksterne målinger har avdekket realitetene. Gjørvt-kommisjonen avdekket at bemanningen i politiet er på topp onsdag formiddag mens det er størst behov for politi lørdag kveld. Frischsenteret har påvist et effektiviseringspotensial på 20-25 prosent i politiet, tilvarende 2000 årsverk, dersom resten av politiet planlegger og utnytter ressursene tilsvarende de beste i Politi-Norge.

Hårek Elvenes (H), stortingsrepresentant, justiskomiteen