

Debatt

debatt@dn.no

Mareritt på Regent Street

Oljefondets avkastning fra eiendom har kostet fire milliarder kroner å skape, en avkastning ordinære aksjer og obligasjoner kunne levert med null i netto kostnad.

Det er syv år siden Norges Bank Investment Management (NBIM) begynte å investere Oljefondet i fysiske eiendommer - første kjøp var i Regent Street i London. Ved utgangen av 2016 hadde vi 190 milliarder i direkteie eiendom, tilsvarende verdien på Telenor.

Å eie eiendommer i verdens metropoler får sikkert norske hjerter til å svulme litt. Man kan se dem, ta på dem og føle at «dette er litt mitt». Ganske annerledes enn flyktige verdipapirer. Da NBIM i 2016 kjøpte leiligheter i Savile Row, «uvisst» for hvilket formål (de lå i samme bygg som NBIMs London-kontor), kunne man lure på om krigens Norway House ved Trafalgar Square var hjemkjøpt og reetablert i området rundt Regent Street.

Investeringen i 2010 markerte en ny æra for Oljefondet. Fra å være investert i mange lett omsettelige verdipapirer ble pengene fasett inn i få og lite omsettelige enkeltaktiva. Tesen var at det skulle bidra til risikospredning og høsting av en risikopremie knyttet til det å eie lite omsettelige aktiva.

Veivalget medførte med sikkerhet lavere målbarhet av avkastning og forvalters prestasjon.

Bidrar egentlig direkteie eiendom med nye avkastnings-egenskaper?

Selskapene vi har aksjer i eier allerede store mengder eiendom. Noen har sågar eiendomsvirksomhet som forretningsmodell. Mange av obligasjonene vi eier er sikret med pant i eiendom. Dessuten vet vi aldri egentlig verdien på eiendommene før de til slutt selges, eller de utløper verdiløse, som tilfellet er med leieavtalen i Regent Street. Verdsettelsen mens vi eier dem er basert på verdiløse vurderinger utført av konsulenter som også bedriver eiendoms-megling. Gjerne til nettkjøperen NBIM. Vi får håpe verdsettelsen er realistiske.

I desember 2015 la et respektert ekspertutvalg oppnevnt av Finansdepartementet frem en analyse på hvorvidt eiendom bidrar til økt

Finans Halvor Hoddevik og Richard Priestley



Halvor Hoddevik,
arbeidende styreformann,
Rann Rådgivning.



Richard Priestley,
professor i finans ved BI.

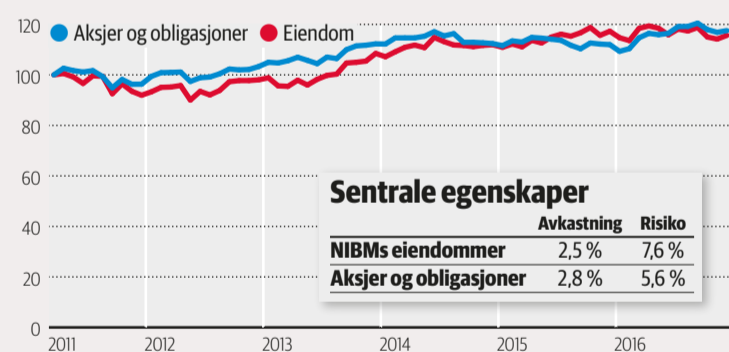


Kostnadene i eiendomsforvaltningen, som for eksempel her i Regent Street i London, er skyhøye i forhold til resten av porteføljen. Foto: Per Ståle Bugjerde

Nesten lik avkastning

Utvikling i avkastning før forvaltningskostnader.

Amerikanske dollar, meravkastning utover risikofri rente, rebasert til 100 i mars 2011



2017 DNGrafikk/Kilde: Rann Rådgivning as (basert på NBIM, Kenneth French og Barclays)

risikostjert avkastning i forhold til å kun investere i børsnoterte aksjer og obligasjoner. Konklusjonen var at det gjør eiendom ikke. Vi har gjort samme øvelse, denne gang på NBIMs avkastningstall.

NBIM offentliggjør avkastningshistorikk for eiendomsinvesteringene fra april 2011. Vi har studert hvorvidt historikken tyder på at virksomheten til nå har levert risikostjert meravkastning før forvaltningskostnader. Alt tyder på at det hadde vært bedre å investere bredt i verdens aksje- og obligasjonsmarkeder. NBIMs eiendommer er omtrent det samme som å eie om lag 60 prosent aksjer, hvorav halvparten i småselskaper, og resten i obligasjoner. Eiendomsavkastningen har faktisk

vært mer risikabel og gitt dårligere avkastning enn en slik miks - før kostnader. Konklusjonen er ganske lik ekspertutvalgets konklusjon. Ingen av målene, hverken risikospredning eller meravkastning i forhold til alternativene er oppnådd. Noen risikopremie for manglende omsettelighet og gjennomsiktighet i porteføljen har vi ikke fått. På veien har vi pådratt oss veldig mye høyere forvaltningskostnader, et mindre gjennomsiktig og omsettelig Oljefond, økt usikkerhet for hvilken verdi våre eiendeler egentlig har og redusert mulighet for evaluering av forvalters prestasjon.

At forvalter heller vil fatte spennende milliardbeslutninger om

Beregningene

- Vi forklarer månedlig rapportert eiendomsavkastning i USD på NBIMs eiendomsportefølje med anerkjente akademiske modeller.
- Vi forklarer eiendomsavkastningen utelukkende med aksje- og obligasjonsavkastning (Barclays Aggregate) er risikostjert årlig mindreakstning lik 0,3 prosent (ikke signifikant).
- Den såkalte Fama & French trefaktormodellen, som forklarer avkastningen med gjennomsnittsakser, aksjer i småselskaper, aksjer i lavt verdsatte selskaper med tillegg av obligasjonsavkastning, gir risikostjert mindreakstning

- lik 0,1 % (ikke signifikant). Signifikante forklaringsvariable er gjennomsnittsakser, aksjer i småselskaper og obligasjoner (tilsvarende 60 % i aksjer, med halvparten i småselskaper).
- Den såkalte Carhart-modellen og en full femfaktormodell (begge med tillegg av obligasjoner) tilfører lite nye informasjon, men forteller om en viss ikke signifikant meravkastning.
- Risikostjert meravkastning før kostnader er derfor høyst sannsynlig om lag null.
- Detaljerte beregninger er tilgjengelig på www.rann.no.

enkelteiendommer enn mange og forhåndsprogrammerte innkjøp av børsnoterte verdipapir overrasker ikke, men hva har dette kostet oss? Kostnadene i eiendomsforvaltningen er skyhøye i forhold til resten av NBIM.

Fra 2012 til 2016 er 3,4 milliarder brukt på eiendomsforvaltning. Unødvendig, fordi avkastningen før forvaltningskostnader ikke har bidratt med risikostjert meravkastning i forhold til aksjer og obligasjoner. Hjulpet av utlån av aksjer og såkalt smart indeksering har NBIM vist at de fullt ut kan gjenskape referanseindeksens avkastning i aksjer og obligasjoner, etter kostnader. Om eien-

domsvirksomhetens kostnader hadde vært investert indeksnært i aksjer og obligasjoner ville de i dag utgjort fire milliarder. Fordi vi heller ikke er kompensert for porteføljen manglende likviditet er dette en nedre grense for hvilke kostnader eiendomssirkuset har påført oss.

NBIM bør fokusere på systematisk risikospredning i likvide og transparente markeder til lavest mulig kostnad. Ikke dyr og risikabel spekulasjon i lite omsettelige og ugjennomsiktige markeder.

Halvor Hoddevik, arbeidende styreformann, Rann Rådgivning og **Richard Priestley**, professor i finans ved BI

Gjestekommentar
- finans



Finn Øystein
Bergh



Halvor
Hoddevik



Ingvild
Borgen
Gjerde



Jon
Mjølhus



Alexandra
Morris



Espen
Sirnes



Trym
Riksen