



Likviditetsstyring og kapitalforvaltning i Flyktinghjelpen

*Tiltak for bedret forutsigbarhet gjennom å sentralisere
overskuddslikviditet og effektivisere kapitalforvaltningen*

Camilla Pilhjerta Falck-Pedersen og Line Homelien

Veileder: Thore Johnsen

Masterutredning i finansiell økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen eller sensorer inntår for de metoder som er anvendt, resultater som er fremkommet eller konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Sammendrag

Formålet med utredningen er å illustrere hvordan Flyktningshjelpen kan bedre sin likviditetsstyring, samt forvaltning av kort- og langsiktig kapital. Flyktningshjelpen har svært volatile kontantstrømmer som gjør det utfordrende å kontinuerlig sikre tilstrekkelig likviditet. Det at kontantstrømmene inn- og utbetales ved om lag 25 kontor verden over kompliserer oppgaven ytterligere. Utredningen benytter estimerte verdier for høsten 2015 for å illustrere effekten av bedret likviditetsstyring. Utredningen analyserer videre potensiell utvikling i organisasjonens egenkapital.

Flyktningshjelpen har per i dag intet godt system for likviditetsstyring. Utredningen presenterer derfor et likviditetsbudsjett tilpasset Flyktningshjelpens operasjonelle drift. Det avdekkes at over halvparten av organisasjonens likviditetsoverskudd holdes på bankkonti ved utekontorene hvor det genereres ubetydelige renteinntekter. Historisk har organisasjonens likviditet i stor grad vært tilfredsstillende, om enn svært variabel. Likviditeten ved hovedkontoret i Oslo har derimot vært utilstrekkelig i snitt hver tredje periode. Ved å innføre en optimal likviditetsbuffer ved utekontorene i likviditetsbudsjettet vil hovedkontoret bedre sin likviditet betraktelig. Det vil i stor grad forhindre salg av langsiktige investeringer for å dekke kortsiktige forpliktelser. Videre estimerer utredningen at en sentralisering av likviditetsoverskuddet vil føre til en seksdobling av renteinntektene fra forvaltningen av kortsiktig kapital i analysert periode.

Utredningen finner at Flyktningshjelpen er svært konservativ i forvaltningen av langsiktige midler. Høyere risiko krever en langsiktig forvaltningshorisont, som kun er forsvarlig dersom likviditetsstyringen er tilfredsstillende da det bidrar til å forhindre at kortsiktige beslutninger forstyrrer en langsiktig forvaltningsstrategi. Dagens strategi forsøker å unngå finansiell risiko i så stor grad at organisasjonen er utsatt for inflasjonsrisiko grunnet den lave avkastningen på høykvalitets rentepapirer. Det utfordrer problemstillingen om å beskytte egenkapitalens realverdi, da den skal være organisasjonens ryggrad for å sikre bærekraft på lang sikt. Utredningen beviser at dagens kapitalforvaltning ikke er effektiv og at organisasjonen kan oppnå bedre risikojustert avkastning ved å inkludere mer risikable aktiva i sin portefølje.

Forord

Utredningen er skrevet som en avsluttende del på masterstudiet i finansiell økonomi ved Norges Handelshøyskole, NHH. Temaet omhandler finansiell planlegging med fokus på likviditetsstyring og kapitalforvaltning. Emnet presenteres som et case med utgangspunkt i den humanitære stiftelsen Flyktningshjelpen.

Arbeidet med en stor og kompleks organisasjon som Flyktningshjelpen har til tider vært krevende og medført at problemstillingen har måttet gjennomgå endringer underveis i arbeidet. Ingen av oss hadde mye erfaring innen humanitær bistand før arbeidet begynte og vi har funnet det inspirerende å kunne lære mye om et svært aktuelt område. Da vi fant lite tidligere forskning innen dette feltet håper vi at denne utredningen kan inspirere andre til å fortsette forskningen innen det finansielle aspektet for humanitære organisasjoner.

Vi vil rette en stor takk til vår veileder, Thore Johnsen, for konstruktive tilbakemeldinger og interessante diskusjoner i skriveprosessen.

Videre vil vi takke Flyktningshjelpen for god hjelp, tilgang til interne ressurser og kontorplass. Vi vil særlig takke Hallvard Skaar Pedersen, Espen Ruud, Bjørn Falck-Pedersen, Heidi Berdahl og Irene Gjerde. Den kontinuerlige kontakten har hjulpet oss å forstå kompleksiteten i stiftelsen og hvilke utfordringer organisasjoner i deres bransje står overfor.

Ølver Haveland og Ernst Hagen i Gabler Investment Consulting og Idar Kreutzer, styreleder i Flyktningshjelpen og administrerende direktør i Finans Norge, fortjener også en takk for nyttige innspill og bidrag angående kapitalforvaltning i Flyktningshjelpen.

Bergen, desember 2015


Camilla Pilhjerta Falck-Pedersen


Line Homelien

Innholdsfortegnelse

SAMMENDRAG	2
FORORD	3
1. INNLEDNING	6
1.1 MOTIVASJON FOR OPPGAVEN	6
1.2 PROBLEMSTILLING	7
1.3 OPPGAVENS STRUKTUR	7
2. FLYKTNINGHJELPEN	9
2.1 GENERELL INFORMASJON	9
2.2 ORGANISERING	9
2.3 INNTEKTSKILDER	10
2.4 FINANSIELL SITUASJON OG FRAMTIDSUTSIKTER	11
3. VIKTIGHETEN AV Å SKILLE MELLOM KORT- OG LANGSIKTIG KAPITAL	13
3.1 FINANSIELL PLANLEGGING	13
3.2 FORSVARLIG FINANSFORVALTNING	13
3.3 KORTSIKTIG KAPITAL	14
3.3.1 <i>Likviditetsstyring</i>	14
3.3.2 <i>Forvaltning av kortsiktig kapital</i>	14
3.4 LANGSIKTIG KAPITAL	15
3.4.1 <i>Egenkapitalens rolle</i>	15
3.4.2 <i>Forvaltning av langsiktig kapital</i>	15
3.4.3 <i>Risiko</i>	16
3.4.4 <i>Diversifisering av porteføljerisiko</i>	16
3.4.5 <i>Renommérisiko</i>	17
DEL I - KORTSIKTIG KAPITAL	
4. METODE OG DATAMATERIALE	19
4.1 UTFORMING AV LIKVIDITETSBUDSJETTET	19
4.2 LIKVIDITETSBUDSJETTET SOM EN DYNAMISK MODELL	22
4.3 DATAINNSAMLING TIL LIKVIDITETSBUDSJETTET	22
4.4 HISTORISK DATA	24
5. LIKVIDITETSSTYRING	25
5.1 HISTORISK LIKVIDITET	25
5.2 BEHOV FOR LIKVIDITETSSTYRING	26
5.3 OPTIMAL LIKVIDITETSBUFFER OG OVERFØRING FRA HOVEDKONTORET	27
5.4 RESULTAT	29
5.4.1 <i>Bedret likviditet ved hovedkontoret</i>	29
5.4.2 <i>Sentralisert likviditetsoverskudd</i>	31
5.4.3 <i>Økte finansinntekter</i>	33
5.5 MULIGE JUSTERINGER AV LIKVIDITETSBUDSJETTET	34
DEL II - LANGSIKTIG KAPITAL	
6. KAPITALFORVALTNING	36
6.1 GRUNNLEGGENDE FORUTSETNINGER	36
6.2 Plasseringsreglement for finanskapital	37
6.3 ETISKE RETNINGSLINJER	38
6.4 FORVALTNINGSANSVAR	39
6.5 GLOBAL EKSPONERING	39

6.6 AKTIVAALLOKERING	40
6.6.1 Globale aksjer.....	40
6.6.2 Obligasjoner	41
6.6.3 Kombinere gjeldsinstrumenter og aksjer	41
6.6.4 Unngå 2009.....	42
7. METODE.....	44
7.1 AVKASTNING	44
7.2 OPTIMAL RISIKABEL PORTEFØLJE	45
8. ANALYSE	47
8.1 DATAMATERIALE	47
8.2 DAGENS RISIKABLE PORTEFØLJE	47
8.3 OPTIMAL RISIKABEL PORTEFØLJE	48
8.4 OPTIMAL TILPASNING.....	49
8.5 BEDRE RISIKOJUSTERT AVKASTNING	50
8.6 POTENSIELL UTVIKLING I LANGSIKTIG KAPITAL	52
9. KONKLUSJON	55
LITTERATURLISTE	57
APPENDIKS	59
1. HVORDAN UTFORME ET LIKVIDITETSBUDSJETT	59
1.1 Identifisere mål	59
1.2 Hvilken informasjon er relevant å inkludere?.....	59
1.3 Definere komponentene.....	60
1.4 Valg av metode	60
1.5 Analyse av prestasjon og fremtidig forbedring	61
2. HYPOTESEN OM MARKEDSEFFISIENS	61
3. FLYKTNINGHJELPEN EGENKAPITAL MED EKSTERNE RESTRIKSJONER	61

1. Innledning

1.1 Motivasjon for oppgaven

Verdens flyktningkrise ser dessverre ikke ut til å ta slutt i nærmeste fremtid. I løpet av 2014 økte antall internt fordrevne med gjennomsnittlig 30.000 mennesker hver eneste dag, og samlet befinner det seg nærmere 60 millioner mennesker på flukt. Det er en økning på 8.3 millioner fra fjoråret (Flyktninghjelpen, 2015b). Flyktninghjelpen er Norges største humanitære organisasjon og når ut til millioner av mennesker på flukt hvert år. Organisasjonen har nærmere tredoblet sin aktivitet siden 2009 og forventer ytterligere vekst fremover. For at Flyktninghjelpen skal kunne fortsette å bistå i nødhjelpssituasjoner i årene som kommer er det essensielt å sikre en bærekraftig organisasjon. Hjelpeorganisasjoner søker forutsigbarhet for å kunne gjennomføre planlagte prosjekter og vi ønsket å hjelpe dem med denne utfordringen.

Bedret likviditetsstyring gir økt forutsigbarhet slik at organisasjonen er forberedt til å møte sine aktivitetsbehov. Vi ønsket derfor å utarbeide et forslag til hvordan organisasjonen effektivt kan styre sin kortsiktige kapital, samt analysere effekten av å implementere et slikt system. Tidlig i arbeidet med utredningen ble vi bekymret for om Flyktninghjelpen holdt unødvendig store bankbeholdninger ved sine landkontor. Landkontorene ligger i noen av verdens mest urolige land preget av konflikt, korrupsjon, kriminalitet og lite utviklede institusjoner. Å holde store reserver i slike områder kan medføre at midlene blir overtatt av myndigheter eller andre grupper, det kan true sikkerheten til de ansatte, samt at det gir svært lav eller ingen avkastning. Vi ønsker med denne oppgaven å vise Flyktninghjelpen, og eventuelle andre hjelpeorganisasjoner eller stiftelser, de positive effektene av bedret kontroll og forsvarlig forvaltning av kortsiktig kapital.

Etter å ha startet arbeidet med likviditetsstyring ble vi oppmerksomme på at Flyktninghjelpen er svært risikoavers i forvaltningen av sine langsiktige midler. Vårt inntrykk er at samfunnet har sterke forventninger til hvordan hjelpeorganisasjoner bør forvalte sine midler, og at dette synet ikke nødvendigvis er basert på rasjonalitet. Media og publikum er svært kritiske til at humanitære organisasjoner holder risikable plasseringer selv om økonomisk teori og empiri tilsier at det er effisient. Vi ønsket derfor å problematisere utfordringene en humanitær stiftelse som Flyktninghjelpen står overfor i forvaltningen av langsiktige midler. Dagens kapitalforvaltning er svært preget av tapsaversjon og frykt for renommérisiko. Vi ønsker å

vise at under forutsetning om god likviditetsstyring og en langsiktig horisont er det forsvarlig å effektivisere kapitalforvaltningen ved å inkludere mer risikable aktiva. Det vil bidra til å sikre en bærekraftig organisasjon og god utnyttelse av eksisterende ressurser, samt i større grad beskytte egenkapitalens realverdi. Fokus på kapitalforvaltning er særlig relevant da organisasjonen er i kraftig vekst. Vi håper videre at oppgaven kan bidra til å redusere renommérisikoen som følger med risikable investeringer ved å gi publikum økt forståelse av hvorfor det er hensiktsmessig også for hjelpeorganisasjoner å investere i aktiva utover risikofrie aktiva.

I arbeidet med utredningen har vi blitt motivert av at våre funn forhåpentligvis kan bidra til at Flyktningshjelpen, og organisasjoner med lignende utfordringer, kan fortsette sitt viktige arbeid i fremtiden. Vårt mål er at ansatte i Flyktningshjelpen skal forstå viktigheten av å fokusere på likviditetsstyring og kapitalforvaltning.

1.2 Problemstilling

På bakgrunn av Flyktningshjelpens utfordringer vil utredningen analysere følgende problemstilling:

Hvordan kan Flyktningshjelpen bedre sin likviditetsstyring, samt sørge for effektiv og forsvarlig forvaltning av kort- og langsiktig kapital?

1.3 Oppgavens struktur

Flyktningshjelpen presenteres i kapittel 2. Ettersom organisasjonen er kompleks er det hensiktsmessig med innsikt i deres operasjonelle drift for å forstå rammene for vår problemstilling og analyse. Kapittel 3 redegjør for distinksjonen mellom kort- og langsiktig kapital, samt tilhørende forvaltning. Det legger grunnlaget for separere utredningen i to deler. Del I omfatter kortsiktig kapital. Kapittel 4 presenterer metode og datamateriale for å analysere historisk og fremtidig likviditet med fokus på likviditetsbudsjetter. Kapittel 5 presenterer estimerte resultater basert på vår anbefalte likviditetsstyring. Deretter følger utredningens del II som omhandler langsiktig kapital. Kapittel 6 analyserer grunnleggende

forutsetninger for kapitalforvaltning, dagens strategi og diskusjon av mulige forbedringspunkter. Konsekvenser av å inkludere mer risikable aktiva blir særlig vektlagt. Kapittel 7 presenterer metode for å finne optimal risikabel portefølje og optimal tilpasning. I kapittel 8 analyseres effekten av å inkludere globale aksjer i den risikable porteføljen. Kapitlet starter med å presentere datamateriale etterfulgt av en beregning av forventet avkastning for dagens investeringsstrategi. Deretter estimeres optimal risikabel portefølje før resultatene av ulike investeringsstrategier presenteres i slutten av kapitlet. Avslutningsvis presenteres konklusjonen i kapittel 9.

2. Flyktningshjelpen

Stiftelsen Flyktningshjelpen arbeider for å beskytte rettighetene til fordrevne og sårbare mennesker i krisesituasjoner. Gjennom våre nødhjelpsprogrammer bidrar vi til å lindre nød, forhindre ytterligere fordrivelse og skape bærekraftige løsninger. Gjennom vårt talsmannsarbeid arbeider vi for at rettigheter skal ivaretas og varige løsninger skapes. Gjennom våre beredskapsstyrker bidrar vi med fagkompetanse som strategisk partner for FN og for nasjonale og internasjonale aktører. Vi opererer i situasjoner med væpnet konflikt, og engasjerer oss i andre krisesituasjoner hvor vår kompetanse er verdifull. Vi er en rettighetsbasert organisasjon tuftet på de humanitære prinsippene for humanitet, nøytralitet, uavhengighet og upartiskhet. (Flyktningshjelpen, 2014, §2).

2.1 Generell informasjon

Flyktningshjelpen (The Norwegian Refugee Council) er Norges største internasjonale humanitære organisasjon. Organisasjonen arbeider for flyktninger og internt fordrevne. En flyktning defineres som et menneske på flukt som har krysset en internasjonal landegrense (FN-sambandet, 2015a). Internt fordrevne har blitt tvunget til å forlate sitt hjem, men har ikke krysset en landegrense og er per definisjon på flukt i sitt eget land (FN-sambandet, 2015b). Antall mennesker som mottok hjelp og beskyttelse av Flyktningshjelpen har økt fra 3.2 til 4.3 millioner enkeltpersoner i løpet av de siste to årene (Flyktningshjelpen, 2015c).

2.2 Organisering

Flyktningshjelpen organiserer internasjonale prosjekter fra omlag 25 land i Europa, Afrika, Sør-Amerika og Asia. I oppgaven refereres disse landene til som landkontor eller utekontor. Alle prosjekter holdes oppsyn med sentralt av administrasjonen ved hovedkontoret i Oslo og driftes av omtrent 5.000 lokalt ansatte. Jan Egeland er organisasjonens generalsekretær. Flyktningshjelpen er en privat norsk stiftelse som innebærer at organisasjonen er registrert i Stiftelsesregisteret og under oppsyn av Stiftelsestilsynet. En stiftelses hensikt er å oppfylle et formål av ideell, humanitær, sosial eller annen karakter gitt i vedtektene. Når en stiftelse

opprettet blir en formuesverdi selvstendig stilt til rådighet, og en stiftelse har dermed ingen eiere. Stiftelsen ledes av et styre i henhold til stiftelsens vedtekter (Stiftelse, 2015).

2.3 Inntektskilder

Flyktningshjelpen er Norges desidert største internasjonale humanitære organisasjon med en tredjedel av den samlede omsetningen til Norges ti største hjelpeorganisasjoner. Flyktningshjelpen skiller seg fra andre norske hjelpeorganisasjoner ved at de kun mottar 3-4% av inntektene sine fra private givere, mot eksempelvis 80-90% for SOS-barnebyer, Leger Uten Grenser og Plan Norge (Bolle, 2015). Flyktningshjelpen har imidlertid opplevd en sterk vekst i støtte fra private givere, samt gaver fra enkeltpersoner og næringslivet. Gjennom høsten 2015 har denne inntektsstrømmen vært spesielt sterk, og langt over budsjettet, grunnet flyktningskrisen som har nådd Europa (Flyktningshjelpen, personlig kommunikasjon, e-mail 02. desember, 2015).

Flyktningshjelpen opererer på prosjektbasis. Det innebærer at de mottar støtte fra donorer øremerket prosjekter av ulik karakter, enten i form av individuelle prosjektbevilgninger/tilskudd eller via en rammeavtale. Gjennomsnittlig varighet for et prosjekt er rundt ett år. Flyktningshjelpen utarbeider prosjektbudsjetter som danner grunnlaget for donorsøknader. De respektive landkontorene har i hovedsak ansvar for å inngå donoravtaler for alle sine prosjekter. Dersom donator godkjenner søknaden blir prosjektet vanligvis klarert for start da landkontoret har mulighet til å be om midler fra hovedkontoret uavhengig av om prosjektets støtte har blitt innbetalt fra donator. Ledelsen ønsker at donatorinnbetalinger sendes til hovedkontoret i Oslo slikt at midler kan fordeles på de ulike landkontorene avhengig av behov. Deler av donatorinnbetalingene mottas likevel ved landkontorene da enkelte donator foretrekker å overføre direkte. Landkontorene rapporterer om donatorbeløpene, men hovedkontoret har ingen komplett oversikt over når og til hvilket kontor donatorinnbetalingene kan forventes.

Det norske Utenriksdepartementet har vært, og er fremdeles, Flyktningshjelpens største enkeltdonor og en viktig strategisk samarbeidspartner. I senere tid har støtten fra internasjonale donatorer vokst betraktelig, og i 2014 kom mer enn 70% av inntektene fra utenlandske donatorer. Til sammenligning kom omtrent 40% av inntektene fra utenlandske

donorer i 2009. De største utenlandske donorene per 2014 er FNs høykommissær for flyktninger (UNHCR), EU-kommisjonens generaldirektorat for humanitær bistand og sivil beredskap (ECHO), og henholdsvis britiske og svenske myndigheter (DFID og SIDA) (Flyktninghjelpen, 2015c). Organisasjonen har inntekter og utgifter i flerfoldige valutaer illustrert i tabell 1. Verdiene representerer kontantstrømmer over en ettårs periode uttrykt i norske kroner basert på løpende bokførte valutakurser.

Tabell 1: Valuta i omløp i organisasjonen fra perioden september 2014 til august 2015. Verdi uttrykt i NOK

Valuta	VAL	Andel av totale inntekter	Andel av totale utgifter	Netto kontantstrøm
Norske Kroner	NOK	29,5 %	25,2 %	206 815 777
Amerikanske dollar	USD	17,6 %	26,8 %	-165 093 640
Euro	EUR	17,3 %	0,6 %	469 768 165
Britiske pund	GBP	11,8 %	0,0 %	328 857 452
Svenske Kroner	SEK	8,0 %	0,0 %	224 196 391
Etiopiske Birr	ETB	5,2 %	5,7 %	7 881 991
Jordanske Dinarer	JOD	4,5 %	8,4 %	-81 604 193
Kenyanske Shilling	KES	1,4 %	3,5 %	-47 530 195
CFA-franc BCEAO	XOF	0,8 %	2,4 %	-34 262 508
Kandiske dollar	CAD	0,8 %	0,0 %	20 935 279
Sveitsiske franc	CHF	0,7 %	2,5 %	-40 952 990
Irakiske dinarer	IQD	0,6 %	4,5 %	-95 029 023
CFA-franc BEAC	XAF	0,5 %	1,2 %	-15 214 497
Sørsudanske pound	SSP	0,4 %	2,3 %	-45 088 339
Ukrainske hryvnia	UAH	0,2 %	0,4 %	-3 242 834
Colombianske pesos	COP	0,2 %	1,9 %	-40 705 087
Pakistanske rupi	PKR	0,2 %	1,6 %	-34 630 221
Afghani	AFN	0,1 %	4,0 %	-95 645 530
Israelske shekel	ILS	0,1 %	1,3 %	-29 328 578
Djiboutiske franc	DJF	0,1 %	0,3 %	-6 029 169
Iranske rial	IRR	0,0 %	0,4 %	-8 888 470
Jemenittiske rial	YER	0,0 %	1,8 %	-44 010 304
Venezuelanske Bolivar Fued	VEF	0,0 %	0,0 %	-684 878
Syriske pund	SYP	0,0 %	0,1 %	-1 247 974
Tyrkiske lira (nye)	TRY	0,0 %	0,0 %	-990 037
Burmesiske kyat	MMK	0,0 %	0,9 %	-21 767 671
Liberiske dollar	LRD	0,0 %	0,0 %	16 081
Libanesiske pund	LBP	0,0 %	4,2 %	-102 548 310
Danske kroner	DKK	0,0 %	0,0 %	-113 570
Sum		100,0 %	100,0 %	343 863 119

2.4 Finansiell situasjon og framtidsutsikter

Flyktninghjelpens bruttoinntekt utgjorde 2.4 milliarder NOK i 2014, en betydelig økning fra 900 millioner NOK i 2010. Organisasjonen er i sterk vekst og kan de siste to årene vise til vekstrater på mellom 25-35%. Flyktninghjelpen planla opprinnelig en mer moderat vekst ned

mot 7% fremover (Bolle, 2015), men ligger hittil i år an til en vekst på nærmere 20%. Reviderte vekstprognoser budsjetterer med 12% vekst i 2016 (Flyktinghjelpen, personlig kommunikasjon, e-mail 02. desember, 2015). Hovedårsaken til de økte inntektene er knyttet til den urolige situasjonen i Syria. Som en uavhengig humanitær organisasjon er Flyktinghjelpens mål nullprofitt. For 2014 ble det bokført et positivt årsresultat på 48 millioner NOK. Overskuddet skyldtes blant annet en valutagevinst, samt en betraktelig økning i aktivitetsnivå uten tilsvarende økning i administrasjonskostnader (Flyktinghjelpen, 2015c).

Ved utgangen av 2014 utgjorde organisasjonens egenkapital 369 millioner NOK. Flyktinghjelpen hadde omløpsmidler til en verdi av 919 millioner NOK og kortsiktig gjeld verdt 554 millioner NOK. Det gir en likviditetsgrad på 1.7 (Flyktinghjelpen, 2015a). Styret anerkjenner at det er store variasjoner i likviditeten i løpet av året, men organisasjonen har ingen langsiktig gjeld og anser sin likviditet som god (Flyktinghjelpen, 2015c). Per 2014 stod Flyktinghjelpens langsiktige midler plassert i fire av DNBs pengemarkeds- og obligasjonsfond.

3. Viktigheten av å skille mellom kort- og langsiktig kapital

En organisasjon bør separere forvaltningen av kort- og langsiktig kapital grunnet deres ulike formål. For å sikre uforstyrret drift på kort sikt er det essensielt med god likviditetsstyring. Effektiv og forsvarlig kapitalforvaltning er nødvendig for å sikre bærekraft på lang sikt.

3.1 Finansiell planlegging

Finansiell planlegging inkluderer likviditetsstyring som skal sikre tilgjengelige finansielle midler for å møte forpliktelser på kort sikt. Videre innebærer finansiell planlegging å bestemme forvaltningen av langsiktig kapital. Det medfører å planlegge hvordan organisasjonen skal finansieres på lang sikt og er avgjørende for å realisere organisasjonens strategi og langsiktige mål (Brealey, Myers & Allen, 2011, s. 759-62). Finansiell planlegging kan bidra til mer effektiv bruk og forvaltning av finansielle midler ved å redusere unødvendige tap av ressurser.

3.2 Forsvarlig finansforvaltning

Vi skiller finansforvaltning for institusjonelle investorer og for privatpersoner og bedrifter. Institusjonelle investorer forvalter finansielle midler på vegne av noe (et formål) eller noen. Privatpersoner eller bedrifter forvalter derimot midlene på vegne av seg selv (Kløw, 2011). Skillet er ikke lovmessig regulert, men er hensiktsmessig da institusjonelle investorer har mange fellestrekk. Felles forhold for institusjonelle investorer inkluderer å være regulert av rammebetingelser, fokusere på risikostyring og ha et skille mellom et vedtakende styre og en utførende administrasjon. Eksempler på institusjonelle investorer er kommuner, stiftelser, pensjonskasser, organisasjoner og forsikringsselskaper (Kløw, 2011).

For forsvarlig finansforvaltning i en stiftelse vil vi derfor trekke paralleller til forskriften om kommuners finansforvaltning (2009). Formålet med forskriften er å være skikket til å yte et stabilt og godt tjenestetilbud. Midlene bør forvaltes med den hensikt å ivareta likviditet og oppnå tilfredsstillende avkastning på egenkapitalen uten vesentlig finansiell risiko. Forvaltningen av midlene avhenger av tidshorisonten for når de finansielle midlene skal benyttes. Jo lengre tidshorisont, desto mer forsvarlig er det å påta seg noe høyere risiko for å

oppnå høyere forventet avkastning. Forskriften anbefaler derfor å skille mellom forvaltning av kort- og langsiktig kapital.

3.3 Kortsiktig kapital

3.3.1 Likviditetsstyring

Likviditet er evnen til å møte kortsiktige forpliktelser ved forfall. Planleggingen av kortsiktige midler har til hensikt å sikre at organisasjonen til enhver tid kan betale sine utgifter uten forstyrrelser. For å få oversikt over forventet fremtidig likviditetssituasjon er det hensiktsmessig å konstruere et likviditetsbudsjett. Ved å budsjettere inn- og utbetalinger blir det tydelig om organisasjonen har tilstrekkelige midler til å betale løpende utgifter, eller om kortsiktig gjeld eller langsiktig kapital må benyttes for å sikre drift. Teori angående konstruksjon av et likviditetsbudsjett er tilgjengelig i appendiks 1.

Dersom forpliktelsene ikke kan innfris og situasjonen ikke er mulig å endre i nærmeste fremtid, regnes organisasjonen som illikvid. I et tilfelle hvor gjeldens verdi overstiger verdien av eiendelene er organisasjonen insuffisient. En kombinasjonen av illikviditet og insuffisiens skaper insolvens. I en slik situasjon er ikke videre drift forsvarlig og organisasjonen vil sannsynligvis begjæres konkurs (Dahl & Thoresen, 2015). En stiftelse kan på lik linje med andre bedrifter og organisasjoner slås konkurs. I denne utredningen defineres likviditetsrisiko som faren for å ikke ha tilstrekkelige likvide midler til å kunne møte forpliktelser som forfaller innen 30 dager.

3.3.2 Forvaltning av kortsiktig kapital

God styring og forsvarlig forvaltning av kortsiktig kapital er essensielt for at daglig drift og investeringer kan utføres uten forstyrrelser. For å sikre bærekraftig drift på kort sikt må midler være tilgjengelige for å møte forpliktelser, og må således investeres risikofritt og likvid. Typiske likvider er kontanter, bankinnskudd og verdipapirer der gjenstående løpetid er under tre måneder. Flyktninghjelpens kortsiktige kapital bør følgelig investeres slik det gjøres i dag, på høyrentekonti eller i høykvalitets rentepapirer i pengemarkedet.

3.4 Langsiktig kapital

3.4.1 Egenkapitalens rolle

For å sikre langsiktighet i organisasjonen er det nødvendig med en egenkapitalbuffer da den kan benyttes til uforutsette hendelser. Tilstrekkelig langsiktig kapital sikrer at organisasjonen har ryggrad og kan opprettholde drift også i perioder hvor innstrømmingene er svakere enn forventet. Nødvendig størrelse på egenkapitalbufferen må sees i lys av usikkerhet knyttet til donorinnbetalinger relativt til muligheten for å raskt sette aktiviteter på vent. Bufferens størrelse må videre betraktes i forhold til vekst i omsetning. Uforutsette hendelser kan forekomme hyppigere og i større omfang ved økt aktivitet.

Alle stiftelser plikter å ha en grunnkapital og verdien av egenkapitalen må ikke falle under grunnkapitalen. Den danner grunnlaget for opprettelsen av stiftelsen, og skal sikre at stiftelser som opprettes overlever over en viss tid (Stiftelsestilsynet, 2014). Bunden egenkapital er kapital organisasjonen plikter å ha tilgjengelig, mens fri egenkapital er overskytende kapital som kan benyttes slik organisasjonen ønsker. I en stiftelse er grunnkapitalen bunden kapital.

3.4.2 Forvaltning av langsiktig kapital

"Stiftelsens kapital skal forvaltes på en forsvarlig måte, slik at det til enhver tid tas tilstrekkelig hensyn til sikkerheten og mulighetene for å oppnå en tilfredsstillende avkastning for å ivareta stiftelsens formål" (Stiftelsesloven, 2001, §18). Stiftelsens styre og ledelse har ansvar for at formuesforvaltningen er god, og for næringsdrivende stiftelser innebærer det handleplikt dersom egenkapitalen er lavere enn forsvarlig (Stiftelsesforeningen, 2015). Stiftelser har få formelle rammebetingelser. Hver stiftelse må derfor selv foreta en konkret vurdering av hva som er forsvarlig ut i fra forholdene i den enkelte stiftelse (Dahl, 2006).

Langsiktig kapital kan forvaltes mindre likvid og med høyere finansiell risiko enn kortsiktig kapital. Langsiktige midler kan forvaltes på så måte at det aksepteres høyere finansiell risiko gitt høyere forventet avkastning på lang sikt. Ved å påta seg risiko blir investor kompensert med avkastning utover risikofri rente. Kløw (2011) advarer om at det ofte antas at en langsiktig horisont alltid forsvare høy risiko. Forvaltningsstrategien må også ta i betraktning organisasjonens risikopreferanse og evne til å tåle tap.

I dag plasseres 50% av Flyktninghjelpens formue i risikabel portefølje bestående av 35% pengemarkedsfond og 65% obligasjonsfond.

3.4.3 Risiko

Bodie, Kane & Marcus (2014, s. 993) argumenterer for at en investor som ønsker å redusere porteføljens risiko er nødt til å påta seg mer risiko, eller i hvert fall flere ulike typer risiko. Et slikt utsagn kan virke paradoksalt, men tanken er at alle typer risiko bør analyseres til en viss grad i konstruksjonen av porteføljens. Per dags dato forsøker Flyktninghjelpen å unngå risiko ved å plassere langsiktig kapital utelukkende i lite risikable aktiva med tilhørende lav forventet avkastning. De tryggeste investeringene kommer generelt med lavere forventet avkastning, mens investeringene med høyest potensiale også tilfører større potensielle tap. Inflasjonsrisiko er risikoen for at investeringsstrategien er for konservativ, slik at avkastningen vokser saktere enn inflasjonen (Bodie et al., 2014, s. 993). Flyktninghjelpen er svært eksponert mot inflasjonsrisiko og risikerer negativ realavkastning. Ved å påse at porteføljens adresserer alle typer risiko, med større vekt på de som investor anser som viktigst, sikres investor mot at én type risiko kan velte porteføljens. En institusjonell investor må ta en vurdering av hvilken risiko som er akseptabel å påta seg, samt bistå risikostyringsmodellen med økonomisk skjønn.

3.4.4 Diversifisering av porteføljerisiko

Diversifiseringsprinsippet innebærer at en veldiversifisert portefølje som inkluderer risikable og mindre risikable aktiva kan ha lavere risiko og høyere forventet avkastning enn en portefølje bestående av kun lavrisikoaktiva. Diversifisering av risiko er følgelig et svært viktig prinsipp innen investeringsteori.

Alle investeringer er utsatt for usystematisk risiko som påvirker bedriften uten betydelig innvirkning på andre bedrifter i økonomien. Etersom alle investorer har muligheten til å diversifisere vekk usystematisk risiko ved å inkludere tilstrekkelig mange aktiva i porteføljens premierer ikke markedet investorer som påtar seg mer av denne typen risiko. Den eneste måten å oppnå høyere forventet avkastning er ved å påta seg mer systematisk risiko. Selv en svært veldiversifisert portefølje vil ikke kunne diversifisere vekk all risiko ettersom den er

utsatt for risiko som påvirker hele markedet, og dermed verdien av alle porteføljens aktiva. Forventet avkastning avhenger derfor av porteføljens eksponering mot markedsrisiko.

3.4.5 Renommérisiko

Et godt renommé kan ta årevis å bygge opp, men kan rives ned over natten. Omdømme er en immateriell eiendel, men kan ha betydelig innvirkning på verdien av en organisasjon. Verdien av "omdømmekapitalen" kan være adskillig større enn verdien av den materielle kapitalen i organisasjoner med et godt renommé. De fleste bedrifter anerkjenner risikoen knyttet til et dårlig omdømme, men overraskende få bedrifter fokuserer på å håndtere denne risikoen (Atkins, Bates & Drennan, 2006, s. 6). Flyktninghjelpen som en humanitær organisasjon er imidlertid svært opptatt av renommérisiko.

Organisasjonens ledelse begrenser renommérisikoen hovedsakelig til private givere. Institusjonelle donorer anses som rasjonelle aktører som forstår konsekvensene av effektiv kapitalforvaltning, og at porteføljens verdi vil variere på kort sikt. Private givers handlinger anses i større grad som følelsesstyrt. Det er verdt å merke seg at media og publikum ikke nødvendigvis er rasjonelle. Dersom media fremstiller investeringer som uforsvarlige kan private donorer bruke slike hendelser som en unnskyldning for å trekke seg som bidragsytere. Midler fra private givere utgjør en relativt liten andel av Flyktninghjelpens donorinntekter. Likevel er midlene svært viktige da de ikke er øremerket og gir organisasjonen fleksibilitet.

Flyktninghjelpen har fokusert på å begrense sin renommérisiko ved å føre en konservativ kapitalforvaltning. I 2014 ble fire av de seks største hjelpeorganisasjonene i Norge, blant dem Kirkens Nødhjelp og Røde Kors, kritisert for å ha forvaltet sin kapital uforsvarlig (Aakvik, Grihamar & Haugsbø, 2014). Enkelte handlet omstridte aksjer som ikke ivaretok etiske prinsipper, mens andre ble beskyldt for å ha påtatt seg for mye risiko. Vinklingen i denne artikkelen gjorde at Flyktninghjelpen fremsto som en ansvarlig investor sammenlignet med de andre organisasjonene ved å ikke investere i aksjer. Det er ikke gitt at samme vinkling vil benyttes i forbindelse med fremtidige medieoppslag. Flyktninghjelpen risikerer å bli anklaget for ineffektiv kapitalforvaltning og sløsing av midler. Potensielt kan organisasjonens omdømme forsterkes dersom organisasjonen på en troverdig måte klarer å kommunisere at forvaltningen effektiviseres ved å påta seg mer risiko. Renommérisikoen Flyktninghjelpen står overfor må kontinuerlig adresseres.

DEL I – KORTSIKTIG KAPITAL

4. Metode og datamateriale

4.1 Utforming av likviditetsbudsjettet

Vi har utformet et likviditetsbudsjett tilpasset Flyktningshjelpens operasjonelle drift og struktur for å vise hvordan likviditeten effektivt kan styres. Budsjettet vil gi en samlet oversikt over likviditetssituasjonen for hele organisasjonen, samt kvantifisere forventede likviditetsbehov. Videre vil det vise størrelsen av potensiell overskuddslikviditet og tilhørende tidshorisont for forvaltning. For å illustrere effekten av bedret likviditetsstyring benyttes et estimert likviditetsbudsjett som spenner fra juli 2015 til desember 2015. Vi antar at utredningens analyse gjennomføres 30. juni 2015.

Videre følger spesifikasjoner ved utformingen av likviditetsbudsjettet som benyttes i analysen. En utsnitt av likviditetsbudsjettet er presentert i tabell 2 på side 21.

Sortering: Utekontorene sorteres alfabetisk etter det respektive landets navn. Hovedkontoret (HO) i Oslo vises nederst etterfulgt av Flyktningshjelpen som helhet. Predikerte kontantstrømmer føres vertikalt, sortert på valuta og måned horisontalt. Informasjonen i likviditetsbudsjettet er basert på data rapportert fra økonomisjefene ved de respektive landkontorene i juni 2015.

Forventede kontantstrømmer: Raden "Predikert kontantstrøm inn direkte fra donor" representerer kontantstrømmene et landkontor mottar direkte fra donor uten at de er innom hovedkontoret i Oslo. Midler utekontoret planlegger å etterspørre fra hovedkontoret for å dekke sine kostnader er representert ved raden "Predikert kontantstrøm inn fra HO". "Predikert kontantstrøm ut" representerer utgiftene landkontoret forventer å utbetale i den respektive måneden. "Netto predikert kontantstrøm" er summen av de predikerte kontantstrømmene inn direkte fra donor og fra hovedkontoret, fratrukket de forventede utgiftene.

Inn- og utgående balanse: Utgående balanse viser gjenstående bankbeholdning etter å ha betjent inneværende måneds forpliktelser. Ettersom vi ikke vet hvorvidt midler som holdes ved utekontorene er blitt vekslet om til lokal valuta eller holdes i amerikanske dollar eller euro, er det vanskelig å si noe om utgående balanse fordelt på de ulike valutaene. Det medfører at balansene kun er representert ved verdien uttrykt i norske kroner.

Valuta: Vi antar at markedseffisienshypotesen (se appendiks 2) holder og at prisen på valuta følger en random walk. Det impliserer at det beste estimatet for fremtidig valutakurs er dagens kurs. Raden "Vekslingskurs" viser spotkursen mellom den respektive valutaen og norske kroner per 30. juni 2015 (Exchange Rates, 2015a; Exchange Rates, 2015b). Hver måned kan kontantstrømmene føres i de fem største valutaene, samt lokal valuta. Lokal valuta er skrevet i parentes bak landets navn. Siste kolonne hver måned viser strømmenes verdi i norske kroner basert på oppgitte vekslingskurser.

Hovedkontoret i Oslo: "Predikert kontantstrøm inn direkte fra donor" representerer utelukkende betalingene som innbetales direkte til hovedkontoret fra donor. Donorinnbetalinger direkte til landkontorene er følgelig ikke inkludert her. "Predikerte finansinntekter" viser renteinntektene fra å forvalte likviditetsoverskuddet på høyrentekonto i én måned. I analysen bruker vi rentesatsen 1.45% som Flyktningshjelpen fikk på sin høyrentekonto per 30. juni. Renteinntekter ved utekontorene er tilnærmet ubetydelige, og vi velger derfor å se bort fra dem. "Predikert kontantstrøm ut til landkontor" er summen av landkontorenes forventede forespørsler om midler fra hovedkontoret. "Predikert kontantstrøm ut til HO kostnader" er forventede utgifter ved hovedkontoret i den respektive måneden. I hovedsak representerer utgiftene lønn til ansatte.

Flyktningshjelpen som helhet: All aktivitet oppsummeres for å gi et bilde av organisasjonen som helhet. Her vises totale netto kontantstrømmer i de fem største valutaene, og organisasjonens budsjetterte likviditetssituasjon et halvt år frem i tid illustreres.

Tabell 2 er et utsnitt av likviditetsbudsjettet som illustrerer budsjettets to første måneder for to av totalt 23 landkontor, hovedkontoret og organisasjonen som helhet.

Tabell 2: Utsnitt av likviditetsbudsjettet for juli 2015. Utsnittet viser predikerte kontantstrømmer ved to av 23 landkontor for én av seks måneder, samt for hovedkontoret i Oslo. Flyktninghjelpen som helhet er beregnet ut fra kontorenes oppgitte verdier og verdiene i tabellen er basert på data for alle land, også de som ikke er representert i utsnittet

Land	juli.15					Totalt beløp i NOK
	EUR	GBP	CHF	USD	Lokal valuta	
Irak (IQD)						
<i>Vekslingskurs</i>						
Inngående balanse	8,76		12,41	8,45	7,89	0,01
Predikert kontantstrøm inn direkte fra donor	1 005 163,27			2 109 894,12		
Predikert kontantstrøm inn fra HO				1 500 000,00		
Predikert kontantstrøm ut				- 2 350 000,00		
Netto predikert kontantstrøm	1 005 163,27		-	1 259 894,12		
Utgående balanse						54 405 255,36

Land	juli.15					Totalt beløp i NOK
	EUR	GBP	CHF	USD	Lokal valuta	
Sør-Sudan (SSP)						
<i>Vekslingskurs</i>						
Inngående balanse	8,76		12,41	8,45	7,89	1,40
Predikert kontantstrøm inn direkte fra donor				298 144,00		
Predikert kontantstrøm inn fra HO				616 000,00		
Predikert kontantstrøm ut				- 1 139 090,00	- 2 128 470,00	
Netto predikert kontantstrøm	-	-	-	224 946,00	- 2 128 470,00	
Utgående balanse						20 220 081,86

Land	juli.15					Verdi uttrykt i NOK
	EUR	GBP	CHF	USD	Andre valuta*	
Oslo (NOK)						
<i>Vekslingskurs</i>						
Inngående balanse	38 135 228,67	56 033 300,89	96 489,28	58 513 716,90	139 478 512,21	293 789 631,00
Predikert kontantstrøm inn direkte fra donorer	15 224 210,32	1 499 179,58	86 067,92	6 584 284,29	14 874 055,99	239 576 635,56
Predikerte finansinntekter					180,60	180,60
Predikert kontantstrøm ut til landkontor	- 904 172,00		- 81 067,92	- 14 385 570,38	- 472 661,20	- 124 016 618,22
Predikert kontantstrøm ut til HO kostnader	- 1 543 832,63	- 1 683 096,16		- 850 626,92	- 63 994 590,10	- 105 107 280,02
Netto predikert kontantstrøm	12 776 205,69	- 183 916,58	5 000,00	- 8 651 913,01	14 401 394,79	10 452 917,93
Utgående balanse						304 242 548,93

Land	juli.15					Verdi uttrykt i NOK
	EUR	GBP	CHF	USD	Andre valuta*	
Flyktninghjelpen (NOK)						
<i>Vekslingskurs</i>						
Inngående balanse	52 465 723,67	56 033 300,89	96 489,28	218 884 531,69	139 478 512,21	536 493 418,55
Predikert kontantstrøm inn fra donorer	16 429 373,59	1 499 179,58	86 067,92	15 432 003,37	57 278 718,22	362 519 406,68
Predikerte finansinntekter					180,60	180,60
Predikert kontantstrøm ut	- 1 805 026,63	- 1 683 096,16	- 81 067,92	- 12 721 855,46	- 55 199 242,11	- 258 374 869,79
Netto predikert kontantstrøm	14 624 346,96	- 183 916,58	5 000,00	2 710 147,91	2 079 476,11	104 144 717,50
Utgående balanse						640 638 136,05

* Andre valuta er omregnet til verdi i NOK og inkluderer alle de lokale valutaene samt SEK, DKK og CAD.

4.2 Likviditetsbudsjettet som en dynamisk modell

Likviditetsbudsjettet er en dynamisk modell hvor spot valutakurser og predikerte kontantstrømmer bør oppdateres månedlig etter hvert som ny informasjon blir tilgjengelig. Samtidig bør nye måneder kontinuerlig legges til for å bevare et seks måneders fremtidig perspektiv. Horisonten på seks måneder er valgt ettersom mange prosjekter har relativt korte tidshorisonter, samt at verdensbildet endrer seg hyppig som kan kreve igangsettelse av nye prosjekter. Det er hensiktsmessig å ivareta opprinnelige estimater for å kunne evaluere validiteten av prediksjonene når det faktiske resultatet er tilgjengelig. Lærdommen kan benyttes til å forbedre fremtidige estimater.

4.3 Datainnsamling til likviditetsbudsjettet

I juni 2015 utarbeidet vi tre Excel-skjema der landkontorenes økonomisjefer ble bedt om å estimere følgende: a) Tid og sted for forventet innbetaling fra donor. b) Forventet forespørsel etter midler fra hovedkontoret. c) Forventede utgifter ved landkontoret. Skjemaene ble distribuert per e-mail til økonomisjefene. Informasjon om forventede innbetalinger fra rammeavtaler med donorer hentet vi fra hovedkontoret. Innsamlet data ble sortert og samlet i likviditetsbudsjettet presentert i tabell 2 i kapittel 4.1. I prosessen møtte vi på følgende utfordringer:

Manglende rapportering: Økonomisjefene ble bedt om å levere estimater innen 28. juni, men da ikke alle overholdt fristen fulgte vi opp enkelte land manuelt. Oppfølging av landkontorene i Pakistan, Eritrea og Nigeria ble nedprioritert og landene ble utelatt fra likviditetsbudsjettet. Årsaken er deres relativt lave aktivitetsnivå og følgelig antar vi at ekskluderingen ikke påvirker resultatene i nevneverdig grad. Enkelte land besvarte ikke all etterspurt informasjon, og vi benyttet interne ressurser ved hovedkontoret for å løse dette. Vi besluttet deretter i samråd med økonomisjef at utestående manglende informasjon sannsynligvis ikke ville gi betydelige utslag på resultatet. Flyktninghjelpen har også enkelte regionskontor i tillegg til landkontor. I forbindelse med utredningen ble det aldri etterspurt informasjon relatert til kostnadene ved regionskontorene da deres aktiviteter og utgifter er svært begrensede. Donorinnbetalinger tilknyttet regionskontorene er inkludert i hovedkontorets estimater.

Ukjent prosess: Økonomisjefene har ikke blitt bedt om å produsere lignende estimater tidligere og dette har medført at prosessen har vært krevende. Det oppstod enkelte misforståelser som ble løst underveis, men i retrospekt erkjenner vi at det kan eksistere feilrapporteringer som ikke ble oppdaget. Imidlertid avdekket vi noen feil. Blant annet var månedlige estimater for Colombia-regionen på størrelse med regionens årlige budsjett og vi tolket dette som feilrapportering. Estimatenes var så høye at de forstyrret resultatene og vi valgte derfor å ekskludere området. Imidlertid er regionens aktivitet av en slik størrelse at det vil påvirke våre resultater noe.

Feil overføring av data: I prosessen med å manuelt sortere og samle data fra mangfoldige Excel-skjema er det en mulighet for at vi har plottet enkelte verdier feil. Det samme vil være gjeldende for økonomisjefene ved landkontorene da de samlet inn data. Vi anser imidlertid omfanget av disse feilene til å være begrenset ettersom store feil er lett identifiserbare. Både vi og ansatte i økonomiavdelingen har kontrollert tallene gjentatte ganger.

Lite pålitelige estimater: Ulike spesifikasjoner i donorkontraktene medfører at det kan være vanskelig å estimere tidspunkt for donorinnbetalinger. Enkelte donorer krever eksempelvis en statusrapport når prosjektet er kommet halvveis som donor selv må godkjenne før neste innbetaling gjennomføres. Denne prosessen kan vise seg å være tidkrevende dersom donorer har insentiver til å forsinke utbetalinger. Flyktningshjelpen er i kontakt med Boston Consulting Group om et pro bono prosjekt for å analysere donorer og tilhørende kontrakter. Målet er å avdekke optimale og mindre optimale donorer og kontraktsvilkår i håp om å kunne oppnå bedre forutsigbarhet.

Ressurskrevende prosess: Det er verdt å merke seg at Flyktningshjelpen har flere utfordringer med å produsere estimater enn en "ordinær" bedrift. Et land har normalt 20 prosjekter gående samtidig, hvert med sin respektive prosjektleder. Landkontorets økonomisjef må sammenstille forventede strømmer for hvert prosjekt ved å etterspørre informasjon fra alle prosjektlederne. Jevnlige rapportering og datainnsamling er krevende grunnet ustabil tilgang til internett og datasystemer i felt. Videre rapporterer organisasjonen om høy turnover av økonomisjefer som arbeider i felt grunnet den psykologiske påkjenningen. Flyktningshjelpen bruker følgelig mer ressurser på å holde et likviditetsbudsjett oppdatert enn en kanskje vil anta. Ettersom datainnsamling er såpass ressurskrevende kan et godt estimat være å dele prosjektets kostnader på prosjektets lengde. Det representerer ikke

nødvendigvis reelle kostnader, men ettersom kostnader ved utekontorene ofte er godt spredt utover året kan det gi et relativt godt estimat.

4.4 Historisk data

For å analysere historisk betalingsevne beregnes likviditetsgrad 2, definert som de mest likvide omløpsmidlene relativt til kortsiktige forpliktelser. De mest likvide omløpsmidlene ekskluderer varelageret, forventede donorinnbetalinger, samt plasseringer i fond. De mest likvide omløpsmidlene begrenser seg følgelig til organisasjonens bankbeholdninger. For hovedkontoret regnes kortsiktige forpliktelser som utgifter som påløper ved hovedkontoret, samt overføringer til utekontorene. Landkontorenes kortsiktige forpliktelser tilsvarer deres månedlige utgifter.

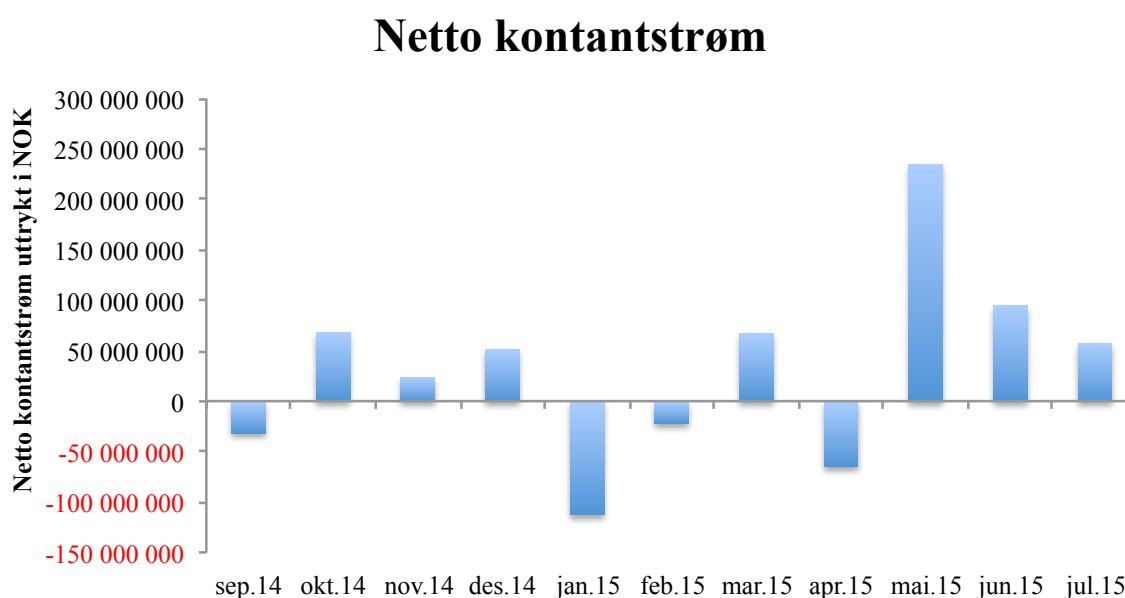
Historisk data ble hentet fra regnskapsprogrammet Agresso for perioden august 2013 til juli 2015. Ulike spørringer i programmet lot oss separere historiske bankbeholdninger ved alle Flyktningshjelpens kontorer. Videre hentet vi informasjon om kontorenes historiske utgifter og overføringer fra hovedkontoret til utekontorene. Ved manuell databehandling separerte vi kostnadene ved hovedkontoret fra utekontorene da det er ikke mulig å foreta en direkte spørring på dette. Ytterligere databehandling innebar å justere for at enkelte lands kostnader har blitt ført på hovedkontorets bruker, samt at benyttes en 13. måned i bokføringen for å ferdigstille prosjekter.

5.Likviditetsstyring

5.1 Historisk likviditet

Flyktninghjelpens netto kontantstrøm vært svært varierende i senere tid. Av figur 1 ser vi at netto kontantstrøm over det siste året varierer fra et overskudd på 235 millioner NOK i mai til et underskudd på 112 millioner NOK i januar. Dette reflekterer organisasjonens drift der utgiftene er relativt jevnt fordelt utover året, mens det er stor variasjon i inntektsstrømmene. Det siste året har eksempelvis innbetalinger i norske kroner variert fra 6 millioner NOK i januar til 181 millioner NOK i mai.

Figur 1: Historisk netto kontantstrøm for Flyktninghjelpen som helhet



Likviditetsgrad 2 er beregnet som inngående bankbeholdning relativt til inneværende måneds forpliktelse. En høy likviditetsgrad representerer god betalingsevne, og bør være høyere enn 1.0 for å regnes som tilfredsstillende. Vi ser av tabell 3 at likviditeten ved hovedkontoret i snitt er lavere enn ved utekontorene sett under ett. Vi synes det er bekymringsverdig at likviditeten ved hovedkontoret i perioder ikke har vært tilfredsstillende, da vi anser det som mer risikabelt at hovedkontoret ikke er i stand til å møte sine kortsiktige forpliktelser enn et utekontor. Et utekontor kan lettere avvikle sine aktiviteter eller motta tilførsler fra hovedkontoret, mens et illikvid hovedkontor kan få dramatiske konsekvenser for hele organisasjonen. Organisasjonen som helhet har imidlertid hatt god likviditet, men den har variert betydelig fra 0.8 i desember 2013 til 2.9 i mai 2014.

Tabell 3: Likviditetsgrad 2 = IB/ inneværende måneds forpliktelser

Rødt: Likviditetsgrad < 1. Grønn prikk: Likviditetsgrad ved HO er bedre enn ved utekontorene

	Flyktninghjelpen	Hovedkontoret	Ute samlet	UB ute/total	
sep.13	2,7	1,5	1,9	64 %	
okt.13	1,9	0,7	1,9	55 %	
nov.13	1,9	0,9	1,5	75 %	
des.13	0,8	0,4	0,8	51 %	
jan.14	2,6	1,2	2,3	68 %	
feb.14	1,8	0,8	1,9	47 %	
mars.14	1,8	●	1,5	60 %	
apr.14	1,5	0,5	1,6	42 %	
mai.14	2,9	1,7	1,9	44 %	
juni.14	2,6	●	2,1	56 %	
juli.14	2,2	1,1	1,8	49 %	
aug.14	2,5	●	2,6	46 %	
sep.14	2,1	●	1,4	49 %	
okt.14	1,9	1,1	1,3	53 %	
nov.14	1,9	1,1	1,4	49 %	
des.14	1,0	●	0,8	0,7	54 %
jan.15	1,9	1,2	1,6	64 %	
feb.15	1,3	0,6	1,2	72 %	
mars.15	0,9	0,4	0,9	41 %	
apr.15	1,9	●	1,1	74 %	
mai.15	1,8	0,6	2,0	52 %	
juni.15	2,4	1,3	1,7	47 %	
juli.15	2,7	1,5	1,8	44 %	
Snitt	2,0	1,1	1,5	55 %	

Videre viser tabell 3 at i snitt befant 55% av Flyktninghjelpens totale bankbeholdning seg ved utekontorene i perioden september 2013 til juli 2015. I samråd med organisasjonens ledelse har vi antatt at det ikke genereres renteinntekter ved utekontorene. Antakelsen er noe streng, men da store deler av organisasjonens aktivitet foregår i kriserammede områder er det en realistisk antakelse. Organisasjonen går følgelig glipp av betydelige renteinntekter ved å holde store deler av sine finansielle midler ved utekontorene.

5.2 Behov for likviditetsstyring

Flyktninghjelpen har per i dag ingen sentral oversikt over tid og sted for forventede donorinnbetalinger eller når prosjektutgifter forventes å påløpe. Uten en samlet oversikt er det vanskelig for ledelsen å ha oversikt over organisasjonens likviditetssituasjon og planlegge

deretter. Historisk variable kontantstrømmer og en volatil likviditetsgrad understreker viktigheten av god likviditetsstyring i organisasjonen. Vår oppfatning er at organisasjonen kan bedre sin likviditetsstyring ved å redusere utestående bankbeholdning ved landkontorene.

5.3 Optimal likviditetsbuffer og overføring fra hovedkontoret

Ved å redusere kontantbeholdningene ved utekontorene øker imidlertid deres likviditetsrisiko. For å sikre god likviditet ved utekontorene vil vi anbefale at det holdes en likviditetsbuffer for å kunne betjene uforutsette hendelser. Størrelsen på likviditetsbufferen bør avhenge av hvor lett et landkontor kan motta ytterligere overføringer fra hovedkontoret i en situasjon der landkontoret har problemer med å møte sine kortsiktige forpliktelser. Eksempelvis kan det ta opptil to uker å sende midler til Iran ettersom Flyktningshjelpen og andre organisasjoner ikke tillates å sende midler direkte inn i landet grunnet internasjonale sanksjoner. Hovedkontoret må derfor sende midlene via andre landkontor. Iran bør følgelig ha en større likviditetsreserve enn land som kan motta midler i løpet av få dager.

Videre bør likviditetsbufferen avhenge av landrisiko. Dersom det er risikabelt å holde store reserver i landet med tanke på kriminalitet, korrupsjon og de ansattes sikkerhet bør utestående reserver begrenses. For å optimalisere forvaltningen av kortsiktig kapital vil vi argumentere for å holde lave reserver i land der det er forsvarlig. Vi har satt den lave, middels og høye likviditetsbufferen til henholdsvis 10%, 15% og 20% av landkontorets totale kostnader for inneværende måned. Prosentsatsene kan revurderes med tiden. Satsene i vår analyse forutsetter at økonomisjefenes estimater er presise, samt at deres likviditetsbehov oppdateres løpende etterhvert som ny informasjon er tilgjengelig. I samråd med Flyktningshjelpens økonomiavdeling har vi gruppert landkontorene og beregnet optimal likviditetsbuffer i tabell 4.

Tabell 4: Optimal likviditetsbuffer ved landkontorene

Landkontor	Overføre penger	Landrisiko	Forsvarlig reserve	Buffer
Afghanistan	Lett	Høy	Lav	10 %
Belgia	Lett	Lav	Lav	10 %
De Forente Arabiske Emirater	Lett	Lav	Lav	10 %
Den sentralafrikanske republikk	Lett	Høy	Lav	10 %
Djibouti	Lett	Middels	Lav	10 %
DR Kongo	Noe utfordrende	Høy	Middels	15 %
Elfenbenskysten	Lett	Middels	Lav	10 %
Etiopia	Lett	Middels	Lav	10 %
Irak	Noe utfordrende	Høy	Middels	15 %
Iran	Utfordrende	Høy	Middels	15 %
Jemen	Noe utfordrende	Høy	Middels	15 %
Jordan	Lett	Middels	Lav	10 %
Kenya	Lett	Middels	Lav	10 %
Libanon	Noe utfordrende	Middels	Middels	15 %
Mali	Lett	Høy	Lav	10 %
Myanmar	Utfordrende	Høy	Middels	15 %
Pakistan	Noe utfordrende	Høy	Middels	15 %
Palestina	Lett	Middels	Lav	10 %
Somalia	Lett	Høy	Lav	10 %
Sveits	Lett	Lav	Lav	10 %
Sør-Sudan	Noe utfordrende	Høy	Middels	15 %
Tyrkia	Lett	Middels	Lav	10 %
Uganda	Lett	Middels	Lav	10 %
Ukraina	Lett	Middels	Lav	10 %

Ved å implementere optimale likviditetsbuffer vil likviditetsrisikoen ved hovedkontoret reduseres betraktelig, mens den øker ved utekontorene. Videre vil risikoen knyttet til å ha store reserver i urolige land reduseres. Det ville vært interessant å beregne endringen i risiko, men i praksis er det vanskelig å kvantifisere nevnte risikotyper. Det er derfor usikkert hvilken effekt som dominerer.

Dagens praksis er at landkontorene etterspør midler fra hovedkontoret én gang i måneden. Ved å legge optimal likviditetsbuffer til grunn kan likviditetsbudsjettet regne ut optimal månedlig overførsel fra hovedkontoret. Det skal sikre at det ikke blir sendt unødvendig mye midler til utekontorene, samt at likviditeten ved utekontorene er tilfredsstillende. Optimal utgående balanse bestemmes av likviditetsbufferen, uttrykt som en andel av den respektive månedens kostnader. Den optimale overførselen fra hovedkontoret til et landkontor gis ved:

$$\text{Overførsel} = \text{Utgående balanse}^1 + \text{kostnader}^1 - \text{inngående balanse}^1 - \text{donorinntekter}^2$$

¹ Ved landkontoret

² Innbetalt direkte til landkontoret

5.4 Resultat

5.4.1 Bedret likviditet ved hovedkontoret

I tabell 5 ser vi tydelig hvordan hovedkontorets likviditet, uttrykt ved utgående balanse, forbedres ved å innføre en optimal likviditetsbuffer. Ved å doble utgående balanse har hovedkontoret fått langt flere midler til å dekke sine forpliktelser.

Tabell 5: Sammenligner forventet likviditetsbudsjett ved dagens praksis med et budsjett med optimale overføringer i juli 2015 for et utvalg landkontor. I det optimale likviditetsbudsjettet skal UB tilsvare optimal likviditetsbuffer (oppgitt i prosent), gitt som en andel av månedens kostnader. Eventuell overskuddslikviditet ved landkontorene antas å bli tilbakeført til hovedkontoret i Oslo og er illustrert som en negativ kontantstrøm fra landkontorene og en positiv kontantstrøm til hovedkontoret

Land	Forventet ved dagens praksis:						Forventet ved optimal overførsel:					
	EUR	GBP	CHF	USD	NOK	Totalt beløp i NOK	EUR	GBP	CHF	USD	NOK	Totalt beløp i NOK
Irak (IQD)												
<i>Telesingskurs</i>												
Inngående balanse						35 658 803,03						35 658 803,03
Predikert kointantstrøm inn direkte fra donør	1 005 163,27			2 109 894,12		25 455 213,33	1 005 163,27			2 109 894,12		25 455 213,33
Predikert kointantstrøm inn fra HO				1 500 000,00		11 838 990,00				5 040 645,70		39 784 102,71
Predikert kointantstrøm ut				- 2 350 000,00		- 18 547 751,00				- 2 350 000,00		- 18 547 751,00
Netto predikert kointantstrøm	1 005 163,27			1 259 894,12		18 746 452,33	1 005 163,27			5 280 751,58		32 876 640,38
Utgående balanse						54 405 255,36						2 782 162,65
15 %												
Sør-Sudan (SSP)												
<i>Telesingskurs</i>												
Inngående balanse						24 975 362,16						24 975 362,16
Predikert kointantstrøm inn direkte fra donør				298 144,00		2 353 149,22				298 144,00		2 353 149,22
Predikert kointantstrøm inn fra HO				616 000,00		4 861 878,56				1 718 388,62		13 562 657,09
Predikert kointantstrøm ut				- 1 139 090,00		- 11 970 308,08				- 1 139 090,00		- 11 970 308,08
Netto predikert kointantstrøm				224 946,00		2 224 946,00				2 359 334,62		23 179 815,95
Utgående balanse						20 220 081,86				- 2 128 470,00		1 795 546,21
15 %												
Oslo (NOK)												
<i>Telesingskurs</i>												
Inngående balanse						293 789 631,00						293 789 631,00
Predikert kointantstrøm inn direkte fra donører	38 135 228,67			58 513 716,90		139 478 512,21	38 135 228,67			58 513 716,90		239 576 635,56
Predikerte finansinntekter				6 584 284,29		20 087 125,35				14 874 055,99		383 907,60
Predikert kointantstrøm ut til landkontor	- 904 172,00			- 14 385 570,38		- 140 620,63	- 904 172,00			- 472 661,20		- 193 550 551,21
Predikert kointantstrøm ut til HO kostnader	- 1 543 832,63			- 850 626,92		- 63 994 590,10	- 1 543 832,63			- 850 626,92		- 105 107 280,02
Netto predikert kointantstrøm	12 776 205,69			8 651 913,01		14 401 394,79	12 776 205,69			28 872 925,24		328 403 814,35
Utgående balanse						304 242 548,93				- 43 523 557,15		622 193 445,35
1,45 %												
Flyktninghjelpen (NOK)												
<i>Telesingskurs</i>												
Inngående balanse						536 493 418,55						536 493 418,55
Predikert kointantstrøm inn fra donører	52 465 723,67			218 884 531,69		139 478 512,21	52 465 723,67			218 884 531,69		362 519 406,68
Predikerte finansinntekter				15 432 003,37		20 239 195,35				57 278 718,22		383 907,60
Predikert kointantstrøm ut	- 1 805 026,63			- 12 721 855,46		- 65 395 210,73	- 1 805 026,63			- 81 067,92		- 258 374 869,79
Netto predikert kointantstrøm	14 624 346,96			5 000,00		104 144 717,50	14 624 346,96			5 000,00		104 528 444,49
Utgående balanse						640 638 136,05				- 44 772 107,78		641 021 865,04

*Andre valuta er omregnet til verdi i NOK og inkluderer alle de lokale valuatene samt SEK, DKK og CAD.

Vi antar at alle likviditetsoverskudd ved utekontorene, definert som utgående bankbeholdning utover optimal likviditetsreserve, tilbakeføres til hovedkontoret. Basert på det forventede likviditetsbudsjettet ved dagens praksis i tabell 5 skulle hovedkontoret overført midler tilsvarende 124 millioner NOK i juli 2015. Ved implementering av optimale overføringer ville hovedkontoret i stedet mottatt hele likviditetsoverskuddet ved utekontorene på 194 millioner NOK. Hovedkontoret ville således økt sin likviditet med 318 millioner NOK i juli. I påfølgende perioder vil kontantstrømmen igjen gå som normalt fra hovedkontoret til utekontorene, med mindre donorinnbetalinger direkte til utekontorene overskrider utekontorenes utgifter.

Tabell 6 illustrerer forventet likviditetsgrad 2 ved dagens praksis og ved optimal likviditetsstyring. Tabellen viser tydelig at likviditeten på hovedkontoret bedres betraktelig ved å sentralisere likviditetsoverskuddet i Oslo. Likviditeten for Flyktningshjelpen som helhet bedres marginalt grunnet de økte renteinntektene.

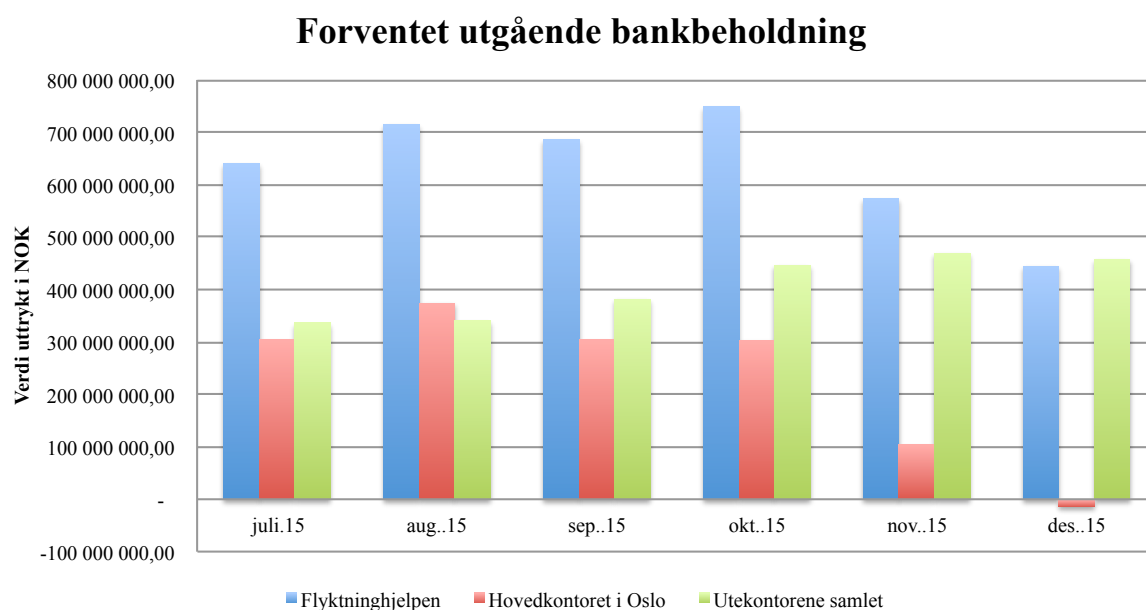
Tabell 6: Likviditetsgrad 2 = IB/ inneværende måneds forventede forpliktelser. Sammenligner forventet likviditetsgrad ved dagens praksis og ved optimal overføring fra HO

Likviditetsgrad 2 for:	juli.15	aug.15	sep.15	okt.15	nov.15	des.15	Snitt
Flyktningshjelpen							
Ved dagens praksis	3,48	4,34	4,14	4,59	3,70	2,83	3,85
Ved optimal overføring	3,48	4,34	4,15	4,59	3,71	2,84	3,85
Hovedkontoret i Oslo							
Ved dagens praksis	2,33	2,89	2,25	2,55	1,46	0,93	2,07
Ved optimal overføring	6,03	4,62	4,28	6,63	3,81	2,94	4,72
Utekontorene samlet							
Ved dagens praksis	3,19	3,28	3,55	3,98	4,21	3,78	3,67
Ved optimal overføring	1,12	1,12	1,12	1,12	1,11	1,11	1,12

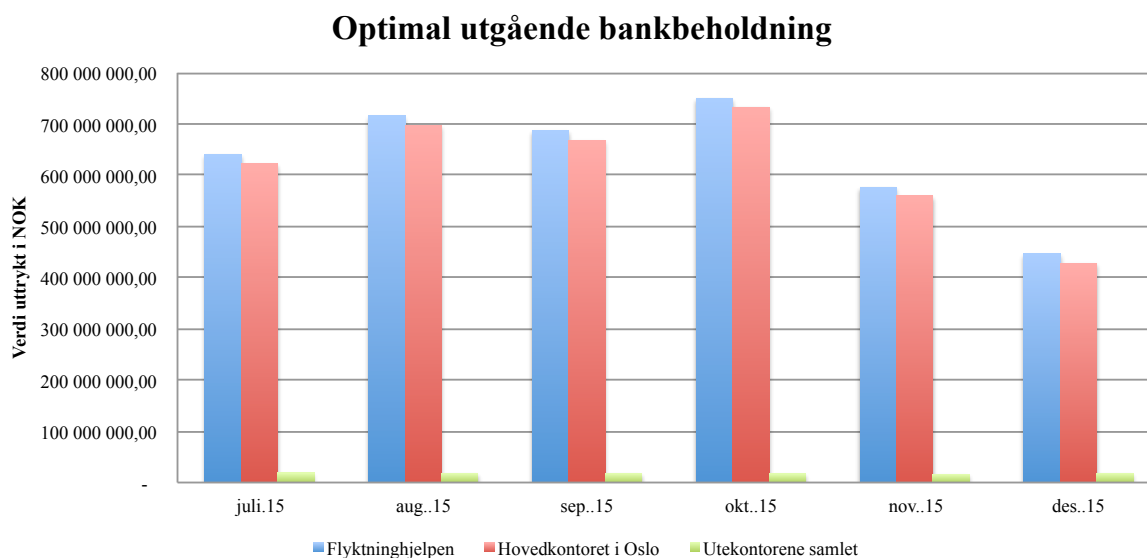
5.4.2 Sentralisert likviditetsoverskudd

Basert på dagens praksis skulle hovedkontoret hatt et likviditetsunderskudd på 14 millioner NOK i desember 2015. Ved å identifisere likviditetsoverskudd ved utekontorene for så å sentralisere forvaltningen av likvide midler ved hovedkontoret, endres dette til et overskudd på 428 millioner NOK.

Figur 2a: Forventet UB ved dagens praksis



Figur 2b: Forventet UB ved implementering av optimal likviditetsbuffer



I figur 2a ser vi at utgående bankbeholdning ved utekontorene er langt høyere enn anbefalt optimal likviditetsbuffer i figur 2b. I analysen finner vi at nær alle landkontorene vil ha store bankbeholdninger og tilfredsstillende likviditet i analysert periode. Eksempelvis burde Etiopia optimalt ha en utgående balanse i desember verdt 1.7 millioner NOK, mens forventet verdi ved dagens praksis derimot er 86.8 millioner uttrykt i NOK. Det er verdt å merke seg at dette er det største budsjetterte likviditetsoverskuddet, men vi finner mange svært høye tall

også for andre måneder og land. Vi vil følgelig anbefale ledelsen å være mer oppmerksom på størrelsen på bankbeholdningene ved utekontorene.

Analysen av likviditetsbudsjettet synliggjør behovet for eventuelle tiltak for å ivareta likviditeten. Det forventede likviditetsunderskuddet på 14 millioner NOK i desember ville Flyktningshjelpen normalt dekket ved å benytte egenkapitalbufferen. Reallokering av overskytende midler fra utekontorene vil være en mer kostnadseffektiv måte å bedre likviditeten ved hovedkontoret enn ved å selge langsiktige plasseringer eller ta opp kortsiktige lån. Eventuelle andre tiltak er utsettelse av nye prosjekter, utvidet betalingsfrist fra leverandører, samt å forhandle med donor om å fremskynde innbetalinger.

5.4.3 Økte finansinntekter

Vi antar at overføringer og utbetalinger ved hovedkontoret gjennomføres den første dagen i måneden. Det innebærer at overskytende midler ved hovedkontoret er tilgjengelig til forvaltning én måned frem i tid. Analysen tar utgangspunkt i Flyktningshjelpens årlige rentesats på høyrentekonti per 30. juni 2015 på 1.45%.

Tabell 9: Renteinntekter fra likviditetsforvaltning ved hovedkontoret. Årlig rente: 1.45%

	Forventet budsjett	Optimalt budsjett
juli.15	181	383 908
aug.15	128 053	518 478
sep.15	157 496	597 232
okt.15	131 333	650 213
nov.15	95 753	645 153
des.15	*	409 701
Totalt	512 815	3 204 685

*Ekskludert negative renteinntekter fra likviditetsunderskudd

Sentraliseringen har resultert i mer enn en seksdobling av finansinntektene knyttet til forvaltning av kortsiktig kapital, da det antas at midler stående ved utekontorene ikke generer renteinntekter. Tabell 9 oppsummerer forventede renteinntekter estimert i likviditetsbudsjettet. Det er verdt å merke seg at realavkastningen likevel er negativ da inflasjonen er høyere enn avkastningen. Rentene har falt ytterligere siden juni 2015, og årlig avkastning på høyrentekontoen per desember er 0.9%. De predikerte renteinntektene

presentert i analysen er følgelig noe høye. Imidlertid er avkastningen på høyrentekonti unormalt lav grunnet dagens økonomiske situasjon og potensiell gevinst ville vært høyere under normale økonomiske forhold.

5.5 Mulige justeringer av likviditetsbudsjettet

I utregningen av optimal overføring antar vi at alle overskytende midler enkelt kan sendes tilbake til hovedkontoret. For land med begrensede likviditetsoverskudd kan det i praksis være mer effektivt å bruke opp reservene fremfor å overføre penger til hovedkontoret. Tilbakeføring av likviditetsoverskuddet kan videre bli mer utfordrende dersom det eksisterer klausuler i donorkontraktene som ikke tillater at midler som mottas direkte ved landkontoret sendes videre i organisasjonen. For land med store reserver og høye donorinntekter kan det ta lang tid å løpe ned reservene, og en overføring til hovedkontoret vil sannsynligvis være mer effektivt.

Satsene for optimal likviditetsbuffer er lave i vår analyse. De forutsetter at økonomisjefene har blitt gode til å estimere, samt at de oppdaterer kontantstrømmene i likviditetsbudsjettet løpende for å begrense risikoen for store avvik mellom estimatene og de faktiske kontantstrømmene. I en implementeringsfase er disse forutsetningene trolig for strenge og likviditetsbufferne bør være høyere for å redusere likviditetsrisikoen ved utekontorene.

DEL II – LANGSIKTIG KAPITAL

6. Kapitalforvaltning

6.1 Grunnleggende forutsetninger

Lang horisont: Vi anbefaler at Flyktninghjelpen har minst en tiårig horisont på sine langsiktige plasseringer. En slik horisont vil fange opp majoriteten av kortsiktige markedssvingninger og forsvarer å påta mer risiko for å oppnå høyere forventet avkastning.

Likviditetsstyring: God likviditetsstyring er en forutsetning som rettferdiggjør å ha en langsiktig horisont på investerte midler. Likviditetsstyring har til hensikt å sikre at Flyktninghjelpen evner å møte sine kortsiktige behov uten å måtte selge sine langsiktige plasseringer. Det er ikke forsvarlig å investere deler av kapitalen langsiktig uten å vite om det finnes tilstrekkelige midler tilgjengelig til drift på kort sikt.

Strategi: Det er essensielt med en langsiktig strategi for kapitalforvaltning som er tilpasset Flyktninghjelpen. Den skal legges til grunn dersom noe uforutsett hender, og er særlig viktig for å unngå å ta kortsiktige beslutninger når kapitalen plasseres i henhold til et langsiktig perspektiv. Strategien bør blant annet inkludere konkrete delmål for avkastningskrav, akseptabelt nivå på risiko og tidshorisont. Slik blir det enklere å sikre at aktivaallokering samsvarer med ønsket strategi.

Samstemt styre: For å opptre i tråd med investeringsstrategien er det viktig at styrets medlemmer har tilstrekkelig kjennskap til forutsetningene bak organisasjonens valgte strategi. Styret må forplikte seg til å følge strategien og akseptere at kapitalen forvaltes med et langsiktig perspektiv. Styret må akseptere at jo høyere risiko organisasjonen påtar seg, desto mer kan verdien av egenkapitalen svinge. Det må tolereres at verdien i perioder vil være lavere enn ønskelig. Her er det relevant å peke på potensielle utfordringer i forbindelse med at styremedlemmer hyppig skiftes ut. Det er følgelig essensielt å utarbeide gode plasseringsdokumenter, instruksjoner, vedtekter og retningslinjer som sikrer kontinuitet og forpliktelse til langsiktig strategi.

Intern kompetanse: For å kunne forsvare å plassere deler av kapitalen risikabelt er det nødvendig med intern kompetanse (Forskriften om kommuners finansforvaltning, 2009). Ved å ha ansatte med tilstrekkelig kompetanse innen feltet vil Flyktninghjelpen kunne ha kontroll på finansiell risiko, løpende finansforvaltning og om forvaltningen er forsvarlig basert på

finansreglementet. Det vil kunne avdekke om eksterne forvaltningsråd er i strid med organisasjonens strategi. Ved en eventuell beslutning om å investere i mer risikable aktiva må medieavdelingen og ledelsen være godt forberedt på å forsvare sin beslutning og ha god kunnskap om hvordan økt risiko veies opp mot fordeler.

6.2 Plasseringsreglement for finanskapital

Flyktninghjelpens styre vedtok i 2011 et plasseringsreglement for Flyktninghjelpens finanskapital (se vedlegg i appendiks). Vi mener det er hensiktsmessig om dagens plasseringsreglement inneholder klarere definisjoner om hva som defineres som kort- og langsiktig kapital da det legger grunnlaget for forsvarlig forvaltning av de nevnte gruppene. Vi vil anbefale å endre de eksisterende definisjonene "tilleggs- og grunnkapital" til "kort- og langsiktig kapital". Flyktninghjelpen benytter i dag uttrykket "grunnkapital" for langsiktig kapital. Vi anser det som misvisende da grunnkapitalen for en stiftelse er definert som kapital som har dannet grunnlaget for opprettelsen av stiftelsen. Organisasjonens totale egenkapital overstiger per i dag grunnkapitalen med god margin. Vi mener derfor det er midler av betydelig størrelse tilgjengelig utover grunnkapitalen, definert i tabell 10, som med fordel kan betraktes som langsiktige midler.

Tabell 10: Dagens definisjon av grunnkapital

	Beløp (mill. NOK):
1.	Stiftelseskapital 1
2.	EK med interne restriksjoner 69
2a.	Sikkerhetsfond 49
2b.	Fond for umiddelbar nødhjelp 20
	Grunnkapital 70

Av total egenkapital på 369 millioner NOK utgjør "tilleggskapitalen" 226 millioner NOK. Flyktninghjelpen definerer tilleggskapital til å omfatte driftslikviditet og annen egenkapital. Videre har organisasjonen egenkapital med eksterne restriksjoner verdt 73 millioner NOK som holdes utenfor forvaltningsstrategien (se appendiks 3). Plasseringsreglementet tillater at deler av tilleggskapitalen betraktes som langsiktig. Vi oppfatter ikke formuleringen som god, da reglementet ikke sier noe om hvilke kriterier som må oppfylles for at tilleggskapital skal anses som langsiktig. Det kan medføre at midler blir oppfattet som langsiktige én periode og

som kortsiktige i en annen. Det bryter med de grunnleggende forutsetningene fastsatt i kapittel 6.1. Vi anbefaler at definisjonen "langsiktig kapital" inkluderer stiftelseskapitalen, sikkerhetsfondet og annen egenkapital. Per utgangen av 2014 tilsvarer det 276 millioner NOK. "Kortsiktig kapital" bør inkludere mottatte forskudd på prosjekter, samt nødhjelpsfondet som er midler avsatt til umiddelbar nødhjelp. Kortsiktige midler skal forvaltes likvid med lav risiko. Nødhjelpsfondet skal være tilgjengelig på svært kort varsel, og vi vil således argumentere for å heller betrakte dette som kortsiktige midler underlagt interne restriksjoner fremfor langsiktig kapital. Nødhjelpsfondet er i dag på 20 millioner NOK, og det kan vurderes om størrelsen på fondet bør økes.

6.3 Etske retningslinjer

Det er ressurskrevende å ha tilstrekkelig innsikt i alle ledd i virksomhetene det investeres i og slik sikre at hele porteføljens innhold oppfyller investors etiske retningslinjer. Det problematiserer å holde et indeksfond da det er en bred portefølje som inkluderer "hele" markedet. Et forsvarlig alternativ er etiske fond. Sosialt ansvarlige investeringer (Socially Responsible Investments, SRI) er en form for etisk plassering som innebærer å investere for å oppnå finansiell avkastning og samtidig generere samfunnsmessige gevinster. SRI-investeringer kan foregå ved at det gjennomføres en negativ seleksjon hvor dårlige selskap utelukkes eller en positiv filtrering hvor det kun investeres i de beste bedriftene (Johnsen & Gjøølberg, 2008). En ulempe ved etiske fond er at investeringsuniverset snevres betraktelig inn. Vi anbefaler imidlertid Flyktningshjelpen å velge en SRI-strategi med negativ seleksjon tilsvarende strategier benyttet av Kommunal Landspensjonskasse (KLP) og Statens Pensjonsfond Utland (SPU). Det vil bidra til etisk forsvarlig forvaltning og begrense renommérisikoen knyttet til risikable investeringer. Gitt samfunnsutviklingen og det økte fokuset på etikk og samfunnsansvar er det sannsynlig at flere etiske fond vil være tilgjengelig i nær fremtid og at forvaltningshonorarene vil presses ned grunnet økt tilbud og intensivert konkurranse.

6.4 Forvaltningsansvar

I dag innehar DNB ansvaret for forvaltningen av Flyktninghjelpens finansielle midler. I den forbindelse er det utarbeidet en investeringsinstruks og inngått en avtale om aktiv forvaltning (se vedlegg i appendiks). Vi vil anbefale at Flyktninghjelpen tilknytter seg en uavhengig ekstern finansrådgiver for å øke sannsynligheten for å motta objektiv rådgivning. Vi anser det som lite hensiktsmessig at én aktør både innehar ansvaret for å rådgi Flyktninghjelpen og samtidig har ansvaret for forvaltningen av stiftelsens finansielle midler. Sannsynligheten er høy for at rådgiver og forvalter vil anbefale egne produkter når rådgiver er tilknyttet et kapitalforvaltningsmiljø. Det illustreres ved dagens situasjon der DNB har forvaltningsansvaret og det utelukkende investeres i DNBs egne fond.

6.5 Global eksponering

Flyktninghjelpens plasseringsreglement begrenser seg til investeringer i verdipapirfond forvaltet av norskregistrerte forvaltningshus. Vi anser det som uheldig at det i praksis antas at norske forvaltningshus alltid tilbyr bedre forvaltning av kapital enn utenlandsregistrerte. Reglementet spesifiserer at det ikke skal plasseres i "internasjonale pengemarkedsfond, -obligasjonsfond eller andre rentefond". Da Flyktninghjelpen utelukkende plasserer i norske verdipapirer vil organisasjonen kunne oppnå en diversifiseringsgevinst ved å inkludere globale aktiva i sin portefølje. Ved å inkludere globale posisjoner vil Flyktninghjelpen være mindre eksponert for utvikling og svingninger i norsk økonomi.

Det kan være utfordrende å investere internasjonalt dersom en har begrenset kjennskap til utenlandske markeder. The Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities (UCITS) er et EU-direktiv opprettet i den hensikt å gjøre det lettere å importere og eksportere fond på tvers av landegrenser (Furuseth, 2011). Et samlet lovverk for fond ble implementert for å effektivisere prosessen og gjøre fond registrert i ulike EU-land sammenlignbare. Fond som karakteriseres som UCITS-fond er underlagt retningslinjer for aktivaallokering, forvaltning og for hvordan fondene kan markedsføres. I Norge implementeres UCITS via Verdipapirfondloven (2011) som følge av EØS-avtalen. Siden direktivet ble opprettet i 1985 har omsetningen økt kraftig og det finnes nå mange ulike UCITS-produkter som gjør investering i utenlandske aktiva enklere og tryggere.

6.6 Aktivaallokering

6.6.1 Globale aksjer

I Flyktningshjelpens gjeldende plasseringsreglement er det bestemt at finansielle midler ikke skal investeres i aksjer. Grunnlaget for styrets vedtak er den medfølgende faren for negativ avkastning og økt renommérisiko. Aksjeinvesteringer gir høy forventet avkastning på lang sikt, men har tilhørende høy risiko. Flyktningshjelpen er en svært risikoavers organisasjon. Dersom organisasjonen bestemmer seg for å påta seg aksjerisiko bør aktivaklassen med høyest forventet risikjustert avkastning velges. Det globale aksjemarkedet inkluderer en bred næringsstruktur og store selskaper. Det norske markedet er lite og svært eksponert mot oljesektoren som medfører høyere volatilitet. For å forsvare den økte volatiliteten burde avkastningen på norske aksjer ha vært betydelig høyere, noe det ikke er bevis for (Dimson, Marsh & Staunton, 2014). Et annet argument for å begrense investering i norske aksjefond finner vi ved å ta utgangspunkt i SPU's investeringsstrategi. Investor bør søke å spre sine investeringer for å oppnå en bred og diversifisert aksjeportefølje. SPU følger dette prinsippet ved å forsøke å ikke avvike fra verdensporteføljen i vesentlig grad, hvor norske aksjer utgjør en svært liten andel. For å oppnå bred eksponering mot global økonomisk vekst investerer SPU i de fleste markeder, land og valutaer utenfor Norge (Norges Bank Investment Management, 2015).

En posisjon i globale aksjer bør i utgangspunktet ikke valutasikres da en åpen posisjon gir valutadiversifisering. I nedgangstider settes gjerne styringsrenten ned for å stimulere produksjon. Særlig etter finanskrisen i 2008-2009 ble det spekulert i om Norge var en safe haven, men en relativt liten og lite likvid norsk krone medfører at investorer risikerer å bli låst inne med norske kroner. Med lavere innenlandsk styringsrente medfølger således en forventning om depresiering av kronen. En svekket innenlandsk økonomi og påfølgende lavere renter kan dermed øke verdien av utenlandske investeringer. En portefølje som kombinerer norske og globale aktiva vil få en diversifiseringseffekt. Imidlertid kan det være risikabelt å ikke ha sikret posisjonen dersom det forventes en appresiering av den norske kronen. Vi anbefaler at det i plasseringsreglementet legges inn en klausul om at plasseringer i globale aksjer som en hovedregel bør foregå usikret, men at det i særskilte tilfeller kan vedtas av styret å pålegge valutasikring. Valutasikring er noe styret bør være oppmerksom på i dag. Kronen er svært svak og Norges Bank (2015) forventer en renteheving innen få år. Utfallsrommet for videre kronesvekkelse kan følgelig synes noe begrenset.

6.6.2 Obligasjoner

En kredittobligasjon er et lån utstedt av et selskap, mens en statsobligasjon er utstedt av en stat. Kredittrisiko er faren for at utstederen av verdipapiret ikke klarer å møte verdipapirets forpliktelser. For investor innebærer kredittrisiko faren for å tape det investerte beløpet inkludert renter, forstyrrelser i kontantstrømmene og innsamlingskostnader (Spillum, 2008). Statsobligasjoner har normalt lavere risiko enn kredittobligasjoner gitt at de er utstedt av en stat med god kredittverdighet. Selskapet bak kredittobligasjonen kan gå konkurs og har følgelig en høyere sannsynlighet for tap, som kompenseres av høyere forventet avkastning. Det norske kredittmarkedet er relativt lite og det forventes at investor vil motta bedre risikojustert avkastning ved å investere i utenlandske kredittmarkeder.

Obligasjonens verdi beveger seg motsatt av renteendringer. Dersom løpetiden på investors fastrentepapirer utløper og pengene må reinvesteres i gjeldsinstrumenter, vil fallende renter medføre inntektstap. Ved å reinvestere i verdipapirer med lengre løpetid og høyere forventet avkastning, risikerer investor at avkastningen spises opp av inflasjon dersom rentene begynner å stige (Bodie et al., 2014, s. 993). Obligasjoner er følgelig utsatt for renterisiko. Gjenstående løpetid påvirker størrelsen på obligasjonens verdiendring og dermed forventet avkastning, da lengre gjenstående løpetid øker risikoen for tap ved en renteøkning (Bodie et al., 2014, s. 463-64). Valutarisiko relatert til globale obligasjoner kan reduseres betraktelig ved valutasikring. Det kan gjøres kostnadseffektivt ved å kjøpe obligasjoner ferdig hedget tilbake til norske kroner.

6.6.3 Kombinere gjeldsinstrumenter og aksjer

Kombinasjonen av rentepapirer med lav kredittrisiko og likvide aksjer i en veldiversifisert portefølje har vist seg å ha en fordelaktig effekt på porteføljens volatilitet. På kort sikt kan investeringsresultatet for renter og aksjer bevege seg sammen. Normalt vil styringsrenten imidlertid settes ned når aksjemarkedet faller vesentlig for å stimulere økonomisk vekst. Det medfører at avkastningen på obligasjoner og aksjer går i motsatt retning og virker diversifiserende (Kløw, 2011). I dårlige tider øker sannsynligheten for selskapers konkurs og obligasjonenes kredittpåslag øker. Markedsrenter på fastrentepapirer som består av en basisrente og kredittmargin kan da gå i to ulike retninger ved at basisrenten normalt reduseres, mens kredittmarginen øker. Diversifiseringseffekten obligasjoner kan tilføre en portefølje kan således nøytraliseres. Det kan løses ved å kun investere i statsobligasjoner selv

om det resulterer i vesentlig lavere avkastning grunnet manglende kredittpåslag. Dersom en plassering i aksjer blir vedtatt vil vi anbefale Flyktninghjelpen å unngå kredittrisiko eller i det minste holde seg til kredittobligasjoner av høy kvalitet grunnet organisasjonens risikoaversjon. De trygge obligasjonene vanner ut risikoen ved aksjeinvesteringer og gir en diversifiseringseffekt. Forventningen til rentepapirers avkastning bør således være begrenset da de skal gi et godt bidrag til avkastningen når tidene er dårlige. På lang sikt er det aksjeinvesteringer som vil skape den gode avkastningen (Kløw, 2011).

Normalt har korrelasjonen mellom rentepapirer med lav kredittrisiko og likvide aksjer vært lav og til og med negativ. Med dagens lave renter kan det imidlertid oppstå en situasjon der aksjemarkedet faller uten at styringsrenten settes ytterligere ned for å stimulere økonomien. Det vil medføre at verdien på både rentepapirer og aksjer faller samtidig og reduserer diversifiseringseffekten.

6.6.4 Unngå 2009

Flyktninghjelpen har tidligere hatt aksjeinvesteringer, men solgte seg ut av disse i september 2009 i kjølvannet av finanskrisen. Aksjeinvesteringer bør ha en langsiktig horisont, noe styret avvek fra ved å foreta en kortsiktig avgjørelse om å selge aksjeplasseringene for å redusere risiko. En spekulativ investor forsøker å time markedet og handler aktiva hyppig. En investor som Flyktninghjelpen som søker stabil, langsiktig avkastning bør heller velge en buy and hold-strategi. Investor bør da holde sine aksjeplasseringer i en eventuell nedgangsperiode og vente til markedet tar seg opp igjen. Ved å benytte historiske årsrapporter ser vi at Flyktninghjelpen holdt majoriteten av sine aksjeinvesteringer i fondet DNB Global Etisk (IV) i perioden 2007 til 2009. Figur 3 viser tydelig at Flyktninghjelpen solgte seg ut på et uheldig tidspunkt. Dersom organisasjonen i utgangspunktet ikke var klar over påtatt risiko burde det ikke ha forekommet plassering i aktiva av så risikabel karakter. En slik episode må unngås i fremtiden slik at langsiktig investeringshorisont ikke forstyrres av kortsiktige avgjørelser. Imidlertid er det verdt å merke seg at omsetningen og egenkapitalen var langt mindre i 2009 enn i dag, og det var følgelig ikke så skjebnesvangert å selge seg ut av aksjeplasseringen. Konsekvensene av et brudd med langsiktig strategi i fremtiden kan bli langt større.

Figur 3: Konsekvens av å selge seg ut av aksjeplassering i 2009



Kilde: <https://www.netfonds.no/quotes/fund.php?paper=DK-GLET4&period=5000>.

7. Metode

Flyktninghjelpen holder i dag en svært lite risikabel portefølje og vi ønsker å analysere effekten av å inkludere mer risikable aktiva i porteføljen. Kapitlet vil ta for seg metode knyttet til optimal porteføljeteori for å sammenligne investering i optimal risikabel portefølje med dagens risikable portefølje. Den optimale risikable porteføljen avhenger av forventet avkastning, volatilitet og korrelasjon mellom aktivaklasser.

7.1 Avkastning

Gjennomsnittlig avkastning kan beregnes på to ulike måter (Bodie et al., 2014, s. 130-132).

Aritmetisk avkastning er gitt ved:

$$r_a = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N r_i$$

hvor

r_a = gjennomsnittlig aritmetisk avkastning

r_i = avkastning periode i

N = antall perioder

For aritmetisk snitt vektes hver periode likt og sannsynligheten for at en observasjon inntreffer er lik $1/N$. Aritmetisk gjennomsnitt benyttes når datasettet inneholder uavhengige hendelser.

I motsetning til aritmetisk snitt benyttes det tidsvektning i utregningen av geometrisk gjennomsnitt. En periodes avkastning er ikke uavhengig av forrige periodes, og hver periode vektes derfor ikke likt. Ved å benytte geometrisk gjennomsnitt tas det dermed høyde for rentesrenteeffekten som innebærer at renter på forrige periodes avkastning inkluderes. Geometrisk gjennomsnitt gir gjennomsnittlig vekstrate for en investering:

$$r_g = [(1 + r_1) * (1 + r_2) * \dots * (1 + r_N)]^{\frac{1}{N}} - 1$$

hvor

r_g = gjennomsnittlig geometrisk avkastning

Forholdet mellom aritmetisk og geometrisk avkastning approksimeres som følger (Ilmanen, 2013; Brealey, Myers & Allen, 2006, gjengitt i Finans Norge, 2011):

$$r_a \approx r_g + \frac{1}{2}\sigma^2$$

7.2 Optimal risikabel portefølje

I beregningen av optimal risikabel portefølje er det nødvendig å kjenne forventet avkastning, volatilitet og korrelasjon mellom porteføljens underliggende aktiva for å foreta standard porteføljeteoretiske beregninger (Finans Norge, 2011). Følgende formler benyttes:

$$E(r_p) = \sum_{i=1}^N (w_i * r_{ai})$$

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^N \sum_{j=1}^N w_i * w_j * \sigma_{ij}$$

$$\sigma_{ij} = \sigma_i * \sigma_j * \rho_{ij}$$

hvor:

$E(r_p)$ = forventet aritmetisk avkastning på porteføljen

N = antall aktivaklasser

w_i = i aktivaklassens vektning i porteføljen

w_j = j aktivaklassens vektning i porteføljen

r_{ai} = forventet aritmetisk avkastning for aktivaklassen

σ_p^2 = porteføljens varians

σ_{ij} = kovariansen mellom aktivaklasse i og j

σ_i = standardavviket for aktivaklassen i

σ_j = standardavviket for aktivaklassen j

ρ_{ij} = korrelasjonen mellom aktivaklasse i og j

For å finne optimale vektorer av ulike aktiva i risikabel portefølje benyttes aritmetisk gjennomsnitt. Alle investorer vil holde optimal risikabel portefølje, som er porteføljen som maksimerer Sharpe:

$$S = \frac{E(r_p) - r_f}{\sigma_p}$$

hvor

r_f = forventet avkastning på risikofri investering

Sharpe raten viser forventet risikostjustert meravkastning utover risikofri rente. For å beregne porteføljens forventede prestasjon benyttes forventet geometrisk avkastning.

8. Analyse

8.1 Datamateriale

For å beregne potensiell utvikling i egenkapitalen tar vi utgangspunkt i satsene for forventet realavkastning, volatilitet og korrelasjon som Finansdepartementet legger til grunn for forvaltningen av SPU (Finans Norge, 2011). Satsene er beregnet basert på historisk data og oppgitt i geometrisk snitt. Forventet aritmetisk avkastning er deretter beregnet ved bruk av formel i kapittel 7.1. SPUs satser baserer seg på normale økonomiske forhold og er gjeldende på lang sikt. Flyktningshjelpens kapitalforvaltningsmål er i betydelig grad å beskytte formuens realverdi. Ved analyse av forventet utvikling i egenkapitalen er det derfor mest interessant å se på realavkastningen. Det innebærer at nominelle verdier er fratrukket forventet inflasjon på 2.5% i henhold til Norges Banks langsiktige inflasjonsmål.

Tabell 11: Forventet realavkastning og standardavvik

	Forventet realavkastning		Standardavvik
	Geometrisk	Aritmetisk	
Obligasjoner	2,7 %	2,9 %	6,0 %
Globale aksjer	5,0 %	6,3 %	16,0 %

Tabell 12: Korrelasjonsmatrise

	Obligasjoner	Globale aksjer
Obligasjoner	1	
Globale aksjer	0,4	1

8.2 Dagens risikable portefølje

Flyktningshjelpen investerer per i dag halvparten av egenkapitalens verdi i pengemarked- og obligasjonsfond. Investeringene i pengemarked- og obligasjonsfond definerer vi som dagens risikable portefølje og presenteres i tabell 13. Den andre halvparten av formuens verdi er plassert på bankkonti. Dagens tilpasning har følgelig svært lav risiko.

Tabell 13: Dagens risikable portefølje

	Pengemarked	Obligasjoner	Portefølje
Forventet geometrisk realavkastning	2,1 %	2,7 %	2,5 %
Standardavvik	0,6 %	6,0 %	4,0 %
Korrelasjon	0,4		
Vekter (nøytral andel)	35,0 %	65,0 %	
Sharpe			0,12

Vi har lagt nøytral andel beskrevet i Flyktningshjelpens plasseringsreglement til grunn for aktivaallokeringen, med 35% i pengemarkedsfond og 65% i obligasjonsfond. Ettersom Flyktningshjelpen gjennom årene har endret hvilke fond de investerer i har vi i analysen valgt å benytte referanseindeksene som fondene har blitt målt opp mot. Statsobligasjonsindeksene ST1X og ST4X for henholdsvis 3 måneders (durasjon 0.25 år) og 3 års statsobligasjoner benyttes for å representere pengemarked- og obligasjonsfond. Tidsseriene er hentet fra Gabler og spenner fra august 1995 frem til oktober 2015. Korrelasjon mellom de to indeksene og standardavvik for ST1X er beregnet i Excel ved bruk av formler oppgitt i kapittel 7.2. Finansdepartementet beregner i Finans Norge (2011) standardavvik for obligasjoner, og denne satsen er lagt til grunn i analysen da det har blitt benyttet en lengre tidshorisont enn for vår data og følgelig har estimatet høyere signifikans. Historisk avkastning er ikke et godt estimat for fremtidig avkastning og forventet avkastning baseres følgelig på SPUs satser. Vi har oppjustert forventet avkastning for pengemarkedsfond med 0.1 prosentpoeng relativt til realrenten på 2.0%, da vi antar at investor må kompenseres for et standardavvik noe høyere enn null.

8.3 Optimal risikabel portefølje

Basert på diskusjonen i kapittel 6 velger vi å begrense oss til obligasjoner og globale aksjer i analysen av optimal risikabel portefølje. Problemløseren i Excel minimerer porteføljens varians for en gitt avkastning ved å endre porteføljens vekter i aktivaene. Problemløseren kan brukes til å konstruere en effisient porteføljefront der ingen andre kombinasjoner av aktivaene gir høyere avkastning gitt varians. Videre kan den benyttes til å beregne porteføljen som maksimerer Sharpe. Tabell 14 presenterer effisiente porteføljer for ulike kombinasjoner av obligasjoner og globale aksjer.

Tabell 14: Effisient porteføljefront og aktivaallokering som maksimerer Sharpe

	Forventet realavk.	Stdandardavvik	Sharpe	Andel obligasjoner	Andel globale aksjer
Min. Var.	2,9 %	6,0 %	0,15	100 %	0 %
Avk=3%	3,0 %	6,0 %	0,17	96 %	4 %
Avk=4%	4,0 %	7,8 %	0,26	67 %	33 %
Avk=5%	5,0 %	11,1 %	0,2709	38 %	62 %
Max Sharpe	5,1 %	11,6 %	0,2710	34 %	66 %
Avk=6%	6,0 %	14,9 %	0,27	8 %	92 %
Maks avk.	6,3 %	16,0 %	0,27	0 %	100 %

En portefølje bestående av 34% obligasjoner og 66% globale aksjer gir høyest risikostjustert avkastning da den maksimerer Sharpe. Alle investorer vil følgelig velge denne aktivaallokeringen i sin risikable portefølje. Ved å rebalansere porteføljen når den avviker fra strategiske vektet sikres det disiplin i forvaltningen i henhold til langsiktig strategi. Målet med rebalansering er ikke å sikre høyest mulig avkastning, men å styre porteføljen og dens risiko.

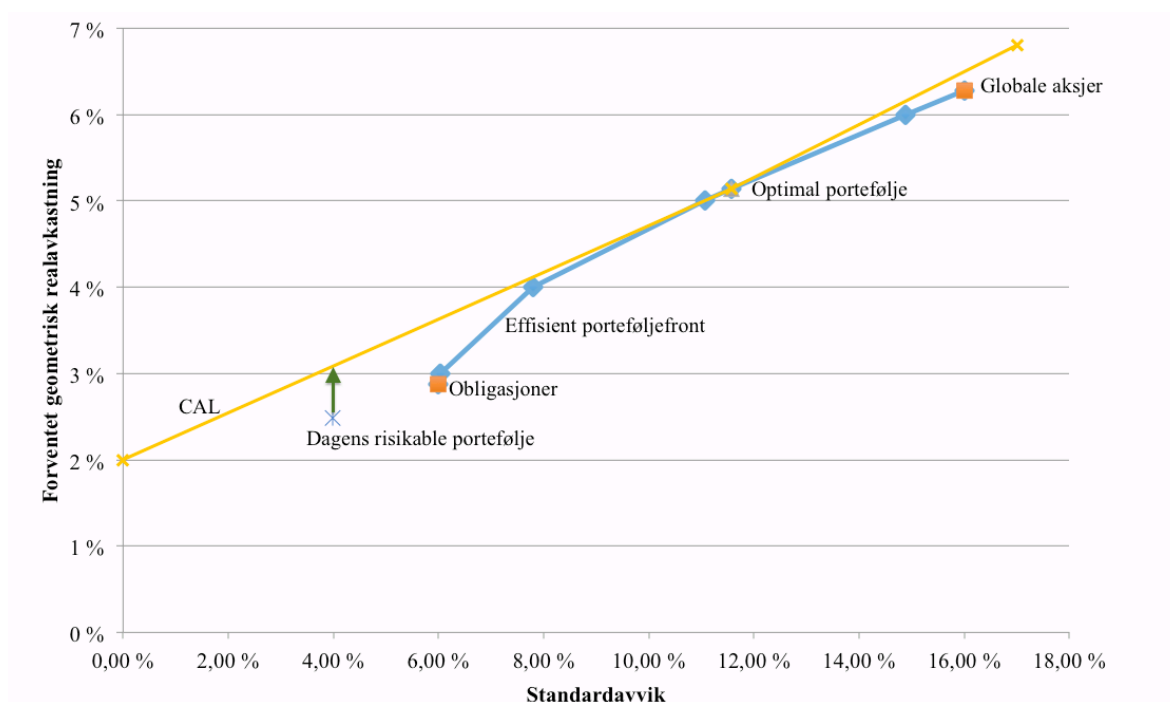
8.4 Optimal tilpasning

Hvor stor andel av formuen investor plasserer i optimal risikabel portefølje avhenger av risikopreferanse. Ved å kombinere den optimale risikable porteføljen med den risikofrie investeringen får vi kapitalallokeringslinjen (CAL). Ved tilpasning langs CAL til venstre for den optimale risikable porteføljen vil investor holde en andel av sin formue i den optimale risikable porteføljen og en andel i risikofrie aktiva. Tilpasning langs CAL til høyre for den optimale risikable porteføljen innebærer at investor låner penger for å investere i den optimale risikable porteføljen. Ettersom vi anser flyktningshjelpen som risikoavers vil vi i vår analyse ikke tillate shortsalg. Investors optimale tilpasning, y^* , langs CAL avhenger av risikopreferanse representert ved A , der en høyere A indikerer høyere risikoaversjon:

$$y^* = \frac{E(r_p) - r_f}{A\sigma_p^2}$$

Risikostjustert avkastning for de to aktivaene, den effektive porteføljefronten, CAL, den optimale risikable porteføljen, samt dagens risikable portefølje er illustrert i figur 4.

Figur 4: Effisient porteføljefront, dagens risikable portefølje og optimal risikabel portefølje



Vi ser tydelig at Flyktinghjelpen kan velge en mer effektiv portefølje ved å bevege seg rett nord og tilpasse seg på CAL i det risikjusterte avkastningsdiagrammet. Organisasjonen vil slik oppnå høyere avkastning til samme risiko.

8.5 Bedre risikjustert avkastning

Fremtidig utvikling i Flyktinghjelpens langsiktige kapital avhenger av investeringsstrategi. I dag investeres 50% av formuen i dagens risikable portefølje og resten på bankkonti. Vi ønsker å se på effekten av å heller plassere deler av formuen i optimal risikabel portefølje. Tabell 15 viser at den optimale risikable porteføljen har høyere risikjustert avkastning enn dagens risikable portefølje.

Tabell 15: Dagens risikable portefølje og optimal risikabel portefølje

	Dagens risikable portefølje	Optimal risikabel portefølje
Forventet geometrisk realavkastning	2,5 %	4,2 %
Forventet standardavvik	4,0 %	11,6 %
Sharpe	0,12	0,19

Tabell 16 illustrerer forventet årlig realavkastning og forventet avkastning på langsiktig kapital over ti år ved å følge dagens investeringsstrategi med 50% i dagens risikable portefølje og 50% i bank. Vi antar en avkastning på bankkonti lik forventet langsiktig realrente på 2.0% (Finans Norge, 2011). Forventet avkastning og standardavvik er beregnet etter formler i kapittel 7.

Tabell 16: Dagens investeringsstrategi

	Dagens tilpasning
Andel i bank	50,0 %
Andel i dagens risikable portefølje	50,0 %
Forventet årlig realavkastning	2,2 %
Forventet standardavvik	2,0 %
Forventet realavkastning over 10 år	24,9 %

Alternativt kan formuen investeres i optimal risikabel portefølje. Hvor stor andel som investeres i risikable aktiva kontra risikofritt avhenger av investors risikopreferanse. Risikopreferansen er uttrykt ved A , der en høyere A representerer høyere risikoaversjon. Da vi ikke kjenner Flyktningshjelpens risikoaversjon er optimal tilpasning for ulike risikopreferanser illustrert i tabell 17. Tabellen viser forventet årlig realavkastning på langsiktig kapital, samt forventet realavkastning over de neste ti årene. Jo høyere risikoaversjon, desto lavere forventet avkastning.

Tabell 17: Forventet realavkastning på langsiktig kapital for ulike risikopreferanser (A)

	$A=2,3$	$A=3$	$A=4$	$A=5$	$A=10$	$A=25$
Andel i risikofritt aktivum	0 %	22 %	41 %	53 %	77 %	91 %
Andel i optimal risikabel portefølje	100 %	78 %	59 %	47 %	23 %	9 %
Forventet årlig realavkastning	4,2 %	3,7 %	3,3 %	3,0 %	2,5 %	2,2 %
Forventet standardavvik	11,6 %	9,0 %	6,8 %	5,4 %	2,7 %	1,1 %
Forventet realavkastning over 10 år	51,3 %	44,3 %	38,4 %	34,9 %	28,3 %	24,4 %
Differanse fra dagens strategi	26,4 %	19,4 %	13,5 %	10,1 %	3,4 %	-0,5 %

Ved å ikke tillate shortsalg kan maksimalt 100% av formuen plasseres i risikabel portefølje. Vi ser at $A=25$, som representerer en svært konservativ investeringsstrategi hvor kun 9.4% investeres i den optimale risikable porteføljen, gir lik forventet årlig realavkastning som dagens investeringsstrategi (2.2%), men med nær halvparten så lavt standardavvik (1.1% i

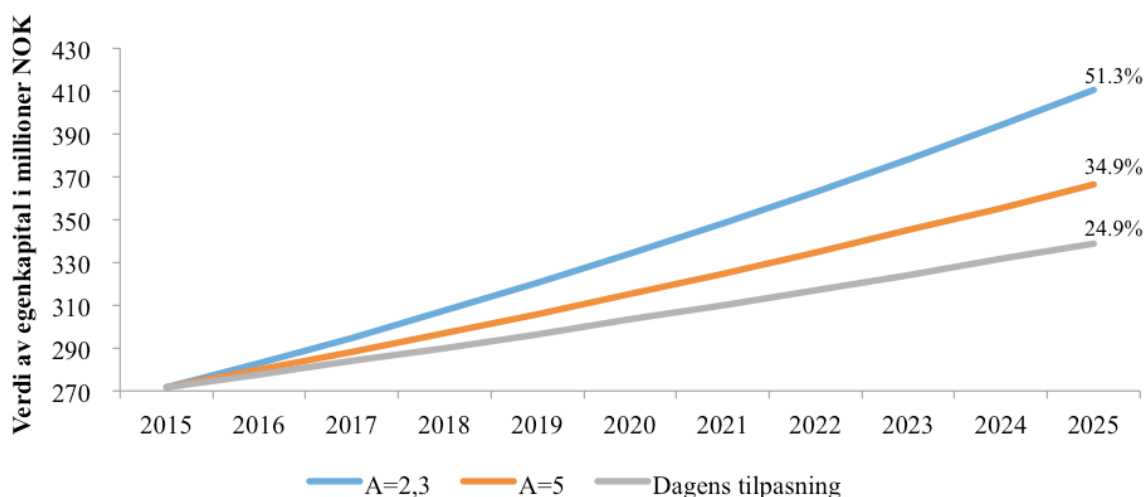
motsetning til 2.0%). Dagens risikable portefølje er følgelig ineffisient.

8.6 Potensiell utvikling i langsiktig kapital

Av balansen (Flyktningshjelpen, 2015) ser vi at organisasjonen kun har langsiktige eiendeler verdt 4.5 millioner NOK. Det gir 271.5 millioner NOK, definert som langsiktig kapital (jfr. kapittel 6.2) fratrukket midler investert i realaktiva, tilgjengelig til plassering i finansielle aktiva. Vi antar at den eneste veksten i egenkapitalen er fra porteføljens avkastning ettersom Flyktningshjelpen er en nullprofittorganisasjon.

Figur 5 viser forventet vekst i langsiktig kapital for tre investeringsstrategier. Den første strategien ($A=2.3$) representerer en situasjon hvor 100% av formuen investeres i optimal risikabel portefølje. Ettersom vi anser Flyktningshjelpen som relativt risikoavers er det en lite sannsynlig strategi for organisasjonen. I den andre strategien ($A=5\%$) investeres omtrent halvparten av formuen i optimal risikabel portefølje og den andre halvparten risikofritt. Strategi tre er dagens strategi hvor 50% investeres i bankkonti og resten i dagens risikable portefølje.

Figur 5: Utvikling i langsiktig kapital for tre ulike investeringsstrategier

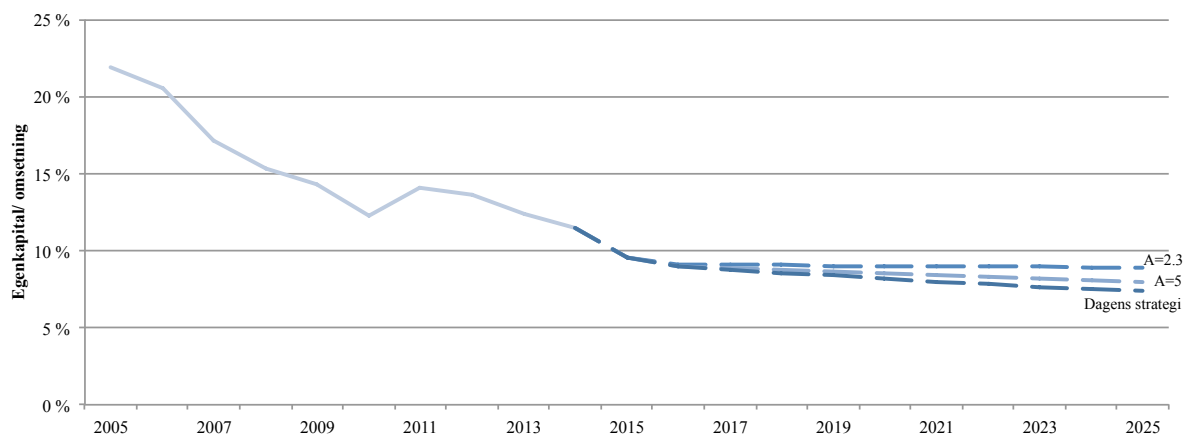


Figur 5 viser hvordan forventet avkastning øker ved å investere en større andel av langsiktig kapital i risikable aktiva. Videre viser den hvordan forventet avkastning øker betraktelig ved å investere i optimal risikabel portefølje fremfor i dagens risikable portefølje. Det medfører

økt risiko, men den høyere Sharpe raten viser imidlertid at forventet risikojustert avkastning er høyere for investeringsstrategier som inkluderer den optimale risikable porteføljen fremfor dagens. Det impliserer at Flyktninghjelpen tar på seg unødvendig mye risiko ved å holde dagens risikable portefølje da organisasjonen ved å investere i den optimale risikable porteføljen kan oppnå samme forventede avkastning, men med lavere tilhørende risiko.

Flyktninghjelpen er en organisasjon i sterk vekst. For at egenkapitalen skal kunne være en ryggrad for organisasjonen må utviklingen i egenkapital betraktes relativt til omsetningen. Utviklingen illustreres i figur 6. Historisk egenkapital og omsetning er hentet fra organisasjonens balanser fra 2005 til 2014. Egenkapital med eksterne restriksjoner er trukket fra ettersom midlene ikke kan benyttes som buffer. Som beskrevet i kapittel 2.4 forventer Flyktninghjelpen 20% nominell vekst i 2015, 12% i 2016 og 7% fra 2017. For å kunne sammenligne vekst i omsetning med estimert realvekst i egenkapitalen trekkes forventet langsiktig inflasjon på 2.5% fra forventet nominell vekst i omsetning. Egenkapitalens størrelse er basert på de tre investeringsstrategiene for utvikling i langsiktig kapital beskrevet tidligere i delkapittelet.

Figur 6: Egenkapital relativt til omsetning



Figuren viser tydelig at egenkapitalen som andel av omsetning har falt betraktelig siden 2005. Videre viser figuren at andelen egenkapital relativt til omsetning vil falle mer ved å beholde dagens strategi enn ved investere langsiktig kapital mer effektivt.

Merk at den optimale risikable porteføljen i analysen ikke er ment som en anbefalt investering for Flyktningshjelpen. Den skal illustrere hvordan Flyktningshjelpen kan forvalte sin langsiktige kapital mer effektivt ved å inkludere mer risikable aktiva. Dagens lave renter og tilhørende negative realavkastning på renteinstrumenter gjør investering i dagens risikable portefølje hverken effektiv eller forsvarlig med tanke på å bevare formuens realverdi. Vi anbefaler følgelig Flyktningshjelpen å endre sin langsiktige investeringsstrategi.

9. Konklusjon

I utredningen ønsket vi å analysere hvordan Flyktningshjelpen kan bedre sin likviditetsstyring, samt sørge for effektiv forvaltning av kortsiktig kapital. Vi finner at organisasjonen som helhet har hatt god, men varierende likviditet de senere årene. Årsaken er en volatil netto kontantstrøm, da organisasjonens utgifter er relativt jevnt spredt utover året, mens donorinnbetalingene varierer mye. Organisasjonen mangler et formelt system for likviditetsstyring og har følgelig ikke hatt oversikt sentralt over forventet tid og sted for innbetaling av donormidler eller når kostnader forventes å påløpe. I oppgaven har vi presentert et likviditetsbudsjett tilpasset Flyktningshjelpens operasjonelle drift og struktur for å analysere effekten av bedret likviditetsstyring. Manglende likviditetsstyring har medført at det per i dag står store bankbeholdninger ved utekontorene, mens hovedkontoret i perioder har vært illikvid. Vi anser et likvid hovedkontor som mer prekært enn likvide utekontor, da utekontorene kan motta tilskudd fra hovedkontoret ved behov og et illikvid hovedkontor kan medføre store konsekvenser for hele organisasjonen. Mangel på likviditetsstyring har dessuten ført til et betydelig rentetap da det er realistisk å anta at det ikke genereres renteinntekter ved utekontorene.

Hovedfunnet i vår likviditetsanalyse er at organisasjonen vil ha stor nytte av å sentralisere likviditetsoverskuddet og forvaltningen av kortsiktig kapital ved hovedkontoret. En reallokering av midler innad i organisasjonen er mer kostnadseffektiv enn dagens praksis med å benytte egenkapitalbufferen til å dekke kortsiktige behov for midler. Likviditetsstyring vil skape forutsigbarhet ved å gi organisasjonen oversikt over fremtidig drift. Det er særlig viktig da organisasjonen fortsatt er i sterk vekst. Det vil skape et godt grunnlag for finansiell planlegging, høyere finansinntekter, lavere sannsynlighet for økonomisk nød og konkurs, og er nødvendig for uforstyrret forvaltning av langsiktig kapital. Det er verdt å bemerke at det vil være ressurskrevende for Flyktningshjelpen å innføre et likviditetsbudsjett, særlig i en overgangsperiode. Vi har imidlertid bevist at organisasjonen vil ha stor nytte av å øke sitt fokus på likviditetsstyring.

Videre i utredningen ønsket vi å analysere hvordan Flyktningshjelpen kan forvalte sin langsiktige kapital forsvarlig og effektivt. Organisasjonens kraftige vekst understreker viktigheten av å beskytte formuens realverdi for å sikre en solid ryggrad i organisasjonen. Organisasjonen investerer per i dag i pengemarked- og obligasjonsfond som eneste risikable

aktiva. Vi har bevist at organisasjonen med enkle grep kan effektivisere sin langsiktige kapitalforvaltning ved å inkludere mer risikable aktiva i porteføljen av diversifiseringshensyn. Med dagens lave renter er realavkastningen på rentepapirer svært lav eller negativ. Ved å inkludere mer risikable aktiva som globale aksjer øker porteføljens forventede realavkastning betraktelig, mens trygge rentepapirer bidrar til å redusere porteføljens risiko. For å kunne forsvare en mer risikabel portefølje har vi formulert grunnleggende forutsetninger som må oppfylles. I den forbindelse vil vi anbefale å oppdatere dagens plasseringsreglement med særskilt fokus på å skille klarere mellom kort- og langsiktig kapital. Det er essensielt at styret forplikter seg til en langsiktig forvaltningsstrategi uavhengig av konjunkturer. Videre bør medieavdelingen og ledelsen være godt informert om forvaltningsstrategien for å begrense renommérisikoen som følger med risikable investeringer. Til tross for potensiell høyere renommérisiko vil forsvarlig kapitalforvaltning kunne bidra positivt til organisasjonens renommé overfor donorer og norsk offentlighet. Styret må veie det potensielle inntektstapet som følge av økt renommérisiko opp mot den høyere forventede avkastningen fra å effektivisere kapitalforvaltningen.

Bedret likviditetsstyring, sentralisert forvaltning av potensiell overskuddslikviditet, samt effektiv og forsvarlig forvaltning av langsiktig kapital gir organisasjonen et godt grunnlag for videre vekst, økte finansinntekter og økt forutsigbarhet i videre drift.

I vårt arbeid har vi funnet at Flyktningshjelpen har store utfordringer knyttet til valutarisiko. En studie som tar for seg organisasjonens valutautfordringer ved å bygge videre på denne oppgaven hadde vært svært interessant og av stor nytte for Flyktningshjelpen.

Litteraturliste

- Aakvik, J. A., Grihamar, S. & Haugsbø, F. (2014). Hjelpeorganisasjoner eier omstridte aksjer. Lastet ned 11.11, 2015, fra <http://e24.no/naeringsliv/noedhjelpene/hjelpeorganisasjoner-eier-omstridte-aksjer/23235861>
- Atkins, D., Bates, I. & Drennan, L. (2006). *Reputational risk : a question of trust*. London: Les50ns.
- Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A. J. (2014). *Investments* (Global Edition 10 utg.). Maidenhead: McGraw-Hill Education.
- Bolle, T. A. (2015, 25.09). Milliardvekst for norske organisasjoner. Lastet ned 11.11, 2015, fra <http://www.bistandsaktuelt.no/nyheter/2015/milliardvekst-for-norske-organisasjoner/>
- Brealey, R. A., Myers, S. C. & Allen, F. (2011). *Principles of Corporate Finance* (Global Edition 10 utg.). New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Dahl, G. A. (2006). Hvorledes bør bedriften finansieres? *Praktisk økonomi & finans*, 5(3), 11-22.
- Dahl, G. A. & Thoresen, A. (2015). Likviditet - Årsaker til høy risiko. Lastet ned 12.11, 2015, fra <https://www.lederkilden.no/tema/hoy-risiko-i-likviditeten>
- Dimson, E., Marsh, P. & Staunton, M. (2014). *Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2014*. Zurich: Credit Suisse AG.
- Exchange Rates. (2015a). Full EUR NOK exchange rate history. Lastet ned 11.11, 2015, fra <http://www.exchangerates.org.uk/EUR-NOK-exchange-rate-history-full.html>
- Exchange Rates. (2015b). Full USD NOK exchange rate history. Lastet ned 11.11, 2015, fra <http://www.exchangerates.org.uk/USD-NOK-exchange-rate-history-full.html>
- Finans Norge. (2011, 04.06). Bransjeavtale om avkastningsprognoser. Lastet ned 25.11, 2015, fra <https://www.fno.no/contentassets/a4d3d1bfe2884be4bf57bd26bc4bf2b3/avtale-om-avkastningsprognoser.pdf>
- Flyktningshjelpen. (2014). Vedtekter for stiftelsen Flyktningshjelpen. Oslo: Flyktningshjelpen.
- Flyktningshjelpen. (2015a). Activity Accounts 2014. Oslo: Flyktningshjelpen.
- Flyktningshjelpen. (2015b). Flyktningsregnskapet 2015. Oslo: Flyktningshjelpen.
- Flyktningshjelpen. (2015c). Styrets årsberetning 2014. Oslo: Flyktningshjelpen.
- FN-sambandet. (2015a, 06.11). Hva er en flyktning? Lastet ned 12.11, 2015, fra <http://www.fn.no/Tema/Flyktninger/Hva-er-en-flyktning>
- FN-sambandet. (2015b, 06.11). Internt fordrevne. Lastet ned 12.11, 2015, fra <http://www.fn.no/Tema/Flyktninger/Internt-fordrevne>
- Forskrift om kommuners og fylkeskommuners finansforvaltning. Forskrift 9. juni 2009 nr. 635 med hjemmel i lov av 25. september 1992 nr. 107 om kommuner og fylkeskommuner

(kommuneloven) § 52 nr. 2.

Furuseth, T. (2011, 19.05). Alternative investeringer mer tilgjengelig, forsiktighet bør utvises. Lastet ned 24.11, 2015, fra <http://www.morningstar.no/no/news/87112/alternative-investeringer-mer-tilgjengelig-forsiktighet-b%C3%B8r-utvises.aspx>

Johnsen, T. & Gjølborg, O. (2008). Etisk forvaltning av Statens Pensjonsfond Utland: En oppdatert analyse: Finansdepartementet.

Kløw, E. (2011). Investeringsstrategi for institusjonelle investorer. *Praktisk økonomi & finans*, 10(3), 29-39.

Norges Bank. (2015). Pengepolitisk rapport. I Ø. Olsen (Red.), *Med vurdering av finansiell stabilitet* (nr. 3, s. 60). Oslo.

Norges Bank Investment Management. (2015, 13.03). Beholdninger. Lastet ned 24.11, 2015, fra <http://www.nbim.no/no/fondet/holdninger/>

Norsk rikskringkasting. (2012). Retningslinjer for innsamlingsrådet.

Sidford, C. (1997). Designing an effective cashflow forecasting program. *CMA Magazine*, 71(7), 18.

Spillum, M. (2008). Finansiell risiko. *NKRF Tidsskrift*, 63(5), 10-12.

Stiftelse. (2015). I Store norske leksikon. Lastet ned 12.11, 2015, fra <https://snl.no/stiftelse>

Stiftelsesforeningen. (2015). Anbefaling vedrørende god styring og ledelse av stiftelser. Lastet ned 11.11, 2015, fra http://www.stiftelsesforeningen.no/om-stiftelser/god-styring-av-stiftelser/_attachment/19888?_ts=134d3a7d19a/

Stiftelsesloven. Lov 15. juni 2001 nr. 59 om stiftelser.

Stiftelsestilsynet. (2014, 25.07). Hva er grunnkapital? Lastet ned 12.11, 2015, fra <https://lottstift.no/stiftelsestilsynet/nb/faqs/hva-er-grunnkapital/>

Verdipapirfondloven. Lov 25. november 2011 nr. 44 om verdipapirfond.

Appendiks

1. Hvordan utforme et likviditetsbudsjett

Et system konstruert for å budsjettere fremtidige kontantstrømmer er et av de viktigste verktøyene innen finansiell planlegging (Sidford, 1997). Ved å budsjettere fremtidige kontantstrømmer vil en organisasjon være bedre rustet til å se inn i fremtiden sammenlignet med å kun benytte historisk finansiell informasjon. Spesielt viktig er dette for nyoppstartede organisasjoner og organisasjoner i vekst. Et likviditetsbudsjett fokuserer på tidspunktene det vil foregå transaksjoner slik at organisasjonen kan planlegge deretter. Det skal sikre at organisasjonen er likvid og vil avdekke forventede likviditetsover-/underskudd, slik at forvaltningen kan tilpasses det fremtidige behovet for kontanter. Likviditetsbudsjettet vil videre avdekke omfanget av et potensielt likviditetsoverskudd, samt hvor lenge likviditetsoverskuddet kan forvaltes før organisasjonen behøver midlene for å dekke nye forpliktelser.

Videre i dette delkapittelet vil det vises til fem ulike steg som bør gjennomføres for å konstruere et likviditetsbudsjett:

1.1 Identifisere mål

De vanligste målene med å konstruere et likviditetsbudsjett er å bedre likviditetsstyringen, få kontroll over finansiell situasjon, kunne bedømme om et potensielt prosjekt er levedyktig, minimere nettokostnader ved finansiering og/eller identifisere muligheter for å redusere valutarisiko. Bevissthet om likviditetsbudsjettets formål gjør det enklere å sikre optimal tidshorisont, rapportering av relevant informasjon samt at budsjettet er tilstrekkelig detaljert. Dersom hensikten er komplett likviditetsstyring kan det tenkes at prognosen bør oppdateres daglig. Er målet derimot bedret finansiell kontroll kan det være tilstrekkelig å oppdatere budsjettet månedlig.

1.2 Hvilken informasjon er relevant å inkludere?

Det er gjerne Treasury eller finansavdelingen som er ansvarlig for å konstruere likviditetsbudsjettet. De(n) ansvarlige må kunne skaffe relevant informasjon, eksempelvis gjennom et regnskapssystem eller ved å kontakte ansatte i ulike avdelinger. For å få presis

informasjon er det viktig å involvere de ansatte i prosessen slik at samtlige forstår viktigheten av, og gevinsten ved, å implementere bruken av budsjettet. Generelt burde budsjettet inneholde informasjon om salg, markedsføring, kundeservice, utestående kundefordringer/leverandørgjeld, innkjøp, skatt, investeringer med mer. Det er viktig å påpeke at omfanget av inkludert informasjon i budsjettet må tilpasses selskapets operasjonelle drift og nytten informasjonen generer (Sidford, 1997). Budsjettet skal inkludere predikerte innkommende og utgående kontantstrømmer på daglig, månedlig eller kvartalsvis basis, avhengig av behov.

1.3 Definere komponentene

Kun kontantstrømmer skal rapporteres i budsjettet. Modellen kan bidra til at risiko forbundet med eventuelle utenlandske kontantstrømmer styres mer effektivt. Fra en oversikt over forventede kontantstrømmer sortert på ulike valutaer kan organisasjonen indentifisere behov og medfølgende risikomomenter, og handle deretter. Eksempelvis kan organisasjonen oppnå forutsigbarhet ved å redusere risikoen forbundet med valutasvingninger ved å bruke budsjettet som beslutningsgrunnlag for kjøp av terminkontrakter.

1.4 Valg av metode

En analyse av fremtidige kontantstrømmer kan ta mange ulike former, og valg av metode for datainnsamling avhenger av tilgjengelige ressurser. Et enkelt program som Excel kan effektivt benyttes da det er lave kostnader forbundet med innkjøp av programmet og nødvendig opplæring. Det kan også være tilfelle at bedriften kan hente relevant data fra et allerede implementert datasystem i bedriften som Agresso, SAP eller lignende. I enkelte tilfeller kan det egne seg å bruke historiske transaksjoner som prognose for fremtidige kontantstrømmer. Andre metoder kan være et vektet snitt eller simpel regresjon (Sidford, 1997). Uavhengig av valg av metode er det essensielt at tid og innsats nedlagt for å konstruere og kontinuerlig oppdatere likviditetsbudsjettet må veies opp mot direkte gevinst. Budsjettet må kontinuerlig oppdateres etterhvert som ny informasjon om fremtidige kontantstrømmer blir tilgjengelig. Prognosen skal kontinuerlig se fremover og dermed ikke avsluttes ved budsjettets eller årets slutt.

1.5 Analyse av prestasjon og fremtidig forbedring

Det er nyttig å analysere endringer over perioden, gitt av kontantstrømmer og eventuelle vekslingskurser har blitt oppdatert. Det er gjerne timingen som utgjør mesteparten av variasjonen mellom budsjetterte og faktiske kontantstrømmer. Avhengig av størrelsen på involverte beløp kan dette gi store utslag. Ved å identifisere årsaken til variasjonen kan det igangsettes konkrete tiltak slik at fremtidige budsjetter blir mer nøyaktige. Videre kan også en stresstest gjennomføres ved å endre på ulike parameter som avkastning på investerte midler, vekslingsrater, renter, inntekter eller lånekostnader. En slik stresstest kan vise hvordan endringer i variablene virker på budsjettert omsetning.

2. Hypotesen om markedseffisiens

Finansielle markeder er ansett å ha svært høy konkurranse da tusenvis av investorer kontinuerlig søker etter gode kjøp i markedet. Det er således urealistisk å forvente å finne en såkalt "gratis lunch" i finansmarkedet. Påstanden om ingen "gratis lunch" har følger for teorien om effisiente markeder. Teorien bygger på synet om at markedsprisen kun vil endres ved ny tilgjengelig informasjon. Dersom markedseffisienshypotesen stemmer og markedsprisen reflekterer all tilgjengelig informasjon, vil prisendringer som følge av ny informasjon ikke være til hjelp for investorer som søker etter arbitrasjemuligheter. Prisene vil endres umiddelbart etter at ny informasjon blir tilgjengelig i markedet, slik at ingen aktiva forventes å være under- eller overpriset.

3. Flyktninghjelpens egenkapital med eksterne restriksjoner

Egenkapital med eksterne restriksjoner ble samlet inn på NRKs initiativ under TV-aksjonen i 2010 og utgjør 73 millioner NOK. Pengene er øremerket og må forvaltes i henhold til NRKs instruksjer (Norsk rikskringkasting, 2012). Midlene fra TV-aksjonen oppbevares i obligasjonsfond og renter og avkastning tilfaller formålet. Midlene skal brukes innen utgangen av 2017 i tråd med aktiviteter spesifisert i søknaden. All bruk av midlene styres via egne prosjektregnskap og rapporteres årlig til NRKs Innsamlingsråd.