



Ernst Hagen, Gabler

**PORTEFØLJEFOKUS:** Ved å fordele high yield-eksponeringen mellom aksjer og investment grade kan man få samme forventede avkastning med omtrent lik selskapsspesifikk risiko, men nå blir beskatningen lavere dersom det er et aksjeselskap som investerer.

# Null high yield gir økt netto avkastning

High yield – eller høyrenteobligasjoner – blir ofte valgt som alternativ til trygge obligasjoner for å øke avkastningen i en portefølje. Når renten er lav, økes gjerne risikoen for å opprettholde en akseptabel avkastning. På grunn av skattereglene kan det være mer lønnsomt å kutte ut high yield og heller øke aksjeeksponeringen noe. Det kan gi økt risikojustert avkastning etter skatt. High yield kan betraktes som “aksjer light” og korrelerer mer med aksjer enn tradisjonelle obligasjoner innen investment grade på grunn av den selskapsspesifikke risikoen. Selv om high yield ligner noe mer på aksjer enn på obligasjoner, beskattes de som obligasjoner. Avkastningen på norske high yield-fond beskattes årlig, mens aksjefond er skattefrie etter fritaksmodellen når investor er et aksjeselskap. Det favoriserer aksjer fremfor high yield i en portefølje.

High yield har historisk gitt rundt to prosent høyere avkastning enn statsobligasjoner og virker i dag interessant for en investor som får lav rente. Få ønsker å øke aksjeandelen i et høyt priset aksjemarked. Man kan imidlertid spørre: Hvis man er villig til å låne penger til et selskap og få to prosent ekstra, er det fordi man har tro på selskapet? Bør man ikke da være medeier i selskapet, få skattefrie utbytter i stedet for renter – og ta del i oppsiden? Ved obligasjonskjøp i selskapet er oppsiden lik renten, mens nedsiden er hundre prosent som for aksjekjøp.

Et eksempel belyser situasjonen. Det er basert på en portefølje med 50 prosent aksjer, 25 prosent investment grade og 25 prosent high yield. Her er lagt til grunn en renteavkastning på to prosent, risikopremie i high yield på to prosent og fire prosent på aksjer. Det gir 4,14 prosent avkastning etter skatt. For aktiv forvaltning kan avkastningen bli annerledes.

	Avkastning før skatt	Etter skatt
50 % aksjer, 6 % avk.	3,00 %	3,00 %
25 % high yield, 4 % avk.	1,00 %	0,76 %
25 % Investment Grade, 2 % avk.	0,50 %	0,38 %
<b>Sum</b>	<b>4,50 %</b>	<b>4,14 %</b>

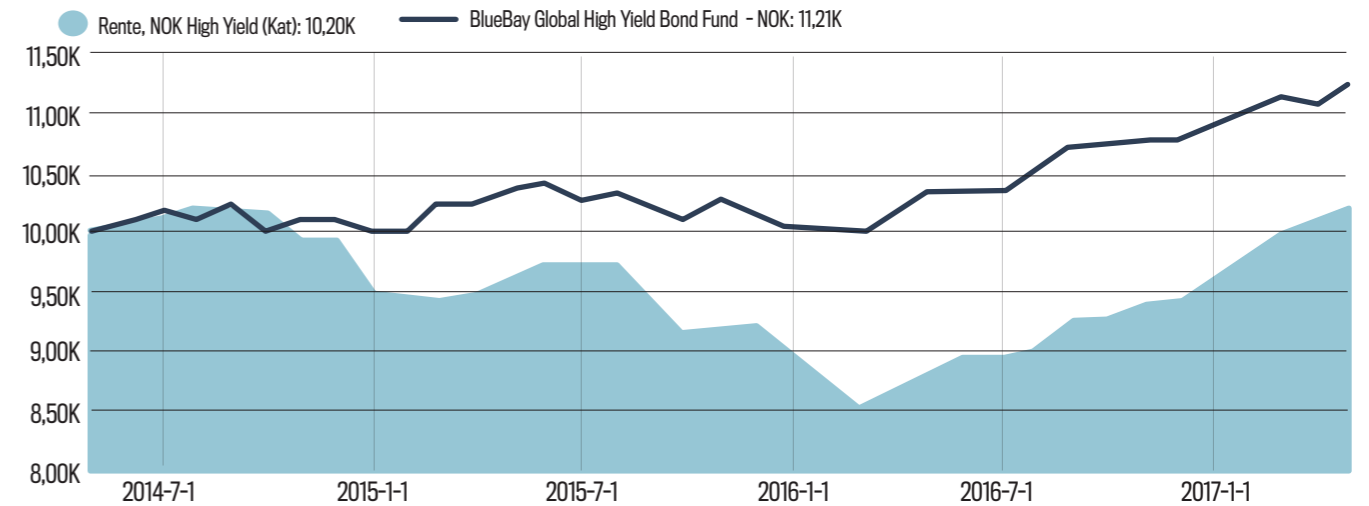
Hvis investeringen i high yield fordeles mellom investment grade og aksjer, vil brutto forventet avkastning bli den samme. Standardavviket vil være på omtrent samme nivå.

	Avkastning før skatt	Etter skatt
62,5% aksjer, 6% avk.	3,75 %	3,75 %
0% high yield		
37,5% Investment Grade, 2% avk.	0,75 %	0,57 %
<b>Sum</b>	<b>4,50 %</b>	<b>4,32 %</b>

Avkastning etter skatt blir nå 4,32 prosent, en økning på 0,18 prosent. Kanskje ikke all verdens forbedring, men vel verdt å ta med seg. Dersom man er opptatt av kostnader, vil en

kombinasjon av aksjefond og investment grade også kunne gi en forbedring. Det som følge av lavere kostnader. High yield-fond har typisk høye forvaltningskostnader på 0,75 prosent, mens investment grade og indeksfond for aksjer kan ligge på 0,25 prosent. Det gir en forbedring i forvaltningskostnadene på 0,5 prosent av high yield-delen, slik at forbedringen kan bli

0,125 prosent for hele porteføljen. Det gir total bedring i avkastning på 0,3 prosent.



**High yield har historisk gitt rundt to prosent høyere avkastning enn statsobligasjoner og virker i dag interessant for en investor som får lav rente.**

## Global high yield

Dersom det skal investeres i high yield, er globale high yield-fond best. Skattereglene er noe annerledes. For norske fond må det betales skatt årlig, mens globale fond er akkumulerte og ikke betaler ut renteinntekten slik som norske. Derfor skal skatt betales ved realisasjon. Det kan gi mange års skatteutsettelse. De norske fondene har dessuten få bransjer å investere i: olje, offshore, shipping og fisk. Et globalt fond har langt flere bransjer å investere i og større risikospredning. Norske fond falt med 20 prosent i snitt etter oljeprisfallet, men har tatt seg opp igjen. En enkel sammenligning mellom et konservativt globalt fond og snittet av norske fond de siste tre år viser forskjellen. (High yield-fond med høyt innslag av amerikanske skifer-

oljeobligasjoner har hatt utvikling som norske high yield-fond).

## Alternative investeringer

Det kan også være en løsning å se på alternativer som har noen av de samme egenskapene som high yield. High yield brukes som alternativ til aksjer for å unngå aksjers fall ved krakk. Høyere avkastning er målet når high yield er alternativ til renter. Long/short aksjefond vil ofte ha en strategi som kan gi en avkastning på nivå med high yield og samtidig ha en viss nedsidebeskyttelse ved store aksjefall. For å få ønsket effekt i en portefølje må det være fond innenfor fritaksmodellen slik at avkastningen blir skattefrie. Det er endel hedgefond som er innenfor UCITS-direktivet og som henverder seg til norske investorer.

## Kutt norsk high yield

På grunn av skatt og tett korrelasjon mellom high yield og aksjer, samt høye kostnader i high yield, kan alternativer vurderes. Høyere aksjedel kombinert med investment grade obligasjoner kan være en løsning. Global high yield med utsatt skatt eller long/short aksjefond innenfor fritaksmetoden er en annen.



**Dersom det skal investeres i high yield, er globale high yield-fond best.**