

Mandag
LEDELSETirsdag
KREDITTOnsdag
FINANSTorsdag
ØKONOMIFredag
TEKNOLOGILørdag
FORSKNING

37



Tele2

” Dette er altså litt av en farse, som har skapt store vinnere og mange tapere. Vinnerne er Tele2, men også Netcom og Telenor

av nettet, som direkte har økt verdien av Tele2 som selskap. Deler av gevinsten skyldes nok også at man gjennom oppkjøpet mest sannsynlig hindrer den sterke konkurransen som ville vært i mobilmarkedet dersom det tredje nettet hadde kommet i drift.

Dette er altså litt av en farse, som har skapt store vinnere og mange tapere. Vinnerne er Tele2, men også Netcom og Telenor. Tåperne er Samferdselsdepartementet og Post- og teletilsynet, men ikke minst norske mobilkunder. De siste har i en årrekke puttet penger i



TRENGER MER TID. Tommy Staahl Gabrielsen, professor ved Universitet i Bergen.

lommene på Tele2s aksjonærer mot en forventning om hardere fremtidig konkurranse i mobilmarkedet med lavere priser. Det blir det mest sannsynlig ikke noe av dersom Konkurransetilsynet godkjenner fusjonen. Så kan en lure på om vi som samfunn i det hele tatt har bruk for et tredje mobilnett. Det som er helt sikkert er at det er svært lite klokt å betale håndverkeren før jobben er gjort.

■ Tommy Staahl Gabrielsen, professor ved Universitet i Bergen og Bergen Center for Competition Law and Economics (BECCLE)

■ ■ ■ Førstkommende mandag arrangerer Finansdepartementet seminar om aktiv forvaltning av Oljefondet. Forventningene til gjennomgåelsen er lavere nå enn for fem år siden.

Systematisk aktiv



**FINANS
HALVOR
HODDEVIK**

På seminaret vil rapporten fra januar i år ved finansprofessorene Andrew Ang, Michael W. Brandt og David F. Denison presenteres. Finansdepartementet skal ha honnør for å bestille disse rapportene. Dette er den andre på fem år.

Aktiv avkastning er altså temaet: den avkastningen forvalter genererer utover referanseindeksen.

Det er vanlig å skille mellom «sann» aktiv avkastning og den som høstes fra såkalte systematiske risikofaktorer. Et eksempel på en systematisk risikofaktor er å kjøpe verdipapirer som er mindre likvide enn andre. Dette skal investor ha betalt for gjennom høyere avkastning i gode år. En forvalter utviser ikke dyktighet ved å skape avkastning på den måten – det er kompensasjon for økt risiko for eiers regning. Slik avkastning kan høstes uten bruk av en «aktiv» forvalter.

Konklusjonene i forrige professorrapport var oppsiktsvekkende: Oljefondet hadde ikke vært et aktivt forvaltet fond. Den meravkastning som var skapt, var resultatet av eksponering mot systematisk risiko.

Professorene foreslo derfor å snu opp ned på forvaltningsprinsippet i fondet: La eksponeringen mot systematisk risiko være resultatet av en bevisst beslutningsprosess hos eier. Det ville fordre nye, mer krevende, referanseindekser, men ville heve listen for forvaltningen og redusere de totale forvaltningskostnadene.

Forvalteren, Norges Bank Investment Management

” Den ubehagelige beregningen er henvist til en lite synlig appendiks. Justert for forvaltningskostnaden er den aktive avkastningen negativ med om lag 0,1 prosentpoeng per år



Finansdepartementet burde la utenlandske investorer få med-investere med Oljefondet, slik at forvalterhonorar kan høstes på utenlandske formuer, skriver artikkelforfatteren. Her Oljefondets leder Yngve Slyngstad. Foto: Hampus Lundgren

(NBIM), svarte at den stort sett ønsket å fortsette som før. Det fikk den. NBIM har imidlertid tatt trusselen om en mer krevende referanseportefølje på alvor og har implementert en egen intern «operativ referanseportefølje». Den innebærer blant annet et konsekvent spill på noen av de mest kjente systematiske risikofaktorene.

NBIM har med andre ord tatt eierskap til den systematiske risikotagningen. Det er problematisk på flere nivåer.

■ For det første bør eier avgjøre slik risikotagning – hvis ikke kan risikotagningen vise seg større enn ønsket, slik vi så i 2008/2009.

■ For det andre bør NBIMs spill på slike faktorer reflekteres i prestasjonsmålet, altså referanseindeksen. Hvis ikke ser forvalteren NBIM dyktigere ut enn den er og vil kreve kompensasjon og makt som står i samsvar med «prestasjonene».

Selv om professorenes beregninger stort sett gir de samme svarene som sist, har professorpipene fått en helt annen låt nå. Plutselig er det å spille på systematiske faktorer blitt aktiv risikotagning. Professorene applauderer NBIMs operative referanseportefølje, hvorved det ikke er eier, men forvalter som tar stilling til systematisk risikotagning.

Professorene velger aktivt å avvike fra det de erkjenner er etablert praksis i akademisk arbeid på feltet, nemlig å risikostjustere den beregnede aktive avkastningen. De mener forvalters oppdrag er å slå indeksen. Da er det tilsynelatende ikke så interessant hvordan han fikk det til – en ganske spesiell holdning all den tid 60 prosent av historisk meravkastning i Oljefondet er systematisk risiko.

La oss holde fast ved anbefalingene fra forrige rapport; at

systematisk risikotagning formuleres gjennom mandatet fra eier, og at forvalters prestasjoner måles justert for den systematiske risiko han har tatt. På dette punkt påstår professorene denne gang, uten dokumentasjon, at det visstnok blir for høy omsetningshastighet på investeringene i Oljefondet dersom eksponeringen mot de systematiske risikofaktorene skulle vært definert av Finansdepartementet via endrede referanseindekser. Underlig.

Videre er det merkelig hvorfor det nå som før utelukkende fokuseres på avkastningsserier eksklusive forvaltningskostnadene. For det norske folk er det nettoavkastning etter forvalterhonorar som betyr noe.

■ Gjennomsnittlig meravkastning utover referanseindeksen er 0,3 prosentpoeng per år.

■ Justert for systematisk risikotagning er meravkastningen null. Denne åpenbart ubehagelige beregningen er påfallende nok henvist til en lite synlig appendiks i rapporten.

■ Justert for forvaltningskostnaden er den aktive avkastningen negativ med om lag 0,1 prosentpoeng per år.

En rasjonell forvalter som klarer å skape meravkastning vil prise sine forvaltnings tjenester slik at nettoavkastning til investor blir marginalt bedre enn hva investor kunne fått uten forvalteren.

Finansdepartementet burde la utenlandske investorer få med-investere med Oljefondet, slik at forvalterhonorar kan høstes på utenlandske formuer. Først da vil aktiv forvaltning av Oljefondet bli verdiskapende for Norge.

■ Halvor Hoddevik, arbeidende styreformann i Rann Rådgivning as