

## Luksusbilene gjør comeback i USA



Amerikansk økonomi har styrket seg. Det slår ut på bilparken.  
**Side 30-31**



### Veddemål for 1000 mrd. i Oljefondet

Halvor Hoddevik har kartlagt Oljefondets aksjerisiko.

**Side 10-13 og 36**

### Ekstremkulde kan stoppe olje i nord

**Side 4-9, 14 og 39**

## Nye vilkår

# blottlegger

## pc og telefon



# Facebook kan se dine ... men selskapet lover at det ikke leser dem

**Side 24-25**

<b>Nøkkeltall</b> Til slutt fredag.	<b>Dollar</b> 7,74 1 øre	<b>Euro</b> 9,12 -2 øre	<b>Pund</b> 11,74 4 øre	<b>100 SEK</b> 96,08 53 øre	<b>Oslo Børs</b> 582,70 1,58 %	<b>Nordsjøolje</b> 47,09 -1,72	<b>Pengemarkedsrente</b> 1,42 0 basispunkt
--	-----------------------------	----------------------------	----------------------------	--------------------------------	-----------------------------------	-----------------------------------	---

VITRA /  
REPOS OG GRAND REPOS  
KJØP EN STOL  
OG FÅ MED  
SKAMMEL



NAVER /  
HELE  
KOLLEKSJONEN

10%



KNOLL INT. /  
TULIP STOL  
SAARINEN BORD\*

\* GJELDER UTVALGTE STOFF OG STR.

15-24%



SALG  
9.1 - 24.1

## SALG PÅ UTVALGTE VARER OG UTSTILLINGSMODELLER

10% RABATT PÅ ALLE VARER TIL ORDINÆR PRIS  
VED KJØP FOR MER ENN KR 20 000,-\*

\* Rabatten får du i form av et gavekort som blir gyldig så fort bestillingen er levert og betalt. Tilbudet gjelder hele januar.

# TANNUM

MØBLER, BELYSNING, SOLSKJERMING, TEPPER & TEKSTILER  
Stortingsgt. 28, 0161 Oslo | 23 11 53 90 | post@tannum.no | www.tannum.no



# Oljefondets veddemål: 1000 mrd.

Oljefondets samlede veddemål i aksjemarkedet var på rundt 1000 milliarder kroner ifjor. Fondet satser aller mest på Blackrock, et amerikansk finansselskap med tette bånd til fondet.

## FINANS

**Morten Bertelsen og Espen Linderud**  
New York/Oslo

**F**or første gang er Oljefondets veddemål i aksjemarkedet kartlagt. Dette er informasjon fondet holder tett om.

Halvor Hoddevik, risikorådgiver og leder av Rann Rådgivning, har krysskjørt fondets aksjeplasseringer ved inngangen til 2014 med referanseindeksen og på den måten funnet ut hvilke aktive aksjevalg Oljefondet har tatt. Totalt sett har fondet posisjoner som avviker fra indeks med cirka 1000 milliarder kroner, ifølge Hoddeviks analyse.

Dette inkluderer avvik som følge av vridning mot såkalte systematiske risikofaktorer og fra aksjeplukking.

### Aktive tap

Summen av de største avvikene fra referanseindeksen er 190 milliarder kroner (se grafikk). Fondet hadde lastet opp med aksjer i flere selskaper som falt kraftig i løpet av fjoråret:

- Tesco, den britiske dagligvarekjeden, falt kraftig etter at det ble kjent at regnskapsbøkene var kokt.

- Olje- og gasselskapet BG Group, som på tampen av fjoråret fikk ny sjef – Helge Lund fra Statoil.

Fondet hadde samtidig redusert beholdningen av enkelte aksjer som gjorde det bra. Markedet sendte Apple-aksjen kraftig opp, noe Oljefondets forvaltere ikke hadde regnet med.

På de største veddemålene tapte Oljefondet syv milliarder kroner på å være overvektet sammenlignet med referanseindeksen. Samtidig gikk fondet glipp av tre milliarder kroner på de største posisjonene det var undervektet i, ifølge DNs beregninger basert på

## Oljefondets største veddemål

Tabellen viser verdien av Oljefondets aksjeplasseringer ved inngangen til 2014 utover det som følger av referanseindeksen, ifølge Halvor Hoddeviks beregninger.

DN har beregnet samlet avkastning i 2014 under forutsetning av at aksjebeholdningen ikke er endret i løpet av året. Dette er en forenkling. Tall i milliarder kroner

### 20 største overvektede posisjoner

Selskap	Verdi	Endring	Verdiendring
Blackrock Inc	20,6	15,4%	3,2
Tesco	11,8	-39,7%	-4,7
BG Group	11,6	-31,8%	-3,7
BMW	7,3	8,4%	0,6
Volvo	7,2	4,6%	0,3
Aflac	7,0	-1,6%	-0,1
Daimler AG	6,8	3,4%	0,2
Linde	6,1	3,4%	0,2
Sprint Corporation	6,0	-61,4%	-3,7
Credit Suisse Group	6,1	-5,5%	-0,3
Prudential	6,0	14,2%	0,9
SCA	5,8	-12,3%	-0,7
BNP Paribas	5,4	-10,4%	-0,6
China Pacific Insurance	5,0	31,2%	1,6
Nestle	5,1	15,0%	0,8
VTB Bank	4,9	-21,0%	-1,0
UBS AG	4,6	-2,1%	-0,1
Fanuc	4,2	4,8%	0,2
Prudential Financial	4,1	0,4%	0,0
BASF	4,0	-6,3%	-0,3
<b>Sum</b>	<b>139,7</b>	<b>-5,2%</b>	<b>-7,2</b>

### 13 største undervektede posisjoner

Selskap	Verdi	Endring	Verdiendring
HSBC	-4,9	-3,2%	0,2
Royal Dutch Shell	-4,5	12,2%	-0,6
Apple Inc.	-5,0	40,0%	-2,0
Exxon Mobil Corporation	-4,8	-6,0%	0,3
Bayer AG	-4,4	12,9%	-0,6
Roche	-4,1	11,4%	-0,5
Banco Santander	-4,2	16,8%	-0,7
Diageo	-3,3	-4,7%	0,2
Vodafone Group	-3,0	-8,0%	0,2
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	-3,3	-7,7%	0,2
Google	-3,3	-5,4%	0,2
BHP Billiton Ltd	-3,2	-17,7%	0,6
Air Liquide	-3,0	12,5%	-0,4
<b>Sum</b>	<b>-50,9</b>	<b>5,6%</b>	<b>-2,9</b>

### Samlet resultat veddemål

Endring (%) er kursutvikling i 2014 justert for utbytte.

Beholdning og tap/gevinst er oppgitt i norske kroner.

2015 DN grafikk/Kilde: Halvor Hoddevik, Bloomberg

Hoddeviks analyse.

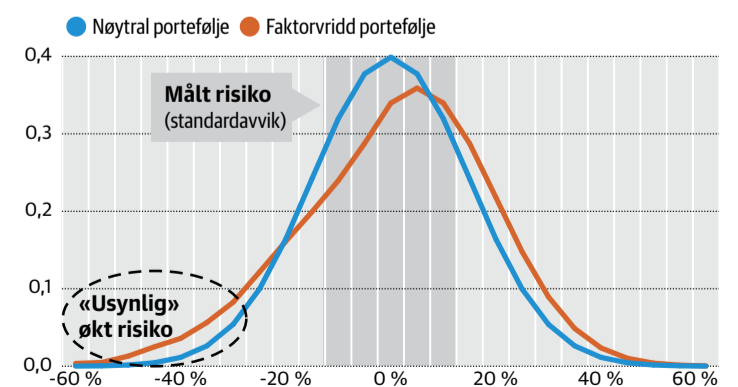
Fasit for aksjeporteføljens avkastning i 2014 kommer ikke før fon-

det legger frem årstallene i februar. Men etter ni måneder er det ikke så mye å rope hurra for:



## Usynlig risiko

Grafene illustrerer hvordan økt risiko først kommer til syne i ekstremisituasjoner med kraftig fall i aksjemarkedet.



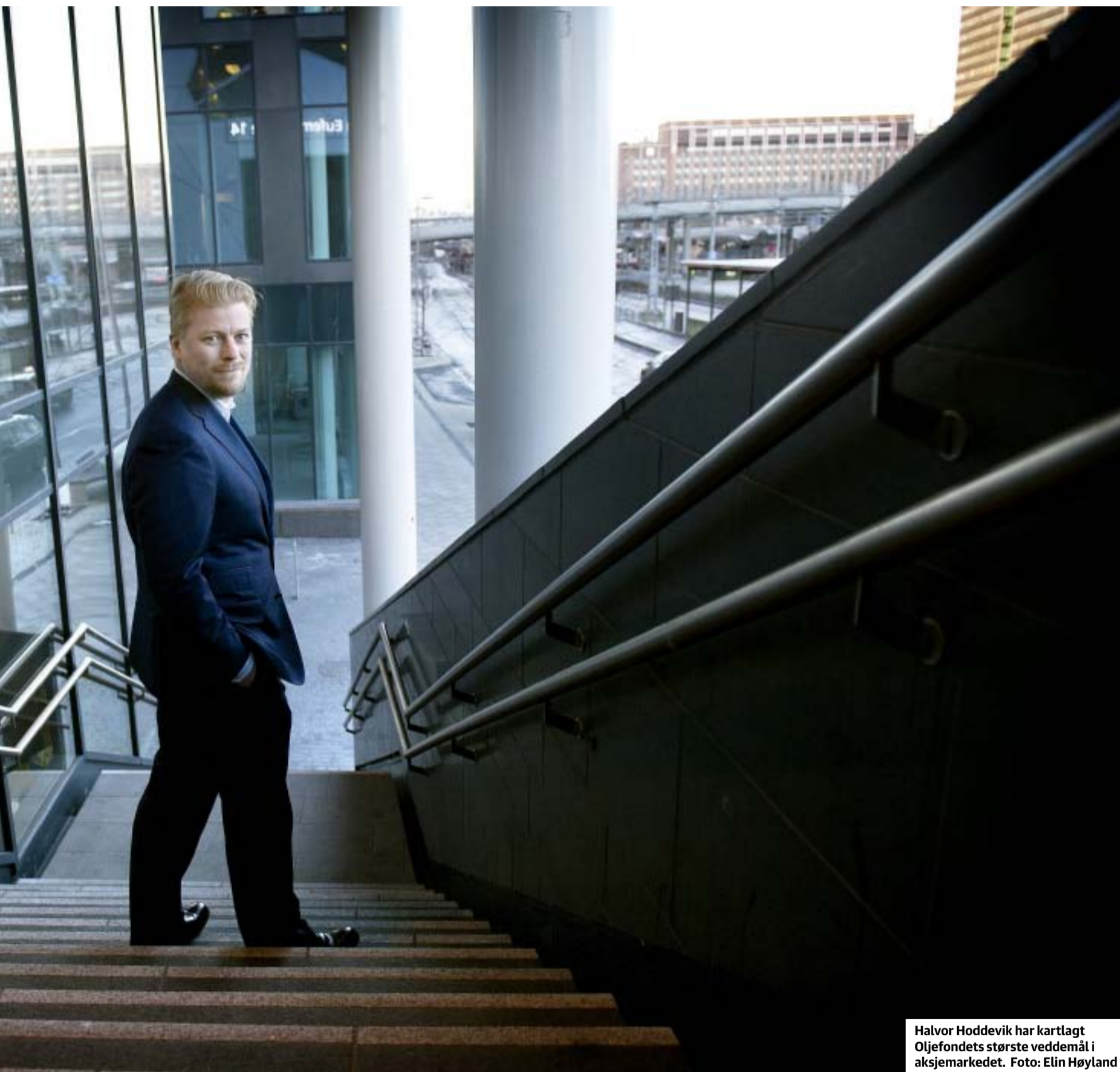
2015 DN grafikk/Kilde: Halvor Hoddevik

Aksjeavkastningen per tredje kvartal var 5,02 prosent, 0,90 prosentpoeng dårligere enn indek-

sen. Det utgjør grovt regnet 30 milliarder kroner.

- 2014 kommer til å bli et dårlig





Halvor Hoddevik har kartlagt Oljefondets største veddemål i aksjemarkedet. Foto: Elin Høyland

år for aksjeporteføljen til Oljefondet, sier Hoddevik, som mener det er en betydelig skjult risiko i aksjeporteføljen.

### Usynlig risiko

Oljefondets aksjeportefølje er eksponert mot flere såkalte systematiske risikofaktorer. Ved å vri porteføljen mot disse risikofaktorene, skal det gi økt avkastning. Eksempler på risikofaktorer er:

- Småelskaper, aksjer med lav markedsverdi.
- Verdiaksjer, aksjer som er lavt priset sammenlignet med bokført egenkapital, lav pris/bok.
- Likviditet, aksjer med lav likviditet.

Hoddevik har funnet ut at Oljefondets eksponering mot både småelskaper og verdiaksjer er svært høy.

- Fondet er ikke i brudd med

### Oljefondet

- Oljefondet er i dag på over 6000 milliarder kroner. Forvaltes av Norges Bank Investment Management (NBIM).
- Fondets aksjeplasseringer var ved inngangen til 2014 på drøyt 3100 milliarder kroner.
- Strategisk fordeling av aksjer, obligasjoner og eiendom er 60, 35 og fem prosent.
- Siden oppstart har fondet en årlig meravkastning på 0,26 prosentpoeng før kostnader.

risikomålet det må holde seg innenfor, men her er det snakk om risikotagning som ikke måles med risikomålet - en slags «usynlig» risiko, sier Hoddevik.

Å ta systematisk risiko fører til bra avkastning i normalår. Men når det først smeller, kan det bli riktig ille.

- Slike aksjer vil falle mer enn andre aksjer. Når det går dårlig, går det gjerne ekstra dårlig.

Det er i slike ekstremtilfeller at disse aksjene kan gi store tap - den såkalte halerisiko er stor. Det er denne halerisiko som er usynlig - før det virkelig smeller.

- Hvis det begrensende risikomålet også hadde tatt hensyn til halerisiko, ville avvikene fra referanseindeksen neppe vært så stort som 1000 milliarder kroner, sier han.

morten.bertelsen@dn.no  
espen.linderud@dn.no

Tette bånd til Blackrock. Se neste side



### Hoddeviks metode

- Oljefondets posisjoner i ca. 8000 aksjer ved inngangen til 2014.
- Knytter posisjonene opp mot elektroniske id-numre på verdipapirer.
- Knytter posisjonene opp mot tilsvarende posisjon angitt ved referanseindeksen FTSE Global All Cap.
- Får dermed identifisert og kartlagt cirka 95 prosent av verdiene i aksjeporteføljen på totalt 3100 milliarder kroner.
- Justerer referanseindeksen FTSE Global All Cap på den måten Finansdepartementets retningslinjer tilsier. Norske og ikke-etiske selskaper er ekskludert, og regionvekter er endret

til å være i tråd med fastsatte vektingsprinsipper, ikke vektet etter markedenes relative størrelser målt i verdi.

- Sammenligner Oljefondets posisjon med den posisjonen den justerte referanseindeksen tilsier, aksje for aksje.
- For å måle faktoreksponeringene, eksempelvis for faktoren «verdsettelse», skilles de 20 prosent høyest og lavest verdsette selskapene ut.
- Så beregnes hvilken overvekt (sammenlignet med referanseindeksen) NBIM har mot de høyest verdsette selskapene og hvilken undervekt NBIM har mot de lavest verdsette selskapene.



# Tette bånd til Blackrock

Oljefondets desidert største veddemål er i det amerikanske finansselskapet Blackrock.

## FINANS

**Morten Bertelsen og Espen Linderud**  
New York/Oslo

Fondet har plassert over 20 milliarder kroner i selskapet utover referanseindeksen, viser Halvor Hoddeviks analyse. Oljefondet har i flere år hatt tette bånd til den amerikanske finansgiganten Blackrock. DN's gjennomgåelse av offentlig dokumentasjon fra Oljefondet viser følgende:

● Siden 2008 har Blackrock plas-

sert penger for Oljefondet som såkalt ekstern forvalter. Forvalterne skiftes ofte ut, men Blackrock har fått fornyet tillit hvert eneste år.

● Siden 2010 har det vært en av fondets aller største aksjeinvesteringer.

● Siden 2013 har det utviklet et nytt handelssystem for fondet.

● Og siden 2014 har det også vært forretningsmotpart. I august ifjor kjøpte Oljefondet et bygg i Paris til nesten 3,5 milliarder kroner. Selger var Blackrock.

- Man kan stille spørsmål om interessekonflikter. En så stor overvekt i Blackrock, som i flere sammenhenger er en viktig motpart, er

tankevekkende, sier Hoddevik.

Det var i 2010 at Oljefondet for alvor gikk inn i børsnoterte Blackrock. Med nesten 35.000 milliarder kroner til forvaltning, regnes selskapet på Manhattan i New York som verdens største formuesforvalter. Oljefondet økte i 2010 eierandelen i Blackrock fra 0,3 til 7,5 prosent, det største kjøpet av aksjer i et enkeltstående år. Oljefondet pleide ikke å ta store posisjoner i enkeltstående selskaper på den tiden. I kun 17 selskaper eide det mer enn fem prosent av aksjene. Eierandelen i Blackrock var fondets tredje største målt i prosent på verdensbasis.

To år senere kom Blackrock også



inn på listen over oljefondets største enkeltinvesteringer målt i kroner. Posten ble verdsatt til 17,8 milliarder kroner ved årsskiftet, fon-

dets syvende største post. Oljefondet hadde da satset nesten like mye penger på Blackrock som i verdens største børsnoterte selskap, det



HELVÅS & SATCHEL  
SATCHEL & SATCHEL



\*RAV4 71\*N Edition 124 hk 2.0 diesel 4WD fra 381 000,- RAV4 71\*N Edition 124 hk 2.0 diesel 2WD fra 345 700,-. Veiledende pris levering Oslo inkludert frakt, levering og registreringskostnader 10 400,-. Årsavgift kommer i tillegg. Tillegg for tinglysning/etableringsgebyr 4 190,-. Forbruk blandet kjøring/utslipp CO2/NOx: RAV4 VVT-i fra 0,72 l/mil, 166 g/km, 13 mg/km RAV4 D-4D fra 0,49 l/mil, 127 g/km, 143 mg/km. Avbildet modell kan ha ekstrautstyr. Med forbehold om trykkfeil.





## » Det er ingen interessekonflikt

**New York/Oslo:** Dette svarer Oljefondet, via sin fungerende kommunikasjonssjef Marthe Skaar: «Vi har ikke noen kommentar til Hoddeviks beregninger og kommentarer om risikostyring.»

«Det er ingen interessekonflikt knyttet til Blackrock. Alle ansatte i NBIM har et ansvar for å drive virksomheten på en profesjonell og etisk måte. Vi tar i bruk ulike tiltak for å identifisere interessekonflikter, samt arbeidssituasjoner som kan gi opphav til interessekonflikter. Vi har operasjonelle rutiner og etterlevelsesrutiner på plass for å håndtere disse konfliktene. I tillegg er kommersielle avtaler med leverandører gjort på en objektiv måte på armlengdes

**Larry Fink er både styreleder og konsernsjef i Blackrock, en ledelsesmodell Oljefondet prinsipielt er imot. Foto: Bloomberg**

avstand uten favorisering. Dette for å sikre at NBIM utfører sine oppgaver med kyndighet og integritet.»

«Når det gjelder vår stemmegivning, er det slik at prinsippet om uavhengige styreledere ikke er et ufravikelig prinsipp, og vi gjør vurderinger i hvert enkelt tilfelle. Et typisk unntak for dette prinsippet kan være når styreleder også er grunnlegger av selskapet og har vist god evne til å skape verdier for aksjonærene. Vi har gjort unntak basert på denne begrunnelsen i flere store selskaper.»

Dagens Næringsliv har også snakket med en av Blackrocks talspersoner, Jonathan Mullen. Mullen ønsket ikke å kommentere saken.

Tar mer risiko enn bestilt, se side 36



amerikanske IT-selskapet Apple. Investeringen steg i verdi. I 2013 var Blackrock den aksjen som bidro nest mest til oljefondets

samlede avkastning. Også i 2014 gjorde Blackrock det skarpt, med en avkastning på over 15 prosent. I dag er Oljefondet nest største

institusjonelle eier i Blackrock. Blackrock ledes av Larry Fink, som er både styreleder og konsernsjef i selskapet. Oljefondet er

prinsipielt motstander av at disse vervene bekles av samme person, men har ikke stemt mot noe forslag på de tre siste generalforsam-

lingene. Det har heller ikke fremmet egne forslag.

redaksjonen@dn.no

## NYHET RAV4 71°N EDITION

I RAV4 vil du oppleve en elegant kombinasjon av SUV-ens kjøreegenskaper og stasjonsvognens plass. Med klasseledende baksete og bagasjeplass. RAV4 har, i tillegg til 2WD, Toyotas legendariske 4WD-system i oppgradert utgave, som gjør at manøvreringen også er ytterligere forbedret. På fjellet, på landet, på motorveien. I snø, regn, sol og slaps.



TOYOTA

ALWAYS A  
BETTER WAY



### 71°N Edition utstyrspakke inkluderer:

- Xenon nærlys
- 18" alu.felger
- Innfellbare sidespeil
- Elektrisk bakluke
- Smart start og låsesystem
- Underrun stylingpakke

# Debatt

debatt@dn.no

## Tar mer risiko enn bestilt

Norges Bank tar høyere risiko med Oljefondets aksjeplasseringer enn det Stortinget har bedt om. En omfattende gjennomgåelse av aksjeporteføljen må til for å avdekke det.

**F**inansdepartementet og Norges Bank Investment Management (NBIM) valgte i 2014 å avvike fra en nøytral markedsportefølje ved plassering av Oljefondets aksjeportefølje. Avvikene som følge av vridning mot systematiske risikofaktorer beløper seg til flere hundre milliarder kroner.

Fondet utsettes dermed for høyere risiko enn den nøytrale markedsporteføljen. Den økte risikoen har gitt høyere avkastning. Hvis prestasjonsmåling ikke justeres for slik risikotagning, fremstår forvaltere - NBIM - som dyktigere enn de er.

Forvaltningen av Oljefondet skjer i to trinn. Den overordnede strategien er formulert av Finansdepartementet og vedtatt av Stortinget. NBIM omsetter strategien i praksis og gis et begrenset «aktivt handlingsrom» i gjennomføringen.

NBIM kan med dette avvike noe fra de posisjoner som departementets sammensetning (referanseporteføljen) innebærer. Dette gir et avkastningsavvik i forhold til referanseporteføljen - det aktive forvaltningsresultatet.

Dersom ambisjonen ikke hadde vært å levere et vesentlig aktivt resultat, kunne NBIMs organisasjon og dermed forvaltningskostnadene vært langt lavere. Det er derfor avgjørende for NBIMs ledelse å skape inntrykk av positive aktive resultater for å berettigg sin egen organisasjonsform og kompensasjonsmodell.

Allerede før praktiske investeringsbeslutninger er tatt av NBIM, har Finansdepartementet tatt betydelige «aktive» valg på vegne av det norske folk. Finansdepartementet har blant annet satt eksponeringen mot europeiske aksjer langt høyere enn hva en nøytral markedsportefølje innebærer. Referanseporteføljen rebalanseres også tilbake til faste andeler i aksjer og obligasjoner med jevne mellomrom.

Når det gjelder NBIMs aktive posisjoner er det etterhvert behørig vist at disse i hovedsak utgjør et spill på såkalte systematiske risikofaktorer. Hva mener vi med det? NBIM har for eksempel konsekvent prioritert (overvektet) småsel-



Yngve Slyngstad, sjef for Oljefondet. Foto: Aleksander Nordahl



En forvalter som vrir investeringene på denne måten, utsetter investeringene for større risiko enn hva oppdragsgiver har bedt om

Halvor Hoddevik, arbeidende styreformann i Rann Rådgivning as

### Finans Halvor Hoddevik



#### Fremgangsmåten

- Oljefondets posisjoner i cirka 8000 aksjer ved inngangen til 2014 er holdt opp mot referanseindeksen - en justert versjon av aksjeindeksen FTSE Global All Cap.
- Systematiske vridninger av porteføljen avdekkes gjennom beregninger med utgangspunkt i kjente risikofaktorer ved aksjeplasseringer: små/store selskaper, «billige»/«dyre» aksjer etc.

skaper og valgt bort (undervektet) store selskaper. Små selskaper anses gjerne som mer risikable enn store selskaper. De er ekstra konjunkturutsatte og følsomme for fall i aksjemarkedene. Videre er likviditeten i

### Vridninger i Oljefondet

Aktive eksponeringer (i forhold til referanseindeksen) mot systematiske risikofaktorer i Oljefondet per 31. desember 2013. Milliarder kroner

Småaksjer	126
Verdiaksjer (Pris/Bok)	100
Verdiaksjer (Pris/Resultat (PE))	8
Høy-beta aksjer	20
Lavrisikoaksjer	-57

2015 DN grafikk / Kilde: Halvor Hoddevik

#### Nøytral markedsportefølje

- Markedsverdivektet portefølje av alle aksjer i verden med verdi over en viss størrelse.
- Markedsverdien er justert med hvor mye av aksjebeholdningen som er fritt omsettelig.

slike aksjer ofte dårlig - en ekstra risikofaktor.

Jeg anslår at Oljefondets aksjeportefølje hadde 126 milliarder (eller 4,3 prosent) for lite av storselskaper eller for mye av småselskaper. Det medfører betydelig økt risiko - en risiko som er prissatt i kapitalmarkedene, men som knapt måles med NBIMs risikobegrep.

Tilsvarende kan forvalter

prioritere såkalte verdiaksjer, selskaper hvor bokført egenkapital er høyere enn dens markedsverdi. Slike selskaper har gjerne falt i kurs og er naturlig mer risikable enn gjennomsnittsselskapet. NBIM synes å ha en overvekt mot slike aksjer på 100 milliarder kroner (3,5 prosent). Også dette en betydelig kilde til økt systematisk risiko, som ikke er tilfredsstillende rapportert.

Forvalter kan prioritere aksjer som beveger seg mer enn referanseporteføljen når denne beveger seg - høy såkalt beta. Finansdepartementets professor-rapporter har avdekket betydelig slik overvekt mot referanseporteføljen, historisk sett. Vi finner imidlertid bare en moderat slik vridning, cirka 20 milliarder (0,7 prosent) i slik beta-overvekt. Forvaltere kan prioritere aksjer som svinger lite i kurs. Slike aksjer er mindre attraktive for risikosøkende investorer, og omsettes derfor med rabatt. Vi estimerer at NBIM overraskende har undervektet Oljefondet med 57 milliarder i slike aksjer (2,0 prosent). Dette er sannsynligvis et utilsikket biprodukt av den store overvekten i små selskaper og verdiaksjer.

En forvalter som konsekvent vrir investeringene på denne måten, utsetter investeringene for større risiko enn hva oppdragsgiver har bedt om. Finansdepartementets mål på den risiko ledelsen i NBIM har utsatt

fondet for, måler knapt dette.

Historisk har slik risikotagning gitt høyere avkastning, men medfører også økt fare for store og varige tap. Forvalter synes å ha levert meravkastning utover den porteføljen oppdragsgiver måler ham mot. Forvalter fremstår som dyktigere enn han har vært, hvilket tjener som argument for høyere lønn, bonus og utvidede investeringsmandater. En slik vridning av investeringene som den NBIM foretar, krever imidlertid ingen stor stab av høyt gadjerte porteføljeforvaltere. I 2013 var lønnskostnadene i NBIM på 709 millioner kroner, som utgjør to millioner per ansatt.

Det er ikke noe galt med slike vridninger. Det må imidlertid være eiers beslutning å avgjøre omfanget av dem, og risiko må måles sannferdig. Eksponeringen må rapporteres, og meravkastningen må elimineres når vi måler hvor flinke forvalterne i NBIM har vært.

Oljefondets aktive finansskriptet i obligasjonsporteføljen for syv år siden skyldtes omfattende risikotagning som ikke ble målt. Nå ser det altså ut til at fondet sitter med en lignende merrisiko i aksjer.

Halvor Hoddevik, arbeidende styreformann i Rann Rådgivning as

Se også side 10-12



Gjestekommentar  
- finans



Finn Øystein Berg



Halvor Hoddevik



Trude Myklebust



Trym Riksen



Espen Sirnes



Kristoffer Stensrud