

DN

Dagens Næringsliv

Onsdag 11. mars 2015

UKE 11 NR. 59 - Årg. 126

Løssalg kr. 35

234.000 lesere hver dag



Har tapt 700 mill.

Bjørn Kjos' Norwegian-aksjer har krympet i verdi siden toppnoteringen i januar. **Side 4-8**

Mener Oljefondet spiller lotto

Side 3, 14 og 15

Privat



Plastfølelsen er borte

Suv-utfordrer Subaru Outback er blitt mer hel ved. **Side 26-27**

Fikk 500 mill. for denne **Side 11**



Gir opp sparekontoen

Flykter til fond

Lei lav rente: Marte Haugen Søvik (35) setter alle sparepengene i aksjefond. Elendig innskuddsrente gir bankene et rush av nye fondskunder. **Side 22-24**

Foto: Mikaela Berg

Nøkkeltall

Klokken 17:10



Dollar

8,09

16 øre



Euro

8,67

6 øre



Pund

12,21

22 øre



100 SEK

94,58

115 øre



Oslo Børs

603,50

-1,75 %



Nordsjølje

56,87

-2,68



Pengemarkedsrente

1,33

-3 basispunkter

MINI MBA

Probana Business School's Mini MBA gir deg oppdatert kunnskap, et forretningsmessig løft og øker din kompetanse innenfor sentrale ledelsesområder som strategi, organisasjon, kommunikasjon og markedsforståelse.

Vår Mini MBA er basert på e-læring og kombineres med fleksible, inspirerende og nettverksskapende kursdager i Oslo, Bergen og Stavanger. Du vil sammen med andre ledere fra din region møte kunnskapsrike undervisere og foredragsholdere som alle har erfaring og viten om ledelse, strategi, psykologi, kommunikasjon og HR.

SPESIALTILBUD

Ved påmelding innen 12. april 2015 kan du som leser av Dagens Næringsliv benytte deg av vårt eksklusive tilbud.

Betal kun 25.000 kr (ordinær pris 40.000 kr) ved henvisning til denne annonse, og benytt koden DN2015.

KURSSTART

januar / mars
mai / august
oktober / november

MELD DEG PÅ VÅR MINI MBA

Hjemmeside: www.probana.no
E-post: probana@probana.no
Tlf: +47 21 08 48 86



PROBANA™
Business School



7 026780 000019

Kriseavkastning i et normalår

En sniktitt på Oljefondets aktive aksjeavkastning viser at 2014 var det nest dårligste året hittil – bare kriseåret 2008 er verre. Meget bekymringsfullt.

Fredag 13. er visstnok en ulykkesdag. Yngve Slyngstad behøver imidlertid ikke være overtroisk for å vente en dårlig fredag 13. mars i år. Da legger nemlig Norges Bank Investment Management (NBIM) frem årsresultatet for Oljefondet. Jeg venter en historie om et historisk dårlig år for NBIMs aksjeforvaltning – til tross for at globale aksjer leverte helt ordinære åtte-ni prosent avkastning.

Etter en detaljert analyse av NBIMs posisjoner i Oljefondets aksjeportefølje ved inngangen til 2014 drister jeg meg til et estimat på hvilken aktiv avkastning fondet kan ventes å levere på aksjeporteføljen for 2014.

Jeg estimerer at NBIM kommer til å rapportere en aksjeavkastning på mellom 0,8 og 0,9 prosentpoeng dårligere enn om Finansdepartementets veldokumenterte strategiske valg hadde vært fulgt. I et normalår for aksjer er dette meget bekymringsfullt.

Har jeg rett er sannheten egentlig enda verre, for jeg har antatt at NBIM har tjent 0,1 prosentpoeng ved å låne ut aksjer i løpet av året. Dette utgjør en nærmest risikofri inntekt, som er stor nok til å dekke forvaltningskostnadene for hele fondet.

Det dårlige resultatet følger av de tilfeldige veddemålene NBIM har valgt å ta på vegne av det norske folk. Dersom Norges Bank i stedet hadde fulgt de åpne retningslinjene gitt av Finansdepartementet, ville vi hatt over 25 milliarder mer til skole, sykehus og annet. I tillegg kommer forvaltningskostnadene som hasardspillet medfører.

Sektormessig kom de største tapene i telekom, helse og konsumenttjenester. I disse sektorene tapte NBIM 23 milliarder kroner. Skandaleinvesteringen Tesco er blant disse.

NBIM må være over gjennomsnittlig bilinteressert. Ikke bare gjennomførte det i 2012 den famøse Formel 1-investeringen. I 2014 prioriterte man også bilindustrien, som er en undergruppe under kryptonomet konsumvarer, med 18 milliarder kroner i overvekt. Bilinteressen leverte imidlertid ingen vesentlig meravkastning.

Med en enorm overvekt mot

Finans Halvor Hoddevik



Europa veddet NBIM regionmessig mot Amerika og tapte 20 milliarder på det.

Et sentralt spørsmål er hvorvidt den dårlige aktive avkastningen skyldes vridning mot systematiske risikofaktorer eller tilfeldige veddemål. Vi må skille systematisk risikotagning fra lotteri. Det første kan tilgis, det andre er bare nok en bekreftelse på at NBIMs spekulative veddemål ikke lønner seg. Jeg har tidligere vist at overeksponeringen mot småselskaper eller undereksponeringen mot storselskaper var den dominerende systematiske risikofaktoren i 2014. La oss se nærmere på den.

Småselskaper er dessverre små. En stor aktør som Oljefondet kan vanskelig ta betydningsfulle veddemål i disse. Undervektning av de store og overvektning av de mellomstore er derfor alternativet.

Uttrykker vi NBIMs posisjon i hver enkelt aksje i prosent av Finansdepartementets handleliste, ser vi tydelig at store selskaper er prioritert ned og små og mellomstore selskaper opp.

La oss nå anta at vi i stedet for å benytte NBIMs forvalterteam til å ta denne eksponeringen, kun tar posisjoner i henhold til linjen som indikerer NBIMs



Et sentralt spørsmål er hvorvidt Oljefondets dårlige aktive avkastning skyldes vridning mot systematiske risikofaktorer eller tilfeldige veddemål. Her oljefondsjeff Yngve Slyngstad. Foto: Aleksander Nordahl

«gjennomsnittsposisjon». Tiltaket er høyst sannsynlig tilstrekkelig for å høste den aktuelle risikopremien. Dette blir som å endre referanseporteføljen til å reflektere en systematisk vridning bort fra storselskaper. En slik vridning bør følge av eiers, ikke forvalters, beslutning.

2014 var et dårlig år for småselskapsinvestorer. Dette var

imidlertid primært fordi storselskaperne gjorde det godt. NBIM har derfor tapt rundt 18 milliarder på undervektningen av storselskaper. Tapet er i stor grad gjenvunnet ved eksponeringen mot mellomstore selskaper.

Tilsammen er 30 milliarder kroner tapt, før inntekt fra utlån av aksjer.

Av de 30 milliardene er bare

drøye fem henførbare til den systematiske vridningen bort fra storselskaper. Resten, drøye 24 milliarder, skyldes tap på kasinoet eller andre systematiske faktorer som jeg her ikke har analysert. 20 av disse milliardene er blant de 30 største enkeltveddemålene.

Rammene for tilfeldig aksjeplukking og spekulative veddemål bør ihvertfall ikke utvides.

Det eneste mulige lyspunktet i denne historien er om NBIM kan rapportere at administrasjonskostnadene i form av forvalterbonus var svært lave for 2014. Men det er vel for mye å håpe på.

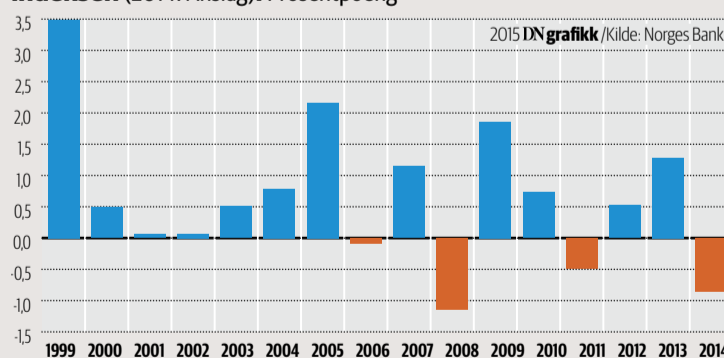
Halvor Hoddevik, arbeidende styreleder i Rann Rådgivning as

Se flere innlegg
Side 34-35

Se også
Side 14-15

Dårlig aksjeår

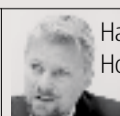
Oljefondets aksjeportefølje sammenlignet med referanseindeksen (2014: Anslag). Prosentpoeng



Gjestekommentar – finans



Finn Øystein Bergh



Halvor Hoddevik



Trude Myklebust



Trym Riksen



Espen Sirnes



Kristoffer Stensrud

Debattansvarlig: Vidar Ivarsen **Telefon:** 22 00 10 59 **Sentralbord:** 22 00 10 00 **Epost:** debatt@dn.no **Telefaks:** 22 00 11 10

Hovedinnlegg/kronikk: Maks 4500 tegn inklusive mellomrom **Underinnlegg/replikk:** Maks 1500 tegn (ca. 250 ord) **Legg ved portrettfoto.**

Alt stoff som leveres til Dagens Næringsliv, må produseres i henhold til Vær varsom-plakaten. Dagens Næringsliv betinger seg retten til å lagre og utgi alt stoff i avisen i elektronisk form, også gjennom samarbeidspartnere. Redaksjonen forbeholder seg retten til å forkorte innsendte manuskripter. Debattinnlegg honoreres ikke.

Aksjebom for Oljefond

Oljefondet har lagt bak seg sitt svakeste aksjeår siden finanskrisen, ifølge risikoekspert Halvor Hoddevik.

Halvor Hoddevik har beregnet Oljefondets aksjeavkastning i 2014, og er betenkt over det han har funnet. Foto: Elin Høyland

FINANS

Espen Linderud
Oslo

Fredag denne uken legger Oljefondet frem resultatet for 2014. Det vil ikke være noe å juble for, ifølge Halvor Hoddevik i Rann Rådgivning.

Hoddevik har beregnet avkastningen for fondets aksjeportefølje sammenlignet med referanseindeksen det måles mot. Beregningene viser at porteføljen har en avkastning som er mellom 0,80 og 0,90 prosentpoeng dårligere enn indeksen som er fastsatt av Finansdepartementet. Denne er en «handlleliste» med aksjer som fondet tar utgangspunkt i. Dersom fondet hadde holdt seg til denne listen, ville det sisset igjen med over 25 milliarder kroner mer, skriver Hoddevik i et innlegg i DN (se side 3).

«Rene spekulative posisjoner»

Oljefondet har siden oppstart i 1998 bare hatt fire år der det ikke har slått indeksen. 2014-aksjeavkastningen er fondets nest dårligste resultat, bare slått av finanskrisetåret 2008.

- Oljefondet ble unnskyldt i 2008 på grunn av ekstreme markedsforhold. Nå har det vært et normalår for aksjer globalt, og tapet sammenlignet med indeks er nesten like stort. Det er meget bekymringsfullt når det skjer i et normalår, sier Hoddevik.

Per tredje kvartal hadde Oljefondets aksjeportefølje en avkastning som var 0,90 prosentpoeng svakere enn indeks.

Hoddevik presiserer at han kommer med et anslag som ikke vil treffe 100 prosent, på grunn av noen feilkilder, blant annet porteføljeendring i løpet av året.



Norges Bank Investment Management (NBIM), som forvalter Oljefondet, tar enkelte store veddemål, det vil si at det eier mye mer eller mindre av en aksje enn referanseindeksen tilsier. Det er de store veddemålene som ifølge Hoddevik forklarer den svake aksjeavkastningen.

Den britiske dagligvarekjeden Tesco, som er rammet av en rekke skandaler, bidrar mest i negativ retning. Fondet har kjøpt seg opp i Tesco i 2014.

- Det er de veldig store veddemålene som genererer store tap. Det er rene spekulative posisjoner, sier Hoddevik.

Han har også sjekket hvorvidt den dårlige avkastningen skyldes fondets eksponering mot enkelte risikofaktorer, som småselskaper. Småselskaper har en tendens til å gjøre det bedre enn store selskaper, og ved å vri porteføljen mot småselskaper kan en forvalter høste meravkastning.

- Hvis Oljefondet hadde gjort det dårlig fordi småselskapene underpresterer, så hadde det kanskje vært akseptabelt. Men tapet oppstår fordi NBIM har spilt lotto, sier Hoddevik.

Han mener fondet bør eksponeres mot kjente risikofaktorer - som småselskaper - for å høste ekstra-

gevinst, noe fondet også gjør, men at rene aksjeveddemål er noe fondet bør slutte med. Vridningen mot slike faktorer bør bestemmes av et uavhengig styre nedsatt av Finansdepartementet, ikke NBIM selv.

Etterlyser informasjon

Hoddevik har videre sett på i hvilke sektorer Oljefondet har mer eller mindre aksjer enn det referanseindeksen tilsier og hvordan dette har bidratt til avkastningen. Helse, telekom og konsumvarer har bidratt negativt, mens finans har bidratt positivt. Den amerikanske fondsforvalteren Blackrock er største bidragsyter. Blackrock er

forøvrig også en av fondets eksterne forvaltere, og de to forvalterne samarbeider om handelsplattform og har vært motpart i en eiendomshandel.

Oljefondet hadde også en betydelig overvekt av europeiske aksjer, og ifølge beregningene var ikke det særlig lurt.

Når Oljefondet legger frem resultater, opplyser det ikke om eksponering i de ulike sektorene og regionene sammenlignet med indeksen.

- NBIM burde opplyse om dette, sier Halvor Hoddevik.

espen.linderud@dn.no



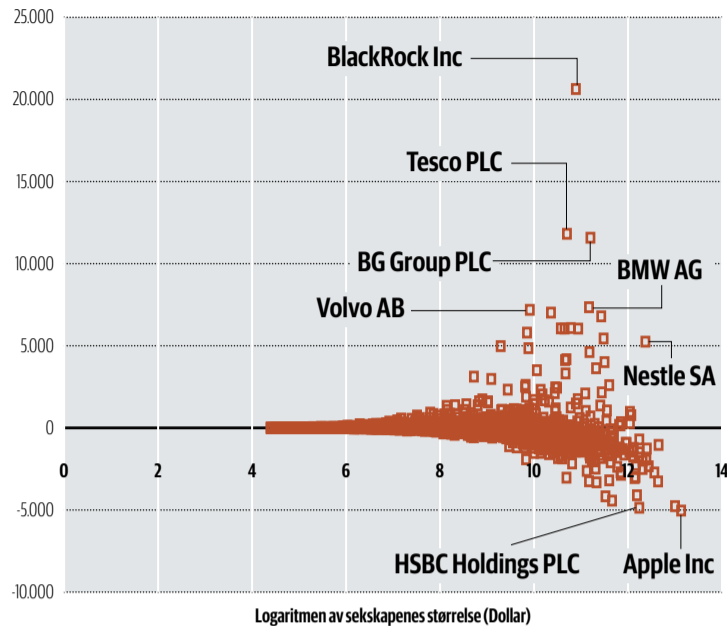
Visste du at du kan lese DN eAvis gratis når du bestiller Oslo Taxi?

DN Dagens Næringsliv

et

Oljefondets største veddemål

Avvikene i aksjeinvesteringene i Oljefondet i forhold til referanseindeksen. Millioner kroner



2015 DN grafikk / Kilde: Rann Rådgivning

Aksjeforvaltningens resultat

Tabellen viser hvor mye Oljefondet har plassert i sektorer og regioner sammenlignet med referanseindeksen og hvor mye de respektive sektorer og regioner har bidratt til avkastningen sammenlignet med indeks. Milliarder kroner.

Sektor	Posisjon	Avkastning	Bidrag til relativ avkastning i bp*
Helse	-28,2	-7,9	-25
Teknologi	-20,1	-5,1	-16
Olje og gass	-15,2	-1,6	-5
Telekom	-12,7	-8,1	-26
Materialer	-2,9	-1,5	-5
Energi	-1,7	-0,4	-1
Konsumenttjenester	3,4	-6,9	-22
Industri	11,4	-1,4	-4
Konsumvarer	12,4	-1,6	-5
Finans	13,8	4,4	14
Sum		-29,8	-95
Inntekt fra utlån av aksjer		3,1	10
Netto		-26,7	-85

Region	Posisjon	Avkastning	Bidrag til relativ avkastning i bp*
Amerika	-81,9	-20,3	-65
Europa	70,0	-14,1	-45
Resten av verden	-28,0	4,6	15
Sum		-29,8	-95
Inntekt fra utlån av aksjer		3,1	10
Netto		-26,7	-85

Faktor	Avkastning	Bidrag til relativ avkastning i bp*
Sum størrelsesbetenget systematisk avkastning	-5,2	-16,7
Tilfeldige veddemål	-24,6	-79
Sum	-29,8	-95
Inntekt fra utlån av aksjer	3,1	10
Netto	-26,7	-85

*Basispunkter, 1 basispunkt=0,01 prosentpoeng

2015 DN grafikk // Kilde: Rann Rådgivning

Oljefondet

- Er på over 6500 milliarder kroner, fordelt på aksjer (60 prosent), obligasjoner (39 prosent) og eiendom (én prosent).
- Forvaltes av Norges Bank Investment Management (NBIM).
- Har siden oppstart oppnådd en årlig gjennomsnittlig avkastning på 5,75 prosent - 0,26 prosentpoeng mer enn referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet.

Misfornøyd med avkastningen

Oslo: Oljefondet er ikke fornøyd med 2014-avkastningen:

«Som forvalter av et stort fond med langsiktig investeringshorisont måles vi på om vi oppnår meravkastning over tid. Historien så langt viser en meravkastning siden fondets oppstart på 0,25 prosentpoeng sammenlignet med fondets referanseindeks. En må forvente at den

relative avkastningen vil svinge fra år til år. Som forvalter streber vi alltid etter å oppnå gode resultater, og vi er ikke fornøyd med den relative avkastningen for 2014. Det er likevel verdt å minne om at en kun skal ett år tilbake for å finne et år med en meravkastning på nær 100 basispunkter, som vi hadde i 2013. Vi reagerer forøvrig på betegnelsen av Norges Banks forvaltning av fondet som hasardspill og kasino. Forvaltningen gjennomføres på en

forsvarlig måte, innenfor de rammer som er fastsatt i mandatet fra Finansdepartementet. Vi vil i vår årsrapport for 2014 som legges frem på fredag forklare mer av bakgrunnen for resultatene. Jeg kan derfor ikke gå i detaljer nå, men kan si at det er langsiktige strategiske valg knyttet til regionfordeling og varighet på obligasjoner som er hovedårsaken til det relative resultatet ifjor,» skriver fungerende kommunikasjonssjef i fondet, Marthe Skaar.

Les Hoddeviks innlegg på side 3



MOBIL BEDRIFT

Med nye Mobil Bedrift vil dere alltid kunne gi profesjonell oppfølging av bedriftens nye og eksisterende kunder, samtidig som de ansatte får jobben gjort. Dette sikres med tjenester som er enkle i bruk og tilgjengelige på alle plattformer - der det passer best for dere.

NOEN AV NYHETENE I MOBIL BEDRIFT



Tilpasset grensesnitt: Våre web-baserte løsninger er tilgjengelige på mobil, nettbrett og desktop. Du kan enkelt betjene bedriftens sentralbord, administrere abonnement, tjenester og personlige brukeropsett.



KØSTATUS OG VISNING AV ANTALL INNLOGGEDE

Alle ansatte får full oversikt over kollegaers tilgjengelighet. Enten de er i møte, på telefonen eller på ferie. I sentralbordet vil du ut fra status på trafikk og innloggede brukere, kunne tilpasse en riktig bemanning som ivaretar deres kunder.



SAMTALEHISTORIKK

I vårt web-sentralbord får du informasjon om hvem innringer snakket med sist og kan enkelt sette samtalen over til rett person.



OPPFØLGING AV UBESVARTE ANROP

Med vår løsning for oppfølging av ubesvarte anrop går ingen ordrer tapt, verken i eller utenom bedriftens åpningstider. Oppfølging og status er satt bedre i system og er synlig for alle som betjener web-sentralbordet.



SMS-MALER

Enda enklere bruk av SMS effektiviserer kommunikasjonen mot bedriftens kunder, ansatte og samarbeidspartnere.

Les mer om Mobil Bedrift på networknorway.no

**network
norway™**