

Mandag 22. juni 2015

UKE 26 NR. 140 - Årg. 126

Løssalg kr. 35

234.000 lesere hver dag



Ine Jansen (til venstre) og **Pia Tjelta** skal gjøre norske sjefer bedre.

Side 12-13

Skuespillere kurser ledere

Sure sjefer smitter

«Sjefer gjør lurt i å forstå hvordan de virker på mennesker rundt seg»

Endelig mandag, **Eva Grinde**

Side 15



Kritiske finanseksperter:

Slakter Oljefondets spekulasjoner

Beregner årlig tap på ni mrd.

Milliardstrid: Oljefondets spekulative veddemål innebærer et årlig tap på ni milliarder kroner, ifølge risikoekspertene Richard Priestley (til venstre) og Halvor Hoddevik. - Vi er fundamentalt uenige, svarer Oljefondets risikodirektør Dag Huse. **Side 3-6**

Bonnier vurderer bud på svensk Schibsted-avis Side 28-29

Ny Tidal-sjef ute etter tre måneder Side 30

Nøkkeltall 19. juni klokken 17.00

Dollar	7,80	4 øre	Euro	8,83	-1 øre	Pund	12,38	6 øre	100 SEK	95,76	20 øre	Oslo Børs	632,23	0,57%	Nordsjøolje	62,77	-1,30	Pengemarkedsrente	1,32	0 basispunkter
--------	------	-------	------	------	--------	------	-------	-------	---------	-------	--------	-----------	--------	-------	-------------	-------	-------	-------------------	------	----------------

KOMMUNIKASJON ER OLJEN I MASKINERIE

Oljebransjens største aktører krever kommunikasjonsløsninger som fungerer. Alltid. Derfor har de valgt TDC.

Get

Get og TDC samler kreftene i ett konsern. Sammen skal vi tilby innovative og gode løsninger, hjemme og på jobb.

TDC

7 026780 000019

Foto: Hampus Lundgren

Verdiødeleggende forvaltning

NBIMs spekulative veddemål i Oljefondets aksjeportefølje har vært verdiødeleggende – i et omfang tilsvarende ni milliarder kroner årlig med dagens fond.

Kronikk
Halvor
Hoddevik og
Richard
Priestley



NBIM har fattet tapsbringende investeringsbeslutninger og dessuten presentert statistikk som indikerer at de har skapt verdier når velkjent og allment akseptert metode for prestasjonsmåling viser det motsatte, skriver kronikkforfatterne. Her administrerende direktør Yngve Slyngstad. Foto: Fredrik Bjerknes

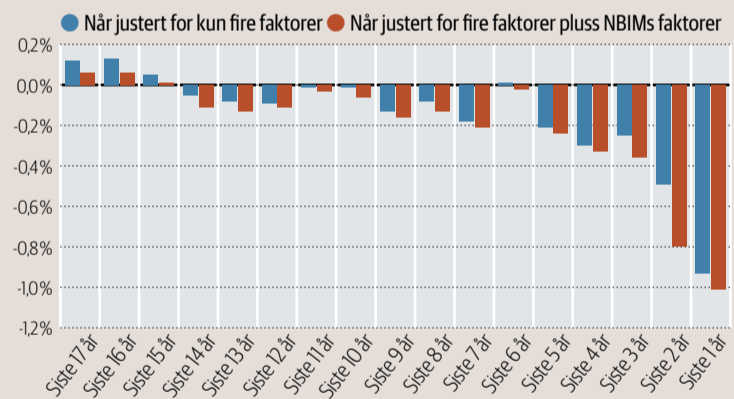
Norges Bank Investment Management (NBIM) påstår at veddemålene de har tatt i forvaltningen av Oljefondet har skapt betydelige verdier for det norske folk. Svake resultater i obligasjonsporteføljen har vanskeliggjort historiefortellingen. Aksjeporteføljen, NBIMs juvel, fremstilles imidlertid som et ubestridelig eksempel på vellykkede veddemål. Etter mye diskusjon i DN påsto NBIM nylig at de på risikostøttet basis siden starten i 1998 har levert meravkastning på 0,52 prosent per år på aksjeporteføljen i forhold til om de hadde fulgt Finansdepartementets strategiske retningslinjer (referanseporteføljen). De siste ti år påstås 0,33 prosent meravkastning å være levert. Oppsiktsvekkende i lys av at åpne, faglige analyser viser at dette svært sjelden er tilfelle.

NBIM har eksponert Oljefondet mot såkalte systematiske risikofaktorer. Slik risikotagning innebærer eksempelvis underinvestering i storselskaper. De eneste relevante prestasjonsmåler for NBIM justerer for slik risikotagning. Justeringen er nødvendig for å identifisere hvorvidt NBIM skaper verdi fra aksje-, bransje- og regionseleksjon, samt eventuell tidsvarierende eksponering mot systematiske risikofaktorer. Det er da avgjørende at risikofaktorene man justerer for er veletablerte systematiske faktorer som er allment anerkjent som nettopp det.

Sammenlignet med det mest anerkjente utvalgte faktorer

Oljefondets aksjeportefølje i minus

Aksjeporteføljens avkastning utover referanseindeksen justert for systematiske risikofaktorer. Kostnader og inntekter ved utlån av aksjer er trukket fra.



2015 DN grafikk/Kilde: Rann Rådgivning as

utelater NBIM minst én viktig faktor (momentum), og inkluderer to faktorer som ikke er veletablert (fremvoksende markeder og lav volatilitet). Det viser seg at NBIM i vesentlig grad har spilt på aksjer som steg i forrige periode – en velkjent faktor. Hensyntatt dette faller målt meravkastning vesentlig.

Under like forutsetninger greier vi ikke å gjenskape NBIMs resultater – bekymringsverdig. Vi har derfor gjort vår egen beregning. Vi tar utgangspunkt i en standardmodell for risikostøttet prestasjonsmåling. Det er imidlertid ikke enkelt fordi NBIM ikke oppgir avkastningstall i annet enn fondets valutakurv. En evaluering som denne må gjøres i samme valuta som de aktuelle

risikofaktorene. Vi har lagt betydelige ressurser i å gjenskape Oljefondets avkastningstall i dollar slik at risikostøttet meravkastning kan måles presist.

I tillegg til justering for vridning mot systematiske risikofaktorer trekker vi fra forvaltningskostnader og inntekter fra utlån av aksjer, en tilnærmet risikofri inntekt. Forvaltningskostnadene har vært 0,09 prosent per år. Vi legger til grunn 0,10 prosent i årlig inntekt fra utlån av aksjer.

Netto meravkastning er negativ i så godt som alle perioder unntatt de som inkluderer fondets to første år hvor den er tett på null når alle faktorer er inkludert.

Analysen viser estimater som

løper fra angitt år frem til utgangen av 2014. Gitt hvordan 1998 og 1999 står ut fra resten av historikken hadde det vært interessant å vite mer om avkastningen i disse to årene. Vårt kostnadsestimat er lavt fordi det er et gjennomsnitt over hele fondet. Egentlig bør den spekulative delen av forvaltningen vurderes særskilt. Det hadde vært interessant å vite hva kostnadene og meravkastningen knyttet til de strengt spekulative forvaltningsgrenene av Oljefondet er. Med dette tenker vi på sektorstrategier, store enkeltveddemål og eksterne forvaltere. Eksempelvis er totalt 10–11 milliarder kroner betalt til eksterne forvaltere siden oppstart av fondet. Hvilken risikostøttet meravkastning har disse levert på de midlene de har rådet over?

Vi finner at den spekulative delen av forvaltningen er verdiødeleggende når justert for den risiko NBIM utsetter Oljefondet for. Ved utgangen av første kvartal 2015 var knappe 4400 milliarder kroner plassert i aksjer. Et netto tap på 0,2% per år fra spekulative veddemål utgjør 9 milliarder kroner mindre hvert år til sykehus, pensjoner, skole og annet.

De ansvarlige for dette er i første rekke ledelsen i NBIM. De har fattet tapsbringende investeringsbeslutninger og dessuten presentert statistikk som indikerer at de har skapt verdier når velkjent og allment akseptert metode for prestasjonsmåling viser det motsatte. Dernest er styret i Norges Bank og i siste instans Finansdeparte-

Metoden

- Vi har benyttet de såkalte Fama/French/Carhart-faktorene: referanseindeksen selv, størrelse, pris/bok og momentum.
- NBIM har valgt å benytte et annet sett av faktorer, inklusive faktorer for fremvoksende markeder og lav volatilitet. Gitt at NBIM aktivt forsøker å høste risikopremier knyttet til disse faktorene er det forståelig (selv om den ene artikkelforfatteren har identifisert i DN at volatilitetsfaktoren ikke var vesentlig ved inngangen til 2014).
- Vi har derfor gjort en analyse med NBIM-faktorene. Da fremstår NBIMs prestasjon som enda verre. I 14 av 17 perioder er netto meravkastning negativ, og den er mer negativ i absolutt forstand enn i vår primæranalyse.
- All avkastning er i amerikanske dollar. Internasjonale faktorer for størrelse, pris/bok og momentum er hentet fra Kenneth R. Frenchs hjemmeside. Fondets og referanseindeksens avkastning er basert på NBIMs rapporterte tall, men omarbeidet til å være basert i USD. Fremvoksende markeder er fra MSCI. Serier for volatilitet er egenutviklet basert på S & P 500.

mentet ansvarlige, som har latt dette passere, år etter år, uten å innsette personer med kompetanse, incentiver og ressurser til å gi en grundig og sannferdig fremstilling av den finansielle risikoen knyttet til fondsforvaltningen.

Halvor Hoddevik, arbeidende styreformann i Rann Rådgivning, og **Richard Priestley**, professor ved Handelshøyskolen BI

Se også side 4-6

Mer debatt på side 22-23

Ut av kull - inn i ren energi
Kjell Roland

Tre grunner til å tvile
Øyvind Kvalnes

«Takk for at du flyr Widerøe»
Kai A. Olsen

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.

Oljefondet får stryk for veddemål



Oljefondets veddemål i aksjemarkedet er en flopp, viser en analyse. Oljefondets egen analyse viser det stikk motsatte.

FINANS

Espen Linderud
Oslo

Yngve Slyngstad haster ut fra konferansesalen på Hotel Bristol i Oslo sentrum, der oljefonds-sjefen har snakket for en forsamling av dress- og draktkledde representanter for europeiske børser.

- We love stock exchanges, lød budskapet.

Nå småløper han ned trappene.

- Den oppdaterte analysen dere har laget, er gal, hva sier du til det?

- Nå er vi i spa-avdelingen, sier Marthe Skaar, fungerende kommunikasjonssjef.

Slyngstad har ikke tenkt seg inn dit:

- Hvordan kommer vi ut?

- Hvasier du til at analysen er feil?

- Det er et lengre tema enn det som egner seg i en trapp, sier Slyngstad, som endelig har funnet veien ned trappen som fører til resepsjonen.

Tror ikke på tallene

Først fikk Oljefondet pepper for å gi selektiv informasjon om fondets prestasjoner. Så la fondet frem de etterlyste tallene. Det var bare én hake ved dem: Det var «tulletall» - tall som ikke sa noen ting om det de var ment å si noe om.

Etter massiv kritikk svarte fondet med å legge frem nye beregninger.

- Vi har ingenting å skjule, sa oljefond-topper da de la frem de nye tallene for DN.

Men nå ser heller ikke disse tallene ut til å stemme.

- Det er vanskelig å tro på tal-

lene, sier finansprofessor Richard Priestley ved Handelshøyskolen BI.

Hans fagfelt er empirisk finans, som inkluderer prestasjonsmåling av fond. Priestley, som har en rekke publikasjoner i anerkjente finanstidsskrifter på cv-en, har fått en forskningspris av Norges Bank Investment Management (NBIM), som forvalter Oljefondet, som også har tildelt ham publikasjonsbonus for «enestående prestasjoner innen finansiell økonomi».

- Det er lite tillitvekkende at når vi gjør den samme analysen, med de samme forutsetningene, får vi ikke samme resultat. Vi fester ikke lit til tallene som er oppgitt, sier Halvor Hoddevik, risikoe ekspert og leder av Rann Rådgivning.

Da Oljefondet oppga «tulletallene», slo de to hodene seg sammen for å gjøre beregningene selv.

Priestley og Hoddevik har i første omgang sett nærmere på Oljefondets aksjeforfølje, som er den delporteføljen i fondet som har gjort det desidert best.

Oljefondets oppgave er å få en bedre avkastning enn referanseindeksen, som er handlelisten med aksjer Finansdepartementet fastsetter. Én strategi fondet benytter for å klare dette, er aksjeplukking, eller veddemål på aksjer som skal gjøre det bedre enn andre aksjer. Beregningene tar sikte på å finne ut hvor mye aksjeplukkingen bidrar med til aksjeforføljens meravkastning.

Mens Oljefondets egne tall indikerer at aksjeplukkingen bidrar positivt, viser Priestley og Hoddeviks tall det stikk motsatte. Én årsak til dette er at Oljefondet utelater en viktig variabel i sin analyse, men dette forklarer ikke hele avviket (se kronikk på side 3).

I 14 av 17 perioder har bidraget fra aksjeplukkingen vært negativ etter justering for kostnader og utlån av aksjer. De siste fem årene har den vært negativ selv før kostnader og inntekter fra utlån. Flink aksjeplukker-indikatoren, den såkalte alfaen, er negativ.

Markedet vinner

Fondets aksjeveddemål har altså ikke bidratt positivt til avkastningen, justert for risikoen som tas. Jo mer risiko som tas, desto høyere forventet avkastning. Aksjeplukkernes jobb er å skape mer avkastning enn det risikoen som tas, tilsier. Det klarer de altså ikke i Oljefondets tilfelle.

- Den overordnede forvalterprestasjonen er veldig dårlig. Men det er ingen overraskelse. Absolutt ikke. Å slå markedet er nærmest umulig. Akademiske artikler viser dette. Dette er et av få fak-



Vi fester ikke lit til tallene som er oppgitt



Risikoekspert **Halvor Hoddevik**



Den overordnede forvalterprestasjonen er veldig dårlig



Finansprofessor **Richard Priestley** ved Handelshøyskolen BI

Toppsjef Yngve Slyngstad i Oljefondet får kritikk for å sette forvaltningen i et bedre lys enn det er grunnlag for.
Foto: Gunnar Bløndal

tum i finans. Og jo større et fond blir, desto vanskeligere er det, forklarer Priestley.

Denne forvaltningsstrategien, aksjeplukkingen, er den desidert mest kostbare. Oljefondets eksterne aksjeforvaltere har i denne perioden dratt inn 6,5 milliarder kroner bare i suksesshonorar. Totalt har de eksterne aksjeforvalterne fått utbetalt godt over ti milliarder kroner, ifølge DNs anslag. I tillegg kommer løpende honorar, bonus og andre utgifter til de interne aksjeplukkerne.

De eksterne og interne aksjeforvalterne har i sum ikke levert ekstragevinst justert for den risikoen som er tatt, til tross for at de har belastet fondet med opp mot halvparten av totalkostnadene på starten i 1998.

I tillegg til aksjeplukking forsøker Oljefondet å slå markedet ved

å eksponere porteføljen mot såkalte systematiske risikofaktorer, som småaksjer, lite likvide aksjer, vinneraksjer og aksjer med lav markedsverdi sammenlignet med bokført verdi. Det har vist seg over tid at denne typen aksjer gjør det bedre enn det brede markedet.

«Regner på en god måte»

Priestley og Hoddeviks analyse viser at ekstraavkastningen i stor grad skyldes systematisk risiko. Hadde fondet droppet aksjeplukkingen, og eksponert porteføljen mot de systematiske risikofaktorene, kunne tilsvarende avkastning ha vært oppnådd til en lavere kostnad, mener de to.

Deres analyse er i samsvar med noen av funnene i en rapport Finansdepartementet fikk fra et knippe finansprofessorer i 2009:

- «En stor del av den aktive

avkastningen på alle nivåer, både internt og eksternt, er relatert til eksponering mot systematiske risikofaktorer.»

- «Aktiv eksternt forvaltning har stor eksponering mot systematiske risikofaktorer, som tyder på at den aktive forvaltningen ikke reflekterer en stor del unik dyktighet fra forvalterne.»

- «Siden det er stor eksponering innen den aktive eksterne forvaltningen mot disse systematiske faktorene, kan man argumentere for at det er mulig å oppnå disse systematiske faktoreksponeringene til enda lavere kostnader.»

Professorrapporten gjør ikke tilsvarende beregninger som Priestley og Hoddevik har gjort.

Yngve Slyngstad har kommet seg ut på fortøyet.

- Hva sier du til påstanden om at beregningene er gale?

- Vi har folk som regner på tal-

Jekker ned prestasjonen

Det er store forskjeller på den risikjusterte meravkastningen som Priestley og Hoddevik oppgir sammenlignet med Oljefondets egne tall. Positive tall indikerer at bidraget fra aksjeplukking bidrar positivt (positiv alfa).

Risikjustert meravkastning etter justering for systematiske risikofaktorer. Kostnader og inntekt fra utlån av aksjer anslått til 0,19 prosent.

Før kostnader og utlån	Priestley/Hoddevik	Oljefondet
Siden oppstart	0,25 %	0,52 %
Siste ti år	0,13 %	0,33 %
Siste fem år	-0,05 %	0,13 %

Etter kostnader og utlån	Priestley/Hoddevik	Oljefondet
Siden oppstart	0,06 %	0,33 %
Siste ti år	-0,06 %	0,14 %
Siste fem år	-0,24 %	-0,06 %

Hele Oljefondet blåst opp?

Hvis aksjeporteføljens risikjusterte meravkastning er blåst opp, er også det tilsvarende resultatet for hele Oljefondet, som inkluderer obligasjoner, trolig også for høyt.

Dette er tallene Oljefondet selv oppgir før kostnad og utlån.

	Før kostnader og utlån	Etter kostnader og utlån*
Siden oppstart	0,14 %	-0,01 %
Siste ti år	-0,01 %	-0,16 %
Siste fem år	0,18 %	0,03 %

* For hele fondet er kostnader og utlån 0,15 prosent.

Ingen av tallene er signifikant forskjellig fra null, med unntak av tallet Oljefondet oppgir for aksjer for hele perioden.

2015 DNgrafikk/Kilde: NBIM, Rann Rådgivning, Richard Priestley



DN 12.05.15



DN 15.05.15

Oljefondet

- Statens pensjonsfond utland (Oljefondet) er på rundt 7000 milliarder kroner, fordelt på aksjer, renter og eiendom.
- Aksjeporteføljen er på rundt 60 prosent av fondet, cirka 4400 milliarder kroner per første kvartal.
- Aksjeporteføljen har en årlig avkastning i snitt som er 0,51 prosentpoeng bedre enn referanseindeksen siden oppstart, før kostnader.

Dette er saken

- Oljefondet har fått kritikk for selektiv rapportering av forvalterprestasjonen.
- Fondet svarte med en rapport med relevante nøkkeltall.
- Finansdepartementet krevde at fondet rapporterer hva som er bidraget fra valg av verdipapirer, herunder aksjer, til fondets meravkastning.
- Oljefondet svarte med å oppgi «tulletall», før det kom med en ny analyse.

lene, og som regner på det på en god måte, så får andre vurdere det materialet, sier han, og setter seg inn i en ventende, sort BMW som kjører ham bort fra Hotel Bristol.

espen.linderud@dn.no

Les Priestley og Hoddeviks kronikk på side 3

Fundamentalt uenig risikodirektør - Bla om



DN 28.04.15

Feilaktig fremstilling

Oljefondets risikodirektør slår tilbake mot kritikken.

FINANS

Espen Linderud
Oslo

- Kronikken gir dessverre en feilaktig fremstilling. Forvaltningen har ikke vært verdiødeleggende - og vi synes det er synd at forfatterne nok en gang ønsker å fremstille forvaltningen på en slik måte. Forfatterne har valgt å ha et kortsiktig fokus på de senere årene. Som et langsiktig fond er det viktig å anvende så lang periode som mulig i en analyse av resultatene, skriver risikodirektør Dag Huse i en epost.

- Vi er fundamentalt uenige i måten forfatterne har trukket fra inntekter og lagt til kostnader på. Det er dette som utgjør den store forskjellen mellom våre og deres beregninger. Norges Bank og Finansdepartementet har flere ganger gjort rede for det brede bildet av kostnader og inntekter i forvaltningen av fondet. Brutto meravkastning slik den rapporteres, er en robust tilnærming til å måle netto verdiskaping i forvaltningen. Det er ikke rart at det får stor betydning for analysene å trekke ut 20 basispunkter, skriver han.

Skjønner ikke argumentet

Før kostnader og utlån er forøvrig Oljefondets tall i størrelsesorden 100 prosent høyere enn Priestley og Hoddeviks tall før kostnader og utlån (se grafikk på forrige side). Kostnadsargumentet skjønner de ikke noe av.

- Det er som å si at salgsinntektene er et mål for verdiskapingen, og ikke overskuddet, sier Priestley.



Risikodirektør Dag Huse er fundamentalt uenig i kronikken fra Priestley og Hoddevik.
Foto: Per Ståle Bugjerde

Ifølge Priestley og Hoddeviks analyse er én årsak til de store forskjellene at NBIM utelater en variabel i analysen: momentum, eller vinneraksjer.

- Er det en tilfeldighet at NBIM utelater denne og får positivt resultat, mens vi har den med og får negativt? spør Priestley.

- Hovedformålet med den delen av vår analyse som forfatterne sikter til, var å gi et best mulig bilde av fondets historiske

risiko. Momentumfaktor var ikke inkludert her, fordi den ikke var spesielt betydningsfull, svarer Huse.

Vil være presis og relevant

Risikodirektøren viser til at resultatene ikke er statistisk signifikante, det vil si at de negative og positive tallene for alle praktiske formål er null.

- Det understreker usikkerheten ved slike analyser og at de ikke bør

brukes til å trekke konklusjoner slik forfatterne gjør. Norges Bank legger stor vekt på at alle våre rapporterer gir presis og relevant informasjon etter en grundig faglig vurdering, skriver Huse.

- At resultatet vi måler, ikke er signifikant negativt, kan knapt kalles et argument. Det er ikke signifikant positivt, som er hovedpoenget, og beste estimat er negativt, sier Halvor Hoddevik.

- De kunne blitt signifikante

hvis fondet hadde rapportert ukentlige, ikke månedlige, avkastningstall, sier Priestley.

- Finansdepartementet ber med jevne mellomrom ledende internasjonale eksperter foreta en evaluering av vår forvaltning. I siste gjennomgang fra 2014 konkluderer ekspertene at «fondets erfaring med aktiv forvaltning i hovedsak er positiv», skriver Dag Huse.

espen.linderud@dn.no

BY APPOINTMENT TO THE ROYAL DANISH COURT

OLE LYNGGAARD
COPENHAGEN

SINCE 1963

FOR FORHANDLERINFO SE WWW.OLELYNGGAARD.COM • DESIGN CHARLOTTE LYNGGAARD



Halvor Hoddevik (til venstre) og Richard Priestley etterlyser pålitelig og presis måling av Oljefondets resultater. Foto: Hampus Lundgren

Mener løpende analyser må til

Oslo: Richard Priestley og Halvor Hoddevik mener det er behov for at denne typen analyser blir gjort løpende av «folk man kan feste lit til». Dette bør rapporteres til hovedstyret i Norges Bank, som passer på Oljefondet.

- Det må være ingen andre motiver enn å rapportere sannferdige resultater, sier Hoddevik.

Basert på denne rapporteringen kan det eventuelt gjøres endringer i forvaltningen, slik at denne optimaliseres, mener de to.

- En konklusjon som kan trekkes av dette, er at aksjeplukkingen bør avvikes, men det får bli trinn to. Det første som må på plass, er pålitelig og presis prestasjonsmåling, sier Hoddevik.

Priestley og Hoddeviks beregninger er tilgjengelig på internett. Gå inn på [DN.no](http://dn.no), eller <http://rann.no/bibliotek/risk-adjusted-performance-measurement-of-nbim/>