

Debatt

debatt@dn.no

Ansvar og tillit i NBIM

Vi har vist at verdiskapingen fra NBIMs spekulative veddemål har vært negativ. NBIM har ikke vår tillit, og eierstyringen av Oljefondet må strammes opp.

Den 27. juni svarte risikodirektør Dag Huse i Norges Bank Investment Management (NBIM) på vår analyse av deres prestasjoner. Den 29. juni kom professor Bernt Arne Ødegaard med en likelydende kronikk.

Ødegaard er opptatt av at brutto risikjustert meravkastning estimeres til et positivt tall siden oppstart. Så lenge estimatet ikke er signifikant må vi imidlertid anta at det er null. Etter fradrag for (kjente) kostnader og inntekter fra verdipapirutlån er verdiskapingen derfor negativ, også siden oppstart.

Med spekulative veddemål følger forhøyede forvaltningskostnader. Om risikjustert meravkastning før kostnader ikke er signifikant forskjellig fra null bør spekulasjonen droppes.

Forvaltningen av Oljefondet vil aldri være kostnadsfri. I våre beregninger underdriver vi imidlertid kostnadene knyttet til den spekulative delen av forvaltningen. I Huses og NBIMs analyser blandes den spekulative og den ikke-spekulative delen av forvaltningen sammen. Kostnadene og meravkastningen knyttet til de strengt spekulative forvaltningsgrenene av Oljefondet bør rapporteres særskilt. Vi kan derfor forsvare å trekke fra gjennomsnittskostnadene. Det korrekte fradraget på den spekulative delen av forvaltningen er nemlig mye høyere.

Både Huse og Ødegaard kritiserer oss for å holde sluttåret konstant i analysen. Vi har lagt oss på NBIMs presentasjonsmetode for å levere sammenlignbare tall, og viser at NBIM overdriver prestasjonen betydelig. Ødegaards forslag om å holde startåret konstant lider av de samme svakheter som han kritiserer vår metode for. Ødegaard synes videre å glemme at nyere tids tall er langt viktigere enn tallene fra oppstartsårene. Fondet er nå 10-20 ganger større, aksjeandelen har økt og relative risikorammer er utvidet. Store fond er dårligere på spekulativ forvaltningsprestasjon enn små. Året 2014 er videre viktig å inkludere i analysen. Det representerer det sjeldne året hvor huset brenner for en som systematisk selger brannforsikring og



Forvaltningen av Oljefondet vil aldri være kostnadsfri. I våre beregninger underdriver vi imidlertid kostnadene knyttet til den spekulative delen av forvaltningen, skriver artikkelforfatterne. På bildet Oljefondets Yngve Slyngstad. Foto: Mikaela Berg



Med spekulative veddemål følger forhøyede forvaltningskostnader. Om risikjustert meravkastning før kostnader ikke er signifikant forskjellig fra null bør spekulasjonen droppes

Innlegg Richard Priestley og Halvor Hoddevik



løpende inntektsfører forsikringspremien han høster. Å utelukkende fokusere på prestasjon over fondets totale historie, fører til at nyere tids tapsgenererende forvaltning får vedvare under dekke av tilfeldige gode år i begynnelsen da fondet var lite.

Avkastningen i 1998 og 1999 står ut som unntaksår. Avkastningsmålingen var den gang i en etableringsfase. Blant annet var referanseindeksen ikke justert for inntekter fra utbytte. Vi håper NBIM ville tålt en dyptgående kvantitativ revisjon av disse årenes avkastningstall. Det er uansett fullstendig legitimt å spørre hvordan det har gått de siste ti og fem årene.

Debatt

debatt@dn.no

Spekulativ kritikk av Oljefondet

Vår forvaltning av Oljefondet har skapt verdier. Fondet har hatt en meravkastning på 64 milliarder kroner siden oppstart.



DN 27. juni 2015

Ødegaard tillegger oss utsagn uberettiget. Vi har ikke sagt at et gjennomsnitt av rekursivt gjennomsnitt er korrekt estimat for langsiktig meravkastning. Når vi benytter minus 0,2 prosent som meravkastning er det basert på nyere tids prestasjon, fordi denne er viktigst.

NBIM insisterer på en spekulativt basert forvaltningsstrategi. Huse sår tvil om parametervalg for prestasjonsmåling av denne aktiviteten. Ikke engang standard, allment omforente parametere, er pålitelige. Vi skal i stedet stole på at NBIM leverer varene. På veien har Huse i flere

Debatt

debatt@dn.no

Verdiødeleggende forvaltning

Aksjeforvaltningen i Oljefondet har skapt verdier. Det har faktisk Halvor Hoddevik og Richard Priestley vist.



DN 29. juni 2015

runder levert sviktende risikjusterte prestasjonsmål. Alle forskjellige, ingen korrekte og alle tilsynelatende innrettet mot å gi et fordelaktig inntrykk av NBIM.

Huse synes å mene at NBIM ikke skal holdes ansvarlig for risikjustert forvaltningsprestasjon, kun avkastning i forhold til referanseindeksen, uten ubehagelig risikostyring. Ambisjonen for verdiskaping gjennom spekulative veddemål ligger i fondets evige forvaltningshorisont og kan tilsynelatende aldri måles presist.

I NBIMs verden kan spekulative tap alltid avfeies som et ledd

i den langsiktige forvaltningen. Risikjustert meravkastning er det eneste relevante prestasjonsmål for NBIMs virksomhet. Vårt modelloppsett er det minst kontroversielle, og det naturlige startpunkt.

Eierstyringen rundt NBIM må reorganiseres. Dagens styre er uten formell kompetanse på risikostyring og kapitalforvaltning. Videre har de tillatt NBIM å avlegge tvilsomme rapporter. Finansdepartementet er ansvarlig for organiseringen.

Nordmenn kan ikke selge sine andeler i Oljefondet om forvaltningen synes slett. Forvaltningen må derfor strammes opp:

- NBIM bør ha et uavhengig styre
- Styremedlemmene bør være uhildede eksperter i kapitalforvaltning og risikostyring
- NBIMs risikotagning bør revideres kvantitativt og eksternt, hvert år
- Den spekulative forvaltningen bør rapporteres særskilt

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

Se også side 12-13