

# DN

## Dagens Næringsliv

Tirsdag 21. juli 2015

UKE 30 NR. 165 - Årg. 126

Løssalg kr. 35

234.000 lesere hver dag



### Gresk motstand mot søndags-åpent

Side 6-8

- Jeg liker å ha en dag fri, sier Eftihios Alexandrakis (96).

### Sjefer: Ta ferie!



Eva Grinde, side 2

### Tror ny global nedtur blir skapt i Kina

Side 22-23

## En stund sluttet folk å hilse på hverandre

Ivan Jørgensens underskriftsaksjon mot oppdrettsanlegg splitter bygda Balsfjord i Troms. Side 10-12



## Finansekspert om Oljefondets forvaltere:

# Bli nødvendigvis amatører

Finansprofessor B. Espen Eckbo mener Oljefondet ikke styres til det beste for fremtidige generasjoner. - Det kan være at interne særinteresser tar over. Men det kan også vitne om ren arroganse, sier Eckbo.

Side 3, 4 og 5



<b>Nøkkeltall</b>	<b>Dollar</b> 8,23 5 øre	<b>Euro</b> 8,94 8 øre	<b>Pund</b> 12,81 5 øre	<b>100 SEK</b> 95,50 99 øre	<b>Oslo Børs</b> 648,56 -0,08%	<b>Nordsjøolje</b> 56,75 -0,62%	<b>Pengemarkedsrente</b> 1,26 0 basispunkt
-------------------	--------------------------	------------------------	-------------------------	-----------------------------	--------------------------------	---------------------------------	--



Det åpenbare:  
100% elektrisk. 0% kompromisser.

Det ikke fullt så åpenbare:

Ferdig utstyrt B-Klasse Electric Drive Edition

Nå kun **299.900,-** inkl. lev.

180 hk. 230 km rekkevidde. 501 liter bagasjerom.

Les mer om kampanjen og leasingtilbud på [kampanje.mercedes-benz.no](http://kampanje.mercedes-benz.no)

B-Klasse Electric fra kr 277.500,- inkl. lev. Oslo. Tilbudet gjelder til 31. august. Rekkevidden vil variere avhengig av en rekke faktorer som kjørestil, varme- og kjølebehov, kjørrute og forvarming. Bildet kan avvike fra tilbudt modell. Gjelder kun 2015-modeller. Importør: Bertel O. Steen AS.

- Utstyr:
- Range Plus-pakke
  - Ryggkamera
  - Bi-Xenon m/LED
  - Mørktonede ruter
  - DAB-radio
  - Lys- og siktpakke
  - Radarbasert regenerering av bremseenergi
  - Bluetooth handsfree m/music streaming
  - Ratt og girspak i skinn
  - Setekomfortpakke
  - To-sone klimautomatikk
  - Forberedt for Garmin navig
  - For-varme og kjølefunksjon
  - 16" lettmetallfelger



Mercedes-Benz  
Das Beste oder nichts.

7 026780 000019

# Oljefondets gullstandard utvannes

## Aktiv forvaltning utvanner Oljefondets gullstandard.

**D**e fleste forbinder ordet gullstandard med at valutaen kan veksles mot gull, slik at gullprisen garanterer valutaens verdi. Finansøkonomer, med kjennskap til prisfastsettelsen i aksjemarkedet, forbinder også ordet gullstandard med passiv forvaltning av store aksjeporteføljer. Passiv forvaltning var fra begynnelsen et grunnprinsipp for Oljefondet, men den gullstandard er siden blitt utvannet.

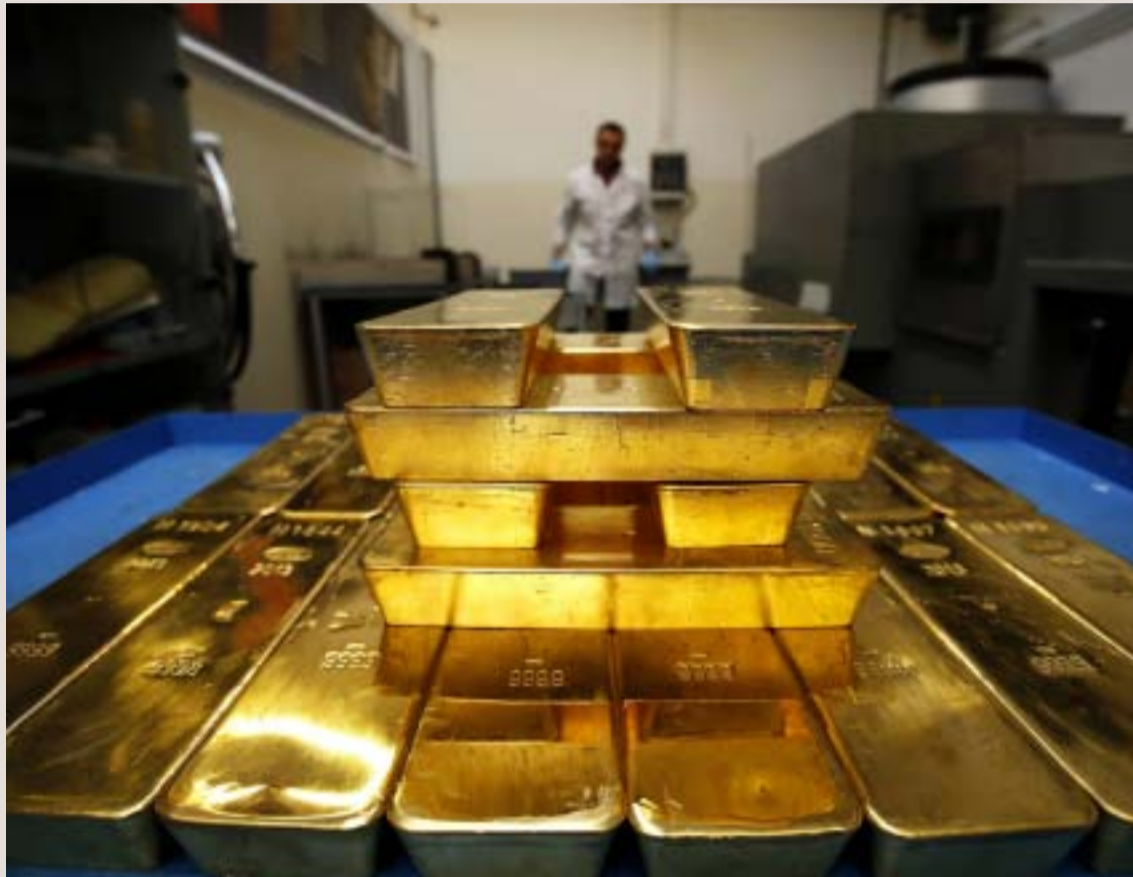
Fordelen ved passiv forvaltning er ikke vanskelig å forstå: hvert sekund konkurrerer tusenvis av kjøpere og selgere om aksjene som Oljefondet har i sin portefølje. Mens aktørene har ulike oppfatninger om aksjenes fundamentale verdi, er utfallet av den intense konkurransen at aksjeprisen blir forventningsrett. Det betyr at veddemål om at aksjene er feilpriset har negativ forventet verdi iberegnet veddekostnadene.

Det er bred enighet om dette blant finansforskere verden over. Markedsprisene er ikke nødvendigvis perfekte, men de er perfekte nok til at veddemål har negativ forventet verdi. Denne egenskapen ved markedene er helt fundamental. Den vil også fortsatt gjelde om Oljefondet opptrer som passiv investor.

Ved passiv forvaltning investeres oljeinntektene til lavest mulig kostnad i aksjer som holdes langsiktig. Langsiktigheten gir i tillegg grunnlag for inntekt gjennom utlån av aksjene til andre forvaltere. Handel i aksjen skjer kun dersom aksjens vekt i porteføljen faller utenfor den grensen som finansdepartementet fastsetter gjennom sin referanseportefølje.

For store fond kan passiv forvaltning koste helt ned mot 0,03 prosent av fondets verdi. Til sammenligning koster aktiv forvaltning minst ti ganger så mye: fra 0,30 prosent og oppover (noen norske fond tar over 1,5 prosent). I USA - verdens største aksjemarked - har disse store kostnadene medført at en større andel av aksjemarkedet enn noen gang tidligere i historien nå plasseres i passive fond.

Hvorfor velger så NBIM å avvike fra denne gullstandard? En viktig grunn er at forvaltere av natur foretrekker å være aktive - det er jo adskillig



Passiv forvaltning var fra begynnelsen et grunnprinsipp for Oljefondet, men den gullstandard er siden blitt utvannet.

Foto: Alessia Pierdomenico / Bloomberg

**Innlegg**  
**B. Espen Eckbo og Karin S. Thorburn**



morsommere enn passiv forvaltning. Og, ikke minst, får forvalteren adskillig bedre betalt. Det er imidlertid hovedstyrets oppgave å begrense disse kostnadene. Etter siste tiders debatt i Dagens Næringsliv synes det som om hovedstyret ikke har riktig forstått at aktiv forvaltning har negativ forventet verdi etter

at forvaltningskostnadene er betalt.

En annen viktig grunn til avvik fra gullstandard er nylig påpekt av eksperter på eierstyring. Et hovedprinsipp for god eierstyring er at styret er tilstrekkelig uavhengig av administrasjonen til at det er istand til å stå imot denne. Det betyr især at styrets formann ikke også er en del av administrasjonen. Dette prinsippet er regulert i aksjeselskapsloven nedfelt for norske bedrifter, og det er ikke minst et prinsipp som NBIM selv bruker når de stemmer på porteføljeselskaperes generalforsamlinger. Prinsippet er opplagt: når styret ledes av en insider blir rollefordelingen uklar og kontrollen desto svakere.

Norsk lov krever imidlertid at sentralbanksjefen også er formann i styret. Siden NBIM er lagt inn som en divisjon av Norges Bank uten eget styre, blir derfor Øystein Olsen i realiteten en representant for NBIM i hovedstyret. I dette systemet forventes det altså at Olsen skal kontrollere seg selv.

Dette reiser grunnleggende spørsmål om styrets kontroll med NBIM. Hvilken informasjon

får det fra Oljefondet om forvaltningen, og hva ber det om? Skjøner styret at de tallene som blir presentert utad ikke er gode nok, eller ønsker styret ikke å lage bråk med NBIM? Hvorfor sørger ikke styret for at NBIM rapporterer tall som gjør det mulig for eieren, Ola nordmann, å beregne det reelle resultatet av den aktive forvaltningen, etter forvaltningskostnader?

Er denne problemstillingen mer «akademisk» enn den er viktig for Ola nordmann? Leseren kan vurdere selv. Ta først det faktum at den aktive delen av Oljefondet genererer bortimot halvparten av fondets totale forvaltningshonorarer. Her er det milliarder å spare.

For det andre er det klart at Oljefondet har gitt mangelfull informasjon om den faktiske netto avkastningen ved sin aktive forvaltning. BI-professor Richard Priestley omtalte til og med denne informasjonen som «tulletall» nylig. For det tredje har det tidligere medlemmet av Norges Banks hovedstyre, Ida Helliesen, nylig uttalt at det er mangelfull kontroll av NBIM i hovedstyret.

Løsningen er å gi NBIM et uavhengig styre med spisskompe-



**Hvorfor sørger ikke styret for at NBIM rapporterer tall som gjør det mulig for eieren, Ola nordmann, å beregne det reelle resultatet av den aktive forvaltningen, etter forvaltningskostnader?**

tanse innen fondsforvaltning og eierstyring. Det er mulig at sentralbankloven må endres for å få dette til, men en mer effektiv løsning er nok å skille ut NBIM som en frittstående institusjon. Først da kan Ola nordmann som eier av Oljefondet få gjenopprettet gullstandard.

**B. Espen Eckbo**, Tuck Centennial Professor of Finance, Tuck School of Business at Dartmouth College, USA.

**Karin S. Thorburn**, Research Chair Professor of Finance, Norges Handelshøyskole.

Se også neste side



Mer debatt på side 28-29



**Kunsten å si nei**  
Bjørn Erik Thon

**Ruinert av regjeringen**  
Sigmund Håland

**Ap med tøvete påstander**  
Hans Andreas Limi

**Debattansvarlig:** Anna Werenskjold **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.



# Kritiserer Oljefondet for

Finansprofessor B. Espen Eckbo (63) mener Oljefondet tåkelegger om veddemål på aksjer uten å tenke på eierne – våre barnebarn og oldebarn.

## OLJEFONDET

Åshild Langved  
Oslo

«Tulletall», «kunstig» og «tåkelegging». Debatten om hvorvidt Oljefondet tjener penger på å vedde på hvilke aksjer de tror vil gå som ei kule, tiltar i styrke.

Nå kaster den anerkjente norske finansprofessoren B. Espen Eckbo seg inn i diskusjonen fra USA. Han mener at det er vitenskapelig dokumentert at forvaltere over tid ikke kan tjene penger

på veddemål i aksjemarkedet.

- Det kan virke aggressivt å si dette, men når fondet faktisk tåkelegger må en stille noen spørsmål: Er det slik at styret ikke forstår hva det dreier seg om, og da heller ikke legger press på NBIM, eller er det innsidere i NBIM selv som ikke vil at dette skal ut? Inntil alle tallene legges ut, vet vi ikke svaret på disse spørsmålene, sier finansprofessor B. Espen Eckbo ved Tuck School of Business.

NBIM er organisasjonen som forvalter Oljefondet, som formelt heter Statens pensjonsfond utland (SPU).

Eckbo var rådgiver for eierstyringen i Oljefondet fra 2005 til 2006, og ble utnevnt som æres-

doktor ved Norges Handelshøyskole (NHH) i 2011.

### «Amatører»

DN har i flere måneder satt søkelys på Oljefondets rapportering av den aktive forvaltningen av fondet. NBIM mener aksjeplukkingen bidrar positivt justert for risiko. Men en analyse fra finansprofessor Richard Priestley ved Handelshøyskolen BI og Halvor Hoddevik, arbeidende styreleder i Rann Rådgivning, viser det motsatte. «Tulletall» har Priestley kalt rapporten fra fondet.

Oljefondet plukker ut aksjer det tror vil gjøre det bedre enn markedet og dermed referanseindeksen, som er en detaljert handleliste

### Dette er saken

● Oljefondet har fått kritikk for selektiv rapportering av forvalterprestasjonen.

● Finansdepartementet krevde at fondet rapporterer hva som er bidraget fra valg av verdipapirer, herunder aksjer, til fondets meravkastning.

● Oljefondet svarte med å oppgi det kritikere beskrev som «tulletall», før det kom med en ny analyse.

● Den nye analysen gir heller ikke et korrekt bilde av bidraget fra aksjeplukking, ifølge kritikere.

med aksjer fra Finansdepartementet.

- Eierne av fondet er fremtidige generasjoner. De er representert av finansdepartementet, NBIM og Norges Bank. Men de tre institusjonene bruker en fondsstrategi som ikke er i fremtidige generasjo-

ners beste interesse. Det kan være at interne særinteresser tar over. Men det kan også vitne om ren arroganse vis-à-vis vitenskapens klare ledetråder for god fondsforvaltning. Ingen av delene er en unnskyldning, sier Eckbo.

I et intervju med VG Helg lørdag avfeide sjef Yngve Slyngstad i Oljefondet tulletall-debatten som «kunstig».

- Vi tjener det vi sier. Hele diskusjonen er kunstig, slik jeg oppfatter den, sa Slyngstad til avisen.

- Slyngstads uttalelse kan sammenlignes med en ingeniør som angriper tyngdeloven etter at broen har falt sammen. Forvaltere blir nødvendigvis amatører sammenlignet med ledende, og ikke minst uhildede, finansforskere som har finkjemmet tendensen i avkastningsdataene i verdens finansmarkeder de siste tredve årene, sier Eckbo.

- Hva tror du er årsaken til at fondet ikke oppgir avkastningstall etter kostnader?



**Professor i finans, B. Espen Eckbo, er redd for at Oljefond-ledelsen er mer opptatt av å ha det gøy på jobb, enn å tenke på fremtidige generasjoner.**

Foto: Aleksander Nordahl

# «tåkelegging»

- Det er bare én mulig forklaring: De vet selv at tallene vil vise negativ avkastning av de rene veddemålene mot markedet, etter kostnader, svarer Eckbo.

## Lover mer detaljer

Oljefondet avviser at det ikke er åpent nok om forvaltningen.

- Vi legger stor vekt på åpenhet om forvaltningen av fondet. Derfor rapporterer vi bredt om fondets avkastning og risiko. Fra og med neste år vil vi utvide rapporteringen ytterligere og publisere en årlig rapport om fondets avkastning og risiko, skriver kommunikasjonsrådgiver Line Aaltvedt i NBIM.

Fra og med neste år vil fondet rapportere «mer detaljert», ifølge Aaltvedt.

- Vi vil rapportere mer detaljert rundt avkastning og risiko for de ulike kildene til meravkastning. Dette er i tråd med anbefalingene i Ang-rapporten, skriver Aaltvedt. Finansprofessor Andrew Ang

på Columbia Business School i New York har tidligere analysert investeringsstrategiene til fondet. Nå jobber han for den amerikanske finansgiganten Blackrock, der Oljefondet er nest største eier.

- Forvaltningen av Oljefondet har gitt en meravkastning på 0,26 prosent siden fondets oppstart. Den eksterne evalueringen som ble gjort under ledelse av Ang i 2014 konkluderte også med at «fondets erfaring med aktiv forvaltning i hovedsak er positiv», skriver Aaltvedt.

## Gull

I en kronikk i tirsdagens avis skriver B. Espen Eckbo og finansprofessor Karin Thorburn ved Norges Handelshøyskole (NHH) om «gullstandard» i fondet, nemlig passiv forvaltning.

- Det gir forventet null meravkastning å vedde på enkeltaksjer, men det koster masse penger. Derfor viser all forskning at det typisk

## Oljefondet

- Statens pensjonsfond utland (Oljefondet) er på drøye 7.000 milliarder kroner, fordelt på aksjer, obligasjoner og eiendom.
- Etablert i 1998 for å sikre langsiktig forvaltning av statens oljeinntekter.
- Forvaltes av Norges Bank Investment Management (NBIM).
- Årlig avkastning på 5,81 prosent i snitt siden oppstart, noe som er 0,25 prosentpoeng bedre enn referanseindeksen før kostnader.

## Profil

**Navn:** B. Espen Eckbo

**Alder:** 63

**Stilling:** Finansprofessor ved Tuck School of Business, Dartmouth College  
Aktuell med: Kritiserer Oljefondet for å «tåkelegge» informasjonen om aktiv forvaltning.

**Bakgrunn:** Eckbo jobber som professor i finans ved Tuck School of Business tilknyttet Dartmouth College, et av USAs ledende universiteter innenfor sitt felt. Han forsker spesielt på foretaksfinansiering og kapitalmarkeder, deriblant porteføljeforvaltning og prestasjonsmåling, og publiserer jevnlig artikler i ledende akademiske tidsskrifter. Eckbo har undervist studenter i finanst teori i Norge og utlandet i 30 år. Han er også professor II ved Institutt for foretaksøkonomi ved NHH. I 2011 ble han utnevnt som æresdoktor ved NHH. Eckbo var med å utforme Oljefondets prinsipper for eierstyring fra 2005 til 2006.

## Lekegrind

**Oslo:** Tidligere hovedstyremedlem i Norges Bank, siviløkonom Ida Helliesen uttalte til DN forrige uke at NBIM har altfor mye makt i styrerommet. Helliesen satt som medlem i hovedstyret fra 2010 til 2013.

- Jeg oppfatter hovedstyret i Norges Bank som et rent sideshow for NBIM. Kommunikasjonen foregår mellom Slyngstad og Finansdepartementet, men det skal være et uavhengig styre på toppen som regulerer friheten til NBIM, sier finansprofessor B. Espen Eckbo ved Tuck School of Business og legger til:

- Det er viktig at man tar dette seriøst. Det var ikke meningen at fondet skulle bli en lekegrind, spør du meg.

Sentralbanksjef Øystein Olsen har argumentert med at daglig leder i Oljefondet heter Yngve Slyngstad, og at styret ikke ville vært uavhengig dersom Slyngstad også satt som styreleder.

- Det er feil. Da har ikke Øystein Olsen forstått definisjonen av en innsider og uavhengighet. Og det er et dårlig tegn. Uavhengighet krever at styrele-

der ikke er en del av administrasjonen. NBIM er som et slags datterselskap i Norges Bank. Alle er ansatt i administrasjonen, og sitter i samme bygning. Det er akkurat det samme om det er Olsen eller Slyngstad som sitter som styreleder, de utgjør den samme administrasjonen, sier Eckbo.

Øystein Olsen mener Eckbo bommer helt.

- Her fremsettes drøye påstander som også inneholder rene faktafeil. Kommunikasjonen mellom Finansdepartementet som oppdragsgiver og Norges Bank som forvalter av Oljefondet er det hovedstyret som står for. Det er klare og detaljerte kjøregler for forvaltningen av Oljefondet, herunder styrende dokumenter fastsatt av hovedstyret. Disse er offentlig tilgjengelig for dem som ønsker å sette seg inn i dem. Hovedstyret fører fortløpende og reell kontroll med forvaltningen for å sikre at den hele tiden er i tråd med strategi og retningslinjer som er fastsatt av regjeringen og Stortinget, skriver Olsen i en epost.

## Åpen for debatt

**Oslo:** Statssekretær Jørgen Næsje (Frp) i Finansdepartementet svarer følgende på kritikken fra finansprofessor B. Espen Eckbo:

- Investeringsstrategien for SPU er utviklet over tid basert på grundige faglige vurderinger og er forankret i Stortinget. Det er viktig med faglig debatt om hvordan de oppnådde resultatene bør vurderes, men det endrer ikke det faktum at Norges Bank siden 1998 har levert en gjennomsnittlig årlig brutto meravkastning på 0,26 prosentenheter. Det er vesentlig mer enn de samlede forvaltningskostnadene, skriver Næsje i en epost.

Han understreker at departementet har fullt tillit til det

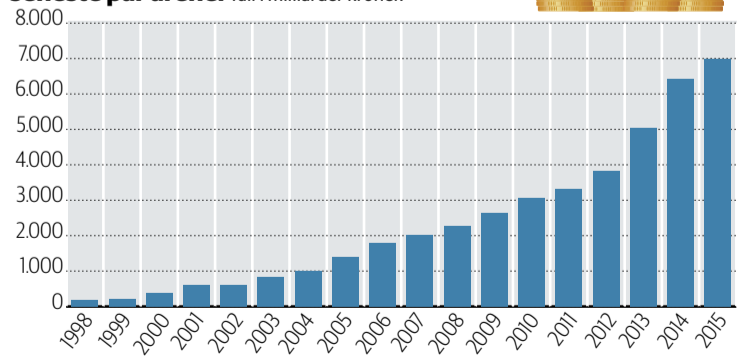
sittende hovedstyre i Norges Bank.

- Norges Bank har bygget opp en meget kompetent organisasjon og har levert gode resultater. Selv om dagens styrings- og kontrollstruktur fungerer godt, har regjeringen ønsket å legge til rette for at denne kan styrkes i møte med bankens stadig mer omfattende og sammensatte ansvarsområder. Gjerdrem-utvalget har bred bakgrunn og solid kompetanse, skriver Næsje.

Eks-finansråd Svein Gjedrem leder en komité som skal vurdere sentralbankloven og styringen i Norges Bank, inkludert Oljefondet. Utvalget kommer med en rapport i 2017.

## Til himmels

**Verdien av Oljefondet har skutt i været de seneste par årene.** Tall i milliarder kroner.



2015 DN grafikk/Kilde: Norges Bank Investments årsrapporter

er. De som vinner på aksjeplukking er forvalterne, som får store honorarer, mens eieren taper. Det er vanskelig å forstå hvorfor ikke fondet er åpne om tallene, og hva som er grunnen til at ikke Norges Banks hovedstyre synes å etterspørre

informasjonen, sier Thorburn.

ashild.langved@dn.no

Se også kronikk Side 3