

# DN

## Dagens Næringsliv

Onsdag 5. august 2015

UKE 32 NR. 179 - Årg. 126

Løssalg kr. 35

234.000 lesere hver dag

Privat

# Fikk «Snapchat- skulder» av sosiale medier

Blogger og  
fotograf Anette  
Antonsen (29).

Mobilbruk kan gi  
nakkesmerter og  
søvnproblemer. Barn  
kan få skader for livet,  
advarer forsker.  
**Side 16-19**

## Ber Olje- fondet sette alt i aksjer

Side 14-15 og 26



Kjell Inge Røkke (til venstre) og  
sønnen Kristian Monsen Røkke.

### Investerte sammen for første gang

Side 4

## «Historisk mageplask»

Smell for Rieber  
i Bergen.

Side 12

# Markedet har forsvunnet

## Oljeprisen faller videre:

Det splitter nye  
oljeserviceskipet  
«Far Sentinel»  
kostet 825  
millioner kroner,  
men har ingen  
oppdrag.  
**Side 6-9**

50 skip i  
opplag



Farstad-sjef Karl  
Johan Bakken.

Foto: Marius Beck Dahle

**Nøkkeltall** 4. august klokken 17:00

Dollar	8,24	2 øre	Euro	9,03	1 øre	Pund	12,85	1 øre	100 SEK	95,27	8 øre	Oslo Børs	638,68	-0,16%	Nordsjølje	50,20	-1,30%	Pengemarkedsrente	1,25	-2 basispunkt
--------	------	-------	------	------	-------	------	-------	-------	---------	-------	-------	-----------	--------	--------	------------	-------	--------	-------------------	------	---------------

# Råder Oljefondet til å h

Oljefondet bør investere hele formuen i aksjer, råder finansprofessorene B. Espen Eckbo og Karin Thorburn. En dårlig idé, mener Oljefondets ekspert.

## FINANS

Åshild Langved  
Oslo

**O**ljefondet - verdens største statlige fond - er investert i aksjer, obligasjoner og litt eiendom. Året før finanskrisen i 2008, ble strategien endret. Aksjeandelen økte fra 40 til 60 prosent, mens andelen obligasjoner ble redusert tilsvarende. For fem år siden fikk fondet lov til å investere inntil fem prosent i eiendom.

Nå mener finansprofessorene Karin Thorburn ved Norges Handelshøyskole (NHH) og B. Espen Eckbo ved Tuck School of Business at tiden er moden for endring: Hele fondets formue på mer enn 7000 milliarder kroner bør investeres i aksjemarkedet.

- En aksjeandel på 100 prosent gir best forventet avkastning over tid. Det er det minst vitenskapelige kontroversielle. I tillegg bør NBIM stanse alle former for veddemål mot aksjemarkedet, som inntil noe annet er bevist, er penger rett ut av vinduet, sier Eckbo.

### Kraftig fall

Norges Bank Investment Management (NBIM), som forvalter Oljefondet, jobber nå med å se på hvor mye fondet bør vekte seg i aksjer, rentepapirer og eiendom fremover.

- Oljefondet kaller seg et pensjonsfond, men det er det jo ikke. Fondet eies av fremtidige generasjoner, mens tankegangen bak fastrentepapirer i et pensjonsfond er å sikre inntektene til dagens pensjonister. Vi vet at med en lang



Oljefondssjef Yngve Slyngstad mener det finnes viktigere diskusjoner å ta tak i.

tidshorizont gir fast eiendom betydelig lavere forventet avkastning enn aksjer, selv før forvaltningskostnader. Stortinget trenger å bli påminnet om at Oljefondets investeringsstrategi ikke har god vitenskapelig basis, sier Eckbo.

Karin Thorburn argumenterer med at fondet er en langsiktig eier, som kan tåle kraftige fall i aksjemarkedet, slik vi så under finanskrisen.

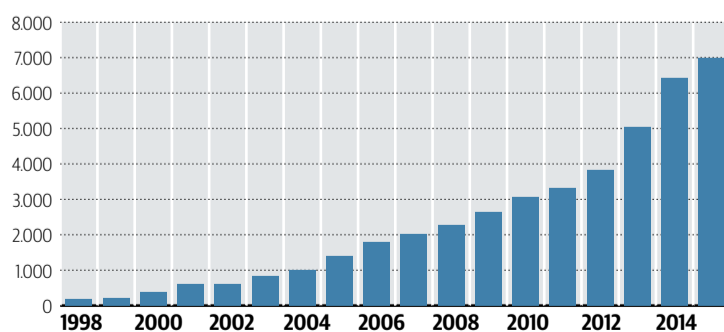


Fondet bør dra nytte av at det er en langsiktig eier. Hvis du har en lang tidshorizont, bør du sette 100 prosent av formuen i aksjer

Karin Thorburn, finansprofessor ved Norges Handelshøyskole

## Oljeformuen til himmels

Oversikt over hvor mye Oljefondet har vokst fra 1998 til i dag. Milliarder kroner.



2015 DN grafikk/Kilde: Norges Bank Investments årsrapporter

- Fondet bør dra nytte av at det er en langsiktig eier. Hvis du har en lang tidshorizont, bør du sette 100 prosent av formuen i aksjer, sier Thorburn.

- Er det ikke risikofyllt å legge alle

### eggene i én kurv?

- Fondets risiko tas mot verdensmarkedet gjennom en bredt, passivt forvaltet aksjeportefølje. Du vil selvsagt få svingninger slik vi så under finanskrisen, men over

tid får fondet en høyere forventet avkastning, svarer Thorburn og legger til:

- Vi vet at aksjer over tid gir en høyere forventet avkastning enn fastrentepapirer. Det er gammel finanskunnskap at man bør høste risikopremie i aksjer i stedet for å være investert i fastrentepapirer.

Risikopremien viser til hvor mye avkastning investoren krever for å investere i aksjer fremfor risikofri rente eller statsobligasjoner.

### Viktigere

Oljefondssjef Yngve Slyngstad sa i et intervju med VG tidligere i sommer at debatten om hvorvidt fondet skal vekte seg ned i obligasjoner er langt viktigere enn debatten om fondets aktive forvaltning.

- Det finnes langt større og viktigere diskusjoner å ta tak i - som hvorvidt vi skal fortsette å ha 60 prosent i aksjer og 35 prosent i

# Samstre aksjer

Oljefondet bør satse alle nordmenns sparepenger på aksjer, ikke obligasjoner og eiendom, mener NHH-professor Karin Thorburn. Foto: Eivind Senneset



obligasjoner. Det er stort. Det er viktig, sa Slyngstad til avisen.

Professor Martin Hoesli ved University of Genève er uenig i forslaget til Thorburn og Eckbo. Han har vært ekspert i et av strategirådene til Finansdepartementet, som tilbake i 2007 rådet fondet til å handle eiendom.

- Aksjer gir høy avkastning, men også veldig stor volatilitet. Dersom aksjemarkedet faller 30 prosent i et gitt år, vil også avkastningen til fondet ende på minus 30 prosent. Derfor mener jeg at dagens aksjeandel er fornuftig. Fast eiendom gir en lavere avkastning enn aksjer, men risikoen er også mindre, og gir en mer diversifisert portefølje, skriver Hoesli i en epost.

Han råder fondet til å øke eksponeringen mot eiendomsmarkedet.

- Det gir mening at fondet reduserer allokeringen i obligasjoner.

En økning i eiendom til mellom 10 og 15 prosent vil være positivt, men økningen må skje gradvis, skriver Hoesli.

## Dyrt med eiendom

Siden 2010 har Oljefondet investert over 150 milliarder kroner i eiendom. Den populære handlegaten Regent Street i London er blant den mest kjente. Nå gjør fondet seg klar til å shoppe luksuriøse eiendommer i Singapore og Tokyo.

- Det er svært kostbart å investere i eiendom. Det er vanskelig å anslå verdien av eiendommene, og en vet først om 20 år eller når naboselger om det var et godt kjøp. Eiendomsinvesteringer krever masse folk, en stor administrasjon og koster mye penger. Hva vet NBIM om Regent Street som ikke andre markedsaktører kjenner til? Fondet går i feil retning når de

## Oljefondet

- Statens pensjonsfond utland, Oljefondet, er på rundt 7000 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).

bygger opp en enorm administrasjon innenfor eiendom, sier Thorburn.

ashild.langved@dn.no

Se også innlegg Side 26

## Vurderer ny strategi

**Oslo:** Statssekretær Paal Bjørnestad (Frp) i Finansdepartementet svarer slik på forslaget fra professorene Karin Thorburn og B. Espen Eckbo:

- Aksjeandelen har stor betydning for det samlede risikonivået, og ble økt til fra 40 til 60 prosent i perioden 2007 til 2009. Vi legger vekt på jevnlig å vurdere hvordan strategien kan utvikles videre. Det pågår nå en utredning av om den øvre grensen for eiendomsinvesteringer på fem prosent skal økes og om det skal åpnes opp for at fondet skal kunne investere i unotert infrastruktur, skriver Bjørnestad i en epost.

En ekspertgruppe bestående av internasjonale forskere er nå i gang med å vurdere om Oljefondet bør få lov til å investere mer i eiendom, og gå inn i unotert infrastruktur. Departementet tar sikte på at dette behandles i

forbindelse med neste års stortingsmelding om Statens pensjonsfond utland (SPU), også kalt Oljefondet.

- Målet for investeringene i SPU er å oppnå høyest mulig avkastning innenfor et moderat risikonivå. Fondet skal være til glede for dagens innbyggere såvel som fremtidige generasjoner, skriver Bjørnestad videre.

Finansdepartementet bestemte i 2010 at Oljefondet skulle investere inntil fem prosent av fondet i eiendom.

- Vi har fulgt opp denne beslutningen og har startet arbeidet med å bygge en global eiendomsportefølje. Vi har samtidig lagt vekt på å bygge en solid organisasjon som kan håndtere disse investeringene på best mulig måte, skriver kommunikasjonssjef Thomas Sevang i NBIM i en epost.

## Foreslår ny vaktbikkje

**Oslo:** Norges Banks representant-skap er Stortingets vaktbikkje, og skal føre tilsyn med Oljefondet. Men det er ikke nok, mener finansprofessor B. Espen Eckbo ved Tuck School of Business i USA.

- Diskusjonen den siste tiden viser et sterkt behov for å etablere et uavhengige forsknings-senter i empirisk finans med lovfestet tilgang til NBIMs data. Stortinget trenger en slik uavhengig vaktbikkje, som kan gi uhildet og vitenskapelig trygge råd til offentligheten om fondets forvaltning, sier Eckbo.

Oljefondets rapportering om den aktive forvaltningen av fondet skaper debatt. Mens fondet hevder aksjeplukkingen bidrar positivt justert for risiko, viser en analyse fra finansprofessor Richard Priestley ved Handelshøyskolen BI og Halvor Hoddevik, arbeidende styreleder i Rann Rådgivning, det motsatte.

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

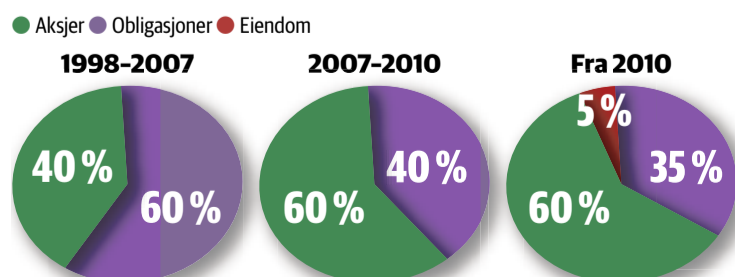
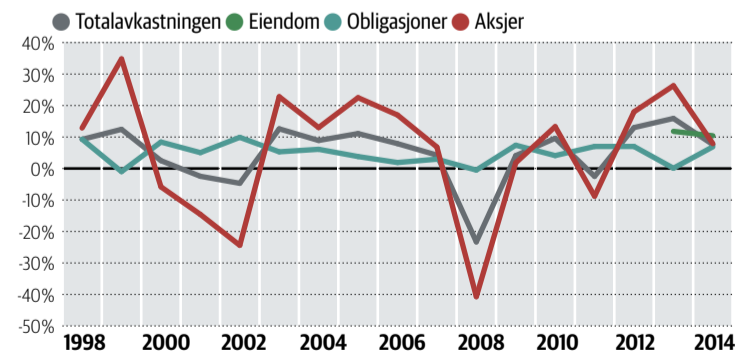
- Vi har sett hvor vanskelig det er å få NBIM til å gi full informasjon om investeringsdatene. Det virker som NBIM er spesielt uvillige til å gå inn på detaljene i den aktive forvaltningen. Men dette er for viktig til at Stortinget kan akseptere å la NBIM styre informasjonsflyten, sier Eckbo.

Oljefondets kommunikasjonssjef Thomas Sevang svarer at fondet gir den informasjonen eieren etterspør.

- Den offentlige rapporteringen gjenspeiler retningslinjene i investeringsmandatet gitt av Finansdepartementet. Som fondets formelle eier har dessuten Finansdepartementet tilgang på den informasjonen de til enhver tid måtte ønske, svarer Sevang.

## Oljefondets aktivaklasser

Avkastningen for Oljefondets aktivaklasser siden oppstart i 1998 frem til 2014.



# Debatt

debatt@dn.no

## Gode råd er billige

Oljefondet bør ikke investere i obligasjoner. Det er et av rådene finansforskningen har til forvalterne - om de lytter.

**F**inansforskere verden over bruker datamaskiner og titall millioner historiske avkastningsrater til å studere prisdannelsen i aksjemarkedet. Man simulerer nær sagt enhver tenkbar type fondsforvaltning - men med langt bedre datagrunnlag enn det forvaltere ser i praksis. Denne forskningen har gitt et empirisk fundament for finanst teori som er uhørt ellers i økonomisk vitenskap, og som er direkte rådgivende for porteføljeforvaltere. Den nesten eksplosive økningen i husholdningenes sparing i aksjemarkeder, og den sterke trenden mot passiv forvaltning i indeksfond, skyldes at forskningsresultatene har fått bred aksept. Siste tiders debatt om Oljefondets forvaltning er derfor forbløffende.

De som kontrollerer fondet synes i debatten å «snakke ned» forskningen, i stedet for å omfavne den.

Mer alvorlig er det at Finansdepartementet og Norges Bank Investment Management (Nbim) holder igjen informasjon som er nøkkelen til en uhildet vurdering av fondets strategi. En lignende arrogant rader når Gjerdem-utvalget, som skal vurdere Nbims styring, ikke har et eneste medlem fra finansforskningen. Dette til tross for siste ti års betydelig oppgradering av forskningsmiljøet i finans på NHH og BI, som i dag er klart akademisk dominerende innenfor norske universiteter og høyskoler.

Arrogansen koster: Oljefondets avvik fra forskningsbaserte forvaltningsprinsipper gir eieren klart lavere avkastning enn den man burde kunne forvente. Som en illustrasjon, ta Nbims egne annualiserte avkastningstall fra første kvartal i år (med aktiva-klasseens porteføljevekt i parentes):

- Totalavkastning: 5,3%
- Aksjer: 7,5% (60+%)
- Fast eiendom: 3,1% (5+%)
- Fastrentepapirer: 1,6% (30+%)

Det er ikke vanskelig å forklare hvorfor denne allokeringen gir lav forventet avkastning:

● Finansdepartementet har pålagt Nbim å investere i fastrentepapirer. Fastrentepapirer er noe for dagens pensjonister, ikke for fremtidige generasjoner. Men Oljefondet er ikke et pensjonsfond: det har



Oljefondets avvik fra forskningsbaserte forvaltningsprinsipper gir eieren klart lavere avkastning enn den man burde kunne forvente, skriver artikkelforfatterne. Her er Oljefondets sjef, Yngve Slyngstad. Foto: Gunnar Blöndal

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



**B. Espen Eckbo**, professor i finans ved Tuck School of Business ved Dartmouth College.



**Karin S. Thorburn**, professor i finans ved Norges Handelshøyskole

hverken pensjonsforpliktelse i dag eller krav på umiddelbar kontantstrøm levert av fastren-

tepapirer. Optimal vektning er 100 prosent i en bred, passivt forvaltet aksjeportefølje («gullstandarden»).

● Nbim spekulerer mot markedsprisingen. Forskningen viser klart at slike veddemål har negativ forventet verdi etter forvaltningskostnader. Den fundamentale økonomiske årsaken til dette er at markedsprisene aggregerer informasjonen til de som handler. Markedsprisene slår derfor forvalterens egen informasjon, nær sagt uansett (noen vil si at Warren Buffett er et unntak, men det er av andre grunner).

Det er selvsagt ikke noe i veien for at formuende privatpersoner likevel velger å la en forvalter ta slike veddemål. Men fremtidige norske generasjoner har hverken glede eller nytte av kostbar gambling.

● Nbim investerer i fast eiendom. Vitenskapen viser klart at forventet avkastning i eiendom er langt lavere enn i aksjemarkedet (som jo også bekreftes av avkastningen på 3,1 prosent i 2015). Dessuten er transaksjonskostnadene langt

større enn i aksjemarkedet, det er vanskelig å evaluere avkastning på kort sikt, og forvaltningen krever et stort antall medarbeidere.

● Finansdepartementet fastsetter en ineffisient referanseportefølje for Nbim. Referanseporteføljen består av vekter som gir lavere forventet avkastning enn en verdiveiet portefølje. Sistnevnte ville for eksempel unngått tapet ved overvektningen av Europa siste året.

Dersom Oljefondet i stedet investerer 100 prosent i en bred passivt forvaltet aksjeportefølje med verdibaserte vekter, ville fondets forventede avkastning i 2015 vært cirka 2,5 prosent høyere (annualisert). Dette tilsvarer 150 milliarder kroner i tapt forventet avkastning!

Heldigvis er gode råd billige: Opprett et nasjonalt og uavhengig forskningscenter i finans - med lovpålagt tilgang til Oljefondets data. Her er både senterets uavhengighet av Nbim og Norges Bank, samt garantert tilgang til Nbims data, helt avgjørende. At staten må ta regningen for senteret burde



Finansdepartementet har pålagt Nbim å investere i fastrentepapirer. Det er noe for dagens pensjonister, ikke for fremtidige generasjoner

ikke skape kontrovers, gitt den forventede gevinsten.

Forskningscenterets primære oppdrag er å evaluere Nbims forvaltning ved hjelp av moderne finansmetoder. Debatten settes dermed på et forskningsmessig forsvarlig spor, utenfor kontroll av fondets særinteresser. Den norske offentligheten mottar full informasjon, som skaper ro og politisk legitimitet rundt forvaltningen av Oljefondet.

En tilleggsbonus er at det vil gi norsk finansakademia en etterlengtet vitamininnspøyning. Resultatet er derfor også at Norge vil kunne befeste seg som en internasjonal kapasitet innenfor eierstyring, fondsforvaltning og finans.

**B. Espen Eckbo**, professor i finans ved Tuck School of Business, Dartmouth College i USA, og **Karin S. Thorburn**, professor i finans ved Norges Handelshøyskole

Se også  
Side 14-15

