

Ansvarlig forvaltning av Oljefondet

Norges Banks forvaltning av Oljefondet er kostnadseffektiv, og den har gitt merverdi.

Apen debatt om forvaltningen av Oljefondet er viktig. Innretningen av fondets investeringer har betydning for både nålevende og fremtidige nordmenn. Et så viktig spørsmål fortjener en nyansert meningsutveksling med et rimelig presisjonsnivå.

Tallene er korrekte

En problemstilling har vært rapporteringen av kostnader, risiko og avkastning. Det er sådd tvil om våre rapporterte tall er korrekte. Det er de. Forvaltningen har gitt en brutto meravkastning utover referanseindeksen fondet blir målt mot på 0,26 prosent i snitt per år gjennom fondets historie. I absolutte tall tilsvarer dette 64 milliarder kroner, som altså er godskrevet pensjonsfondets konto. Disse tallene er uomtvistelige og har vært gjenstand for flere lag med revisjon og ekstern kontroll.

De samlede kostnadene i forvaltningen av fondet er i dag under 0,06 prosent av den samlede kapitalen. Dette er et lavt kostnadsnivå målt mot sammenlignbare fond.

I sum viser rapporteringen at Norges Banks forvaltning av fondet har gitt merverdi utover referansemålet og at forvaltningen er kostnadseffektiv.

Analyse av resultatene

Et annet spørsmål er hva som forklarer resultatene. Det er utført flere analyser, både internt i Norges Bank og eksternt, av avkastningen justert for den risikoen som tas. Det er verdt å merke seg at det er heftet usikkerhet ved slike analyser, og at ekspertisen strides om hvilke slutninger de gir grunnlag for. Debatten i DN viser dette med all tydelighet.

Forklaringen på meravkastningen som er oppnådd over tid er sammensatt, og det er krevende å skille ut bidraget fra enkeltfaktorer. Analyser som søker å forklare resultatene gir likevel viktig kunnskap, og er jevnlig tema i hovedstyret.

Fra og med neste år vil Norges Bank publisere en årlig rapport der vi gir et mer detaljert bilde av fondets avkastning og risiko. Vi vil i den forbindelse invitere et utvalg eksperter til å gi innspill



- Med en veldrevet og høykompetent organisasjon har vi et godt utgangspunkt for å oppnå gode resultater også i årene fremover, sier sentralbanksjef Øystein Olsen. Foto: Per Ståle Bugjerde

Innlegg Øystein Olsen



til hvordan vi best kan rapportere risikojustert avkastning.

En helhetlig strategi

Forvaltningen skal ivareta flere hensyn som ikke lar seg fange opp av en passiv implementering av oppdragsgivers referanseindeks. Utnyttelse av fondets særtrekk som en stor og langsiktig investor står sentralt her. De

ulike elementene i investeringsstrategien ivaretar disse hensynene fra forskjellige perspektiver som utfyller hverandre.

Blant annet har banken etablert en egen, mer skreddersydd referanseindeks som utgangspunkt for forvaltningen. Fondet utnytter også såkalte systematiske risikofaktorer. I tillegg gjennomføres det grundige analyser av særskilte markeder og selskaper, ikke bare for å identifisere investeringsmuligheter, men også for å forstå underliggende risiko og for å kunne være en profesjonell aktiv eier. Arbeidet med ansvarlig forvaltning er også betydelig styrket.

Alle disse elementene fordrer dyp innsikt i markedene og selskapene vi investerer i.

En annen problemstilling som er trukket frem i debatten om avkastningsanalysene er forholdet mellom Norges Banks hovedstyre og forvaltningsadministrasjonen. Også her bør noen forhold presiseres.

Hovedstyrets rolle

Det bærende elementet i fondets styringsmodell er en tydelig

delegering av ansvar innenfor fastsatte rammer og et effektivt system for kontroll og tilsyn i og utenfor Norges Bank. Som ansvarlig for forvaltningsoppgaven følger styret fortløpende opp den operative forvaltningen for å sikre at den er i tråd med Finansdepartementets mandat og de styringsdokumenter hovedstyret selv har fastsatt.

En annen viktig del av styrets oppgave er å bidra til at administrasjonens forutsetninger for å lykkes er så gode som mulig.

Denne styringsmodellen har gitt gode resultater så langt. Forvaltningen har gitt meravkastning, innenfor rammene vår oppdragsgiver har satt. En avgjørende forutsetning for å oppnå dette har vært oppbygging av en kompetent organisasjon som er istand til å bære ansvaret den er pålagt og gjøre gode, selvstendige vurderinger.

Hovedstyret innretter fondets forvaltningsstrategi for å ivareta helheten i det oppdraget vi har fått. Strategien er i stadig utvikling. Norges Bank vil bygge videre på de erfaringene vi har gjort. Vi vil også innhente og lytte til et bredt utvalg av innspill og råd. Med en veldrevet



Vi vil invitere et utvalg eksperter til å gi innspill til hvordan vi best kan rapportere risikojustert avkastning

og høykompetent organisasjon har vi et godt utgangspunkt for å oppnå gode resultater også i årene fremover.

Øystein Olsen, leder av Norges Banks hovedstyre

Se også Side 8

Mer debatt på side 24-26

Dieselforbud ikke eneste løsning

Astrid Bjørgen Sund
Kristin Ystmark Bjerkan

Kommersialiser mer av forskningen

Olav R. Spilling, med flere

Håp for Europas syke mann

Sigmund Håland

Omstilling som lønner seg

Per Harbø

Billige og dårlige råd

Stein Sjølie

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.

Hyrer inn finansprof

Etter massiv kritikk setter sentralbanksjef Øystein Olsen ned en ekspertgruppe som skal gi råd til hvordan Oljefondet bør rapportere.

OLJEFONDET

Åshild Langved
og Espen Linderud
Oslo

Sentralbanksjef Øystein Olsen er i ferd med å stable på bena en gruppe finansprofessorer som skal gi råd til hovedstyret i Norges Bank om hvordan Oljefondet bør rapportere.

Finansdepartementet har etterlyst mer detaljert rapportering, og Norges Bank har svarfrist til 1. oktober.

NBIM (Norges Bank Investment Management), som forvalter Oljefondet skal fra og med neste år rapportere mer detaljert om avkastning og risiko.

- Hovedstyret vil hente inn ekspertise for å belyse saken fra ulike synsvinkler, inkludert røster som har ytret seg kritisk til det vi har gjort så langt, sier Olsen.

På ballen

Oljefondet har blant annet fått kritikk for selektiv rapportering og manglende resultater fra veddemålene i aksjemarkedet, også kalt aksjeplukking. Det går ut på at fondet velger ut aksjer de tror skal gå som ei kule. Aksjeplukkingen er en relativt beskjeden del av Oljefondet, men står for rundt halvparten av kostnadene, rundt 13 milliarder kroner.

- Vi lærer hele tiden av responsen og reaksjonene vi får på måten vi kommuniserer på og hva slags tall vi presenterer. Vi har løpende kontakt med forskningsverdenen gjennom Oljefondet. Hovedstyret ønsker å vise at vi tar denne disku-

Dette er saken

- Oljefondet har fått kritikk for selektiv rapportering, manglende rapportering av resultat justert for risiko og for labre resultater på veddemålene i aksjemarkedet.
- Oljefondet har varslet økt rapportering. Finansdepartementet har etterlyst det samme.
- Departementet har etterlyst en oppsplitting av hva de ulike forvaltningsstrategiene, inkludert aksjeplukkingen, bidrar med.

sjonen svært seriøst, sier Olsen.

- Hva er grunnen til at dere først nå ser behov for dette?

- Det er nå debatten har gått. Men hovedstyret har lenge vært oppmerksomme på resultatene. I flere runder har vi hatt og har løpende dialog med NBIM om den aktive forvaltningen, sier Olsen.

- Er dette en innrømmelse av at hovedstyret ikke er tilstrekkelig kompetente på dette feltet?

- Nei, overhodet ikke. Vårens og sommerens føljetong har gitt et helt feil innrykk av at hovedstyret ikke har kompetanse eller oppmerksomhet på dette. Hovedstyret har vært på denne ballen hele tiden. Styret skal utfordre administrasjonen, som å utfordre elementer av strategien, svarer Olsen.

Takket nei

Ringerunden for å sette sammen ekspertgruppen hadde mandag ettermiddag resultert i to ja og to nei fra fire finansprofessorer:

● Bernt Arne Ødegaard ved Universitetet i Stavanger og finansprofessor Magnus Dahlquist ved Stockholm School of Economics har takket ja.

● Richard Priestley og Karin Thorburn, to fremtredende kritikere, har takket nei.

- Hovedstyret ønsket at Priestley og Thorburn sier ja. Hensikten er å bryne seg på forskjellige synspunkter. Hvis kritikkerne våre ikke ønsker å være med, synes jeg det er synd, sier Olsen.

Kan ikke svare

Han legger til at gruppen skal bestå av en håndfull eksperter. I utgangspunktet er dette en midlertidig gruppe.

- Vi ønsker innspill rundt avkastningsmål, justert for ulike

type risiko og til hvordan vi skal utvikle analyser og presentasjon av resultatene, forteller Olsen.

David F. Denison, tidligere sjef for pensjonsfondet Canada Plan Investment Board, uttalte til DN lørdag at dersom han satt i hovedstyret ville han bedt om å få se på hva aksjeplukkingen bidrar med etter kostnader. Denison satt i gruppen som leverte en rapport om Oljefondet til Finansdepartementet i januar 2014.

- Denison sier at dersom han satt i styret, ville han bedt om å få se på hva aksjeplukkingen bidrar med etter kostnader. Vet du det?

- Jeg kan ikke nå gi deg et svar

med to streker under. Det går an å analysere dette, men så langt har ingen kommet med en forklaringsmodell som man kan sette to streker under. Det er notorisk vanskelig å komme frem til signifikante forklaringsfaktorer i de analysene som har vært utført, både i Norges Bank og eksternt, sier han, og legger til:

- Styret får god informasjon når det gjelder bidrag fra ulike deler av strategien.

- Er det korrekt at dere ikke vet hva NBIM sitter igjen med på aksjeplukking etter kostnader?

- Nå er vi inne på et annet vanskelig tema, nemlig å splitte opp

kostnader på ulike elementer av strategien. Kan du skille ut aksjeplukking? Vi søker hele tiden å få ut mer informasjon om dette. Men å finne frem til ett svar er krevende. Vi har ikke gitt opp dette. Vi ønsker bedre analyser og innsikt i hva de ulike elementene bidrar med, sier Olsen.

- Føler du deg trygg på at NBIM er smartere enn andre forvaltere i å plukke aksjer?

- Jeg er svært fortrolig med strategien til NBIM. Hovedstyrets oppgave er å teste ut strategien, inklusive det å etterspørre mer informasjon. Selv om ting er vanskelig skal vi søke å stimulere NBIM til å

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).
- Årlig avkastning på 6,04 prosent i snitt siden oppstart, noe som er 0,26 prosentpoeng bedre enn referanseindeksen før kostnader.

fessorhjelp

Sentralbanksjef og leder av Norges Banks hovedstyre, Øystein Olsen, søker råd hos eksterne eksperter om Oljefondets rapportering.
Foto: Per Ståle Bugjerde



dekomponere resultater som illustrerer betydningen av elementer i den aktive strategien, sier Olsen.

Han understreker igjen at hovedstyret «er på ballen».

- Men det å komme frem til et endelig svar her som gjør at en kan bli 100 prosent trygg på at en bestemt strategi er riktig, det tror jeg er vanskelig. Du får ikke avkastning uten å ta risiko, svarer Olsen.

ashild.langved@dn.no
espen.linderud@dn.no

Se også kronikk Side 2

Bare et gissel

Oslo: Finansprofessor ved Norges Handelshøyskole (NHH), Karin Thorburn, forklarer sitt nei slik:

- Det er kort varsel. Rapporten skal være klar før 1. oktober, jeg skal til USA å undervise og er opptatt med andre ting. Så er det mandatet, som er å diskutere hvilke modeller man skal kjøre. Det er en ren teknisk fondsevaluering. Det må de jo kunne klare selv. Den viktige debatten går på



Finansprofessor ved Norges Handelshøyskole Karin Thorburn.

separasjon av resultatet fra den aktive forvaltningen, og det ber de ikke om. Da blir man jo bare et gissel, sier hun.

BI-professor Richard Priestley oppgir at han ikke har tid som begrunnelse.

Åpner for flytting til minimumspensjon

Finansdepartementet åpner for at bedrifter kan overføre ansatte med full opptjening i en ytelsespensjon til en innskuddsordning med lavere sparenivå enn for øvrige ansatte.

PENSJON

Christian Bjerknes
Oslo

Ifølge NHO har det vært mye usikkerhet blant deres medlemsbedrifter rundt hvilken pensjon man kan tilby ansatte med full opptjening i en ytelsespensjonsordning når disse personene ønsker å jobbe videre for bedriften etter å ha fylt 67 år.

- Mange bedrifter med lukkede ytelsespensjonsordninger har ønsket å flytte disse personene inn i en innskuddsordning, men med et lavere nivå på innskuddet enn det som gjelder for øvrige ansatte i ordningen, sier Kristin Diserud Mildal, avdelingsdirektør for pensjon og forsikring i NHO.

Men ifølge Mildal har mange forsikringsselskaper ikke åpnet for en slik løsning siden de har ment at man ifølge reglene må gi disse personene det samme sparenivået som de andre ansatte.

- Det er gledelig at Finansdepartementet kommer med en avklaring om dette som åpner for at bedriftene kan velge å overføre disse personene til en innskuddsordning med lavere sparenivå enn de øvrige ansatte, sier Mildal.

I et brev til NHO slår Finansdepartementet fast at personer med full opptjening i en ytelsesordning



kan bli overført til en egen innskuddsordning der innskuddsnivået kan være så lavt som to prosent. Dette minimumsnivået tilsvarende det som ligger i Obligatorisk Tjenestepensjon (OTP). Muligheten til å gjøre dette er altså uavhengig av hvilket sparenivå de øvrige ansatte i innskuddsordningen har. Pensjonsekspert Tor Sydnes i rådgivingselskapet Gabler mener at det er fornuftig å åpne for denne typen løsninger.

- Dette gjelder jo personer som har fått full opptjening i en ytelsespensjonsordning, og dermed allerede har en god pensjon. Det kunne ha blitt veldig dyrt for bedriftene dersom disse personene skulle fortsette å tjene opp fullt i ytelsesordningen. Dette virker derfor som en grei mellomløsning, sier direktør Tor Sydnes i Gabler.

Kristin D. Mildal i NHO slår fast at ordningen som Finansdepartementet nå åpner for, kan utgjøre store besparelser for bedriftene. Hun forventer nå at alle pensjonsleverandører vil forholde seg til departementets avklaring.

christian.bjerknes@dn.no

Jubel i Bellona

Bellona jubler over Rederiforbundets snuoperasjon i synet på skipsopphugging.

SHIPPING

Bjørn Segrov
Oslo

Rederiforbundet sier nei til at skip skal kunne hugges på strendene.

- Dette er en stor og viktig seier for oss, sier Bellona-rådgiver Sigurd Enge. Han mener det vil vekke «betydelig oppsikt internasjonalt» at Norge går foran som første land i verden med å fraråde rederiene å hugge opp sine skip på strender.

DN skrev mandag at Norges Rederiforbund anbefaler at medlemmene avstår fra såkalt «beaching» av skip.

«Beaching» betyr at fartøyene

kjøres opp på strendene for å hugges der, uten faste installasjoner for oppsamling og håndtering av farlig og forurensende avfall.

- Rederiforbundet blir nå en sterk støttespiller i vårt internasjonale arbeid med å få slutt på «beaching», sier Enge.

Bellona tror beslutningen vil styrke det voksende markedet for seriøse skipsopphuggere i verden.

Totalt er rundt 150 norskkontrollerte fartøyer blitt hugget opp på strendene siden 2009.

NGO Shipbreaking Platform, som kartlegger skipsopphugging, består av 19 miljø- og menneskerettighetsorganisasjoner. I sin siste rapport melder paraplyorganisasjonen om minst seks dødsfall ved opphugging av skip på strendene i Asia i april, mai og juni.

I andre kvartal endte 52 skip på strendene i India, 42 i Bangladesh og 37 i Pakistan.

bjorn.segrov@dn.no