

# Debatt

debatt@dn.no



Et rådgivende forskningscenter er brikken som mangler i dagens kontrollstruktur rundt Oljefondet. Fondets størrelse og erkjennelsen av at fondet trenger bedre kunnskap og overstyring, aktualiserer behovet

Sentralbanksjef Øystein Olsen var tilstede under gjennomgang av investeringer til Oljefondet, gjennomført av blant annet David F. Denison, som ble presenter i september ifjor. Her sammen med statssekretær Paal Bjørnstad (til venstre) og sjef for Oljefondet Yngve Slyngstad (til høyre). Foto: Aleksander Nordahl

## Dårskap eller garantert åpenhet?

Enten forstår ikke sentralbanksjef Øystein Olsen elementær statistikk, eller så fortier han kynisk sentral informasjon.

Det er forfriskende når David F. Denison, tidligere sjef for Canada Pension Plan, uttrykker sterk skepsis til den aktive forvaltningen i Oljefondet. I DN ber han Oljefondet bevise antagelsen om at det er smartere enn andre, og at den aktive forvaltning dekker de store ekstrakostnadene. Med andre ord: full åpenhet om den aktive forvaltningen.

Sentralbanksjef Øystein Olsen svarer i sin kronikk i DN tirsdag at «Forvaltningen har gitt en brutto meravkastning utover referanseindeksen fondet blir målt mot på 0,26 prosent i snitt per år gjennom fondets historie». Samtidig unnlater han å opplyse at alle de forskjellige analysene av fondet, enten det er av akademikere eller NBIM selv, sier at dette tallet statistisk sett ikke er forskjellig fra null.

Enten forstår ikke Olsen elementær statistikk, eller så fortier han kynisk denne sentrale tilleggsinformasjonen.

Det fremstår også som ren dårskap at Olsen ennå ikke har oppfattet, eller vil innrømme,

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



at debatten kun gjelder den aktive delen av fondet. Den passive delen av Oljefondet er godt forankret. Da hjelper det lite å vise til gjennomsnittstall for hele forvaltningen.

Faktum er at mens den aktive forvaltningen står for rundt halvparten av Oljefondets totale forvaltningskostnader, representerer den kanskje mindre enn ti prosent av totalporteføljen. Det gjelder altså kun fondets veddemål i aksjemarkedet, samt i mer illikvide aktiva som fast eiendom og unoterte aksjer.

Det som etterlyses er fullstendige opplysninger om hva den aktive forvaltningen i seg selv koster. Sagt med teskje: Dette er

kostnaden ved aktiv forvaltning i prosent av selve den aktive forvaltningen. Olsen vet at den prosentsatsen er langt større enn de 0,06 prosentene som fremstår ved å dividerer med totalverdien av Oljefondet. Tallet 0,06 prosent er i denne sammenheng fullstendig meningsløst.

Olsens kronikk bekrefter at Oljefondets styringsstruktur ikke fungerer. Han møter offentligheten med et «stol på oss», samtidig som han kun offentliggjør selektive og aggregerte tall om forvaltningen.

Videre synes Olsen heller ikke å se det håpløse i å sette ned det ene eksterne konsulentutvalget etter det andre - alle med sterkt begrensede mandater.

Ta utvalget som nedsettes i disse dager, og som Olsen refererer til i sin kronikk. Dette utvalget er gitt 16 timer innen 1. oktober til å gi innspill til hvordan man kan rapportere risikojustert avkastning. Men hva nytt kan man lære av dette? Empirien rundt risikofaktorer er allerede tilstrekkelig klaggjort av forskningen - og burde vært elementær kunnskap for dem som er satt til å forvalte mer enn 7000 milliarder på vegne av fremtidige generasjoner nordmenn.

Igjen, det er dataene man trenger - ikke gjentatte teorier. Olsen må ta inn over seg at det kun er dataene som kan bevise at den aktive forvaltningen faktisk betaler seg. Og, som Denison påpeker, bevisbyrden er hans.

Norge trenger klart å sette opp en mekanisme som garanterer full og uavhengig gjennomgang av dataene fra Oljefondet. Vi snakker her om alle fondets data - helt ned på transaksjonsnivå. Disse gir hverken Olsen eller NBIM ut frivillig - til tross for at det er norske skattebetalere som eier disse.

Vi foreslår derfor følgende løsning: Et nasjonalt og uavhengig senter for topp-forskning i finans, med lovfestet tilgang til NBIMs data. Dette senteret er ikke mindre enn den brikken som mangler i dagens kontrollstruktur rundt Oljefondet. Senteret vil for første gang kunne gi offentligheten en uhildet og fullstendig evaluering av Oljefondets strategi.

De som i dag styrer Oljefondet bør se på et slikt senter som en positiv avlastning. Debatten over verdien av aktiv forvaltning vil bli styrt av forskningsfronten og empiri basert på Oljefondets

egne data - og ikke av et «stol på oss» fra Olsen, eller vidløftige spekulasjoner om manglende markeds-effisiens fra halvstudererte selgere av aktiv forvaltning. Det vil også kunne gi Norge som nasjon et forskningsmessig forsprang og et internasjonalt fotavtrykk som en ledende investor.

Man kan tenke seg flere organisasjonsmessige modeller for et slikt senter. Det viktigste er at senteret er uavhengig av Oljefondet. Derfor må tilgangen til data være lovfestet. Videre må senteret være fullfinansiert.

Siden senteret kan forventes å skape store verdier gjennom en mer rasjonell forvaltning av Oljefondet, er det naturlig at eieren av fondet (staten) dekker senterkostnaden. Dette burde ikke være noe politisk problem: Senterkostnaden er i størrelsen titalls millioner mens den potensielle sentergevinsten er i størrelsesorden titalls milliarder.

**B. Espen Eckbo**, Tuck Centennial Professor of Finance, Tuck School of Business at Dartmouth College, USA, og **Karin S. Thorburn**, Research Chair Professor of Finance, Norges Handelshøyskole