

# Debatt

debatt@dn.no

## Underlig forundring

Det er ikke mulig å øke forventet avkastning med 50 prosent ved å endre Oljefondets referanseindeks uten å endre risikoen tilsvarende.

**I** DN 27. juni belærer tidligere sjef for indeksforvaltningen i Norges Bank Investment Management (NBIM), nå nyslått administrerende direktør i Skagen, Øyvind Schanke, oss om hva som er relevante spørsmål for fondsforvaltning. Han synes debatten om forvaltningen av Oljefondet er «underlig».

Gjennom finansiell alkymi mener han å vite at et annet valg av referanseindeks for Oljefondet kunne gitt 50 prosent høyere avkastning, tilsynelatende uten endret risiko. I et slikt perspektiv er visst debatten om NBIMs forvaltningsgjerning og -kostnader uinteressant. Oppsiktsvekkende!

Schanke har rett i at store og viktige spørsmål omgir Oljefondet. Her stopper imidlertid fornuften i Schankes innlegg.

Schanke har beregnet at en annen referanseindeks for Oljefondet ville gitt langt bedre avkastning. Hans alternativ representerer omtrent samme investeringsunivers som dagens referanseindeks for Oljefondet. Tilsynelatende ansporer dette likevel ikke Schanke til å dobbeltsjekke sine tall. I førsteårs introduksjonskurs i finans lærer man at det ikke skal være vesentlig forskjell i forventet avkastning på to porteføljer med omtrent samme risikonivå og investeringsunivers. Det er det heller ikke.

Faktisk er det slik at historisk har den indeksen Schanke kritiserer, FTSE, gitt marginalt bedre totalavkastning enn den han foreslår, MSCI, når man sammenligner indeksenes avkastning på like fot. I det store bildet har avkastningen vært tilnærmet lik (se graf).

Når Schanke studerer FTSE-tall har han tilsynelatende glemt å ta hensyn til mottatt utbytte og lignende utdelinger fra selskapene over tid - et meget vesentlig element i totalavkastningen over tid. Fra en tidligere leder for indeksforvaltningen i NBIM er dette overraskende.

I Schankes tid i NBIM utga hans arbeidsgiver «Diskusjonsnotat» nummer to av 2014. Hvorvidt han hadde noe med notatet å gjøre vet ikke vi, men også der påpekes det at avkastningen på de to indeksene i praksis er den samme. Det



Sjef i Oljefondet Yngve Slyngstad og sentralbanksjef Øystein Olsen på vei til en stortingshøring om Oljefondet. Foto: Per Thrana

### Innlegg Halvor Hoddevik og Richard Priestley



#### Debatt debatt@dn.no

#### Underlig debatt om Oljefondet

Hvis Oljefondet hadde benyttet en annen referanseindeks for sine aksjeinvesteringer, kunne avkastningen ha vært 50 prosent mer siden 2009. I stedet debatteres promiller.



DN 27. juni

understrekes at det ikke er grunnlag for vesentlig forskjellig forventet fremtidig avkastning på de to indeksene - den er i praksis lik.

Det er ikke vanskelig å finne investeringsstrategier som historisk har gjort det bedre enn andre. Problemet er å peke på strategier som også i fremtiden kan forventes å gjøre det bedre, gitt samme risikonivå og investeringsunivers.

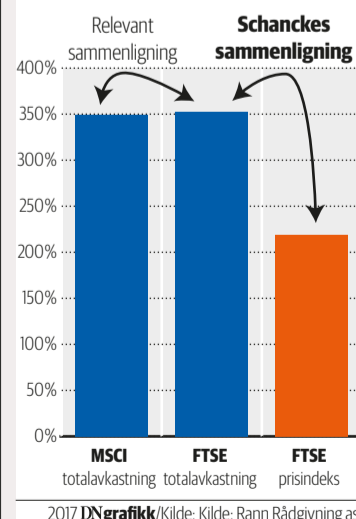
Schanke påstår at Mork-utvalget anbefalte mellom 50 og 100 prosent i aksjer. Dette er feil. Mork-utvalget anbefalte 70 prosent i aksjer, hvor utvalgsleder Mork dissenterterte.

Når Schanke får spalteplass til å trekke frem Skagen Globals avkastning, velger han den perioden som gir soleklart best inntrykk av fondets prestasjon. Over den historien Schanke fokuserer på, har Skagen Global gjort det dårligere enn hans foretrukne globale aksjeindeks i to tredjedeler av alle mulige perioder som slutter i dag.

Schanke trekker frem forvalter og finansprofessor Lasse Heje Pedersens forskningsarbeider, og tar de til inntekt for aktiv forvaltning,

### Utbytte viktig for totalavkastning

Totalavkastning på MSCI- og FTSE-indeksene vs. FTSE-prisindeks fra 2002 til i dag.



formodentlig i form av aksjeplukking. Pedersens poeng er at stadige utstedelser av nye aksjer, selskapers tilbakekjøpsprogram på egne aksjer og

rebalansering av indekser krever et visst aktivt element fra enhver investor. Dette er en selvfølge. Pedersen har ikke vist, særlig ikke empirisk, at det er mulig for en aktiv forvalter å levere bedre avkastning til investor etter honorarer, enn den såkalt passive. For øvrig er det her avgjørende å skille mellom det systematiske element som ligger i «aktiv» forvaltning, nemlig det å ta kontrollert eksponering mot systematisk risiko på en effektiv måte, og det å bedrive spekulativ aksjeplukking, slik Skagen og NBIM bedriver. Pedersens arbeider gir ingen støtte til tradisjonell aksjeplukking.

Oljefondets referanseindeks er en god indeks. Det er bra at mesteparten av risikotagningen i Oljefondet handler om systematisk risikotagning, ikke aksjeplukking. Slik virksomhet er primært til gagn for forvalteren, ikke for investoren. Hvorvidt NBIMs forvaltningspraksis er god, er fortsatt et viktig spørsmål.

**Halvor Hoddevik**, arbeidende styreleder i Rann as, og **Richard Priestley**, professor i finans ved BI