

Onsdag 13. desember 2017

UKE 50 NR. 289 - Årg. 128

Løssalg kr. 40

www.dn.no

Rentefesten vil vare lenge

Professor Ragnar Torvik i DNs rentepanel ser ingen grunn til å la være å ta opp boliglån nå.



Side 6, 7, 8 og 9

DNs rentepanel: Steinar Holden (fra venstre), Hilde Bjørnland, Knut Røed, Ragnar Torvik og Kari Due-Andresen.

Tapssluk: Tapene bare øker for rapperen **Jay Zs** musikkforretning **Tidal**. Eierne har tapt godt over en halv milliard kroner siden de kjøpte den norskutviklede strømmetjenesten i 2015.

Ny analyse av oljefondet:

**Taper
ti mrd.
i året på
å plukke
aksjer**

Side 10, 11 og 31 (innlegg)

**Planer om
å handle
bitcoin?**

Dette må du
se opp for

Side 26-27

Privat



Glem Bose.
Disse er
bedre på
nesten alt
Side 29

Pengene fosses ut av strømmetjeneste

Jay Zs Tidal
tapte 368 mill.
før skatt i fjor

Side 36-37

Nøkkeltall

Tirsdag 12. desember kl. 16.30

↑ Dollar 8,37

↓ Euro 9,83 -3 øre

— Pund 11,17 0 øre

↑ 100 SEK 99,02 47 øre

↑ Oslo Børs 800,93 1,14 %

↑ Nordsjølje 64,49 0,39 USD

— Pengemarkedsrente 0,83 0 basispunkter

Ny analyse: Taper milliarder på å plukke aksjer

Oljefondets tap på aktiv aksjeforvaltning er rundt ti milliarder kroner per år, viser ny analyse.

FINANS

Espen Linderud
Oslo

Oljefondet, hele Norges sparegris, kaster bort milliarder av kroner hvert eneste år på forvaltningsstrategier som ikke lønner seg.

Dette er konklusjonen i en ny analyse fra finansprofessor Richard Priestley på BI og risikokspert Halvor Hoddevik, som leder Rann Rådgivning. De to har analysert Oljefondets aktive aksjefor-

valtning, som anslagsvis utgjør rundt 20 prosent av aksjeporteføljen, det vil si rundt 1000 milliarder kroner.

Oljefondets aktive forvaltere forsøker å oppnå ekstraavkastning ved å plukke aksjer som de tror vil gjøre det bedre enn markedet og på den måten få en bedre avkastning på oljepengene. Men forvalterne lykkes ikke med dette, ifølge analysen.

Tapet anslås til ett prosentpoeng per år i snitt, noe som utgjør ti milliarder kroner hvert år.

Det er før kostnader. Denne delen av Oljefondet står for rundt halvparten av de totale forvalt-

ningskostnadene, ifølge fra rapporter fra Norges Bank Investment Management (NBIM). Det betyr at aksjeplukkingen koster rundt to milliarder kroner årlig, avhengig av hvor stor bonusutbetalingene blir årlig.

Samme data

Samtidig som Priestley og Hoddevik kommer med sin analyse, sitter to andre finansprofessorer og analyserer de samme dataene på oppdrag fra Finansdepartementet.

Bernt Arne Ødegaard ved Universitetet i Stavanger og Mats Dahlquist ved Universitetet i Stockholm har fått i oppdrag å belyse hvordan

de ulike strategiene til Oljefondet bidrar til avkastningen. De to professorene skal legge frem sin rapport i januar 2018.

De detaljerte avkastningsdataene er ikke offentlig tilgjengelig. Priestley har fått dataene fra nest-



Finansprofessor på BI, **Richard Priestley** mener Oljefondet bør droppe aktiv aksjeforvaltning.

leder Egil Matsen i hovedstyret i Norges Bank. Dette skal være de samme dataene som Ødegaard og Dahlquist har fått.

NBIM og Norges Bank vil denne

uken levere en egen analyse om samme tema til Finansdepartementet, og vil derfor vente med å kommentere saken mer utførlig.

- Vi ønsker velkommen en kritisk og kunnskapsbasert diskusjon om forvaltningen av våre felles sparepenger. Tabloid ordbruk og uklare forutsetninger bidrar ikke til dette. Finansdepartementet har satt ned en ekspertgruppe av anerkjente akademikere som skal levere en evaluering av forvaltningen av fondet i løpet av januar. Departementet vil også få vurderinger fra Norges Bank i løpet av kort tid, og i den anledning vil det være naturlig å kommentere for-



Oljefondets sjef Yngve Slyngstad har ivret for mer aktiv forvaltning. En strategi som møter motbør i en fersk analyse Foto: Skjalg Bøhmer Vold

Fakta om analysen

- Analysen er basert på månedlige avkastningsdata i fire år, 2013-2016, for aksjeplukkingen (security selection equities) i Oljefondet.
- Priestley og Hoddevik har brukt fire anerkjente modeller for å bestemme risikostjustert meravkastning: Meravkastning justert for 1) referanseindeksen, 2) Carharts firefaktor modell, 3) Fama/French' femfaktormodell og Fama/French' trefaktormodell.
- Risikostjustert meravkastning (alfa) er i snitt negativ med snaut 1,0 prosentpoeng i årlig snitt.



Skal vi bruke ti milliarder kroner i året for at noen i NBIM skal ha det moro på jobben?

Halvor Hoddevik, risikoe ekspert og leder av Rann Rådgivning, som nettopp har levert en analyse av Oljefondets aktive aksjeforvaltning sammen med Richard Priestley.

Oljefondet

- Oljefondet, formelt Statens pensjonsfond utland, er nå på rundt 8500 milliarder kroner.
- Olje- og gassaksjer utgjør cirka 320 milliarder kroner, fire prosent av fondet.
- I tredje kvartal var formuen fordelt på aksjer (65,9 prosent) obligasjoner (31,6 prosent) og unotert eiendom (2,5 prosent).
- Oljefondets avkastning etter prisvekst og kostnader er fire prosent i årlig snitt siden 1998.
- Fondet forvaltes av Norges Bank Investment Management (NBIM).

valtningen ytterligere. Et faktum som uansett står fast er at Oljefondet har en markedsverdi på omkring 8500 milliarder kroner. Nær halvparten av dette beløpet er avkastning. Siden oppstart har meravkastningen vært 27 basispunkter årlig, sier kommunikasjonssjef Thomas Sevang i NBIM.

«Bør stoppes»

NBIM har ikke gitt ut detaljerte data fra før 2013. Historikken er derfor kort, kun fire år, og resultatet Priestley og Hoddevik har kommet frem til er derfor ikke statistisk signifikant. De to mener det likevel er grunn til å si nok er nok.

- Disse aktivitetene bør stoppes og NBIM burde bruke kreftene på det de er gode på: Diversifisering og høsting av risikopremier. Gitt de overveldende akademiske bevisene generelt og vår analyse spesielt, som viser at de kommersielle aktivitetene NBIM er involvert i taper penger, er det et mysterium hvorfor NBIM fortsetter med tapsbringende prosjekter, sier Priestley.

Mesteparten av Oljefondet forvaltes i praksis som et indeksfond, med noen justeringer tilpasset fondets størrelse. Denne delen av forvaltningen gjør det svært godt, viser NBIMs egne tall. Det er paradoksalt nok indeksstrategiene

som gjør at Oljefondet i sum slår markedet - ikke de aktive strategiene i sum. Mer av dette, er Priestley og Hoddeviks råd, ikke mer aktiv forvaltning.

- Hovedstyret i Norges Bank lar dette fortsette, selv om det nå er overveldende bevis for at det gir tap for den norske befolkningen. Det er deres ansvar. Det ville vært interessant å vite hvorfor hovedstyret lar dette fortsette og hvorfor det har tillatt dette i utgangspunktet og hvorfor det lar dette fortsette når de sløser med Ola Nordmanns formue, sier Priestley.

- Hvor mange flere milliarder skal vi bruke? Hvor lenge skal vi

vente? Skal vi bruke ti milliarder kroner i året for at noen i NBIM skal ha det moro på jobben? spør Hoddevik.

Risiko

At Oljefondets aktive strategier ikke lønner seg viser også flere rapporter fra NBIM. Return and risk-rapporten fra både 2015 og 2016 viser at de aktive strategiene i sum taper sammenlignet med markedet de har som jobb å slå, noe DN tidligere har omtalt.

Ifølge NBIMs tall har de interne aksjeplukkerne, som sitter med den største pengesekken, slitt med å slå markedet, mens de

eksterne forvalterne er i pluss før kostnader i perioden 2013-2016. Men dette er før avkastningen er justert for den risikoen som forvalterne tar. Priestley og Hoddevik har justert for risiko, noe som er standard metode når man skal vurdere forvaltningsresultater.

Priestley og Hoddevik gjorde en lignende analyse av Oljefondet i 2015. Da tok de utgangspunkt i data for hele aksjeporteføljen. Nå tar de altså utgangspunkt i den delen av aksjeporteføljen som driver med aksjeplukking. Mens 2015-analysen hadde preg av å skyte med hagle, tar de i den nye analysen i bruk skalpell.

espen.linderud@dn.no

Se også debatt-
innlegg Side 31



Gjestekommentar
- finansFinn Øystein
BerghHalvor
HoddevikIngvild
Borgen
GjerdeJon
MjøhusAlexandra
MorrisEspen
SirnesTrym
Riksen

Spekulativ ekspansjon

De kommersielle delene av Oljefondets forvaltning bør utfases, ikke utvides.

Finans
Halvor
Hoddevik
og Richard
Priestley



Basert på nye data bekrefter vi vårt funn fra 2015 om at den spekulative delen av aksjeforvaltningen i Oljefondet ikke bidrar til risikostøttet avkastning for kostnader. Etter kostnader er det åpenbar minusvirksomhet.

Akkurat som eiendomsforvaltningen er dette kommersiell forretningsvirksomhet som vi, det norske folk, ikke tjener på at administrasjonen i Norges Bank Investment Management (NBIM) bedriver.

La oss foredle det NBIM er god på, risikospredning og høsting av systematiske risikopremier, ikke det motsatte.

Gjedrem-utvalget foreslår å flytte NBIM ut av Norges Bank. Sentralt i spørsmålet står hvilken rolle de kommersielle virksomhetsområdene skal ha. Hoveddelen av forvaltningen handler om å høste anerkjente risikopremier i kapitalmarkedene gjennom god risikospredning over likvide aktiva. Dette er i tråd med etablert finansiell teori og er billig å implementere.

De kommersielle forretningsområdene i NBIM er dyre. Mer enn halvparten av de totale kostnadene i NBIM på fire-fem milliarder kroner per år går til drift av de kommersielle virksomhetene. Deres eksistensberettigelse hviler på at konkur-



Vi har tidligere vist at eiendomsinvesteringene totalt har kostet oss om lag fire milliarder kroner i forhold til å ha de samme pengene plassert i ordinære aksjer og obligasjoner. Hvorfor fortsetter vi med dette?, skriver artikkelforfatterne. Her fra handlegaten Regent Street i London, som Oljefondet eier cirka 25 prosent av.

Foto: Per Ståle Bugjerde

ransen i globale kapitalmarkeder ikke er høvelig sterk og at NBIMs forvaltere er bedre enn andre forvaltere. Begge disse er tvilsomme forutsetninger: Forskning viser at finansielle markeder er en meget krevende arena å konkurrere på. På linje med de fleste fondsforvaltere klarer heller ikke NBIM konsistent å slå markedet etter kostnader.

Uten ekspansjon av de kommersielle virksomhetene taler lite for å flytte virksomheten ut av Norges Bank. Ingen må imidlertid forundres over at NBIMs administrasjon argumenterer for å trappe opp den kommersielle virksomheten og flytte virksomheten ut.

Men hvorfor skal vi gjøre det? NBIMs rapport «Return and Risk» fra 2016 viser at det er indeksforvaltningen som bidrar

med det positive relative avkastningsbidraget. Risikostøttet synes alt annet å bidra med mindre avkastning.

Finansdepartementet har bedt professorene Bernt Arne Ødegaard og Magnus Dahlquist undersøke hvordan NBIMs forvaltningsstrategier har bidratt til fondets avkastning. Vi har mottatt tilsvarende data for selv å kunne si noe om hvilket risikostøttet bidrag den spekulative delen av aksjeforvaltningen har gitt.

Det synes som om lag 20 prosent av aksjeforføljen forvaltes spekulativt. Historisk estimert risikostøttet avkastningsbidrag på denne delen av porteføljen er minus ett prosentpoeng per år, tilsvarende ti milliarder kroner, før kostnader. Resultatet er ikke statistisk signifikant forskjellig fra null.

Etter kostnader går derfor denne delen av virksomheten forventningsmessig i minus - i tråd med vårt budskap fra 2015. Vår konklusjon er fortsatt den samme, med bedre grunnlagsdata.

Det er et åpenbart prinsippagent-problem i dette tilfellet, hvor agenten ønsker å bedrive kommersiell virksomhet som er kostbar for prinsipalen - oss, det norske folk.

Å flytte NBIM ut av Norges Bank innebærer en reell risiko for økt omfang av NBIMs kommersielle virksomheter, og dermed økte tap.

Vi har tidligere vist at eiendomsinvesteringene totalt har kostet oss om lag fire milliarder kroner i forhold til å ha de samme pengene plassert i ordinære aksjer og obligasjoner. Hvorfor fortsetter vi med dette?



... agenten ønsker å bedrive kommersiell virksomhet som er kostbar for prinsipalen - oss, det norske folk

Dessverre er det også klart at dagens struktur, med NBIM organisert som en del av Norges Bank med dets styre, ikke fungerer særlig bra. Det nåværende styret mangler åpenbart evnen til å kontrollere tapene i NBIMs eiendoms- og aksjeplukkingsvirksomheter. Dette er bekymringsverdig, all den tid det er velkjent at kommersielle virksomheter i finansielle markeder ikke kan forventes å bidra med økt risikostøttet avkastning etter kostnader.

Et sterkt styre med ekspertkompetanse på aktivforvaltning, som ikke fokuserer på kommersielle virksomheter, bør stoppe disse tapsgenererende virksomhetene.

Forvaltningen bør bevares i Norges Bank, men med et eget styre med mandat til å stenge ned NBIMs kommersielle aktiviteter og i stedet fokusere på diversifisering og sanking av anerkjente risikopremier. Dette vil gagne det norske folk.

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

Se også sak, side 10-11

Søviknes fornøyd med lav avkastning

Olje- og energiminister Terje Søviknes uttrykker i sitt svarinnlegg 8. desember til min kronikk 5. desember at det er urimelig av Stortinget å vie kostnadsprekken på Goliat-feltet så mye oppmerksomhet.

Søviknes mener SV «insinuerer» en rekke ting i Goliat-saken. Men det er så mange alvorlige aspekter i Goliat-saken som det er mulig å snakke tydelig om, at å insinuere er totalt overflødig.

Søviknes mener staten skal styre oljenæringen gjennom

lover, forskrifter og konsesjoner. Han later til å glemme at staten også styrer gjennom utformingen av skattesystemet. Hvordan skattesystemet og lønnsomheten slår ut i konkrete utbygginger, er derfor vesentlig. Søviknes mener det er «totalt irrelevant».

Oljen er vår felles eiendom. Oljeselskapene får lov å utvinne den, mot å betale av overskuddet. Staten tar betydelig risiko fordi utformingen av petroleumsskattesystemet gir mulighet for avskrivning av store

delene av lete- og utbyggingskostnadene. Beregninger viser at skattesystemet ikke er nøytralt, og at man kan komme i situasjoner der selskapene tjener penger, men staten taper.

Olje- og energiministeren bør derfor ta en diskusjon om hvor stor risiko det er rimelig av staten skal ta i fremtiden, i lys av hvilken virkning systemet har hatt ved konkrete utbyggingsprosjekter.

Om Søviknes hadde tatt denne diskusjonen på alvor, heller enn å vitse den bort på oljekonferanser,

hadde det i det minste fremstått som han var litt interessert i å ivareta fellesskapets interesser, heller enn å være ukritisk forsvarer av interessene til et italiensk oljeselskap.

Etter påtrykk fra Stortinget har Søviknes endelig regnet på lønnsomheten i Goliat-feltet. I beregningene ser han ut til å ha glemt hvorfor staten har et bestemt avkastningskrav for slike lønnsomhetsanalyser. Og derfor har han vært fornøyd med et langt lavere avkastnings-

krav enn det som er vanlig.

Det virker som om Søviknes mener at det er en positiv internrente som tilsier lønnsomhet, ikke internrente over avkastningskravet.

Interessant nok bruker han ikke noen tall fra beregningen i svaret i DN. Muligens fordi han aner at DN's lesere ikke blir veldig imponerte av skryt med udiskonterte skatteinntekter.

Kari Elisabeth Kaski (SV), stortingsrepresentant