

Gjestekommentar
- finansFinn Øystein
BerghHalvor
HoddevikTrym
RiksenEspen
SirnesKristoffer
Stensrud

Problemet er ikke NBIM

Finansdepartementets mandat og svake styring av NBIM gir dyr og risikabel forvaltning av Oljefondet.

Finansdepartementets organisering av Oljefondforvaltningen var ved etablering i 1996 i tråd med datidens bransjestandard - antakelig fornuftig i en etableringsfase hvor stor-skala kapitalforvaltning var forholdsvis nytt terreng i Norge. Snart 20 år senere er det på tide å ta inn over seg både forvalters, Norges Bank Investment Managements (NBIM), resultater og de siste 40 år med finansforskning.

Den amerikanske forvalteren Vanguard hadde i 1996 allerede i 20 år bedrevet systematisk, ikke-spekulativ forvaltning, og med det levert gjennomsnittsak-sjens avkastning billigst av alle. Overfor en slik strategi taper de fleste forvaltere som tar spekulative veddemål, særlig etter kostnader.

NBIMs mandat var som tatt ut av daværende introduksjonsbøker i finans: NBIM skulle implementere referanseindeksen, men fikk spillerom til å «slå markedet» ved å ta tilfeldige, spekulative veddemål, innenfor en begrenset ramme. Det analytiske rammeverket som lå til grunn for et slikt mandat var at det finnes én systematisk risikofaktor (markedet) og markedslotteriet har de samme egenskapene hver gang.

I dag vet vi at det finnes mer enn én risikofaktor og at markedslotteriet ikke har de samme egenskapene hele tiden. Vi vet også hvordan et mandat som NBIMs kan manipuleres.

Om forvalteroppdraget er å slå gjennomsnittsak-sjen, er jobben vanligvis enkel. Forvalter kan eksempelvis prioritere småselskaper fremfor storselskaper, og selskaper hvor bokført egenkapital er høyere enn dens markedsverdi. Slike aksjer gir i forventning en meravkastning i forhold til gjennomsnittsak-sjen, men innebærer økt risiko, som ikke

Finans Halvor Hoddevik



DN 22. juni



DN 28. september



At Finansdepartementet ikke ønsker debatt ble med tydelighet demonstrert da de bestilte kritikk av vår kritikk fra den langt fra uheldede Blackrock-analytikeren, Andrew Ang, skriver Hoddevik.
Foto: Columbia Business School



Rollefordelingen burde vært den til kusk og hest. Finansdepartementet skal være en krevende oppdragsgiver, ikke en underdanig sverd-slager

måles av oppdragsgiver. Forvalter har i så fall ikke vært dyktig, men eksponert oppdragsgiveren for økt risiko.

Man kan opprøres over NBIMs forvaltningspraksis og manglende åpenhet, men jeg synes det er rimelig å heve blikket. Finansdepartementet har nemlig fått den forvaltningen det har bedt om. Gitt departementets mandat og rapporteringskrav til NBIM, er min påstand at enhver noenlunde kompetent og rasjonell forvalter ville levert omtrent samme forvaltningsprodukt som NBIM.

Det er også meget uheldig at det ikke finnes noen funksjon i forvaltningen som, uavhengig av forvaltningsmotiver, evaluerer prestasjon og risikotagning. Oljefondets risikotagning er en kompleks problemstilling som fortjener uavhengig analyse.

I juni i år offentliggjorde professor Richard Priestley og jeg en enkel analyse av NBIMs prestasjoner i forvaltningen av Oljefondet. Analysen kunne vært utført på flere måter, men formålet var å levere en analyse som kompetente og riktig

incentiverte rapporteringslinjer i NBIM burde levert for lenge siden. Analysen gir én fremstilling av hvilken meravkastning NBIM har generert på Oljefondets aksjeportefølje, justert for eksponering mot velkjente risikofaktorer. Når slik justering er foretatt, har NBIM ikke skapt verdier i det hele tatt. Tvert imot, ved å vedlikeholde en dyr forvaltningsmodell basert på blant annet aksjeplukking, har NBIM hatt et unødvendig høyt kostnadsnivå i sin implementering av velkjente handelsstrategier.

Nordmenn som synes forvaltningen er slett, kan ikke selge sine andeler i Oljefondet. Derfor er Finansdepartementets rolle som vaktbikkje ekstra viktig. Priestley og jeg var krasse, men det var fordi NBIM og Finansdepartementet løper i et lite tillitvekkende defensivt alliert tospann.

Rollefordelingen burde vært den til kusk og hest. Finansdepartementet skal være en krevende oppdragsgiver, ikke en underdanig sverd-slager, når berettiget kritikk melder seg.

God styring av Oljefondet forutsetter kunnskap, debatt og faglig ydmykhet. At Finansdepartementet ikke ønsker dette ble med tydelighet demonstrert da de bestilte kritikk av vår kritikk fra den langt fra uheldede Blackrock-analytikeren, Andrew Ang.

Fagansvarlig byråkrat syntes vår enkle og faglig ukontroversielle analyse skapte et «unødvendig negativt inntrykk av fondets rapportering og prestasjon», som det het i epost fra Finansdepartementet til Ang.

Inntrykket er både nødvendig og berettiget. De strategiske retningslinjene, den dynamiske rebalanseringsregelen - mye er bra rundt Oljefondet. Til syvende og sist hviler imidlertid forvaltningen på tillit.

Finansdepartementets mandat må utformes slik at det ikke innbyr til manipulasjon og at forvalter har incentiver til å rapportere sannferdig.

Halvor Hoddevik, arbeidende styreleder i Rann Rådgivning

Uheldig utbytteforbud

I en reportasje 31. oktober antyder DN at eierne av den private høgskolen Westerdals ACT ulovlig har tatt ut 100 millioner kroner i utbytte over en tiårs periode. Påstått ulovlig utbytte tilsvarer 1,7 prosent av driftsinntektene.

Det grunnleggende problemet er forbudet mot utbytte.

Reportasjen illustrerer hvor galt det kan gå når lovgivers lover avviker fra oppfatning av hva som er rett og galt.

I praksis fordømmes ikke folk som tjener penger. Et forbud mot å tjene penger gjør ellers lovlydige borgere til lovbrutere. De bidrar til å svekke tilliten til alminnelige lover og regler.

Det er mange andre sektorer i økonomien som delfinansieres av staten, på samme måte som private høgskoler. For

eksempel fastleger, fysioterapeuter, private sykehus og barnehager. Aviser, kultur, idrett og matvarebransjen har indirekte statlige støtte gjennom momsfritak, direkte støtte og privilegier.

Hva ville ha skjedd om alle disse sektorene hadde blitt underlagt samme forbud mot utbytte som private høgskoler? DN kunne skrive lignende reportasjer som den om den private høgskole året rundt.

Et forbud mot utbytte gjør

seg kanskje bra som politiske slagord, men i praksis fungerer det dårlig fordi det er umulig å håndheve, og langt flere ville oppfatte forbudet som urimelig.

Amerikansk forbud mot alkohol i 1920 er et eksempel på hvor galt det kan gå når lovgivers lover strider mot oppfattelse av rett og galt. Forbudet endret ikke kulturen; mange ønsket fortsatt å drikke øl og vin til bryllup og fest. Folk oppfattet derfor heller ikke det som galt å kjøpe alkohol på det

illegale markedet. Lovlydige borgere ble lovbrutere. En direkte konsekvens av alkoholforbudet var fremveksten av amerikanske mafia som vokste frem som en institusjon for å holde orden i det illegale alkoholmarkedet.

Den indirekte konsekvensen var svekket tillit til generelle lover og regler.

Sigve Tjøtta, professor ved Institutt for økonomi, Universitet i Bergen