

■ ■ ■ Det er klare avvik mellom hva Norges Bank foreslår og de prinsippene et internasjonalt ekspertpanel anbefaler for oljefondet.

Passiv aktivitet



**GJESTE-
KOMMENTAR
HALVOR HODDEVIK**

Før jul la regjeringen ut professorene Andrew Ang, William Goetzmann og Stephen Schaefer evaluering av den aktive forvaltningen av oljefondet, Statens pensjonsfond utland. Noen dager senere sendte Norges Bank, fondets forvalter, sitt syn på fremtidig aktiv forvaltning til Finansdepartementet. Alt har skjedd under radaren for de fleste norske medier. Problemstillingen skal behandles i Stortinget våren 2010.

Begge rapportene er interessant lesning. Etter grundig gjennomgåelse av de siste 50 års forskningsresultater innen kapitalforvaltning gjøres en helhetlig drøfting av hvilken rolle aktiv forvaltning bør ha i oljefondet.

Minst to debatter bør vedlikeholdes rundt oljefondet, og de må holdes fra hverandre:

- Hva er en god strategisk innretning av fondet?
- Hvilken rolle spiller aktiv forvaltning?

Strategispørsmålet dreier seg om identifisering av en best mulig langsiktig forvaltningsstrategi i tråd med eierens, det norske folks, risikotoleranse og fremtidige behov for pengene i fondet.

Det andre spørsmålet dreier seg om forvalter, Norges Bank Investment Management (NBIM), bør avvike fra den langsiktige strategien for å utnytte markedsmuligheter på kort til mellomlang sikt.

Strategisk innretning handler om hvordan man ønsker å spille på kjente kilder til langsiktig forventet meravkastning utover sikre plasseringer. Hvilken andel fondet bør ha i aksjer, nå satt til 60 prosent, dominerer dette spørsmålet. Det finnes imidlertid mange andre kjente kilder til meravkastning. Jeg har i DN ved flere anledninger drøftet egenskapene ved noen slike kilder. Eksempler på slike kilder til meravkastning er:

- å overvekte selskaper med lav og undervekte de med høy pris/bok
- å overvekte små og undervekte store selskaper



Den oppsiktsvekkende konklusjonen er derfor at oljefondet ikke har vært et aktivt forvaltet fond

- å overvekte illikvide og undervekte likvide instrumenter.

Satsing på slike strategier gir økt forventet avkastning og risiko. For mange av faktorene kan ventetiden bli lang før forventningen slår til. En gjennomsnittsakse har samme verdi i dag som for ti år siden. Kjente kilder til meravkastning representerer en form for systematisk risiko som ikke forsvinner ved å spre investeringene. Investor skal derfor bli kompensert for slik risikotagning, akkurat som brannforsikringssselskapet skal ha forsikringspremie selv på en uendelig stor portefølje av hus – noen av husene vil brenne.

Det er behov for avklaring av hva som menes med aktiv og passiv forvaltning. Oljefondets strategi defineres i dag på tradisjonelt vis som målsatte posisjoner i aksje- og obligasjonsindekser. Passiv forvaltning i tradisjonell forstand innebærer å naivt følge indeksens komposisjon. Om forvalter slår indeksen anses dette som resultat av aktiv forvaltning og gir grunnlag for bonus.

Sentrale spørsmål er da:

- Hva var kilden til meravkastningen?
- Var det fordi forvalter forsto

noe som ingen andre forsto, eller fordi han spilte på kjente kilder til meravkastning som ikke er gjenspeilt i referanseindeksen?

Hele 70 prosent av NBIMs historiske meravkastning kan forklares med det siste. Hans Olav Husum gjorde i 2008 et tilsvarende estimat på 75 prosent. I analysen har professorene feilaktig antatt en eksponering mot kredittobligasjoner i hele fondets eksistensperiode, men dette betyr bare at estimatet er i nedre kant av sannheten. Den resterende meravkastningen er ikke statistisk signifikant.

Norges Bank kommer til lignende resultater i sitt brev. Avkastning som kan henføres til systematiske risikofaktorer, også de som ikke er representert i referanseindeksen, oppfattes av professorene som passiv forvaltning.

Den oppsiktsvekkende konklusjonen er derfor at oljefondet ikke har vært et aktivt forvaltet fond. NBIMs strategi om mange uavhengige veddemål gir ikke opphav til signifikant gevinst fra ikke-systematisk risiko. Professorene foreslår derfor å snu opp ned på forvaltningsprinsippene i fondet: La ekspone-

ringen mot systematisk risiko være resultatet av en bevisst beslutningsprosess hos eier. Ikke som et biprodukt fra mange ikke fullt så uavhengige beslutninger.

Professorene fremmer et spennende forslag for organisering av oljefondsforvaltningen:

- 1. Del fondet opp i delporteføljer, ikke ulikt livselskapene: a Sikre, korte plasseringer, b Likvide, risikoutsatte plasseringer, c Langsiktige illikvide plasseringer

- 2. Strategien formuleres som en fordeling av fondet til kjente kilder for meravkastning.

Dette fordrer nye referanseindekser med vridninger i forhold til dagens indekser for å ta eksponering mot alle kjente kilder til meravkastning.

Et sentralt moment er informasjonsverdien til eier rundt fondets risiko. Hadde fondets eksponering mot illikvide papirer vært definert som en del av referanseindeksen måtte eier ha fattet et bevisst valg om å ta slik risiko. Da ville eier vært forberedt på muligheten for den type hendelser vi har sett det siste halvannet året. Det ville ikke kommet som et overraskende aktivt forvaltningstap.

Kostnadmessig ville slik risikotagning ikke gitt grunnlag for bonusutbetaling til forvalterne i alle årene strategien ga meravkastning. Dette hever listen for forvaltningen og reduserer de totale forvaltningskostnadene.

■ **PASSIV.** Regjeringens professorutvalg konkluderer med at oljefondsprofessor Yngve Slyngstad (til venstre) og sentralbanksjef Svein Gjedrem ikke har drevet «ekte» aktiv forvaltning av oljefondet. Foto: Elin Høyland

Aktiv forvaltning består da enten i avvik fra den langsiktige målsatte eksponering mot kjente kilder til meravkastning, eller verdipapirspesifikke veddemål. Å ta den målsatte eksponering mot slike kilder til meravkastning, kvalifiserer ikke som aktiv forvaltning og gir således ikke grunnlag for suksesshonorar.

Dette er forslag som kan gjøre NBIM til et i verdensammenheng virkelig nyskapende forvaltningsmiljø.

Norges Bank synes ikke å foreslå en implementering i tråd med ekspertrapporten, men heller videreføring av status quo.

Carl von Clausewitz skrev tidlig på 1800-tallet at strategi er kunsten å utnytte et slag til å vinne en krig, mens taktikk er kunsten å utnytte troppene til å vinne et slag. Når taktikk tar preg av strategi, bør ansvaret for beslutningene flyttes oppover i hierarkiet.

Halvor Hoddevik er ansvarlig for risikorådgivning i Arctic Securities.