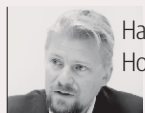


Gjestekommentar
- finansFinn Øystein
BerghHalvor
HoddevikIngvild
Borgen
GjerdeJon
MjølhusAlexandra
MorrisEspen
SirnesTrym
Riksen

Oljefondets kinasyndrom

Norges Banks aksjeplukking er ikke lønnsom når man justerer for systematiske vridninger – særlig mot Kina.

I 2017 brukte Norges Bank Investment Management (Nbim) 4,7 milliarder kroner av fellesskapets midler på å forvalte Oljefondet. Halvparten gikk til ren aksjespekulasjon. En skikkelig evaluering bekrefter at spekuljonsvirksomheten ikke er lønnsom.

Nbim deler forvaltningen av Oljefondet i tre hovedområder: Fondsallokering, indeksforvaltning og verdipapirseleksjon.

Fondsallokering innebærer identifisering av hvilke deler av kapitalmarkedet den aktive forvaltningen skal rettes inn mot.

Indeksforvaltningen av aksjeporteføljen omfatter om lag 80 prosent av aksjeporteføljen. Den er en dundrende kostnads-effektiv suksess.

Den dyreste virksomheten, verdipapirseleksjon, innebærer i hovedsak at Nbim skal identifisere vinneraksjer, eller forvaltere som skal finne vinneraksjer, og med det skape en meravkastning – spekulativ aksjeplukking. Denne virksomheten svarer for knapt halvparten av totale kostnader, men berører kun cirka 20 prosent av aksjeporteføljen. Empirisk forskning viser at slik virksomhet ikke lønner seg. Gitt at denne virksomhetens eksistensberettigelse har formodningen mot seg og samtidig dominerer kostnadsbildet, fordres en kritisk evaluering.

Med basis i Nbims publiserte avkastningsdata har vi derfor gjennomgått en bestilt rapport som Finansdepartementet nylig mottok fra professorene Bernt Arne Ødegaard og Magnus Dahlquist.

Konklusjonen i Ødegaard og Dahlquists endelige rapport var at aksjeplukkingen har bidratt med risikostøttet meravkastning. Dette er et overraskende resultat og i direkte motstrid med observasjonene i deres førsteutkast. Resultatet later til å være meget følsomt for valg av referanseindeks, noe det ikke bør være. Genuint gode aktive forvaltere leverer meravkastning uavhengig av referanseindeks. Når vi studerer Ødegaard og Dahlquists rapport nærmere viser det seg at den er både ufullstendig og misvisende.

Hvordan slår en fondsforvalter en referanseindeks?

En måte er å overvekte de mest risikable aktiva som



Etter at Nbim etablerte kontor i Shanghai og fikk en kvote for handel av slike aksjer er dette ikke å anse som dyktighet i aksjeplukking, i særdeleshet ikke de senere årene hvor internasjonale investorer har kunnet handle slike aksjer nærmest uhindret. Samme avkastning kunne vært generert med langt lavere kostnader, skriver artikkelforfatterne. Her utenfor Shanghai, Kina. Foto: Johannes Eisele/AFP/NTB scanpix



... vi viser at den meravkastning som av Ødegaard og Dahlquist hylles som genuin og usystematisk, blant annet kan forklares med eksponering mot kinesiske fastlandsaksjer

Finans Richard Priestley og Halvor Hoddevik

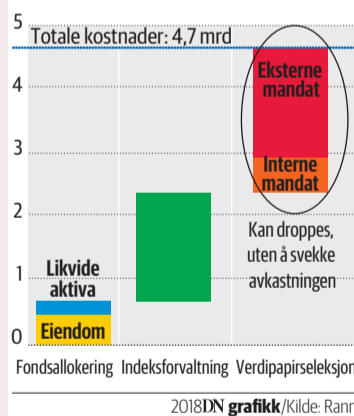
Halvor Hoddevik,
arbeidende styreleder i
Rann asRichard Priestley,
professor og instituttleder ved Institutt for
finans, BI

allerede er i referanseindeksen. En annen måte er å investere i aktiva utenfor referanseindeksen. Begge disse to grepene vil over tid normalt skape tilsynelatende meravkastning i forhold til referanseindeksen, men ingen av dem handler om dyktighet i aksjeplukking.

Når Ødegaard og Dahlquist justerer den meravkastning som er skapt, utelates viktige forvaltningsdimensjoner som kan bidra til å forklare hvor den stammer fra.

Fordeling av forvaltnings- kostnader i 2017

Bidrag til totale kostnader i milliarder kroner.



Det er velkjent at Nbim spiller stort på Kina, og da særlig fastlands-Kina. Vi har på frivillig basis utarbeidet en alternativ rapport, hvor vi viser at den meravkastning som av Ødegaard og Dahlquist hylles som genuin og usystematisk, blant annet kan forklares med eksponering mot kinesiske fastlandsaksjer.

Etter at Nbim etablerte kontor i Shanghai og fikk en kvote for handel av slike aksjer er dette ikke å anse som dyktighet i aksjeplukking, i særdeleshet ikke de senere årene hvor

internasjonale investorer har kunnet handle slike aksjer nærmest uhindret. Samme avkastning kunne vært generert med langt lavere kostnader.

Ødegaard og Dahlquist legger stor vekt på det de påstår er risikostøttet meravkastning fra eksterne forvalterne. Selv i Ødegaard og Dahlquists upresise modell er imidlertid den samlede risikostøttede meravkastning fra aksjeplukking, eksternt og internt, langt mer dempet enn den for eksterne alene. Hva forteller dette om den interne spekulasjons-treffsikkerhet?

Dette spørsmålet forbigås i stilhet av Ødegaard og Dahlquist.

Dersom den meravkastning forvalter påstår å ha skapt gjennom verdipapirseleksjon egentlig skyldes veivalg vi som kapitaleier på forhånd kunne gjort til en langt lavere kostnad enn det honorar den aktive forvalteren krever, har den aktive forvaltningen ikke skapt verdi.

Systematisk indekssnær forvaltning koster mindre enn én tidel av en eksternt aktiv forvalter. Nbim presterer dårligere enn hva en slik modell ville levert, selv før unødvendig høye kostnader.

Ligger ikke bevisbyrden på den som ber om å få satse andres penger i spill med negativ forventet avkastning? Mye er bra med forvaltningen av den norske oljeformuen, men aksjeplukkingen bør plukkes vekk. Den er

verdiødeleggende. Hvorfor gjør ikke Finansdepartementet noe med denne praksisen?

Rapporter som den fra Ødegaard og Dahlquist bør ikke forsvare en videreføring av dagens praksis.

Vår rapport er tilgjengelig på www.rann.no

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

Mer debatt s. 30-32 →



Et selskap som inntil da ikke har vært vurdert å være av sikkerhetsmessig betydning, kan i en oppkjøpsituasjon utpekes av departementet til å falle inn under loven

Simen M. Klevstrand, advokat i Advokatfirmaet Haavind as

Debattansvarlig: Vidar Ivarsen Telefon: 22 00 10 59 Sentralbord: 22 00 10 00 Epost: debatt@dn.no Telefaks: 22 00 11 10

Hovedinnlegg/kronikk: Maks 4500 tegn inklusive mellomrom Underinnlegg/replikk: Maks 1500 tegn (ca. 250 ord) Legg ved portrettfoto.

Alt stoff som leveres til Dagens Næringsliv, må produseres i henhold til Vær varsom-plakaten. Dagens Næringsliv betinger seg retten til å lagre og utgi alt stoff i avisen i elektronisk form, også gjennom samarbeidspartnere. Redaksjonen forbeholder seg retten til å forkorte innsendte manuskripter. Debattinnlegg honoreres ikke.