

Finans Halvor Hoddevik og Richard Priestley

Må ta med kostnadene og risikoen

Vi trenger en åpen, opplyst og ærlig diskusjon om Oljefondets prestasjoner. Men da kan vi ikke se bort fra kostnader og risiko, slik oljefondssjefen gjør i et innlegg her i avisen.



Halvor Hoddevik



Richard Priestley

Halvor Hoddevik, arbeidende styreformann i Rann Rådgivning as, og Richard Priestley, professor ved Handelshøyskolen BI

● Vi har i mange år kritisert aksjeplukkingen i Oljefondet. I et tilsvarende i DN 11. desember holder oljefondssjef Nicolai Tangen opp en meravkastning sammenlignet med fondets referanseindeks på 25 basispunkter siden oppstart i 1998 som bevis på aktiv forvaltnings fortrefelighet. 25 basispunkter tilsvarer 0,25 prosentpoeng.

Tangen ser fullstendig bort fra hvilken kostnad man har hatt og hvilken risiko som er tatt for å skape denne relative avkastningen.

De 25 basispunktene er heller ikke primært henførbare til aksjeplukking. Etter å ha understreket at han har brukt mye av sin tid «på å snakke med ansatte og analysere fondets resultater» slår han fast at «dette er ikke avkastning som kan risikojusteres bort».

Det er fristende å peke på Oljefondets siste «Return and Risk»-rapport fra mars i år, hvor Tangens 25 basispunkter reduseres til syv basispunkter gjennom nettopp risikojustering, som fratrukket kostnader på åtte basispunkter blir til minus ett basispunkt netto meravkastning.

Men dette er den totale relative avkastningen i Oljefondet siden oppstart i 1998. Tangen villeder derfor ved å gi inntrykk av at de nevnte 25 basispunkt skyldes aksjeplukkingen i fondet.

Det er fint at Tangen velger å delta i den offentlige debatten om fondet, men dette var en skuffende start.

Det er flere områder innen forvaltningen som bidrar med relativ avkastning i forhold til referanseindeksen. Vi har skrytt av den effektive indeksforvaltningen i fondet, som



↑ Aksjeplukking er ingen forutsetning for å være en aktiv eier, slik Nicolai Tangen villeder leserne til å tro, skriver Halvor Hoddevik og Richard Priestley. Foto: Fartein Rudjord

– fra man fikk strategispesifikk rapportering i 2013 – på svært kostnadseffektiv basis har bidratt med det alt vesentlige av meravkastning.

Også eierskapsutøvelsen er viktig og god. Norges Bank Investment Management (Nbim) oppgir ikke hva aksjeplukkingen koster, men fra deres egen rapportering kan man estimere at nivået synes å ligge rundt to milliarder kroner per år, om lag 20 basispunkter av de midlene som er satt ut for slik spekulasjon. Dette er nesten halvparten av de totale kostnadene i Nbim.

Hvordan presterer så dette for Tangen tilsynelatende så kjære virksomhetsområdet?

Det er for det første viktig å justere for de kilder til avkastning man kunne utnyttet på mer kostnadseffektive måter enn ved klassisk aksjeplukking. Man bør for eksempel ikke betale mye for en forvalter med mandat til å investere i Danmark og Sverige som skaper meravkastning i forhold til en svensk indeks. Da burde forvalter enten hatt et svensk mandat eller blitt målt med en dansk-svensk indeks.

Man bør heller ikke betale mye for en forvalter som skal skape meravkastning i forhold til en indeks og som primært leverer en overeksponering mot samme indeks eller andre prissatte risikofaktorer som man enkelt og billig kan ta eksponering mot på andre måter enn ved aksjeplukking.

Vi justerer for dette i vår analyse. Den viser at etter risikojustering med Nbims egne risikofaktorer i tillegg til justering for

det faktum at risikofaktorer for fremvoksende markeder må tas hensyn til – som er viktige, gitt fondets posisjon i Kina – gir aksjeplukkingen en avkastning på temmelig nøyaktig null – før kostnader på altså to milliarder kroner per år. Dette er over en syvårsperiode fra 2013.

To milliarder per år blir da til 14 milliarder pluss tapt avkastning på de samme pengene. Dette er prisen for at porteføljeforvaltere skal ha det gøy med spekulasjon på jobben.

Tangens tilsynelatende påstand om at aksjeplukking bidrar til 25 basispunkter positiv relativ avkastning er således 45 basispunkter fra sannheten. Det er mange milliarder kroner over tid.

Det er heller ingen forutsetning å kaste bort penger på aksjeplukking for å være en aktiv eier, slik Tangen villeder leserne til å tro.

Man skal ikke være overrasket over å observere at aksjeplukking gir null eller negativt bidrag til total avkastning etter kostnader. Dette er et standard resultat etter tiår med forskning på aktive aksjeplukkende fond.

Dette betyr ikke at kommersielle institusjoner ikke bør prøve seg på slik forvaltning: De beholder nemlig kostnadene selv. Et offentlig finansiert fond som Oljefondet burde imidlertid ikke bruke det offentliges midler til imperiebygging.

Våre data og resultater på Nbims aksjeplukking er tilgjengelig på Ranns nettsider.

Bobler, feilprising og akademisk finans

Stein Sjølie, samfunnsøkonom, finansanalytiker (AFA)

● I DN 9. desember påstår Halvor Hoddevik og Richard Priestley at jeg har misforstått både om finansielle bobler og aktiv forvaltning. Ifølge de to er det lite grunnlag for å hevde at verdipapirer kan være feilpriset, i det aktive forvaltere sørger for korrekt prising i kapitalmarkedene. Men hva menes med feilprising?

Feilprising kan snevert defineres til kun å være noe man observerer i markedet, for eksempel at et verdipapir ikke har samme pris på to forskjellige markedsplasser. Slik feilprising blir i dag utlignet av roboter som handler i ulike markeder, raskere enn en forvalter rek-

ker å trykke på tastaturet. Er feilprising så snevert definert, har forfatterne selvfølgelig rett i at det nesten aldri oppstår.

Hvis de fleste i markedet handler på informasjon om et verdipapir som i ettertid viser seg å være uriktig, kan også prisen bli gal. Hvis det er en misforståelse å kalle dette feilprising, kan jeg gjerne kalle det en brist eller feil verddivurdering. Dette kan for eksempel skyldes villedende informasjon fra selskapet eller deres rådgivere, og som de fleste i markedet har oversett.

Indeksforvaltere bryr seg ikke om å se etter slike brister. Indeksen viser ikke feil. Om en enkelt analytiker advarer mot de overvurderte aksjene, blir advarslene overhørt, inntil bristen er så åpenbar at flere reagerer.

Et par eksempler kan illustrere dette: Omkring år 2000 steg børsverdiene til selskapene WorldCom og Enron enormt. På et tidspunkt var de henholdsvis største og

syvende største selskap på det amerikanske aksjemarkedet. Da regnskapsvindelen dessverre altfor sent ble avslørt, gikk begge selskapene konkurs. Med i fallet fulgte revisjonsselskapet Arthur Andersen. Investorenes tap var enorme.

Gode forvaltere og analytikere bør, dels ved å finlese og analysere regnskapsinformasjon, dels ved å oppsøke selskapene og stille spørsmål, søke å avsløre villedende informasjon. Det er ikke lett, men den som lykkes, blir belønnet. At gjennomsnittsførvalteren ikke gjør det bedre enn gjennomsnittet i markedet, altså indeksen, er selvsagt.

Min påstand er at det med ujevne mellomrom og på ulike steder i kapitalmarkedet oppstår bobler, som før eller senere vil bryte. Til det skriver Hoddevik og Priestley at «hadde Sjølies påstand vært sann, ville bobler ikke eksistert.» Logikken i argumentasjonen er ikke lett å begripe. Selv

hevder de at økonomiske modeller kan beskrive hvorfor aksjepriser stiger i lang tid, men så plutselig faller. Jeg antar at deres modeller gir en beskrivelse i ettertid. For meg høres det ut som det de beskriver, kort fortalt, er en boble, til tross for at de selv påstår det motsatte.

Et problem med en boble er at investorene først etterpå ser hvilken berg og dalbane de har vært med på. I etterpå-klokenskapens lys kan man beskrive og forklare både oppturen og fallet. Av skade blir man klok, men ikke rik.

Et problem med en boble er at investorene først etterpå ser hvilken berg og dalbane de har vært med på