

Metoderapport

Forvaltningen av Oljefondet

Artikler publisert i Dagens Næringsliv i perioden 17. februar til 3. desember 2015

Innsendere:

Espen Linderud

espen.linderud@dn.no

932 56 380

Åshild Langved

ashild.langved@dn.no

938 29 205

Dagens Næringsliv

Postboks 1182 Sentrum

0107 Oslo

Innholdsfortegnelse:

1. Innledning	3
2. Slik startet det	3-4
3. Konsekvenser	4
4. Metodene	5-13
4. a Datainnsamling/tidsserier	5-6
4 b Bearbeiding/analyse av data	6-7
4 c Analyse av avkastning/risiko/prestasjonsmåling	7-10
3. d Beregning av avkastning/risiko/prestasjonsmål	10-12
3. e Offentlighetsloven	12
5. Eksperthjelp	12-13
6. Samtidig imøtegåelse	13
7. Spesielle utfordringer	14-15
Vedlegg 1	16-17
Vedlegg 2	17
Litteraturliste	18-20

1. Innledning

Metoderapporten forklarer hvordan vi har jobbet med artiklene om forvaltningen av Oljefondet, som er publisert i DN (papir og nett) i perioden 17. februar til 3. desember 2015. Arbeidet fortsetter i 2016.

2. Slik startet det

Oljefondet er verdens største statlige fond på over 7000 milliarder kroner. For norsk økonomi, statsfinanser og for alle som bor i Norge er det viktig at oljepengene forvaltes best mulig. Fondets avkastning og forvaltning blir stadig mer viktig for Norge ettersom tilførselen av friske oljepenger inn til Oljefondet avtar. Sagt med andre ord: Hvordan Oljefond-sjef Yngve Slyngstad presterer blir stadig viktigere for norske statsfinanser og fremtidige generasjoner enn prestasjonene til Statoil-sjef Eldar Sætre.

Finansdepartementet har ambisjoner om at fondet skal være «verdens best forvaltede fond». Fondet er verdens mest åpne, det har levert gode resultater og kostnadene er lave.

Avkastningen har vært omtrent som forventet, det vi si fire prosent årlig realavkastning. Dette er kort oppsummert slik Norges Bank Investment Management (NBIM), som forvalter fondet, og Finansdepartementet, som «eier» fondet, fremstiller det.

Men er fondet forvaltet så godt som NBIM og Finansdepartementet skal ha det til?

Tross fondets størrelse og betydning for Norge, har det aldri vært drevet kritisk journalistikk om selve forvaltningen av fondet¹. Det ønsket vi å gjøre noe med.

Vi satte derfor i gang med undersøkelser av fondets prestasjoner med kyndig hjelp fra en rekke finansprofessorer og tallknusere. Kjernen i sakene vi publiserte over flere måneder i 2015 er manglende åpenhet fra NBIM om den risikoen det hver dag utsetter fondet for faktisk skaper merverdi.

Dersom Oljefondet skal være «verdens best forvaltede fond» som eier av over 10.000 selskaper og med en formue på over 7000 milliarder kroner, fordrer det kritisk journalistikk om forvaltningen av fondet.

Vi hadde ingen tips eller konkrete problemstillinger innledningsvis, med unntak av det mer overordnede spørsmålet om forvalterprestasjonen.

¹ Unntaket er noen artikler i DN og Aftenposten i kjølvannet ekspertrapporten i 2009. I tillegg har det vært spredte debattinnlegg på DNS debattsider. Det har selvsagt vært skrevet mye om Oljefondet, men det er stort sett knyttet til enkeltinvesteringer og enkelthendelser.

Innen journalistikken er det vanlig å formulere en problemstilling basert på et tips og/eller en observasjon. Deretter bekreftes eller avkreftes opplysningene ved hjelp av skriftlige og muntlige kilder. Skjematisk kan dette illustreres slik:

Tips/observasjon → problemstilling → metode

Vi har startet i motsatt ende: Vi har lest rapporter, laget og analysert dataserier og analysert avkastningsdata. Denne informasjonen har ledet til problemstillinger som igjen har ledet til saker om Oljefondet. Dette kan fremstilles slik:

Metode → observasjon → problemstilling

3. Konsekvenser

Gjennom DN's artikler er det dokumentert at NBIM ikke klarer å skape merverdi gitt den ekstra risikoen det utsetter nordmenns sparepenger for.

Etter krav fra Finansdepartementet må NBIM heretter komme med hyppigere og mer detaljert informasjon om forvaltningen av fondet. Det ble etterspurt på grunn av artiklene i DN.

Oljefondet blir mer åpent og transparent, og det skal bli enklere for utenforstående å kikke NBIM i kortene.

Mer åpenhet om forvaltningen vil gi økt innsikt om hvordan fondet forvaltes, hva som er bra og hva som er mindre bra. På sikt kan dette føre til bedre forvaltning av Oljefondet, noe som kommer dagens og fremtidens innbyggere til gode.

- Finansdepartementet har bedt om detaljert rapportering fra NBIM.
- NBIM planlegger årlige rapporter med flere mål for risikojustert meravkastning. Den første kommer i april 2016.
- Sentralbanksjef Øystein Olsen etablerte en ekspertgruppe som skal gi hovedstyret i Norges Bank råd om hvordan Oljefondet bør rapportere. Gruppen avga en rapport i november 2015.
- NBIM la frem en rapport med flere tall for risikojustert meravkastning i mai 2015. Det var ikke planlagt en slik rapport før i 2018.
- NBIM har fra og med andre kvartal 2015 publisert en rekke tall for risikojustert meravkastning på kvartalsvis basis på sin hjemmeside.
- Finansprofessorene B. Espen Eckbo og Karin Thorburn har foreslått et uavhengig finansforskningssenter, NBIM Watch, som skal analysere NBIMs resultater og gi anbefalinger med sikte på å forbedre forvaltningen. De to arbeider med å realisere dette, men om et NBIM Watch blir opprettet, og eventuelt i hvilken form, er usikkert.

4. Metodene

Metodene som er benyttet er følgende:

- a. Datainnsamling/dataserier.
- b. Bearbeiding/analyse av data.
- c. Analyse av avkastning/risiko/prestasjonsmåling.
- d. Beregning av avkastning/risiko/prestasjonsmål.
- e. Offentlighetsloven.

Dette inkluderer statistiske metoder og analyser som benyttes innen portefølje- og fondsevaluering og som bygger på kapitalmarkedsteorier. Finansmetodene er benyttet i kombinasjon med mer ordinære journalistiske metoder.

Her følger en nærmere beskrivelse av metodene og hvilke problemstillinger de har ledet til:

a. Datainnsamling

Informasjon om Oljefondet er tilgjengelig i diverse rapporter fra NBIM og diverse rapporter på Finansdepartementets hjemmesider. Mengden informasjon er ikke problemet, men utfordringen er å finne relevant informasjon i de mange og til dels omfangsrike publikasjonene. Relevante data er ofte oppgitt for hvert enkelt år, slik at 17 årsrapporter danner grunnlag for hver dataserie. Nøkkeltall må manuelt plottes inn i Excel.

Rapporteringen varierer til dels mye i løpet av de siste 17-18 årene. Det innebærer at opplysninger som var forholdsvis lett tilgjengelig i noen år, i andre år er mer krevende å finne. Etter hvert har informasjonen i NBIMs årsrapporter blitt mer omfattende, men mindre detaljert. Mens det i årsrapportene de første årene eksempelvis blir redegjort for inntekter på utlån fra verdipapirer på prominent plass der avkastningen omtales, er dette informasjon som blir stadig vanskeligere å finne. Da vi spurte NBIM om inntekter på utlån, var svaret at det kommenterer vi ikke, selv om informasjonen altså er å finne i en note i årsregnskapet og i kontantstrømoppstillingen.

Her følger noen eksempler på dataserier og problemstillinger:

- Dataserien over honoraret til de eksterne forvalterne viste at de sto for cirka 50 prosent av totale kostnader. En annen tidsserie som viser de eksterne forvalternes andel av Oljefondet viste at de forvalter en relativt sett liten og stadig mindre andel av Oljefondet totalt sett.

Problemstilling: Har de eksterne forvalterne i sum klart å oppnå meravkastning etter fratrukk for kostnader? Og etter justering for risiko?

- Inntekter på utlån av aksjer og obligasjoner er en stabil inntektskilde for fondet.
Problemstilling: Hvor stor del av meravkastningen kan forklares ved inntekter på utlån av verdipapirer?
- I hver årsrapport navngis Oljefondets eksterne forvaltere innen aksjer og renter. Den eksterne renteforvaltningen ble for alle praktiske formål avvirket etter finanskrisen. Vi laget en oversikt over samtlige eksterne aksjeforvaltere per år. Her var det store variasjoner i antall forvaltere og endring i forvalterne fra et år til et annet.
Problemstilling: Hvor mange forvaltere har vært benyttet? Hvor mange har fått sparken? Hvem har hatt oppdrag lengst?

Andre dataserier inkluderer årlig meravkastning interne/eksterne forvaltere innen hhv. aksjer og renter, utvikling i kostnader, fondets verdiutvikling, akkumulert meravkastning aksjer/renter og utvikling kostnader eiendom for å nevne noen eksempler.

b. Bearbeiding/analyse av data

Dataseriene er bearbeidet og analysert i Excel. Det samme gjelder beholdningslistene over Oljefondets aksjer og obligasjoner, som legges ut på NBIMs hjemmeside hvert år sammen med årsrapporten. Analysemetodene er følgende:

- Graf
- Sortering
- Filtrering
- Pivo-tabell
- Finn rad-funksjon
- Hvis-formel

En dataserie er ofte enklere å tolke ved å benytte ulike analyse-funksjoner. Det er enklere å analysere trender og trendbrudd og identifisere endringer og «outlinere» i større datamateriale.

Her følger noen eksempler på analyse i Excel:

- Basert på dataserie med eksterne forvaltere: Vi hadde en liste med samtlige forvaltere per år. For å finne ut hvem/hvor mange som ble skiftet ut hvert år, brukte vi finn rad-formel etter hvert år. For å finne hvilke forvaltere som hadde vært med flest år, benyttes pivo-tabell etter å ha organisert alle forvaltere i alle år

vertikalt (altså ikke per år). Kategorisering av forvalterne i antall år de hadde hatt oppdrag ble gjort ved hjelp av hvis-formel.

- Oljefondet legger ut hvert år beholdningslister for aksjer og obligasjoner. Ved hjelp av pivo-tabell i Excel hadde vi kartlagt hvilke land Oljefondet hadde investert i per 2013. Da beholdningslisten for 2014 ble offentliggjort, gjorde vi samme øvelse, noe som i utgangspunktet var tenkt som bakgrunnsinformasjon. Men det viste seg at Oljefondet ikke lenger hadde aksjer og obligasjoner i en rekke land, og at samtlige av disse landene var skatteparadiser.

Ved å søke opp de selskapene som sto oppført i skatteparadis i 2013 i beholdningslisten for 2014, kom det frem at landkoden var endret fra 2013 til 2014. På forespørsel ga NBIM ut oversikt over de selskapene der landkode var endret, eller som hadde annen jurisdiksjon enn de var oppført på beholdningslisten. På den måten fikk vi en fullstendig oversikt over samtlige selskaper som var registrert i skatteparadis. Beløpene var rundt ti ganger høyere enn det som norsk presse tidligere hadde rapportert.

- Kostnader ved forvaltning av henholdsvis aksje- og obligasjonsporteføljen og eiendomsporteføljen rapporteres separat. Det er også ulik regnskapsmessig behandling av kostnadene, slik at kostandene ved eiendomsforvaltningen i realiteten ikke synes i de oversiktene som NBIM og Finansdepartementet viser frem. Ved å «korrigere» for ulik regnskapsmessig behandling kommer effekten av eiendomskostnadene for fondet totalt komme frem. Det ble gjort ved å kombinere de ulike dataseriene, og korrigere fondets størrelse for effekten av nettoføring av kostnader innen eiendom. Basert på dette, analyserte vi eiendomskostnadenes andel av totalkostnader, utvikling av kostnader/fondets verdi etc. Dette viste, i motsetning til oversiktene fra NBIM og Finansdepartementet, at kostnadene som andel av fondets størrelse ikke faller, de øker, til tross for kraftig vekst i fondets størrelse de siste årene. Disse opplysningene ble deretter sammenlignet med opplysninger om kostnader ved eiendomsforvaltningen i stortingsmelding.

c. Analyse av avkastning/risiko/prestasjonsmåling

Oljefondets mål er å få høyest mulig avkastning med moderat risiko. Jo høyere risiko, jo høyere forventet avkastning. Ved å ta økt risiko, kan avkastningen bli høyere.

Nedsiden er at økt risiko gir større tap når markedet faller.

Dette er Oljefondets avkastning i perioden til og med finanskrisen (2008) et godt eksempel på. Oljefondet hadde frem til og med 2007 en betydelig meravkastning, hadde slått referanseindeksen, men tapte alt og hadde en negativ meravkastning etter 2008. All ekstragevinst opparbeidet over nesten ti år var altså blåst på noen måneder høsten 2008².

Ekstraavkastningen frem til finanskrisen ble oppnådd ved å ta økt risiko, men da det smalt, ble altså hele denne ekstragevinsten borte. Dette er en illustrasjon på hvorfor det er nødvendig å se på risiko når et fonds prestasjoner vurderes.

Oljefondet måles mot en referanseindeks, som også angir fondets investeringsunivers. Oljefondet har oppnådd bedre avkastning enn denne referanseindeksen, men spørsmålet er hva som er risikoen. Tar fondet mer eller mindre risiko enn referanseindeksen?

Det finnes en rekke ulike mål på risikojustert (mer)avkastning. I sine års- og kvartalsrapporter oppgir Oljefondet kun ett tall for risikojustert meravkastning: Informasjonsraten, gitt ved $IR = \text{meravkastningen} / \text{relativ volatilitet}$.

Siden Oljefondet har oppnådd høyere avkastning enn referanseindeksen, er telleren positiv og IR positiv. Nevneren, relativ volatilitet, er alltid positiv, enten et fond tar mer eller mindre risiko enn referanseindeksen.

Andre relevante prestasjonsmål er sharpe, M2, alfa og justert sharpe, som alle kan beregnes basert på avkastningsdata som Oljefondet oppgir på månedsbasis (se punkt d. under).

Disse målene tar hensyn til at risikoen for fondet er høyere enn referanseindeksen.

Dette viser at meravkastningen fondet skaper, er skapt ved å ta økt risiko.

Basert på disse målene fremstår ikke fondets prestasjoner like gode.

Den mest benyttede og akademisk aksepterte målemetoden er imidlertid en regresjonsanalyse av avkastningsdata med flere forklaringsvariabler der med finner meravkastning (alfa) justert for systematiske risikofaktorer³.

Analyse av prestasjonsmål var helt sentral metode i sakene som til slutt endte med at NBIM ble presset til bedre rapportering:

² Noe tilsvarende skjedde i 2014, selv om det var et normalår for aksjer.

³ Systematiske risikofaktorer: Visse typer aksjer har vist seg å gi høyere avkastning over tid. Ved å kjøpe litt mer av denne typen aksjer, kan en forvalter få høyere avkastning. Forvalteren blir kompensert for denne risikoen. Eksempel på risikofaktorer er aksjer med lav markedsverdi (småaksjer), aksjer med høy bokført egenkapital sammenlignet med markedsverdi (verdiaksjer), aksjer som har steget i en periode har en tendens til å fortsette å stige (momentum-aksjer) og aksjer med lav volatilitet.

NBIM hadde fått kritikk for selektiv og manglende rapportering. Samme dag som finanskomiteen hadde høring om stortingsmeldingen om fondet, offentliggjorde NBIM en rapport med flere mål for risikojustert meravkastning. En lignende rapport kom i 2014, og det var planlagt en i 2018. Nå kom altså NBIM med en rapport som svar på kritikken tre år før tiden.

Kritikerne hadde etterlyst at NBIM oppga meravkastningen justert for systematiske risikofaktorer. Enkelt sagt vil et fond som har en høy alfa ha høy risikojustert meravkastning, noe som betyr at forvalteren har klart å skape meravkastning uten å ta økt risiko.

Oljefondets avkastning kan forklares gjennom følgende ligning⁴:

$$(1) \text{ Avkastning Oljefondets} = \beta \times \text{avkastning referanseindeks} + \beta \times \text{avkastning risikofaktorer} + \text{alfa}$$

Løser man ligningen for alfa, får man:

$$(2) \text{ Alfa} = \text{avkastning Oljefondet} - \beta \times \text{avkastning referanseindeks} - \beta \times \text{avkastning risikofaktorer}$$

Både Oljefondet totalt sett, men først og fremst aksjeporteføljen, hadde svært høy alfa, ifølge NBIMs rapport. Alfa var også statistisk signifikant forskjellig fra null for hele perioden. Tolkningen av dette er at avkastningen på aksjeporteføljen spesielt har blitt oppnådd uten å ta økt risiko. Forvalterne har altså gjort en fenomenalt god jobb.

Men sammenlignet med andre nøkkeltall oppgitt i rapporten, var det noe som skurret:

- Alfa var faktisk høyere enn aksjeporteføljens avkastning sammenlignet med avkastningen for referanseindeksen før man justerer for risiko i det hele tatt.
- Og alfa etter justering for flere risikofaktorer var høyere enn alfa justert kun for avkastning for referanseindeksen.

Dette kunne umulig stemme, fordi Oljefondets aksjeportefølje har høyere risiko enn referanseindeksen ($\beta > 1$), så hvis man justerer for denne risikoen, blir fondets ekstraavkastning lavere. Og ifølge den eksterne professorevalueringen av fondet fra 2014 forklarte systematiske risikofaktorer over 60 prosent av variasjonen i avkastning, noe som innebærer at verdien av $\beta \times$ avkastning risikofaktorer (se ligning (2)) må redusere alfa ytterligere.

Ved nærmere ettersyn, viste det seg at Oljefondet hadde droppet å ta med avkastningen til referanseindeksen i sin regresjonsanalyse. Hvis avkastningen til

⁴ Dette er ekstremt forenklet, men for å forstå logikken er det ikke nødvendig å gjøre det mer komplisert.

fondet kun forklares ved hjelp av risikofaktorer, og ikke referanseindeksen, blir resultatet at alfa blåses opp.

Vi la frem dette for et knippe finanseksperter, som alle kritiserte NBIMs metode. Etter dette kom NBIM med en ny analyse. Også dette resultatet var merkelig. Fondet hadde også utelatt en annen faktor (momentum). Også dette bidrar til å blåse opp alfa.

Etter diskusjoner med Halvor Hoddevik og Richard Priestley ble vi enige om at de skulle gjøre en egen analyse og diskutere NBIMs metode.

NBIM hadde selv gjort en lignende analyse for en del år siden, noe vi hadde merket oss fra dokumentlesingen flere måneder i forveien. Da hadde NBIM brukt samme modell som Hoddevik og Priestley⁵. I 2015 endret NBIM metode, noe som førte til at forvaltningen fremsto som mye bedre.

d. Beregning av avkastning/risiko/prestasjonsmåling

Nøkkeltall for prestasjon til Oljefondet kan beregnes basert på månedlige data for avkastning som fondet legger ut på sin hjemmeside i forbindelse med kvartalsrapportene. I tillegg må risikofri rente lastes ned fra f. eks. Bloomberg eller Federal Reserves hjemmeside.⁶

Basert på disse tallseriene kan man beregne standardavvik, skjevhet og fete haler ved hjelp av formler i Excel. Dette benyttes som input for å beregne flere av nøkkeltallene for risikojustert avkastning: Sharpe, justert sharpe, alfa, beta og M2.

Vi beregnet disse nøkkeltallene for aksjer, renter og hele fondet for ulike perioder.⁷ Og som forventet: NBIMs prestasjoner fremstår langt fra like gode basert på disse tallene. I november 2015 la NBIM ut avkastningsserier i dollar, i tillegg til seriene i valutakurven. Når avkastningen oppgis i dollar, er det relativt enkelt å gjøre en regresjonsanalyse slik som Hoddevik og Priestley hadde gjort⁸. Globale risikofaktorer oppgitt i dollar kan lastes ned fra finansprofessorene Fama og French' nettside⁹. Basert

⁵ Dette er en fire faktor-modell med faktorene småaksjer, verdiaksjer og momentum utviklet av Fama/French/Carhart.

⁶ Amerikanske statsobligasjoner, som er vanlig å benytte som risikofri rente, er ikke risikofri for fondet. Det kan derfor diskuteres om det er mer korrekt å gjøre en analyse uten risikofri rente. Ang (2014) benytter reward/risk som et nøkkeltall, som er identisk med sharpe uten risikofri rente. Uansett har dette marginal effekt på nøkkeltallene.

⁷ I artiklene benyttet vi Espen Sirnes' beregninger som kilde.

⁸ På dette tidspunktet oppga NBIM avkastningstall kun i fondets valutakurv. Avkastningen måtte konverteres til dollar siden risikofaktorer er tilgjengelig i dollar. Konverteringen er over middels komplisert, selve regresjonsanalysen i Excel er enkel.

⁹ http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html

på dollar-seriene kunne DN etterprøve Hoddevik/Priestley-analysen, som var basert på deres egen omregning av avkastningen fra valutakurv til dollar. Den korrekte dollarserien fra NBIM endret resultatet kun marginalt.

Basert på den informasjonen vi hadde samlet inn, ble det etter hvert også mulig å beregne nøkkeltall som NBIM ikke ønsket å oppgi.

NBIM har ulike strategier for å slå markedet. Hva de ulike strategiene har bidratt med til meravkastningen, både før og etter risikjustering, opplyses det ikke om. Men en slik dekomponering eller splitt av meravkastningen ble nå mulig:

- I stortingsmeldingene er det en figur som viser akkumulert meravkastning totalt og fordelt på aksjer og obligasjoner. Vi ba om innsyn i dataserien som ligger til grunn for figuren, noe Finansdepartementet innvilget (se 4. f).
- Vi hadde dataseriene med inntekt på utlån av henholdsvis aksjer og obligasjoner (se punkt 4. a)
- NBIM hadde opplyst at de eksterne forvalterne i sum hadde bidratt med 15 milliarder i meravkastning etter kostnader siden oppstart. NBIM kom med disse opplysningene til DN etter artiklene om kostnadene ved de eksterne forvalterne.
- Vi hadde dataserien med kostnader for de eksterne forvalterne siden oppstart (se punkt 4. a)
- I NBIMs årsrapport for 2010 var det en oversikt over akkumulert meravkastning for henholdsvis aksjer og obligasjoner forvaltet av de eksterne mandatene. Den eksterne obligasjonsforvaltningen ble avvirket etter finanskrisen, slik at akkumulert meravkastning for obligasjonsdelen er nær identisk med akkumulert meravkastning per 2014.¹⁰

Meravkastningen for Oljefondet kan skrives slik:

Meravkastning Oljefondet = meravkastning aksjer eksterne* + meravkastning obligasjoner eksterne + meravkastning aksjer internt* + meravkastning obligasjoner internt* + utlån aksjer + utlån obligasjoner

Problemet er at det er tre ukjente i denne ene ligningen (ukjente markert med *).

Men meravkastning aksjer eksterne er også gitt ved følgende ligning:

Meravkastning aksjer eksterne = meravkastning eksterne totalt etter kostnader + kostnader eksterne – meravkastning obligasjoner eksterne

¹⁰ NBIM har noen få eksterne rentemandater, men forvaltningskapitalen er såpass liten at resultatet etter finanskrisen ikke endrer det oppgitte tallet fra 2010 i særlig grad.

Da gis meravkastning aksjer internt ved følgende ligning:

Meravkastning aksjer internt = meravkastning aksjer totalt – meravkastning aksjer eksternt.

Dermed er dekomponeringen av meravkastningen i komplett.

Basert på den informasjonen er det kun mulig å gjøre en kapitalvektet dekomponering. En dekomponering av avkastning i prosent er ikke mulig, langt mindre en risikojustert dekomponering som hadde vært ønskelig¹¹. Dette er noe som muligens vil komme i rapporter fra NBIM som er varslet i april 2016.

e. Offentlighetsloven

Utover å hente ut korrespondanse mellom Finansdepartementet og Norges Bank fra postjournalen, og be om innsyn i dataserier, har vi benyttet offentlighetsloven og adgangen til å klage til Sivilombudsmannen for å få tilgang til dokumenter.

Da Finansdepartementet varslet at finansprofessor Andrew Ang ved Columbia University hadde skrevet en kronikk med tanke på publisering i DN, var det åpenbart at departementet hadde bedt ham om å skrive en kronikk. Det var imidlertid ingen korrespondanse i postjournalen med Ang. Vi antok at det måtte være epostkorrespondanse, og begjærte innsyn i all korrespondanse mellom Ang og departementet i en gitt tidsperiode. Vi fikk innsyn i alle dokumentene, med unntak av selve kronikken som Ang hadde valgt likevel ikke å sende inn til DN. Kronikken kritiserte analysen til Hoddevik og Priestley, og det var viktig for DN å få se professorens innvendinger. Vi klaget saken inn til Sivilombudsmannen, som 25. november ga oss medhold i at kronikken ikke kunne unntas offentlighet. Vi har valgt å ikke trykke kronikken, siden artikkelforfatteren ikke ønsker dette, men heller ikke Ang, slik det fremkommer i kronikken, har noen metodiske innsigelser til Hoddevik og Priestleys analyse.

5. Ekspert hjelp

Vi har hatt utstrakt dialog med flere finanseksperter. Disse ekspertene har bidratt med hjelp, råd og innspill og vært viktige diskusjonspartnere.

¹¹ En mer presis dekomponering inkludert risikojustering ble etterlyst av ekspertgruppen i sin anbefaling til NBIM.

Av ulike årsaker er det flere eksperter som ikke kan uttale seg om fondet og forvaltningen. Ekspertene har også diskutert seg imellom, noe som har bidratt til å få frem motforestillinger og bidratt til å heve den faglige kvaliteten på artiklene.

I tillegg har eksterne eksperter bidratt til artiklene med analyser. Analysen til Hoddevik og Priestley er nevnt. Espen Sirnes, Universitetet i Tromsø, og Bernt Brun i Fronteer Solutions har også bidratt. Sistnevntes analysearbeid er svært omfattende.

Analyser og grunnlagsmateriale har blitt forelagt for NBIM for kommentar på samme måte som opplysninger i andre saker (se 6. Samtidig imøtegåelse). Vi har stilt spørsmål om metodene, og vurdert analysen og forutsetningene som ligger til grunn. Analysene er også tilgjengelig på nett, noe som gjør at utenforstående kan kikke ekspertene i kortene¹². Full åpenhet var et krav fra oss og uproblematisk for ekspertene å etterkomme.

6. Samtidig imøtegåelse

Sakene om Oljefondet bygger på dokumenterbare opplysninger. Opplysninger er først dobbeltsjekket med NBIM og/eller Finansdepartementet, så er sakens fakta og opplysninger, inkludert NBIMs og/eller departementets forklaringer, lagt frem for finanseksperter for kommentar. Så er deres uttalelser på nytt lagt frem for NBIM og/eller Finansdepartementet. Nær sagt alle svar fra NBIM og Finansdepartementet er på epost via informasjonsavdelingene. Ulempen med e-post er at er at intervjuobjektene beskyttet mot oppfølgingsspørsmål og kan kalibrere svar seg imellom. Fordelen med epost, er at det ikke er noe tvil hva som er svart, ingen kan beskyldes oss for feilsitering. Hvis det har vært nødvendig, har vi stilt oppfølgingsspørsmål på e-post. Hvis svarene vi har fått har vært i overkant ulne, har vi bedt om at de svarer på nytt. Dette har tatt tid, men det har vært verdt det. Både NBIM og Finansdepartementet har fått rause frister for å svare, og har de bedt om mer tid, har de fått det. Vi har aldri planlagt publiseringsdag før vi har hatt fått svar, slik at vi har vært trygge på at alle opplysninger er sjekket så godt det lar seg gjøre.

Kontakten med NBIM har vært tidvis krevende. Informasjonsavdelingen har opptrådt profesjonelt, men ga oss avslag på intervjuforespørsler med sentrale nøkkelpersoner i fondet om kritikken fra finanseksperter om mangelfull rapportering. Det ville ha vært en styrke for debatten om fondets ledelse hadde stilt opp til intervju.

¹² <http://rann.no/bibliotek/risk-adjusted-performance-measurement-of-nbim/>
<http://fronteersolutions.com/dn.html>

7. Spesielle utfordringer

Komplisert stoffområde:

Kapitalforvaltning er neppe det stoffområdet som enklest lar seg omsette i journalistikk. Det er en rekke termer og teorier man må ha innsikt om: Meravkastning, risikjustert meravkastning, faktorinvestering, systematiske risikofaktorer, alfa og beta er begreper som er helt sentrale for forståelsen av hva Oljefondet faktisk driver med. Det er neppe opplagt at justert sharperatedifferanse på 0,00 er en sak. Utfordringen er å benytte så få faguttrykk som mulig, og samtidig forklare på en enklest mulig måte de faguttrykk som er nødvendige for å forstå saken. Vi har brukt mye tid på å få artiklene (forhåpentligvis) forståelige. Det er omfattende kildemateriale og analysearbeid som ligger til grunn for flere av sakene. Det er lagt ned mye ressurser i å formidle arbeidet på en så lettfattelig måte som mulig gjennom spisse sitater fra kompetente kilder og relevante faktaopplysninger.

Kildetilfang:

Det er svært få som kjenner Oljefondet godt nok til å uttale seg offentlig, og enkelte personer med den nødvendige kjennskapen vegrer seg for å si noe kritisk om fondet i frykt for å ødelegge en karrierevei og/eller relasjoner til nåværende arbeidsgiver. Finanseksperter har ikke nødvendigvis god kunnskap om Oljefondet, selv om de er høyst kompetente innen kapitalmarkedsteori og porteføljeteori. Finansmiljøet i Norge er lite, alle kjenner alle, de har jobbet sammen og enkelte ser det som mest hensiktsmessig at fondet får holde på i fred uten innblanding fra utenforstående, inkludert pressen. Det er også begrenset med internasjonale eksperter på Oljefondet, og i den grad de er det, er det fordi de har eller har hatt oppdrag for fondet NBIM og/eller Finansdepartementet. Internasjonale eksperter kan gi et litt annerledes perspektiv på tingenes tilstand, men de mangler ofte en grunnleggende forståelse av hvordan fondet organiseres og av den norske konteksten, eksempelvis Stortingets og Finansdepartementets rolle som eier og oppdragsgiver av fondet.

Vi har brukt lang tid på å bygge opp en kildebank med personer som fra sitt ståsted har kjennskap og kunnskap om Oljefondet og NBIM. Av hensyn til kildevernet kan vi ikke gå nærmere inn på dette.

Uavhengighet:

Ikke bare er det et fåtall Oljefond-eksperter der ute, noen av de mest kompetente er koblet til Finansdepartementet. Eksterne rådgivere som Finansdepartementet gjennom årenes løp har hyret inn som eksperter, kan ikke alltid anses som 100 prosent uavhengige all den tid de er

involvert med departementet og/eller ønsker fremtidige oppdrag. Det betyr ikke at man ikke kan intervju disse ekspertene, men det byr på ekstra utfordringer hva gjelder kildekritikk og troverdighet. Andrew Ang kan tjene som et eksempel på dette: Ang som ved flere anledninger har skrevet rapporter om Oljefondet på oppdrag for departementet, viste seg å være en betalt rådgiver for både departementet internt og NBIM, som han var satt til å vurdere kritisk til sammen med et knippe andre eksperter. Vi kom over Angs dobbeltrolle etter å ha lest hans bok der han takker for et nært og godt samarbeid med NBIM, Norges Bank og Finansdepartementet¹³.

Taushetsplikt styremedlemmer:

Det har vært fremsatt kritikk mot hovedstyret i Norges Bank og deres påståtte mangelfulle kompetanse på kapitalforvaltning. Hovedstyrets medlemmer får ikke lov å uttale seg. Dette henger sammen med at det ikke er heldig at medlemmer av hovedstyret plaprer om rentevurderinger og makroforhold – det er sentralbanksjefen som skal kommunisere dette etter hvert rentemøte. Men hovedstyrets oppgave er ikke kun å sette styringsrenten, de skal også passe på Oljefondet. Men også denne delen av jobben er omfattet av taushetsplikten, noe som er uheldig for debatten. Sentralbanksjefen har stilt opp til intervju, noe som har bidratt til å balansere dekningen, men det er helt klart uheldig for debatten at ikke medlemmene av hovedstyret kan uttrykke sine synspunkter om forvaltningen av Oljefondet.

¹³ Ang, Andrew: Asset Management. A Systematic Approach to Factor Investing, Oxford University Press, 2015.

Vedlegg 1.

Artiklene om Oljefondet publisert i avisen og på nett (DN+).

1. Går i null, 17. februar
2. 12 milliarder til forvaltere, 18. februar
3. I pluss fem år etter finanskrisen, 21. februar
4. Smører resultatet med utlån, 16. mars
5. 145 milliarder i skatteparadis, 24. mars
6. Kan ikke unngå skatteparadis, 25. mars
7. Foreslår styre for Oljefondet, 11. april
8. «Det lukter lang vei», 28. april
9. Ber om eget Oljefond-styre, 29. april
10. «Tallene blir meningsløse», 30. april
11. Krever mer av Oljefondet, 4. mai
12. Lunken til eget Oljefond-styre, 5. mai
13. Oljefond-sjef får kritikk for å gi tulletall, 12. mai
14. «Vi har ingenting å skjule», 15. mai
15. «Jeg har fulgt fondet fra dag én, 8. juni
16. Oljefondet får stryk for veddemål, 22. juni
17. Mener kontrollen ikke er god nok, 23. juni
18. Ut mot Oljefond-kritikere, 29. juni
19. Byttet metode – doblet resultatet, 8. juli
20. «Jobben som vaktbikkje blir illusorisk», 11. juli
21. Her er Jensens krav til Oljefondet, 13. juli
22. Hovedstyret er for svakt, 14. juli
23. Kritiserer Oljefondet for «tåkelegging», 21. juli
24. Avviser at Oljefondet er en lekegrind, 23. juli
25. Krever full gjennomgåelse, 25. juli
26. Får kritikk fra statens ekspert, 15. august
27. Hyrer inn finansprofessorhjelp, 18. august
28. Kritiker sa ja likevel, 19. august
29. Disse skal gi Oljefond-råd, 24. august
30. Har sparket 77 forvaltere, 1. september
31. Kritisk til ukjent dobbeltrolle, 26. september

32. Bestilte kritikk av oljefondskritikere, 28. september
33. Tommel opp for NBIM Watch, 1. oktober
34. Åpner opp Oljefondet, 3. oktober
35. Oljefondets interne aksjebom, 10. oktober
36. Oljefondet vil ha eget styre, 14. oktober
37. Her er ekssjefens krav til Oljefondets styre
38. Ti ganger dyrere enn Stortinget tror, 17. november
39. Kritisk til Oljefondets veddemål, 25. november
40. Trosser råd – går glipp av milliarder, 26. november
41. «En innrømmelse», 3. desember

Vedlegg 2.

Kronikker i Dagens Næringsliv fra Finansdepartementet, NBIM og kritikere:

1. Har gitt ekstra avkastning, 20. februar (Dag Huse, risikodirektør i NBIM)
2. Vi skjuler ikke informasjon, 15. mai (Huse)
3. Verdiødeleggende forvaltning, 22. juni (Richard Priestley, BI og Halvor Hoddevik, Rann Rådgivning)
4. Spekulativ kritikk av Oljefondet, 27. juni (Huse)
5. Verdiødeleggende forvaltning? 29. juni (Bernt Arne Ødegaard, UiS)
6. Oljefondets informasjonsstrategi, 1. juli (Espen Sirnes, UiT)
7. Ansvar og tillit i NBIM, 8. juli (Priestley og Hoddevik)
8. Løgn, Forbandet Digt, og Statistikk, 16. juli (Ødegaard)
9. Oljefondets gullstandard utvannes, 21. juli (B. Espen Eckbo, Tuck School of Business, Karin Thorburn, NHH)
10. Verdiløs og dyr spekulasjon, 11. august (Priestley og Hoddevik)
11. Ansvarlig forvaltning av Oljefondet, 18. august (Øystein Olsen, sentralbanksjef)
12. Dårskap eller garantert åpenhet, 19. august (Eckbo og Thorburn)
13. Problemet er ikke NBIM, 4. november (Hoddevik)
14. Fondets manglende faktorer, 26. november (Bernt Brun og Atle Christiansen, Fronteer Solutions)

Litteraturliste

NBIM: Årsrapporter, 1998-2014

NBIM: Kvartalsrapporter, 2001-2015

NBIM: Gips-rapporter, 2010-2014

NBIM: Government Pension Fund Global Historical Performance Measurement, 2014

NBIM: Government Pension Fund Global Historical Performance Measurement, 2015

NBIM: Strategiplan 2012-2014

NBIM: Strategiplan 2014-2016

NBIM: Norges Banks vurdering av det teoretiske og empiriske grunnlaget for aktiv forvaltning og vår forvalterstrategi for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland, 2009

NBIM: Factors in investering, 2015

NBIM: Diverse brev til Finansdepartementet.

Finansdepartementet: Stortingsmeldinger om Oljefondet, 2006-2015

Finansdepartementet: Diverse brev til Norges Bank/NBIM.

CEM Benchmarking: Investment Cost Effectiveness Analysis 2006-2013

Mercer: Annual Performance Evaluation Report, 2003-2011

MSCI: Harvesting Risk Premia for Large Scale Portfolios, mars 2013

Folketrygdfondet: Strategisk plan for forvaltningen av SPN, 2014

Folketrygdfondet: Årsrapporter, 2000-2014

Folketrygdfondet: Gisp-rapporter, 2000-2014

Ang, Andrew/ Goetzmann, William N. / Schaefer, Stephen M.: Evaluation of Active Management of the Norwegian Government Pension Fund – Global, 2009.

Ang, Andrew / Brandt, Michael W. / Denison, David F.: Review of the Active Management of the Norwegian Government Pension Fund Global, 2014

Ang, Andrew: Asset Management. A Systematic Approach to Factor Investing, Oxford University Press, 2015.

Bodie, Zvi/Krane, Alex/Marcus, Alan J.: Investments and Portfolio Management, McGraw-Hill/Irwin, 2011

Carhart, Mark M.: On Persistence on Mutual Fund Performance, Journal of Finance, 1997

Cohen, Randy/ Polk, Christopher/ Silli, Berhard: Best Ideas, working paper, 2008

Fama, Eugene F. /French, Kenneth R.: Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies, Journal of Finance, 1996

Fama, Eugene F. /French, Kenneth R.: Luck versus Skill in the Cross -Section of Mutual Fund Returns, Journal of Finance, 2010

Fama, Eugene F. /French, Kenneth R.: A Five-Factor Asset Pricing Model, working paper, 2014.

Frazzini, Andrea / Kabiller, David / Pedersen, Lasse Heje: Buffet's Alpha, working paper, 2013

French, Kenneth R.: The Cost of Active Investing, Journal of Finance, 2008

Harvey, Campbell R. / Liu, Yan / Zhu, Heqing: ... and the Cross-Section of Expected Return, 2014

Harvey, Campbell R. / Liu, Yan: Lucky Factors, working paper, 2015.

Harvey, Campbell R.: Allocation to Emerging Markets in Globally Diversified Portfolio, mars 2012

Johnsen, Thore: Evaluering av aktiv forvaltning for Statens pensjonsfond Norge, 2011

Nieuwerburgh, Stijn Van / Stanton, Richard / de Bever, Leo: A review of real estate and infrastructure investments by the Norwegian Government Pension Fund Global (GPF), 2015.

Skredderberget, Asle: Usannsynlig rik, Kagge Forlag, 2015.