

Farlig for oljefondet å bli storeier

Av direktør Knut N. Kjær, kronikk i Aftenposten 18. juni 2002.

Bør midlene i petroleumsfondet investeres i utvalgte, gjerne norske selskaper eller spres på mange småposter i utlandet? Det kan være nyttig å se på hva store fond i andre land gjør.

I flere land og delstater er det bygget opp nasjonale fond basert på inntekter fra utvinning av petroleum. Kuwait, Abu Dabi (Emiratene), Alaska og Alberta (delstat i Canada) etablerte oljefond for flere tiår siden. I land som Iran, Kasakhstan og Aserbajdsjan bygges det nå opp oljefond.

Venezuela er eksempel på et land som har forsøkt flere ganger, uten å lykkes. Singapore har også et stort nasjonalt fond, klart større enn petroleumsfondet, basert på andre eksportinntekter. I Irland bygges det opp et nasjonalt pensjonsfond. Siktemålet er å spare tilsvarende én prosent av BNP hvert år.

Petroleumsfondet var ved utgangen av første kvartal på 625 milliarder kroner. Verdens største pensjonsfond er Calpers, med rundt 1300 mrd. kroner under forvaltning. Dette fondet skal sikre pensjonen for de offentlig ansatte i California.

I New York har to pensjonsfond for lærere og universitetsansatte, TIAA og CREF, samlet sin finansforvaltning under samme tak - med rundt 2500 milliarder kroner i forvaltning.

Det største pensjonsfond i Europa er nederlandske ABP, som forvalter rundt 1200 mrd. kroner for offentlig ansatte. Flere av de største pensjonsfond for private amerikanske bedrifter har mer kapital under forvaltning enn Petroleumsfondet.

Blant de store nasjonale fondene og pensjonsfondene er det eksempler på både god og dårlig forvaltning av kapital. Over tid er det etablert en "beste praksis": typiske kjennetegn på hva som er nødvendig for å oppnå en kombinasjon av høy avkastning og stor tillit.

Det kanskje viktigste kjennetegnet ved god forvaltning av kapital er tydelighet i mål og klarhet i ansvarsdeling mellom eier/styre og forvalter.

Oljefondet i Alberta er et godt eksempel på hvor galt det kan bære av sted om formålet for forvaltningen ikke er solid fastspikret. Mens "beste praksis" er å sette helt tydelige finansielle mål, laget man i Alberta en kombinasjon av finansielle og politiske mål. Ved finansiering av prosjekter internt i delstaten var det uklart for omverdenen om målet var avkastning eller oppnåelse av politiske mål.

Etter mange år med dårlige resultater og stigende misnøye i befolkningen ble strategien lagt om på siste del av 1990-tallet. Målet er nå helt klart definert i form av finansiell avkastning. Erfaringene til Alberta og andre ressursrike stater er nærmere belyst i boken "Hva gjør oljepengene med oss?", som utkom nylig.

Klarhet i ansvarsdeling mellom eier og forvalter er helt nødvendig både for å styre risikoen i forvaltningen og for å måle hvor god jobb forvalteren gjør.

Erfaringene fra store fond internasjonalt er at det er eierens valg av strategi for forvaltningen som langt på vei bestemmer både den avkastning som oppnås, og den risiko man tar. Slik bør det jo også være. Det nytter ikke å gå for høy avkastning uten at man samtidig er villig til å ta risiko. Høy

avkastning er nettopp den premie markedene over tid gir for viljen til å ta risiko. Ingen eier av store eller små midler kan være tjent med å overlate til andre - en rådgiver eller en forvalter - å avgjøre hvor mye risiko man skal ta.

Forvaltningen av petroleumsfondet er søkt organisert helt i tråd med "beste internasjonale praksis". Det er eieren av midlene, representert ved Finansdepartementet, som tar de viktigste beslutningene i forvaltningen. Norges Banks bidrag til verdiskaping i forvaltningen måles løpende.

Det kan synes nærliggende å tro at store fond kan oppnå høy avkastning ved å plassere deler av porteføljen som store posisjoner i enkeltelskaper. Kuwait forsøkte dette på 1980-tallet. Erfaringene var imidlertid dårlige; avkastningen gikk ned og risikoen opp. Kuwaits negative erfaring kan kanskje skyldes uflaks; man gikk inn i et knippe av gale bedrifter på et galt tidspunkt.

Eksemplet er også et godt utgangspunkt for å besvare et viktig spørsmål: Hvilken spesiell kompetanse har et stort pensjonsfond eller et nasjonalt oljefond til å gå aktivt inn og ta rollen som betydelig eier?

Om det var slik at kjøp av store eierposter var lønnsomt sett i forhold til den merrisiko som tas, ville vi sett at dette var en del av strategien til store fond rundt om i verden. Det ser vi ikke. Når store nasjonale fond, pensjonsfond og livselskaper internasjonalt heller velger å være finansielle investorer, kan det ha sammenheng med at de ikke kan eller vil ha den kjernekompetanse innen ulike bransjer som kreves for å oppnå god avkastning sett i forhold til den risiko som løpes.

Det statlige pensjonsfondet som bygges opp i Irland, er interessant i flere henseender. Selv om det har vært ført argumenter for at mye av sparingen bør skje i hjemlandet, har man valgt en forvaltning der midlene i all hovedsak plasseres i utlandet. Med en stor portefølje plassert hjemme ville trolig avkastningen bli lav og risikoen høy. Tilgang på kapital har irsk næringsliv likevel gjennom det nasjonale og internasjonale markedet for kapital.

Et canadisk konsultentselskap, Cost Effectiveness Measurement Inc. (CEM), har spesialisert seg på å samle inn og analysere data fra store kapitalforvaltere og pensjonsfond. Ett av hovedtrekkene i datamaterialet er at for flertallet av fond har det ikke lønt seg å drive aktiv forvaltning av midlene. De hadde oppnådd bedre avkastning etter kostnader om kapitalen var bredt investert for å avspeile den gjennomsnittlige avkastningen i markedene.

Slik forvaltning kalles ofte indeksforvaltning. Aktiv forvaltning har ikke bare betydd lavere netto avkastning, men også til dels betydelig høyere risiko for eierne.

Erfaringene sier altså at det kan være en god strategi for mange fond å investere i tusenvis av verdipapirer uten å bruke tid og kostnader på analyse av hvert enkelt papir. Petroleumsfondet har nå investert i mer enn 2300 aksjer; større fond rundt om i verden har gjerne mer enn dobbelt så mange selskaper i sin aksjeportefølje. Av datamaterialet fra CEM går det frem at jo større andel av et pensjonsfonds midler som forvaltes ut fra å oppnå gjennomsnittlig avkastning i de ulike markedene, desto høyere netto avkastning oppnås.

Det strider mot intuisjonen at det ikke lønner seg å bruke tid og penger på å analysere de enkelte valg av investeringer. Men her må vi huske på at de internasjonale kapitalmarkedene stort sett er effisiente, det vil si at markedene svært raskt priser inn all relevant informasjon om selskapene. Det er vanskelig å opparbeide fortrinn i å fremskaffe og analysere informasjon om selskapene som gjør at man systematisk kan forutsi prisbevegelser i forkant av markedene.

Datamaterialet til CEM viser også at det er pensjonsfond som år etter år klarer å skape merverdi ved å drive noe aktiv forvaltning. Jo større fondene er, desto større er sannsynligheten for at de oppnår gode resultater. Det skyldes dels at det er betydelige stordriftsfordeler i kapitalforvaltning, og dels at størrelse gir mer ressurser til å utvikle og opprettholde en kompetent organisasjon.

I det internasjonale markedet for kapitalforvaltning er det reflektert en todeling av forvaltningsproduktet på tilbudssiden: Bred plassering i markedene tilbys til meget lav pris fra noen få og meget store indeksforvaltere. I tillegg drives spesialisert aktiv forvaltning. Forutsetningene for at aktiv forvaltning skal skape merverdi for kundene, det vil si høyere netto avkastning enn gjennomsnitt i markedet, er at forvalterne lykkes med å opparbeide og videreutvikle informasjonsfortrinn.

I Norges Banks forvaltning av Petroleumsfondet er det en tilsvarende todeling. En kjerne av porteføljene forvaltes effektivt med sikte på å oppnå gjennomsnittlig avkastning i de ulike markedene.

På marginen søker Norges Bank å oppnå merverdi ved å fokusere aktiv forvaltning mot de deler av kapitalmarkedene der det er mest sannsynlig at dyktige forvaltere kan oppnå høyere avkastning enn gjennomsnittsavkastningen. Forvaltningskostnadene er under 0,1 prosent av forvaltet kapital. Hittil har banken skapt merverdi i forvaltningen hvert år.

Tydighet i mål og klarhet i rollefordelingen mellom eier og operativ forvalter er en nødvendig betingelse for å opparbeide tillit til forvaltningen. I forvaltningen av Petroleumsfondet er det lagt stor vekt på å redegjøre for hvordan forvaltningen utøves. I kvartalsvise rapporter, årsrapporter og på Norges Banks internettsider presenteres løpende informasjon om resultater, risiko og kostnader.