

## Forvaltning av verdier

av professor Kai Leitemo, Handelshøyskolen BI.

Det er lett å bli indignert over holdning og mangel på ydmykhet i Norges Banks Kapitalforvaltning (NBIM). Etter å ha tapt mer enn 70 milliarder på aktiv forvaltning i løpet av 2008, uttaler NBIMs leder, Yngve Slyngstad, til Dagens Næringsliv (lørdag 28. mars) at de skal bli *mer* aktivt forvaltende. Den akademiske ekspertisen innen finansiell økonomi har ved flere anledninger poengtert at det over tid ikke er mulig å øke avkastningen ved aktiv forvaltning uten å ta på seg mer risiko. Passiv forvaltninger er derfor å foretrekke fordi de har lave forvaltningsutgifter og har en klar og tydelig risikoprofil. Det er sjeldent å observere at offentlig forvaltning setter seg så opp imot de faglige rådene fra academia. Mon tro hvorfor?

Norsk offentlig forvaltning generelt, og NBIM spesielt, har sitt oppdrag fra Regjeringen. Økonomer legger ofte til grunn at atferd følger av privatøkonomiske betraktninger. Dersom et forhold ikke er regulert i henhold til en verifiserbar kontrakt mellom Regjeringen (prinsipal) og Oljefondet (agent), antas det at agenten vil innrette seg best mulig for seg selv innenfor sitt mulighetsområde. Jeg undrer meg om dette kan være med på å forklare NBIMs innstilling til aktiv forvaltning.

Det har fremkommet i media at avlønningen i NBIM blant annet skjer i henhold til bonuskontrakter. Begrunnelsen for denne ordningen har utvilsomt vært å tiltrekke seg de beste forvalterne. Det er da allerede gjort en implisitt antakelse om at det er mulig å ha høyere avkastning gjennom aktiv forvaltning og det handler bare om å rekruttere de som kan generere den høyeste avkastningen. Dersom porteføljen skulle bli passivt forvaltet, hadde det ikke vært behov for en slik ekspertise, og omfanget på Norges Bank og dens kapitalforvaltning som organisasjon kunne vært mindre og lønnsnivået kunne vært betydelig lavere. En slik ordning vil klart være samfunnsøkonomisk lønnsom. Sett fra agentens side teller imidlertid begge deler negativt; agenten kan da verken sole seg i glansen av en stor organisasjon eller inneha høy lønn. Kan dette forklare innstillingen?

Det er en etablert sannhet at en kan øke avkastningen i finansmarkedet ved å ta på seg større risiko. Den enkelte forvalter har derfor et insentiv til å øke risikoen (utover den ønskede risikoen) dersom ikke bonuskontrakten effektivt hindrer det. Nå er det vanskelig å kontrollere hvorvidt bonuskontraktene hindrer dette fordi NBIM har unndratt utformingen av disse offentligheten. Det gjøres stikk i strid med Norges Banks selverklærte åpenhet. Unndragelsen bidrar til å styrke min mistanke om at disse bonuskontraktene har vesentlige mangler i så måte. Da er det jo også et hendig uhell for Oljefondet at verken Hovedstyret eller Representantskapet har tilstrekkelig tid og ressurser til å kontrollere dette.

Skal jeg likevel gjette, vil jeg også tro at disse bonuskontraktene er av en asymmetrisk karakter: lønnen tiltar som følge av høyere avkastning, men blir ikke tilsvarende lavere ved negativ avkastning. Denne asymmetriske risikoprofilen gjør at lønnen i forventninger øker med risikoen. Det er lett å ta risiko når alle piler peker oppover; risikoens natur materialiserer seg først når korreksjonene kommer. Det skjedde i 2008 og skattebetalerne blir alene om å betale regningen.

Selv om bonuskontraktene er unndratt offentligheten, må vi likevel tro at finansministeren har tilgang. Kristin Halvorsen har ved mang en anledning kritisert bruken av bonuskontrakter både i og utenfor finansnæringen. Selv om academia påpeker at det først og fremst er aksjemeglerne som tjener på aktiv forvaltning (og det norske folk taper), synes det å være liten villighet til å rydde i eget hus. En ting er retorikk, noe helt annet er handling. Hva hindrer henne? Er det prestisjenederlaget over å innrømme at

strategien har vært gal? Strategien har akkumulert sett kostet oss ca 50 milliarder mer enn hva passiv forvaltning hadde gjort. Nå er det på tide at *Regjeringen* viser aktivitet.