

DEBATT & INNLEGG

Investorene i verdipapirmarkedet må vurdere finansanalyser slik bevisste forbrukere vurderer annen reklame. Til tider retter reklamen oppmerksomheten på gode produkter til en fornuftig pris. Det meste av reklamematerialet kan man imidlertid med god samvittighet resirkulere ubrukt, skriver *Rune Selmar*, investeringsdirektør i Folketrygdfondet.

Resirkulerte analyser

Den makroøkonomiske nedgangskonjunktur gjennom 2001 og 2002, med påfølgende finansielle problemer for betydelige selskaper, har rettet søkelyset mot de krav som stilles til uavhengighet hos selskapenes revisorer og rådgivere. Den grunnleggende problemstilling som er reist, er om disse gruppene rådgivning i for stor grad har vært påvirket av egne økonomiske interesser.

For verdipapirforetakenes finansanalytikere har søkelyset vært rettet mot kjøpsanbefalinger i selskaper som i ettertid har vist seg å være vesentlig overvurderte. Slike anbefalinger er sett i sammenheng med verdipapirforetakenes interesser som rådgivere overfor de samme selskapene. Resultatet har vært redusert tillit til de råd finansanalytikerne så gjerne gir. Disse forhold er antagelig bakgrunnen for at Norske Finansanalytikeres Forening (NFF) har utarbeidet et høringsfor- slag om «Retningslinjer for å styrke den uavhengige finans- analysen». Mandatet som danner grunnlag for høringsutkas- tet har vært å fremme tiltak for å forhindre utilbørlig press på finansanalytikerne fra mar- kedsaktørene i verdipapirmar- kedet. I høringsforlaget skriver NFF at formålet er å gi finans- analytikerne støtte i utøvelsen av den uavhengige analyse. Vi- dere ønsker foreningen å gi ut- trykk for hvordan markedsak- tørene kan bidra til dette i sin adferd overfor finansanalyti- kerne.

NFFs formål med høringsfor- slaget er i seg selv bemerkelses- verdig. Målet etter de fleste krite- rier skulle verdipapirforetake- nes analytikere være en ressurs- sterk interessegruppe. Det er derfor påfallende at denne gruppen trenger aktive støttetil- tak for å kunne utøve sin virk- somhet på en tilfredsstillende måte.

Konklusjonene i høringsfor- slaget er interessante. Det pekes primært på fire kilder som ut- øver press på analytikernes inte-

gritet. Disse er verdipapirfore- takenes rådgivningsavdelinger, investorene i verdipapirmarke- det, de børsnoterte selskapene som analyseres – og mediene.

Ifølge høringsforlaget vil ver- dipapirforetakenes egne rådgiv- ningsavdelinger ha interesse av positive analyser av de børsno- terte selskapene for å komme i en rådgiverrolle. Investorer vil ha interesse av analyser som kan bidra til positiv kursutvikling på de verdipapir investorene hol- der i sine porteføljer. De børsno- terte selskapene vil på samme måte som investorene, ha inter-

Det er derfor på- fallende at denne gruppen trenger aktive støttetiltak for å kunne utøve sin virksomhet på en tilfredsstillende måte

esse av analyser som bidrar til positiv kursutvikling for selska- pets aksjer. Medienes kritiske blikk på analyser kan, ifølge hø- ringsforlaget, medføre at ana- lytikerne unnlater å publisere kontroversielle analyser.

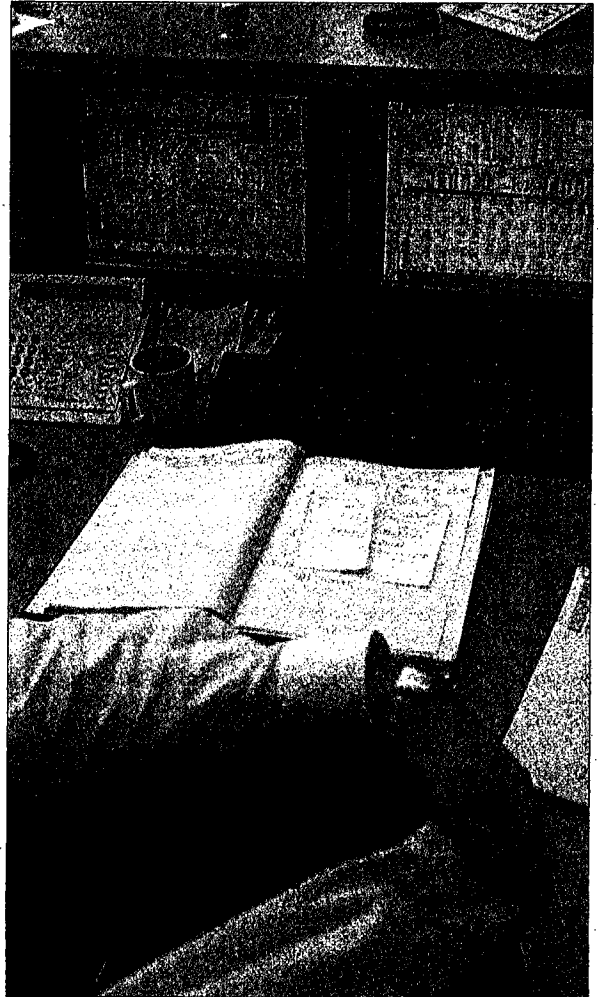
Problemstillingene som foku- seres i høringsuttalelsen har et felles utgangspunkt. Analyser som ikke er sammenfallende med de tre først nevnte gruppers interesser, antas å kunne få negative konsekvenser for analyti- kerens posisjon både internt i meglerforetaket og overfor in- vestorer og de selskaper som analyseres.

For analytikerne er dette først og fremst et problem som følge av at analytikernes kompensasjon i stor grad er resultatbasert, og at denne direkte og indirekte bestemmes av de nevnte mar- kedsaktører. Det oppsiktsevke- kende i NFFs høringsforslag er at foreningen ikke anser analyti-

kernes økonomiske interesse- fellesskap med meglerne og cor- porateavdelingene som et grunnleggende hinder for ana- lytikernes uavhengighet. Fra høringsforlaget siteres: «At den samlede lønnsomheten for det integrerte verdipapirforeta- ket, inklusive inntekter fra cor- porate aktiviteter, også reflekter- es i analytikerkorpsets avløn- ning må imidlertid aksepteres».

Høringsforlaget fra NFF ba- seres med andre ord på forutset- ningen om at det er mulig å kombinere resultatbaserte in- centivordninger for analytiker- ne med uavhengig analytisk opptreden. Dette virker i beste fall naivt og kan antagelig best forklares med at analytikere med slike incentivordninger har deltatt i utarbeidelsen av hø- ringsutkastet.

For å vurdere rammebetin- gelsene for den uavhengige ana- lyse kan det være nyttig å kjenne til hvordan verdiskapningen skjer i verdipapirforetakene. Disse har tre markedsrettede avdelinger; analyse, megling og finansiell rådgivning. Foretake- ne hevder at nøkkelen til suks- sess er at virksomheten er ana- lysedrevet. Dersom hovedpro- duktet er analyse, hvorfor er det da slik at analyse er det eneste produktet verdipapirforetake- ne ikke tar betalt for? Gjennom kjøp og salg av verdipapirer, be- taler investorene kurtasje for den megling verdipapirforetake- ne forestår, og gjennom pro- visjoner og honorarer betaler de børsnoterte selskapene for den rådgivning foretakene utfører. Analyse er imidlertid ikke et produkt verdipapirforetakene tar betalt for. Dette medfører at analytikerne baserer sin virk- somhet på at meglerbordene og rådgivningsavdelingene finner det hensiktsmessig å dele over- skuddet med analytikerne. For analytikere med slike økono- miske incentiver blir det da selvmotsigende å hevde at ana- lyse til enhver tid konklude- rer uavhengig av hva verdipa- pirforetaket som økonomisk enhet er tjent med.



ADVARER. – Realiteten er snarere at analytikere fungerer som meglerforetakenes reklameavdeling. Slik sett er analytikernes grunnleggende mål å fremme verdipapirforetakenes kommersielle produkter som er megling og finansiell rådgivning, skriver investeringsdirektør i Folke- trygdfondet, Rune Selmar. Foto: Øyvind Elvsborg

Realiteten er snarere at ana- lytikere fungerer som meglerfore- takenes reklameavdeling. Slik sett er analytikernes grunnleg- gende mål å fremme verdipapir- foretakenes kommersielle pro- duktet som er megling og finan- siell rådgivning. Ut fra denne rolleforståelsen gjør en rekke analytikere et utmerket arbeid.

Enkelte analytikere har også en klarere forståelse av sin kom- mersielle rolle enn det NFFs ar- beid for den uavhengige analyse indikerer. En ledende analytiker i et nordisk meglerforetak har beskrevet sin egen rolle med føl- gende utsagn: «Remember we are in showbiz, not in spread sheets».

Flytende verdier – store muligheter

På lederplass i DN 29. august 2003 gjentas avisens skepsis til en internasjonalt konkurranse- dyktig maritim politikk. Denne gang med adresse Bergesens nye, utenlandske eier.

Men Andreas Sohlen-Pao kom ikke til Norge for å be om om- givende myndighet til en kinesisk mar-

fremheve de muligheter vi står overfor, og til å forklare hvorfor han ønsker å satse i og fra Norge. Norge er en av de eldste og største



ENIG. Rederi- forlaget

tens omdømme er assosiert med kvalitet og nyskapning. Så, spurte Andreas Sohlen-Pao; hvorfor innta en defensiv posisjon? Hvorfor ikke se på disse fortrinnene som en plattform for å bygge miljøet enda større og enda sterkere?

reduere tempoet på nedbyg- ging og utflytting av verdens sterkeste maritime næringsmil- jø.

For det som er flytende og flyttbart fra Hongkong, er selv- sagt også flytende og flyttbart fra Norge.

DN • Dagens Næringsliv betinger seg retten til å la- gre og utgi alt stoff i avisen i elektronisk form.

• Redaksjonen forbeholder seg retten til å forkorte inn- sendte manuskripter.

• Debattinnlegg honoreres ikke.