

Blant verdens beste hedgefondforvaltere:

Har tjent over 200 milliarder

Tekst:
Roar Valderhaug
roar.valderhaug@kapital.no

Norske Ole Andreas Halvorsen ble nylig rangert som tidens åttende beste hedgefondforvalter. Selskapet hans, Viking Global Investors, har levert en samlet nettofortjeneste til investorene på over 200 milliarder kroner siden oppstarten i 1999. Også flere andre norske har gjort suksess innen hedgefondverdenen.

Det er ifølge det britiskbaserte investerings-selskapet LCH Investments at Ole Andreas Halvorsens hedgefondselskap Viking Global Investors har dratt inn 25,4 milliarder dollar, eller 218 milliarder kroner med dagens dollarkurs, i netto fortjeneste til investorene de siste tyve årene. LCH rangerte nylig de tyve mest innbringende hedgefondforvalterne gjennom tidene, og den 57 år gamle nordmannen Halvorsen kommer der altså på en pen åttende plass på en liste nesten helt dominert av amerikanere.

– Halvorsen er den av de norske som har vært best over tid. Han har en underliggende fundamental long/short-strategi som har tillatt ham fleksibilitet over tid.

Anders Kvamme Jensen

20 år i bransjen

Den utvandrede nordmannen har som de andre helt i toppen av den lukrative hedgefondverdenen holdt det gående lenge. For mens svært mange hedgefond tvinges til å kaste kortene etter få år i drift, har Halvorsen og de andre av verdens beste hedgefondforvaltere

levert positive tall i tiår.

Den suverent beste/største på LCHs liste er amerikaneren Ray Dalio, som startet hedgefondforvaltningsselskapet Bridgewater så langt tilbake som i 1975. Ifølge LCH Investments har Dalio tjent netto, etter forvaltningshonorarer og suksesshonorarer, 57,8 milliarder dollar, knappe 500 milliarder kroner, for sine investorer (inkludert ham selv). Tilsvarende har George Soros, som ligger på annenplass, tjent over 377 milliarder kroner for sine investorer siden oppstarten i 1973. Soros' fond har vært lukket for nye investorer lenge nå.

Halvorsens hovedfond Viking Global Equities er et hedgefond som både kan selge aksjer "short", altså selge aksjer man ikke eier, og kjøpe aksjer (gå "long" i aksjer), slik som aksjeinvestorer normalt gjør. Siden starten i 1999 har dette fondet levert en gjennomsnittsavkastning på 14,8 prosent i året, og kun gått i minus i tre år. To av de tre siste årene har dog vært klart svakere enn "normalt" for Halvorsen, med for ham nær katastrofale minus fire prosent i 2016 og kun én prosent i pluss i fjor. Etter å ha levert tilbake åtte milliarder dollar til investorene i 2017 for å gjøre Viking-systemet slankere og mer smidig, forvalter Halvorsens selskap nå ca. 25 milliarder dollar totalt.

Kalles fortsatt "Tiger-gutt"

Kapital har tidligere fortalt historien om Halvorsen fra Borge rett nord for Fredrikstad, som etter tjeneste som marinejeger i Norge fikk toppkarakterer på Stanford i 1990, som etter studiene begynte i meglerhuset Mor-



Tiger-glefs: Ole Andreas Halvorsen, gjerne kalt Tiger-gutt fra hans tid i Tiger Management, har bitt solid fra seg, med en samlet fortjeneste til investorene på over 200 mrd. kr på 20 år.

Foto: David Paul Morris/
Bloomberg/Getty Images

Penger og kunst: Nicolai Tangens hedgefondsel-skap Ako Capital oppgir å ha tjent over 55 milliarder kroner for sine investorer siden 2005. Foto: Iván Kverme



gan Stanley, og deretter i hedgefond-selskapet Tiger Management i 1992. Halvorsen brøt ut derfra i 1999 og dannet sitt eget hedgefond-selskap Viking Global Investors sammen med to andre såkalte tigerunger (tiger cubs), som hedgefondforvaltere som tidligere har jobbet i Tiger-systemet gjerne kalles.

Halvorsen fikk da en kjempestart, med en avkastning på 89 prosent det aller første året til Viking Global Investors. Dette var helt på slutten av dotcom-bølgen, og fortjenesten kom gjennom å treffe planken timingmessig ved å selge teknologiaksjer short og samtidig kjøpe konsumaksjer.

Etter over 30 år i USA har Halvorsen droppet "Ole" og kaller seg nå bare for Andreas. Han er gift, har tre voksne barn og bor ganske luksuriøst i Greenwich, i den lille delstaten Connecticut ca. 45 minutters biltur nord for Manhattan. Der har også Viking sitt hovedkontor.

Når Halvorsen gjester gamlelandet, bor han i en 580 kvadratmeter stor leilighet i Gimle terrasse 12 på beste Frogner som han kjøpte for 89 millioner kroner i 2016.

Endret strategi underveis

– Andreas har vært flink med håndverket i år ut og år inn. Han traff toppen av dotcom-bølgen i år 2000 da han solgte (shortet) teknologiaksjer og kjøpte (gikk long i) konsumaksjer. Da fikk han en fantastisk start. Men han har vært dyktig hele veien. Så han er ikke noen "one hit wonder". Han har fortsatt å levere år etter år. Han er metodisk og supergrundig i alt han gjør, sier Peter Warren, en veteran innen norsk finans. Han har tidligere selv vært hedgefondforvalter blant mye annet Warren har gjort innen finans.

Anders Kvamme Jensen har siden 1990-tallet drevet finansselskapet AK Jensen som både meglerhus, finansteknologi-selskap, hedgefond, og nå de siste årene som en tilrettelegger for andre hedgefond. Også han legger vekt på Halvorsens evne til å endre strategi som en forklaring på at suksessen har vart i til nå 20 år.

– Halvorsen er den av de norske som har vært best over tid. Han har en underliggende fundamental long/short-strategi som har tillatt ham fleksibilitet over tid. Han har skiftet ut management-teamet, men fortsatt gjort det bra. Han tapte ikke penger i finans-krisen i 2008, men klarte likevel å snu og bli positiv året etter, i 2009. De som er flinke til å skape verdier over tid er de som klarer å endre strategi når markedet endrer seg, for så å ri nye bølger, sier Jensen til Kapital.

"Long" i FANG-aksjer nå

Mens Halvorsen startet opp med å shorte teknologiaksjer tilbake i 1999/2000, så har han de aller siste årene tvert imot gått (veldig) "long" i flere teknologiaksjer. Også ved inngangen til 2019 handler Halvorsens "long-portefølje" mye om teknologi, samt en del helserelaterte aksjer. Hva Halvorsen går short i er verre å finne ut av. Vikings største enkeltinvestering ved utgangen av 2018 var i den kinesiske netthandelsgiganten Alibaba. På de neste plassene kom så helseforsikringsselskapet Anthem, fulgt av Microsoft, Amazon, Netflix og Googles morselskap Alphabet på løpende bånd. De fem nevnte teknologiselskapene utgjør over 30

Beste hedgefondforvaltere gjennom tidene

Hedgefond-selskap	Forvalter	Forvaltn.kap. i mrd. kr*	Nto. fortjeneste siden oppstart*	Oppstartsår
1. Bridgewater	Ray Dalio	1144	497	1975
2. Soros Fund Mgt	George Soros	232	378	1973
3. Citadel	Ken Griffin	246	264	1990
4. DE Shaw	Flere forvaltere	237	250	1988
5. Baupost	Seth Klarman	238	238	1983
8. Viking Global Investors**	Ole Andreas Halvorsen	176	218	1999
17. Renaissance Technologies***	James Simons	348	144	2005

Kilde: LCH Investments

* Omregnet fra \$ til NOK med kurs 8,6

**LCH opererer med lavere forvaltningskapital for Viking enn hva Viking selv oppgir

***Verdens mest suksessrike hedgefond Medallion er ikke medtatt i tallene for Renaissance Tech



Suverent størst: Ray Dalio i Bridgewater er desidert størst i hedgefond-verdenen. Foto: NTB scanpix

prosent av verdiene i den delen av long-porteføljen som er notert på amerikanske børser.

– Han endrer temaer underveis. Strategien er fortsatt en miks av både å shorte og gå long i aksjer. Men når hans markedssyn, for eksempel å gå short i teknologi og long i konsum blir oppfylt, så leter han etter nye muligheter. Han fortsetter ikke da med den samme strategien, sier Warren.

– For både norske og nordiske hedgefond var fjoråret det dårligste siden 2008.

Kamran G. Ghalitschi
HedgeNordic i Stockholm

Brutalt fjorår

Men særlig slutten av fjoråret ble brutalt for mange hedgefondforvaltere, Halvorsens Viking Global Investors inkludert. Det skal ha vært hans shortposisjoner som holdt det største fondet marginalt i pluss i fjor, mens hans andre fond, Viking Long Fund, som kopierer hovedfondet minus shortposisjonene, skal ha gått i minus. Ifølge britiske LCH gikk Viking Global Investors totalt sett med 600 millioner dollar, 5,2 milliarder kroner, i minus i fjor.

Halvorsen var ikke alene om å slite i fjor. 2018 var et av de verste for hedgefondindustrien siden finans-

krisen i 2008. 60 prosent av alle hedgefond i verden tapte penger ifølge analyseselskapet HFR, som følger hedgefond-industrien. Bransjen falt i snitt med 3,4 prosent ifølge data- og analyseselskapet Preqin.

Warren mener mange av hedgefondene som har kommet til de senere årene ikke er ekte hedgefond.

– Flere hedgefond opptrer som gearede aksjefond. De leverer fantastisk avkastning når aksjemarkedet går oppover, men går også tilsvarende dårlig når markedet går nedover. Det er det ingen grunn til å betale forvaltnings- og suksesshonorarer for. Da betaler du bare for risiko, sier Warren, og legger til:

– Blinde høner kan tjene penger på aksjer når aksjemarkedet går oppover. En hedgefondforvalter må gjøre det bedre enn markedet. Han trenger ikke tjene mer i absolutte avkastningstall, men han må levere en risikojustert avkastning som er bedre enn markedet. Og så kan kundene velge selv hvor høy risiko de vil ha.

Press på honorarene

Hedgefond-industrien har vært kjent for uttrykket "2 and 20". Det har betydd at man har tatt to prosent årlig forvaltningshonorarer, og så 20 prosent suksesshonorarer, såkalt *performance fee*, hvis fondet går i pluss. Dette siste vel å merke kun hvis verdien av den investerte kapitalen ved slutten av året er høyere enn i tidligere år (såkalt *high water mark*-krav eller høyvannmerke på norsk). De siste årene har både forvaltnings- og suksesshonorarer kommet under press for

Oslo-basert 1: Harald James Otterhaug forvalter fondet AAM Absolute Return Fund, som har gjort det veldig bra de siste årene, dog ikke i fjor og til nå i år. Foto: Tore Bergsåker



den jevne hop av hedgefond. Standard forvaltningshonorar er nå mer 1,5 prosent enn to prosent. Og en god del hedgefond opererer nå også med en såkalt *hurdle rate*, der fortjenesten må over et gitt prosentnivå før suksesshonoraret slår inn.

– Det er særlig to ting som har spilt negativt inn for hedgefond de siste årene: Det er økt press på honorarene som følge av lavere rente. Og at de regulatoriske kostnadene samtidig har gått opp. Til og med

kunstsiloen i hjembyen Kristiansand.

Både Halvorsen og Tangen er ved siden av å være forvaltere også store investorer i sine egne fond. Det aller meste av formuene de har skapt seg har altså kommet fra egne investeringer i fondene de forvalter. Denne investeringskapitalen er i starten igjen skapt gjennom solide suksesshonorarer for å forvalte porteføljene. Og begge har tjent seg søkkrike på hedgefond. Halvorsen står oppført med en

– Harald James Otterhaug har vært flink over mange år og flere sykluser. Han er en hedgefondforvalter i den rette betydningen av ordet.

Peter Warren

milliardstore hedgefond legger nå ned og blir til familieselskaper, fordi de regulatoriske kostnadene blir for store til at de ønsker bryderiet med å ha eksterne investorer, sier Warren.

Tangen har tjent 55 mrd.

Halvorsen er ikke den eneste norske med suksess innen hedgefond-verdenen. London-baserte Nicolai Tangen i London startet opp sitt forvaltningsselskap Ako Capital tilbake i 2005 og har siden også gjort det meget bra. På sin hjemmeside oppgir Ako Capital å ha generert 6,5 milliarder dollar, eller over 55 milliarder kroner, i fortjeneste for sine investorer siden starten for nå over 13 år siden. I tillegg til rikdom for investorene og Tangen selv har han de siste årene rislet en god del penger til kunst. Siste prosjekt i så måte er at han skal donere sin kunstsamling til den såkalte

nettoformue på 31 milliarder kroner i 2018 på Kapitals liste over Norges 400 rikeste personer, mens Tangen er oppført med en formue på 3,2 milliarder kroner.

Flere norske hedgefond

Bak disse to mest suksessfulle nordmennene innen hedgefondverdenen følger det flere hedgefond som er norske eller i alle fall norskrelaterte. Det svenske nyhets- og analysefirmaet HedgeNordic, som man skjønner av navnet følger den nordiske hedgefondbransjen, har oppført totalt 16 aktive, norske fond på sin oversikt. Fjoråret var imidlertid elendig for dem som gruppe.

– For både norske og nordiske hedgefond var fjoråret det dårligste siden 2008. Det var allerede et dårlig år, og så kom en elendig desember måned på toppen. Vår nordiske indeks NHX Composite, beståen-



London-basert: Norske Espen Westeren forvalter fra London fondet Titan Opportunities, som gikk på en kjempesmell i fjor etter to svært gode år først. Foto: Iván Kverme



London-basert 2: Svein Høgset flyttet hjem fra London for å forvalte sitt eget fond Incentive Value i 2014. Foto: Eivind Yggeseth

de av 174 nordisk-relaterte hedgefond, falt med 3,6 prosent i 2018. Indeksen for de mer aksjetunge norske hedgefondene falt i snitt med 8,7 prosent, sier Kamran G. Ghalitschi hos HedgeNordic i Stockholm.

Det skal imidlertid legges til at indeksene til HedgeNordic er likevektet og ikke vektet etter hvor mye kapital fondene har. Slik sett vil indeksen – der som mindre fond gjør det dårlig og større fond gjør det bedre – kunne gi et noe skjevt bilde av hvordan den samlede kapitalen som er investert i norske hedgefond utvikler seg.

Men uansett er det ikke bra for hedgefond å tape masse penger i år hvor aksjemarkedene faller. I den tradisjonelle betydningen av navnet skulle hedgefondene da tvert imot være en beskyttende hekk, som skjerner investorene mot nedsiden i aksjemarkedet.

– Et av de store problemene til hedgefondbransjen nå er at de mislykkes i å gi god nok risikjustert avkastning, sier Ghalitschi.

Otterhaug ny norsk stjerne

Såkalte alternative investeringer, der hedgefond inngår, drar inn over halvparten av alle honorarer betalt av investorer verden over, selv om disse investeringene utgjør bare 15 prosent av forvaltningskapitalen global, ifølge *Financial Times*. Mange stiller nå derfor spørsmål ved om de leverer god nok avkastning. Nei! var det nylige svaret fra den svenske statlige pensjonskjempem AP3, som har varslet at de trekker ut deler av

midlene allokert til hedgefond, grunnet en kombinasjon av for lav avkastning og for høy samvariasjon med aksjemarkedene.

Et av de fremste norske hedgefondene i øyeblikket er Harald James Otterhaugs AAM Absolute Return Fund. Han startet opp i slutten av 2005, og har levert positive tall i alle år bortsett fra i 2014 samt i fjor. I 2018 falt verdien av Otterhaugs fond med hele åtte prosent. Noe som ikke er bra for et slikt long/shortfond, som skal kunne sikre seg mot slike smeller.

Otterhaugs beste år til nå var i 2015. Da leverte fondet en nettoavkastning til investorene på 58 prosent. Fortjenesten kom gjennom å shortselsge overprisede utbytteaksjer og samtidig kjøpe aksjer Otterhaug mente, og fikk rett i, var underprisede.

– Mange hedgefond bare rir aksjemarkedet. Men Otterhaug har vært flink over mange år og flere sykler. Han er en hedgefondforvalter i den rette betydningen av ordet, sier Warren om Otterhaug.

Sector norsk nav

Sector Asset Management som holder til Filipstad Brygge, står bak det største hedgefondmiljøet i Norge. De, barndomskompisene Wollert Hvide og J. Peter Andersland, har holdt på lenge, og Sector var tidligere også “berømt” for i noen år å være den eneste eksterne norske forvalteren for Oljefondet.

Sector har en modell der fondene er forvaltet av uavhengige selskaper, men hvor Sector enten eier halvparten av forvaltningsselskapet, eller de eier en



📌 – **Gearede aksjefond:** Peter Warren mener mange nye hedgefond opptrer mer som gearede aksjefond hvor investor bare betaler for risiko. Foto: Iván Kverme

📌 – **Big data kommer:** Anders Kvamme Jensen har en forkjærlighet for de fundamentalt baserte forvalterne, men tror Big Data tar mer og mer over i hedgefondene. Foto: Cornelius Poppe/NTB scanpix

minoritetspost. Et eksempel på det første er Sector Zen Fund som, av alle ting, investerer kun i japanske aksjer og andre finansielle instrumenter i solens rike. Et eksempel på den andre modellen er fondet Incentive Active Value. Det forvaltes av Svein Høgset, som vendte tilbake til Norge i 2014 etter flere år som hedgefondforvalter i London. Incentive Active Fund har, ifølge oversikten til HedgeNordic, levert positive tall i alle årene til nå, bortsett fra i oppstartsåret 2014.

– Sector har alltid hatt minoritetsposter (dvs. mindre enn 50 prosent av økonomisk utbytte) i forvaltningsselskapene. Avhengig av en rekke faktorer har eierandelen vanligvis ligget mellom 10 og 40 prosent. Vi har alltid ansett forvalterne som uavhengige. Vi har aldri hatt noe felles syn på aksjer eller markeder, og de er “herrer i eget hus”, fremholder Sector Asset Managements administrerende direktør Wollert Hvide.

– Etter hvert som forvaltere bedre forstår teknologien og dataene som blir benyttet, blir Big Data alfa og omega.

Anders Kvamme Jensen

Trient kom og forsvant

De norske fondene er fortsatt ganske få og alle små sammenlignet med de svenske hedgefondene. De aller største av de totalt ca. 100 svenske hedgefondene forvalter hver flere titalls milliarder kroner.

Det eneste norske som tidligere kunne måle seg med det var Trient, et hedgefond-selskap som tidligere Oljefondet-sjef Knut N. Kjær startet opp i 2012. Med seg på laget, som investor, hadde Kjær den legendariske sjefen for Tiger Management, Julian Robertson. Trient hadde på et tidspunkt over 12 milliarder kroner til forvaltning. Men Trient leverte ikke god nok av-



kastning, og fondet ble avvirket i 2017 etter først å ha blitt lagt inn under Sector-paraplyen. Sector har totalt avvirket fire ulike hedgefond de siste årene.

– Det som var bra med Trient og fortsatt Sector, er at Norge har kommet på kartet. Flere av Sectors fond har gjort det veldig bra. Det er i utgangspunktet ikke mange hedgefondinvestorer som tar veien om Oslo, men flere større aktører kom hit da vi hadde begge de miljøene. Slik sett har Sector og Trient vært viktige, sier Warren om det lille norske hedgefond-miljøet.

Stadig nye aktører

Og det popper stadig opp nye norskbaserte hedgefond. Et av de siste er Titan Opportunities Fund, med oppstart sommeren 2016, og som blir forvaltet av tidligere John Fredriksen-medarbeider Espen Westernen. Etter to kjempegode år gikk imidlertid Westernen & Co på en kjempesnell i fjor, med et verditap på hele 23 prosent. Da blir veien opp til høyvannsmerket og retten til å få suksesshonorarer igjen veldig lang og tung. Mange hedgefond som går på slike smeller tvinges til å legge ned, fordi de ikke kan leve på forvaltningshonoraret alene i de årene det tar dem å komme over kravet til suksesshonorar igjen. Men Westernen har i alle fall startet 2019 veldig bra, med en oppgang på seks prosent bare i januar måned.

Det er også flere sentrale nordmenn i svenskbaserte hedgefond. Alexander Melsom og Bjørn Roger Wilhelmsen er med på forvaltningen av fondet Nordkinn Fixed Income Macro Fund, med 11,5 milliarder svenske kroner under forvaltning. Og norske Vidar Kalvøy vendte nylig hjem fra hedgefondbransjen i London for – med ny arbeidsplass i Oslo – å starte opp et nytt hedgefond, som han og en businesspartner skal markedsføre under merkenavnet til den svenske hedgefondforvalteren Coeli. Hovedstrategien er veldig kort sagt å tilby investorer en markedsnøytral eksponering mot energisektoren bredt, men med netto shortposisjoner i olje-, gass- og kullrelaterte finansielle instrumenter. Kalvøy går “på lufta” i andre kvartal,



Mattegeniet: Jim Simons datadrevne fond Medallion har levert over 40 prosent avkastning i en årrekke. Stadig flere av de største hedgefondene er nå datadrevne.
Foto: NTB scanpix

og håper å ha fått inn en samlet forvaltningkapital på 800 millioner kroner ved utgangen av året.

Algoritmene overtar

Warren påpeker at de første syv av de beste 10 fondene på nyhetsbyrået Bloombergs liste over hedgefondene internasjonalt med best inntjening i fjor var rene datadrevne fond. Big data, algoritmer og kvantitative modeller tar bare mer og mer over i hedgefondverdenen, selv om de har vært der lenge.

Verdens mest suksessrike enkeltfond, forvalteren, matematikeren og kodeknekkeren Jim Simons' datadrevne fond Medallion, har levert over 40 prosents årlig avkastning i tyve år. Men dette fondet er lukket og kun tilgjengelig for de som jobber der. Warren tror at utviklingen der de datadrevne hedgefondene gjør det best bare vil fortsette.

Også Halvorsen i Viking Global Investors har tatt konsekvensene av denne utviklingen. Ifølge nettstedet Information Management hyret Halvorsen i fjor inn et team for å bygge en Big Data-plattform som bedre skal understøtte forvalterne i deres arbeid. Så får vi se om det hjelper Halvorsens vikinger til å levere bedre avkastningstall igjen.

Anders Kvamme Jensen, som nå selv jobber med å hente inn penger for å lage en infrastruktur rundt hedgefond som vil satse på investeringer i kryptovaluta, har fortsatt en forkjærlighet for de forvalterne som

har en underliggende fundamental strategi.

– Det er foreløpig få hedgefondforvaltere som behersker data, roboter, og kunstig intelligens. De fleste du finner på listen over de 20 mest innbringende forvalterne i historien har fortsatt en underliggende fundamental strategi, og så bruker de algoritmer for

– Det er foreløpig få hedgefondforvaltere som behersker data, roboter, og kunstig intelligens.

Anders Kvamme Jensen
AK Jensen

å supplere strategien og jobbe inn posisjoner, sier Jensen, som dog heller ikke er i tvil om hvilken vei hedgefondbransjen går.

– Etter hvert som forvaltere bedre forstår teknologien og dataene som blir benyttet, blir Big Data alfa og omega. Noen er lenger fremme enn andre, som fondene Two Sigma og King Street Capital, men det er få store fond i dag som ikke er opptatt av å utvikle teknologien, sier Jensen. ■