

# Strategi for kostnadseffektiv meravkastning i aksjeporteføljer

*Knut N. Kjær<sup>1</sup>*

*Ved inngangen til året 1998 var Norges Bank uten egen erfaring i aksjeforvaltning. Ved utgangen av året forvaltet Norges Bank landets desidert største aksjeportefølje; aksjer for mer enn 60 milliarder kroner i over 2000 virksomheter spredt i 21 land. For banken har den nye rollen som aksjeforvalter representert store utfordringer av både ledelsesmessig, strategisk og operativ karakter. I denne artikkelen gjennomgås de prinsipielle valgene som er gjort med sikte på å oppnå høy avkastning på en kostnadseffektiv måte i aksjeporteføljen som Norges Bank forvalter som en del av Statens petroleumsfond.*

## **Hva er resultatbidragene i kapitalforvaltning?**

Tre forhold er helt sentrale når man skal vurdere kvaliteten av kapitalforvaltning: Hvor stor avkastning oppnås i forhold til markedsavkastningen? Til hvilken risiko oppnås denne avkastningen? Hva koster forvaltningen?

En utpreget tendens i internasjonal kapitalforvaltning er en trend mot mer måling av forvalterprestasjoner. Man har i økende grad definert referanseporteføljer (benchmarks) for forvalterne, og store fond er blitt mer bevisst på å vurdere forvaltningskostnader sett i forhold til forvalternes oppnådde resultater. På sett og vis er utviklingen i samsvar med hva man ser i næringslivet for øvrig – økt fokus på de elementer i forretningsvirksomheten som bidrar til verdiskapingen og som skiller de gode bedriftene fra de dårlige.

For store pensjonsfond er det en økt erkjennelse av at de viktigste bidrag til avkastningen kommer fra den strategiske aktivasammensetningen, det vil si de rammer et fonds styre fastsetter for ulike aktivaklasser og tillatt størrelsesforhold mellom disse. Empirisk forskning i USA viser at 90–95 prosent av forskjellene i avkastning mellom pensjonsfond skyldes slike strategiske valg. De resterende 5–10 prosent skyldes valgene av verdipapir innen de enkelte aktivaklassene.

Overført til Statens petroleumsfond betyr dette at det er Finansdepartementets valg av den strategiske aktivasammensetningen som har desidert størst betydning for avkastningen i Petroleumsfondet. Den markedsrisiko som Norges Bank kan ta i forhold til referanseporteføljen er

---

<sup>1</sup> Knut N. Kjær er direktør i Norges Bank Kapitalforvaltning.

begrenset, sett i forhold til referanseporteføljens markedsrisiko. Men det følger ikke av dette at den eneste funksjonen for den operative forvaltningen er passivt å kjøpe markedseksposering i hver aktivklasse til lavest mulig pris. For et så stort fond som Petroleumsfondet kan en vellykket aktiv forvaltning skape en stor merverdi utover kjøp av markedseksposering. Dessuten ligger det mange utfordringer i implementering av en passiv forvaltningsstrategi. Om man velger en passiv strategi, men samtidig ikke er meget aktiv i å følge opp transaksjonene i markedet, kan tapene i form av unødige store transaksjonskostnader bli betydelige.

## **Målet er meravkastning**

I paragraf 2 i forskriften om Statens petroleumsfond heter det at Norges Bank skal søke å oppnå en høyest mulig avkastning innen de rammer som er gitt for forvaltningsoppdraget. Banken er en relativ investor, det vil si at målet om meravkastning gjelder i forhold til referanseporteføljen som Finansdepartementet har fastsatt. Referanseporteføljen konkretiserer forvaltningsstrategien og er utgangspunkt for risikokontroll og evaluering av Norges Banks prestasjoner som forvalter. (Se artikkelen av Bøhn og Vikøren.) For den enheten som står for den operative forvaltningen, Norges Bank Kapitalforvaltning (KAP), er den viktigste investeringsbeslutningen å allokere den kvoten for risiko på 150 basispunkter (1,5 prosent) forventet relativ volatilitet som er gitt av Finansdepartementet, til de typer investeringer der forventet meravkastning er størst sett i forhold til den risiko som tas.

I oppbyggingen av forvaltningen har KAP eksplisitt lagt til grunn at kun en del av risikokvoten skal benyttes. Hvor mye risiko som skal tas – og hvilke investeringsformer man vil prioritere – må utvikles over tid basert på erfaringer og oppbygging av kompetanse i organisasjonen. Det overordnede hensynet i forvaltningen er i henhold til forskriften om Statens petroleumsfond å sikre en betryggende forvaltning med god kontroll over risikoen.

I hovedsak kan KAP velge mellom tre former for investeringer for å oppnå meravkastning: Aktiv renteforvaltning, aktiv aksjeforvaltning og taktisk aktivaallokering. Med det siste menes å velge andre vekter for aksjeandel eller for plasseringer i regioner og land enn de som følger av referanseporteføljens vekter. I oppbyggingsfasen er det lagt opp til å utvikle alle formene for forvaltning. Dog er en svært viktig premiss at man kan velge eksterne forvaltere på områder der disse har spesialistkompetanse som Norges Bank kan eller bør utvikle selv. Målet om meravkastning nås vel så mye gjennom å være en dyktig «forvalter av forvaltere» som ved selv å ta aktive posisjoner.

## **Indeksforvaltning – en for passiv strategi?**

I juli 1997 utlyste Norges Bank via Internett og pressemelding mandater for indeksforvaltning av store aksjeporteføljer. Med indeksforvaltning menes at forvalterne kontinuerlig skal styre mot å oppnå en avkastning som ligger svært

nær avkastningen på definerte aksjeindekser. I praksis betyr dette at forvalterne kjøper aksjer i de fleste av bedriftene som er definert i aksjeindeksen, og i det størrelsesforholdet som følger av vektene i indeksen. Men ulike forvaltere har forskjellige metoder og modeller for å gjøre optimale avveininger mellom transaksjonskostnader og godt samsvar med indeksen (lav relativ volatilitet). Hensynet til transaksjonskostnader trekker i retning av å holde en portefølje av representative bedrifter snarere enn å kjøpe aksjer i alle bedriftene som inngår i aksjeindeksen.

Norges Bank valgte høsten 1997 fire indeksforvaltere. Disse har forvaltet hele aksjeporteføljen fram til utgangen av 1998. Det har med andre ord ikke vært gjort forsøk på aktiv aksjeforvaltning i denne perioden. Fra omverdenen har det vært stilt noen kritiske spørsmål til at Norges Bank valgte å starte opp kun med indeksforvaltning. Banken har blitt kritisert for både å gi avkall på mulighetene for meravkastning og for å velge en strategi som i utgangspunktet avskjærer norske forvaltere fra å kunne konkurrere om oppdrag.

Norges Banks plan er å kombinere indeksforvaltning med aktiv forvaltning. På grunn av begrenset kapasitet i oppbyggingsperioden var det naturlig å begynne med indeksforvaltning. Men selv på lang sikt vil en vesentlig del av aksjeporteføljen bli forvaltet tett opp mot definerte indekser. Det er flere argumenter for denne strategien. Indeksforvaltning har lave forvaltnings- og transaksjonskostnader. Med indeksforvaltning som kjerne i en stor aksjeportefølje oppnås også en bedre styring av risikoen i porteføljen. Slik styring er en viktig forutsetning for å bruke de aktive aksjeforvalterne på en effektiv måte.

Forvaltningshonoraret for indeksforvaltning er betydelig lavere enn for aktiv forvaltning. De løpende transaksjonskostnadene er meget små fordi årlige kjøp og salg av aksjer normalt kun er 3-7 prosent av porteføljen. For aktive forvaltere er gjerne årlige kjøp og salg av aksjer mer enn 10 ganger større. For Petroleumsfondet er transaksjonskostnadene knyttet til opprettelse av nye aksjeporteføljer svært viktig. Med indeksforvaltning er det store muligheter for å gjøre transaksjonene utenom meglerapparatet ved at man overtar porteføljer fra kunder i de forvaltningsselskapene som skal etablere porteføljene. Da Petroleumsfondets aksjeportefølje ble etablert i første halvår 1998 ble hele 83 prosent av aksjekjøpene gjort utenom meglerapparatene. Besparelsen har trolig vært betydelig, men det er vanskelig å angi presise tall.

I planleggingen av strategien for aksjeforvaltning så vi noen «skrekk-eksempler» av store internasjonale fond med 60-80 eksterne aktive forvaltere. Det er nesten umulig å drive risikostyring og oppfølging av hver forvalter når det er så mange av dem. I sum kan man være ganske sikker på at avkastningen blir som markedsgjennomsnittet, mens forvaltningshonoraret og transaksjonskostnadene blir betydelig høyere enn om man i stedet hadde valgt å sette ut noen få indeksmandater.

## Strategi for kostnadseffektiv meravkastning

Risikokvoten som settes av til å drive aktiv forvaltning av aksjeporteføljen, kan anvendes på flere måter. La oss eksempelvis anta at vi setter en ramme på 100 basispunkter forventet relativ volatilitet på hele aksjeporteføljen. Om man velger å fordele mulighetene for aktiv forvaltning jevnt på alle eksterne forvaltere, vil hver av dem få en risikoramme på rundt 100 basispunkter. Alternativt kan man sette bort en vesentlig del av aksjeporteføljen til indeksforvaltning og tildele en langt videre risikoramme til et begrenset antall aktive forvaltere. Om for eksempel 20 prosent av porteføljen forvaltes aktivt, gir dette en gjennomsnittlig risikoramme på 500 basispunkter til de aktive forvalterne. (I talleksempelene ses det bort fra diversifikasjonseffektene knyttet til sammensetningen av forvaltere.)

Om det antas at forvalternes evne til å oppnå risikjustert avkastning er uavhengig av om de har en risikoramme på 100 eller 500 basispunkter, vil det siste alternativet klart være å foretrekke fordi de samlede forvaltningskostnadene blir lavere (fordi 80 prosent av porteføljen er i lavkost indeksforvaltning). Videre vil dette alternativet gi en bedre risikostyring fordi indeksforvaltning gir en bred markedseksposering. I tillegg er det ytterligere to forhold som trekker i den samme retningen. Med færre forvaltere øker Norges Banks evne til løpende oppfølging av hver enkelt. Dette kan øke forventet meravkastning særlig på grunn av at banken får klarere grunnlag for å si opp kontrakter med forvaltere som ikke holder tilstrekkelig kvalitet. Med færre forvaltere får man også en bedre anledning til å velge ut forvaltere med egenskaper som kompletterer hverandre. Jo mindre korrelasjon det er mellom meravkastningen for de aktive forvalterne, desto høyere blir porteføljens meravkastning sett i forhold til risikoen. Et tilleggsmoment er at vi har erfart at det er et begrenset antall forvaltere i det globale markedet for aksjeforvaltning som tilfredsstiller våre krav til kvalitet.

Etter Norges Banks oppfatning er det bedre med en oversiktlig portefølje med relativt få aktive forvaltere som til gjengjeld får relativt vide risikorammer i sin forvaltning, enn et stort antall aktive forvaltere som totalt sett forvalter nær opp til den fastsatte indeksen. I de neste årene vil den vesentlige delen av aksjeporteføljen bli indeksforvaltet. Andelen som forvaltes aktivt, vil over tid avhenge av hvor stor meravkastning som oppnås, sett i forhold til merkostnadene og risiko. Bruken av kvoten for risiko som Norges Bank bør ta i aksjeforvaltningen, vil som nevnt innledningsvis også avhenge av sannsynligheten for meravkastning i obligasjonsforvaltningen og den taktiske aktivaallokeringen.

## Store kvalitetsforskjeller mellom forvaltere

Når Norges Bank kjøper eksterne forvaltningstjenester er produktet meget usikkert. Man kjøper en fremtidig tjeneste – meravkastning i forhold til indeks

– men får ingen garanti for at forvalter faktisk oppnår gode resultater. Om en forvalter har oppnådd gode resultater i de siste årene har man likevel ingen forsikring om at dette vil vedvare. Gode historiske resultater kan jo skyldes flaks, som at man har vært eksponert for noen svingninger i markedet som tilfeldigvis har vært gunstige. God avkastning kan også skyldes at man har tatt høy risiko. Om gode resultater skyldes dyktighet, er det likevel en risiko ved fremtidig avkastning – blant annet knyttet til mulige endringer i organisasjon og strategi.

Gjennomsnittet av forvaltere oppnår ikke mer enn gjennomsnittlig avkastning. Siden de har høyere kostander enn om man kjøper gjennomsnittlig avkastning i form av indeksforvaltning, medfører dette at man har oddsene mot seg når man likevel velger en aktiv forvaltning av porteføljene. Mange undersøkelser har vist at det er få forvaltere som klarer å slå markedet konsistent over en lengre periode.

Men det å velge forvaltere er ikke som å delta i en tilfeldig trekning. Norges Banks erfaring etter å ha behandlet 260 søknader om åtte forskjellige aksjemandater, med påfølgende besøk i 48 forvaltningsorganisasjoner, er at det er klare kvalitetsforskjeller. Det kan være mulig å ende opp med et knippe av forvaltere som er klart dyktigere enn gjennomsnittet av forvaltere. Dette er helt analogt med annen næringsvirksomhet; det finnes både gode og dårlige bedrifter. Selv gode forvaltere vil ikke alltid klare å levere meravkastning. Men vårt utgangspunkt for å bruke aktive aksjeforvaltere er at vi tror at gode forvaltningsorganisasjoner oppnår bedre avkastning sett over tid enn markedsavkastningen, og at meravkastningen er større enn merkostnadene og risikoen.

Det må likevel tas et viktig forbehold. Hvis det er enkeltmarkeder som er fullt ut effisiente, det vil si at all informasjon av betydning for fremtidig markedsutvikling foreligger kostnadsfritt for et tilstrekkelig stort antall markedsaktører, vil kvalitetsforskjeller i forvaltningsorganisasjonene ha relativt liten betydning for fremtidig forventet meravkastning. I et effisient marked vil forvaltere ikke få betalt for ekstra innsats for å skaffe seg bedre informasjon enn den gjennomsnittlige aktør i markedet. Kostnadseffektiv indeksforvaltning vil være det mest lønnsomme forvaltningsproduktet. Potensialet for å oppnå meravkastning i aktiv forvaltning varierer med andre ord med graden av effisiens i markedene.

Det er forskjeller i markedseffisiens mellom land. Også valget av referanseindeks har betydning når man vurderer potensialet for meravkastning i forhold til indeks. I USA foreligger det til enhver tid svært mye informasjon om alle bedrifter som er av en viss størrelse. Derfor er det relativt små muligheter for å oppnå meravkastning i det amerikanske aksjemarkedet hvis referanseindeksen har et stort innslag av store bedrifter. Om man alternativt forvalter aksjer i det japanske markedet med en bred referanseindeks, kan vi forvente større potensial for å oppnå meravkastning ved å velge en dyktig forvaltningsorganisasjon.

## Hva kjennetegner en god forvaltningsorganisasjon?

Et kritisk element i Norges Banks strategi for å oppnå meravkastning i aksjeporteføljen, er om man har evne til å skille gode forvaltere fra dårlige. Jeg skal her gjøre rede for hvilke kriterier banken har lagt spesiell vekt på i prosessen med å velge blant de 260 søknadene på aktiv aksjeforvaltning.

En god forvaltningsorganisasjon er kjennetegnet ved at den har definert en filosofi for hvordan man skal oppnå meravkastning, at den har utviklet en spesialisert kompetansebase som gir investeringsfilosofien troverdighet, at alle investeringsprosesser skjer meget disiplinert og konsistent i henhold til investeringsfilosofien, at man bruker kvantitative styringssystemer for å sette sammen porteføljene og kontrollere risikoen i dem, og at man er effektive i implementeringen av porteføljebeslutningene i markedet. Og sist, men ikke minst, investeringsprosessen må inkludere en bevisst og eksplisitt strategi for læring.

### Informasjonsfortrinn

For å oppnå meravkastning må en forvaltningsorganisasjon skaffe seg noen fortrinn fremfor den gjennomsnittlige investor i markedet. Det helt avgjørende fortrinnet dreier seg om informasjon. Det kan være informasjon om enkeltbedrifter, for eksempel som følge av hyppige besøk i bedriftene kombinert med markeds- og konkurrentanalyser. Noen forvaltningsorganisasjoner har et stort antall analytikere som innhenter egen informasjon om enkeltbedrifter.

En annen type informasjonsfortrinn går på prosessering eller bearbeiding av informasjon. Med dette menes at man prøver å øke sannsynligheten for å forutsi fremtidig markedsutvikling basert på bedre analyse av informasjon som er åpent tilgjengelig i markedet. Noen mener å ha fortrinn i bearbeiding av informasjon i kraft av en stor stab analytikere som arbeider på bestemte og strukturerte måter, mens andre mener å ha fortrinn ved å ha modeller som systematiserer store mengder informasjon.

### Forholdet mellom meravkastning og risiko

En viktig forskjell mellom forvaltere går på bredde og dybde i de posisjoner man tar for å oppnå meravkastning. Med stor bredde menes at man tar et stort antall posisjoner basert på uavhengige resonnementer. Dette krever bred informasjon og kunnskap, men har den fordel at treffsikkerheten i hver enkelt prediksjon kan være mindre. Man kan si at prediksjonsrisikoen blir diversifisert. Alternativt kan man for å oppnå samme forventet meravkastning satse på dybde ved å ta færre, men større posisjoner. Dette krever at man har stor prediksjonsevne på de spesifikke områdene der man velger å ta posisjonene. Generelt kan man si at forvaltere med store analytikerstab, som spesialiserer seg på å plukke ut enkeltbedrifter, har en breddestrategi. De kaller seg gjerne «stock pickers».

Eksempel på en annen strategi er forvaltere som velger mellom industrisektorer i stedet for enkeltbedrifter (sektorrotasjon). Disse styrer porteføljenes sammensetning av sektorer avhengig av konjunkturfase. Et annet eksempel er forvaltere med regionale mandater som legger hovedvekten av risikoen på å vekte totalmarkedene i enkeltland ut fra makro- og markedsvurderinger. For aksjeforvaltere med en slik strategi er risikoen i porteføljen gjerne gitt av et lite antall uavhengige posisjoner. Beslutningsgrunnlaget vil stort sett være allment tilgjengelig informasjon.

I søkingen etter aksjeforvaltere har Norges Bank i hovedsak ønsket forvaltere som har en breddestrategi. Det antas at slike forvaltere oppnår en meravkastning som står bedre i forhold til risikoen enn det som oppnås av forvaltere som tar færre, men større posisjoner. Med aksjeplukking som strategi oppnås risikospredning ved at man tar et stort antall uavhengige posisjoner. Det er også større sannsynlighet for at man har genuine informasjonsfortrinn knyttet til de posisjonene som tas.

### **Konstruksjon av porteføljer**

Informasjonsfortrinn er i seg selv lite verdt om ikke forvaltningsorganisasjonen har evne til å styre posisjonstagingen på en slik måte at man optimerer forventet avkastning i forhold til risiko. Konstruksjon av porteføljer, med vektlegging på hvilke og hvor store posisjoner man skal ta, er en svært viktig del av forvaltningsvirksomheten.

Kjernen i arbeidet med konstruksjon av porteføljer er å holde kontroll med risikoen. Med risiko menes her sannsynligheten for at avkastningen blir lavere enn i referanseindeksen definert av oppdragsgiver. La oss for eksempel se på aksjeforvaltning innen de mandater vi har gitt for det europeiske aksjemarkedet utenom Storbritannia. Her står forvalterne overfor to hovedkomponenter av risiko: Avvik i sektorsammensetning i porteføljen mot referanseindeksen og avvik i landsammensetningen. Om en forvalter som har aksjeplukking som strategi, ikke samtidig holder kontroll med de to nevnte risikofaktorene, kan man risikere stor tilfeldig variasjon i avkastningen.

Egentlig er det enda flere risikofaktorer enn land- og sektorsammensetning en forvalter bør ta hensyn til for å redusere omfanget av tilfeldige variasjoner i avkastningen. De dyktigste forvaltningsorganisasjonene holder kontinuerlig kontroll med hvilke risikofaktorer de er utsatt for ved bruk av kvantitative modeller. Kunsten er å begrense risikoen i porteføljen til de enkeltbeslutninger der man mener man har et genuint informasjonsfortrinn. Hvis man for eksempel mener at man er god til å velge mellom gode og dårlige enkeltbedrifter, men ikke mellom sektorer og land, bør man hele tiden styre porteføljen slik at den er nøytral i sektor og landsammensetning i forhold til referanseindeksen.

For å sette sammen porteføljer på en slik måte at risikoen plasseres der man har informasjonsfortrinn, kreves normalt et omfattende kvantitativt modellapparat. Noen programmer kan kjøpes i markedet, men enkelte forvaltnings-

organisasjoner foretrekker å bruke egenutviklede systemer. Investeringsprosessen som leder fra informasjonsinnhenting og bearbeiding fram til porteføljekonstruksjonen, må nødvendigvis være svært disiplinert.

### **Implementering av porteføljer**

Jeg har allerede påpekt betydningen av transaksjonskostnader for Petroleumsfondet. Om forvalterne ikke har en god evne til å implementere porteføljebeslutninger i markedet på en kostnadseffektiv måte, kan dette samlet ha en meget negativ effekt på avkastningen.

Vår erfaring etter å ha vurdert svært mange forvaltningsorganisasjoner er at implementeringen er underprioritert. Selv i store selskaper har vi sett rutiner for å utføre handlingene i markedet som nærmest fremtrer som å sløse bort potensialene for meravkastning. Effektiv handling dreier seg om mer enn til enhver tid å velge den billigste megleren. Det dreier seg om systematisk å følge med i markedene for å velge de transaksjonsformer som gir lavest samlet kostnad inklusive kostnadene knyttet til markedspåvirkning.

Særlig når man kjøper nye porteføljer kan det oppstå store kostnadsforskjeller mellom god og dårlig implementering. Normalt kan man her legge til grunn at kostnadene varierer mellom 0,2 prosent og 1,5 prosent av beløp under forvaltning. I de verste tilfellene kan flere års forventet meravkastning faktisk gå tapt ved en dårlig etablering av porteføljene.

Både når det gjelder informasjonsfortrinn og systemer for porteføljekonstruksjon kan det være stordriftsfordeler. Men for implementering kan det være omvendt. En forvaltningsorganisasjon med relativt små midler under forvaltning vil bevege markedet mindre når den implementerer sine porteføljevalg enn en forvalter som flytter på store midler.

### **Andre kriterier**

I vurderingen av aktive aksjeforvaltere har Norges Bank kvantifisert 150 forskjellige variabler. De fleste av disse er innenfor de tre hovedgruppene av kriterier jeg har nevnt over. I tillegg er det også lagt stor vekt på de interne kontrollsystemene, referanser til andre store kunder med tilsvarende mandat og graden av stabilitet i organisasjonen. I samsvar med forskriften for Statens petroleumsfond har Norges Bank også gått nøye gjennom forvalternes regelverk og rutiner for ansattes egen handel i aksjer.

Som nevnt innledningsvis er det ikke bare valget av forvalter, men også deres korrelasjon med hverandre som er viktig for forholdet mellom meravkastning og risiko i aksjeforføljen. Norges Bank har derfor analysert graden av korrelasjon i meravkastningen mellom forvalterne; dels basert på historiske data og dels basert på analyse av hele porteføljesammensetningen på et gitt tidspunkt. I optimeringen trekker vi også inn enkelte kvalitative vurderinger av det vi oppfatter som klare forskjeller i investeringsstil.



## **Gjennomføring av utvelgelsesprosessen**

Norges Bank utlyste åtte ulike mandater for aksjeforvaltning den 2. februar 1998. Fem av disse gjaldt aktiv aksjeforvaltning i Nord-Amerika, Europa utenom Storbritannia, Storbritannia, Japan og Stillehavsområdet utenom Japan. I tillegg ble det utlyst tre mandater for såkalt aktiv indeksering (forvaltning med noe høyere aktiv risiko enn indeksforvaltning) i de tre førstnevnte land/regioner.

Et omfattende spørreskjema ble lagt ut på Internett. Det kom inn 260 søknader fra rundt 150 ulike forvaltningsorganisasjoner. Basert på gjennomgang av spørreskjema, bruk av store eksterne databaser og tilgang på informasjon fra en konsulentbedrift med omfattende kunnskaper og data om forvaltningsorganisasjoner, ble det plukket ut 70 søknader for nærmere oppfølging. I mars ble det sendt ut et nytt omfattende spørreskjema til disse. I dette skjemaet ble det i særlig grad spurt etter detaljerte data fra faktiske porteføljer.

Etter en ny utsilingsrunde ble 48 organisasjoner besøkt i tidsrommet mai – oktober. Konsulentselskapet ble i tillegg engasjert for å lage en egen analyse av noen norske forvaltere man hittil ikke hadde vurdert. De mest aktuelle forvaltningsorganisasjonene ble besøkt minst to ganger. Innen hver organisasjon er de enkelte avdelinger og nøkkelpersoner intervjuet uavhengig av hverandre for blant annet å vurdere grad av konsistens og disiplin.

## **Løpende oppfølging av aksjeforvalterne**

Norges Bank foretar daglige målinger av markedsrisikoen i Petroleumsfondet. Dette er meget krevende når man tar i betraktning antall verdipapirer og at deler av Petroleumsfondet forvaltes av eksterne forvaltere. Selv om daglige målinger kan synes unødvendig for et fond med lang investeringshorisont, har det vist seg at arbeidet med daglig kvalitetssikring av grunnlagsdata har vært viktig både for korrigering av feil og for å øke markedsforståelsen. Pålitelig informasjon om løpende avkastning og risiko er et nødvendig grunnlag for å drive god forvaltning.

Hver av de eksterne forvalterne er pålagt omfattende rapportering til Norges Bank. Alle transaksjoner skal daglig meldes til bankens globale aksjedepot, Chase Manhattan Bank, som oversender informasjonen elektronisk videre. Alle data samles i en sentralt database. Data trekkes herfra til ulike analysesystemer. Det mest sentrale av disse er risikomålingssystemet BARRA. Hver dag foretas en gjennomgang av delporteføljer og totalporteføljen på dette systemet.

Den gode tilgangen på data og analyseverktøy gjør at KAP kan drive en meget tett oppfølging av de eksterne forvalterne. Det vil være relativt enkelt å vurdere om den løpende forvaltningen samsvarer med de forventninger som er lagt til grunn ved inngåelse av kontraktene. KAP står i jevnlig kontakt med forvalterne for å drøfte forvaltningsstil, risiko og avkastning. Forvalternes

effektivitet ved implementeringen av porteføljebeslutninger overvåkes i tillegg av et uavhengig analyseselskap som har aksjehandel som spesialitet.

## Har norske forvaltere noen mulighet?

Norsk finansnæring har naturlig nok ønsket å forvalte en del av Petroleumsfondet. Etter den forvaltningsmodellen som Finansdepartementet har valgt, og som er forankret i Stortinget, har Norges Bank et klart definert resultatansvar for den operative forvaltningen av Statens petroleumsfond. Finansdepartementet har videre presisert at Norges Banks valg av eksterne forvaltere skal skje på forretningsmessig grunnlag. Bak den valgte forvaltningsmodellen ligger at hovedformålet med forvaltningen er å oppnå høy finansiell avkastning. Norges Bank har derfor ikke rom for å ta næringspolitiske hensyn ved tildeling av forvaltningsmandater.

Spørsmålet om norske finansinstitusjoners deltagelse i forvaltningen av Petroleumsfondet dreier seg med andre ord om de er – eller kan bli – tilstrekkelig konkurransedyktige. Hittil har bare en norsk institusjon tilfredsstillt våre krav. Trolig kan flere andre over tid bli kvalifisert. Men det er viktig å være realistisk; kravene som stilles til forvaltningen er såpass spesielle at det trolig kun er institusjoner med en viss «kritisk masse» av kompetanse som har mulighet. Petroleumsfondet er på ingen måte noen typisk kunde i det norske markedet. Satsing for å levere forvaltning til Petroleumsfondet kan kanskje gå på bekostning av satsing på andre kundesegmenter der man har større reell mulighet for suksess.

Norges Bank er selv en del av det norske finansmiljøet. Det er trolig positive ringvirkninger fra Norges Banks forvaltning av Petroleumsfondet til den øvrige delen av det norske finansmiljøet. Norges Bank har i det siste året deltatt med foredrag og på seminarer, og blant annet gjort rede for hvilke krav som stilles til forvaltere og hvorfor de stilles. Banken har konsekvent sagt ja til å møte alle forvaltere som har ønsket informasjon om vår virksomhet. Forvaltere som har fått avslag på søknader, har fått meget grundige tilbakemeldinger. Mye tyder på at spørreskjemaene som Norges Bank har lagt ut på Internett også har gitt impulser til andre kunder av forvaltningstjenester.

For Norges Bank er det viktig med et høyt kompetent miljø for internasjonal forvaltning i vår nærhet. Vi har hatt stor nytte av faglig dialog med norske finansinstitusjoner når vi har planlagt vår virksomhet, og også god nytte av å kunne rekruttere medarbeidere fra andre finansinstitusjoner.

Når Norges Bank på et forretningsmessig grunnlag vurderer tildeling av forvaltningsoppdrag, er det selvfølgelig rom for å legge vekt på fordelene knyttet til lokalisering i nærheten. Men slike forhold vil være underordnet til kravene til internasjonal konkurransedyktighet. Erfaringene fra prosessen vi nå har gjennomført, viser at de beste norske selskapene har muligheter for å

konkurrere blant de beste utenlandske, til tross for at de er relativt små. En viktig nøkkel til suksess er at man definerer en investeringsfilosofi og utvikler en investeringsprosess som er realistisk tilpasset de ressursrammer som står til rådighet. Der store utenlandske forvaltningsorganisasjoner taper i form av uklare linje- og ansvarsforhold og utydelige investeringsprosesser, kan relativt sett mindre norske institusjoner vinne på å være disiplinerte, systematiske og ved å utnytte teknologiske muligheter fullt ut.

## **Utfordringer**

Etableringen av aksjeforvaltningen i Norges Bank har skjedd på en effektiv måte og uten nevneverdige problemer. Men det er ikke vanskelig å peke på mulige skjær i sjøen. En utfordring er kommunikasjonen mot omverdenen; det er viktig å skape forståelse for at aksjeinvesteringer er fornuftig for Petroleumsfondet i et langsiktig perspektiv, til tross for store svingninger på kort sikt. En annen utfordring gjelder kravene til kompetanse og organisasjon i Norges Bank. Forvaltningen av Statens petroleumsfond har stilt banken overfor nye krav til kompetanse, men også nye krav til måter å organisere forvaltningsvirksomheten på. Banken møtte denne utfordringen i mai 1997 ved å opprette et eget prosjekt på utsiden av sentralbankens etablerte virksomhet, med direkte rapportering til sentralbanksjefen. Det planlegges nå en forsiktig oppstart av noe aksjeforvaltning i egen regi for en mindre del av porteføljen. En av begrunnelsene for å gjøre dette er å sikre at forvaltningsmiljøet samlet har en tilstrekkelig kompetanse og tilgang på løpende markedsinformasjon til å være en krevende kjøper av eksterne forvaltningstjenester.