

Finansdepartementet  
Postboks 8008 Dep  
0030 OSLO

Deres ref.

Vår ref.  
SG/KNK/lwt

Oslo  
5. september 2000

## **Om valg mellom egen og ekstern forvaltning i Statens petroleumsfond**

### **1. Innledning**

Vi viser til brev fra Finansdepartementet av 29. august 2000 og oversender en nærmere beskrivelse av hvilken strategi som legges til grunn for å velge mellom forvaltning av Statens petroleumsfond internt i banken og utsetting til eksterne forvaltningsorganisasjoner. Strategien er avledet av målet om å oppnå høyest mulig avkastning innenfor de retningslinjer og rammer som er fastsatt av Finansdepartementet. Viktige kriterier i denne sammenhengen er at en skal ha betryggende risikostyring, kostnadseffektiv forvaltning og forventet meravkastning i forhold til den fastsatte referanseporteføljen.

Eksterne forvaltere ble tatt i bruk første gang i januar 1998 da investeringene i aksjemarkedet ble påbegynt. Bruken av eksterne forvaltere er senere utvidet til også å omfatte obligasjonsforvaltning og taktisk aktivaallokering. Ved utgangen av juli i år var det i alt 14 eksterne forvaltere. De forvaltet til sammen 43,1 prosent av porteføljen.

Vi viser ellers til den løpende rapporteringen til Finansdepartementet om forvaltningen. Særlig i årsrapportene er strategi og veivalg belyst utførlig.

### **2. Forvaltningsmandatet**

I henhold til loven om Statens petroleumsfond er Finansdepartementet ansvarlig for forvaltningen av fondet. Finansdepartementet har delegert den operative forvaltningen til Norges Bank. Departementet har definert en referanseportefølje for forvaltningen og fastsatt rammer for hvor store avvik Norges Bank kan ta fra denne. Forvaltningsmandatet til Norges Bank fremgår av forskrift og skriftlige presiseringer av denne samt en egen forvaltningsavtale mellom Finansdepartementet og Norges Bank.

Målsettingen for Norges Banks forvaltning av Petroleumsfondet er fastlagt i forskriften for forvaltningen av Petroleumsfondet:

*”Norges Bank skal søke å oppnå en høyest mulig avkastning på plasseringene i utenlandsk valuta innenfor de begrensninger som følger av forskriften og de retningslinjer som er gitt i medhold av denne.”*

Retningslinjene som følger av forskriften, angir i første rekke hvilke markeder og instrumenter fondet kan investeres i, grenser for allokering mellom aktivaklasser, samt allokering mellom regioner og renterisiko. Samtidig er det lagt en ramme for maksimal forventet forskjell i avkastning mellom fondet og referanseporteføljen ved at det er definert et øvre tak på forventet relativ volatilitet.

Norges Banks adgang til å bruke eksterne forvaltere er hjemlet i forskriften og forvaltningsavtalen. I forskriften stilles det krav om at slike forvaltere må ha betryggende interne etiske retningslinjer for sin egen virksomhet. I forvaltningsavtalen heter det:

*”Norges Bank kan benytte eksterne forvaltere og også for øvrig gjøre bruk av eksterne tjenesteytere ved forvaltningen av fondsmidlene. Norges Bank er avtalepart med slike tjenesteytere, og skal føre tilsyn med deres virksomhet på vegne av fondet.”*

Forvaltningsavtalen pålegger Norges Bank å orientere Finansdepartementet om grunnlaget for valg av de enkelte forvaltere på forhånd. Departementet skal godkjenne avtaler som har direkte innvirkning på godtgjøringen Finansdepartementet betaler til Norges Bank.

Avtalen mellom Finansdepartementet og Norges Bank er en forretningsmessig avtale som kan sies opp med ett års varsel av begge parter. Forvaltningsoppdraget er definert så presist at både Finansdepartementet og omverdenen har godt innsyn i hvilke resultater Norges Bank oppnår.

I vurderingen av Norges Banks forvaltning vil Finansdepartementet blant annet kunne følge avkastningsforskjellene mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen, hvor mye relativ markedsrisiko banken har tatt for å oppnå resultatet og hvor store kostnader som er påløpt. Norges Banks resultatansvar gjelder hele forvaltningen, også den delen som er satt bort til eksterne forvaltere.

Den forvaltningsmodellen som er valgt for forvaltning av Petroleumsfondet, gir Finansdepartementet styring med alle hovedspørsmål i forvaltningen. Utformingen av de overordnede retningslinjene for fondet har langt større betydning for avkastningen enn det resultatet Norges Bank kan oppnå ved å forvalte aktivt innenfor de risikorammer som er satt. Regel- og avtaleverket overlater til Norges Bank selv å velge hvordan banken skal utnytte sine frihetsgrader til å oppnå høyest mulig avkastning.

Innen Norges Bank skjer den operative forvaltningen i en egen enhet, Norges Bank Kapitalforvaltning. Den drives og følges opp adskilt fra de vanlige sentralbankfunksjonene. Norges Bank Kapitalforvaltning forvalter også den langsiktige delen av Norges Banks valutaeserver og Statens petroleumsforsikringsfond.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> En nærmere beskrivelse av oppbyggingen av forvaltningsorganisasjonen i Norges Bank er gitt i årsrapporten for forvaltningen av Statens petroleumsfond i 1999.

### 3. Forvaltningen hittil

Norges Bank startet opp forvaltningen av Statens petroleumsfonds særskilte portefølje i valuta i juni 1996. Forvaltningsstrategien lå nært opp til den som gjaldt for forvaltningen av Norges Banks valutareserver. Fondet ble plassert i statsobligasjoner og all forvaltning skjedde internt i Norges Bank.

Da det i 1997 ble klart at aksjer skulle inkluderes i investeringsuniverset fra januar 1998, utlyste Norges Bank oppdrag innen indeksforvaltning av aksjer. Oppgaven var å replikere en bred markedsportefølje så kostnadseffektivt som mulig, og med marginale avvik mot en representativ markedsindeks. Dette ble ansett som mest betryggende i en periode mens Norges Bank bygget opp organisasjon og systemer.

Indeksering ble vurdert som en kostnadseffektiv måte å sikre eksponering mot aksjemarkedene, samtidig som det var klart at Petroleumsfondet i kraft av sin størrelse uansett måtte plassere store deler av aksjeporteføljen som indeksmandater. Imidlertid ble det åpnet for at deler av porteføljen kunne plasseres mer aktivt for å oppnå meravkastning innen de fastsatte risikorammene.

De første mandatene for ekstern aktiv aksjeforvaltning ble utlyst i februar 1998. I september samme år ble det også utlyst eksterne aktive rentemandater og senere er det utlyst og implementert eksterne aktive mandater innen taktisk aktivaallokering. I taktisk aktivaallokering flyttes investeringer mellom aktivaklasser og markeder.

I 1998 ble det prioritert å etablere et godt oppfølgingssystem for de eksterne indeksforvalterne, samt å gjennomføre en grundig prosess for valg av eksterne aktive forvaltere. Det ble samtidig forberedt å sette i gang intern forvaltning av aksjer.<sup>2</sup> Den interne aktive aksjeforvaltningen startet opp sommeren 1999

Obligasjonsporteføljen har i hele denne perioden i hovedsak vært forvaltet internt. Den er forvaltet nært opp mot referanseporteføljen, men med klare elementer av aktiv forvaltning. Parallelt med at det er bygget opp kompetanse for å drive intern forvaltning av aksjer, er også den interne renteforvaltningen bygget ut videre med sikte på å øke forventet meravkastning. Dette gjelder også den interne forvaltningen innen taktisk aktivaallokering.

Ved utgangen av juli 2000, var 93,4 prosent av aksjeporteføljen plassert hos eksterne forvaltere. For obligasjonsporteføljen var andelen 8,8 prosent. Høy andel intern obligasjonsforvaltning må sees på bakgrunn av at indeksforvaltningen her skjer internt.

De aktive eksterne forvalterne står samlet for en overveiende del av den aktive forvaltningen av Petroleumsfondet. Forvaltningshonoraret til ekstern forvaltning er langt større enn kostnadene knyttet til den interne forvaltningen. Dette har delvis sammenheng med at aktiv forvaltning generelt er mer kostnadskrevenende, men også at stordriftsfordeler tilsier at et stort fond kan drive intern forvaltning kostnadseffektivt.

---

<sup>2</sup> Jf. redegjørelse i årsrapporten for forvaltningen av Statens petroleumsfond i 1998.

## Oversikt over eksterne forvaltere av Statens petroleumsfond pr. 31. juli 2000

	Mandat	Type
<b>Obligasjonsforvaltning</b>		
Bridgewater Associates Inc, USA	Global	Aktiv
Morgan Stanley Dean Witter Investment Management, UK	Global	Aktiv
Gjensidige NOR Kapitalforvaltning	Global	Aktiv
<b>Aksjeforvaltning</b>		
Capital International Limited	Japan	Aktiv
	Europa	Aktiv
Fidelity Pensions Management	Japan	Aktiv
	Pacific	Aktiv
Gartmore Investment Management	Europa	Aktiv
Merrill Lynch Investment Managers	Storbritannia	Aktiv
Scudder Kemper Investments	Japan	Aktiv
Storebrand Kapitalforvaltning	Europa	Aktiv
Dresdner RCM Global Investors	Sektor, Nord-Amerika	Aktiv
ABN Amro Bank N.V.	Europa	Aktiv
Gartmore Investment Management	Storbritannia	Indeks
Barclays Global Investors	Regionale/Sektor	Indeks
Deutsche Asset Management	Regionale	Indeks
<b>Taktisk Aktivaallokering</b>		
Mellon Bank, N.V.	Globalt	Aktiv

#### 4. Ulike funksjoner innen den operative forvaltningen av Statens petroleumsfond

Den operative forvaltningen av Petroleumsfondet kan deles i tre deler: drifting av porteføljer og risikostyring, indeksering og aktiv forvaltning. Hver av disse delene må utføres med sikte på å forvalte fondet med ønsket risikoprofil på en kostnadseffektiv måte og med høyest mulig forventet avkastning. Mens drifting og risikostyring er oppgaver som i overveiende grad må utføres ved intern forvaltning, kan indeksering og aktiv forvaltning også utføres eksternt.

##### Drifting og risikostyring

En viktig del av den operative forvaltningen er drifting av porteføljer og risikostyring. Dette er viktige oppgaver som Norges Bank må løse, uansett hvor mye av forvaltningen som for øvrig settes ut til eksterne. De viktigste funksjonene er:

- Investering av den løpende tilflyten av valuta som hvert kvartal overføres til Petroleumsfondet. Rente- og aksjeinstrumenter samles opp i en særskilt del av valutareservene (kalt Petrobufferporteføljen) og forvaltes med sikte på at de samlede transaksjonskostnadene holdes så lavt som mulig. Hittil har eksponeringen i renteinstrumenter i hovedsak vært gjort som kjøp av obligasjoner og i noen grad som kjøp av rentefutures, mens all eksponering av tilflyt i egenkapitalinstrumenter har skjedd ved kjøp av aksjefutures.
- Rebalansering av Petroleumsfondet skjer ved utgangen av hvert kvartal for å bringe hele Petroleumsfondets portefølje nært i samsvar med referanseindeksens fordeling på aktiva-klasser. De kvartalsvise rebalanseringene krever til dels betydelige transaksjoner i

markedene. Når det er stor tilflyt av midler til Petroleumsfondet, vil mye av eller hele rebalanseringen skje som en del av overføringen fra Petrobufferporteføljen.

- Petroleumsfondet er i en spesiell situasjon fordi det er stor tilflyt av nye midler hvert kvartal. En viktig del av Norges Banks forvaltning er å sikre at midlene plasseres i markedet med lavest mulige transaksjonskostnader. Ved overføring av midler til eksterne forvaltere er det bankens erfaring at det mest effektive er selv å styre hvilke former for handler som skal utføres (kryssing, programhandler og enkelthandler av de minst likvide verdipapirene).<sup>3</sup> Banken kjøper selv inn de faktiske porteføljer som siden overføres til de konti hvor eksterne forvaltere har myndighet. Prosessen innebærer ofte at banken plasserer midler midlertidig i futuresmarkedene i påvente av at det oppstår muligheter for å krysse med andre investorer.
- Norges Bank styrer risikoen i Petroleumsfondet på daglig basis. Også porteføljer som er forvaltet av eksterne forvaltere, overvåkes daglig. Løpende avvik fra referanseporteføljen vil oppstå, selv når hver av delporteføljene er nær sine referanseporteføljen. I risikostyringen tar man bort de avvik fra referanseporteføljen som ikke er tilsiktet for å oppnå meravkastning. Risikostyringen av aksjeporteføljen skjer ved bruk av aksjefutures, men vil fra fjerde kvartal 2000 bli utført mer presist ved også å ta i bruk handel i enkeltaksjer. For obligasjoner benyttes både enkeltpapirer og futures.
- Utlån av verdipapirer er en inntektskilde både innenfor obligasjons- og aksjeforvaltningen. Mens denne virksomheten drives internt på rentesiden drives den på aksjesiden av Petroleumsfondets globale depotinstitusjon. Her vurderes løpende andre alternativer.

Samlet innebærer disse aktivitetene meget omfattende intern forvaltning. Dette dreier seg om styringsoppgaver som er lite egnet for å bli satt ut til eksterne forvaltere. Som eksempel på omfang av oppgaven, kan nevnes at Norges Bank i år trolig vil gjøre handler for mer enn 120 milliarder kroner i de internasjonale markedene for aksjefutures. Denne aktiviteten er i hovedsak knyttet til driftsoppgavene nevnt over, og er uavhengig av hvor stor del av aksjeporteføljen Norges Bank forvalter selv, og i liten grad avhengig av hvor aktiv forvaltning man tilstreber å utøve.

### Indeksforvaltning

Indeksforvaltning tar i utgangspunktet sikte på å minimere avkastningsavvikene mellom den faktiske porteføljen og referanseporteføljen. Dette er en kostnadseffektiv form for forvaltning, men uten særlige muligheter for å oppnå høyere avkastning enn referanseporteføljen. Normalt vil Petroleumsfondet ved å følge en ren indeksstrategi neppe klare helt å oppnå den samme avkastningen som på referanseporteføljen. Dette skyldes særlig transaksjonskostnader og skatt.<sup>4</sup>

Norges Bank har gjennom mange år hatt aktivitet knyttet til forvaltning av midler i rente- og valutamarkedene gjennom forvaltning av valutareservene. Indeksforvaltningen av Petroleumsfondets obligasjonsporteføljer har derfor naturlig skjedd internt. Norges Bank hadde ikke samme erfaring og infrastruktur når det gjaldt egenkapitalinstrumenter og valgte derfor å

<sup>3</sup> Dette er nærmere forklart i årsrapportene om forvaltningen av Petroleumsfondet.

<sup>4</sup> Nærmere forklaring er gitt i temaartikkelen "Kan indeksforvaltning oppnå indeksavkastning" i årsrapporten for forvaltningen av Statens petroleumsfond i 1999.

benytte flere eksterne indeksforvaltere ved innfasingen av aksjer i Petroleumsfondet. Grunnlaget for det valget var med andre ord i første rekke basert på de operative begrensninger som forelå.

Markedet for indeksforvaltning er preget av noen få store aktører, som leverer standardiserte produkter til lav pris. Målet for indeksforvalterne er å oppnå en avkastning som er nærmest mulig avkastningen på referanseporteføljen. Det er imidlertid mulig å oppnå noe høyere avkastning ved systematisk å utnytte ulike egenskaper ved markedene. Perioder der aksjer går inn eller ut av indekser, kan gi ubalanser i tilbud og etterspørsel etter enkelte papirer og det kan være mulig å utnytte slike ubalanser til å bedre avkastningen i indeksforvaltningen. Selskapshendelser som emisjoner og fusjoner m.v. gir også mulighet til å oppnå en bedre spredning i tid av kjøp og salg av aksjer og dermed oppnå bedre avkastning enn en mekanisk replikering av indeks.

Norges Bank har søkt etter forvaltere som kan dekke behovet for slik såkalt aktiv indeksering. Dette er et marked som er lite utviklet. De eksisterende aktører krever honorar for disse tjenestene som ligger klart over kostnadene ved å drive virksomheten internt. Petroleumsfondets størrelse gjør det regningssvarende å bygge opp slik kompetanse internt. Norges Bank arbeider av disse grunner med å utvikle en intern infrastruktur som muliggjør forvaltning av relativt store indeksporteføljer. Dette har skjedd gjennom etablering av en ekstern oppgjørsfunksjon og etablering av en egen enhet for gjennomføring av transaksjoner i markedet.

### **Aktiv forvaltning**

Retningslinjene gir Norges Banks en viss adgang til å avvike fra den fastsatte referanseporteføljen. Dette er delvis motivert ut fra hensynet til å holde transaksjonskostnadene på et lavest mulig nivå, og delvis for å utnytte muligheter til å oppnå høyere avkastning enn på referanseporteføljen.

I årsrapporten for forvaltningen av Petroleumsfondet for 1999 ble Norges Banks strategi for å oppnå høyest mulig avkastning presentert i en egen temaartikkel. En viktig konklusjon her er at diversifisering av den aktive forvaltningen er nødvendig for å oppnå forventet stabil meravkastning over tid:

*“I planen for å oppnå meravkastning er det gjort et grunnleggende valg ved å foretrekke å ta mange og mindre posisjoner mot referanseindeksen fremfor å ta færre og store posisjoner. Vår strategi er at spredning av vår aktive forvaltning på mange ulike typer posisjoner (diversifisering av risikotakingen) kan gjøre meravkastningen mer robust i forhold til generelle svingninger i markedet. Med mindre man er helt spesielt dyktig til å forutsi trender i markedsutviklingen, gir en bevisst holdning til å spre risikoen i posisjonstakingen det beste bytteforholdet mellom meravkastning og risiko.”*

Aktiv risiko kan tas gjennom å avvike fra referanseporteføljens sammensetning med hensyn til aktivaallokering mellom aktivaklasser og geografiske regioner eller gjennom valg av enkeltpapirer innenfor rente eller aksjemarkedene.

Tre operative avdelinger (aksjeforvaltning, renteforvaltning og taktisk aktivaallokering) har ansvar for ulike deler av denne forvaltningen. Hver av disse har definert resultatansvar både for den interne og den eksterne forvaltningen. I årsrapportene om forvaltningen av Petroleumsfondet brytes resultatene ned på disse seks hovedkildene til meravkastning (intern og ekstern forvaltning i hvert av de tre resultatområdene).

Kjøp av aktive forvaltningstjenester fra eksterne forvaltere gir en bredde i forvaltningen som det ikke vil være mulig eller regningsvarende å bygge opp i Norges Bank. Den interne aktive forvaltningen vil drives fokusert på områder der det er mulig å utvikle tilstrekkelig god kompetanse og der dette er lønnsomt.<sup>5</sup>

Mulighetene for å oppnå meravkastning i den aktive forvaltningen varierer over tid og mellom markeder. Jo mer velutviklede markeder, desto mindre sannsynlighet for at man kan klare å oppnå konsistent høyere avkastning enn gjennomsnittlig avkastning i markedene. Av denne grunn har Norges Bank differensiert graden av aktiv forvaltning mellom ulike markeder.

### **Valg og oppfølging av eksterne aktive forvaltere**

Det er bare lønnsomt å drive aktiv forvaltning om man over tid oppnår en avkastning som er høyere enn indeksavkastningen og samtidig dekker inn merkostnadene ved aktiv forvaltning sammenlignet med indeksforvaltning. Historiske erfaringer viser at det er et mindretall av forvaltningsorganisasjoner som klarer å opprettholde slik lønnsomhet i forvaltningen konsistent over tid. Det er heller ikke slik at tidligere gode resultater gir noen garanti for at fremtidige resultater vil være tilfredsstillende.

Det stilles derfor helt kritiske krav til utvelgelse og oppfølging av eksterne forvaltere for å oppnå lønnsomhet. Valg av forvaltere kan oppfattes som investeringsbeslutninger med klare likhetstrekk til investeringer i markeder eller enkeltinstrumenter; det er forventningen til fremtidig avkastning som er det vesentlige kriteriet for å foreta investeringen.

For å kunne rangere ulike eksterne forvaltningsorganisasjoner, kreves forståelse for hva som driver fram gode investeringsbeslutninger og hvordan disse best mulig kan iverksettes på en risikokontrollert og effektiv måte. God oppfølging innebærer overvåking av transaksjoner, markedsutvikling, sammensetningen av porteføljen, risikostyring m.v.<sup>6</sup>

Diversifisering av den aktive forvaltningen er en viktig del av investeringsstrategien. Hele porteføljen av eksterne forvaltere må settes sammen innen en helhetlig risikostyring. Det gir lite å addere forvaltere som stort sett gjør det samme som andre forvaltere man allerede har i porteføljen. Det er heller ikke økonomisk fornuftig å bruke aktive forvaltere som for en stor del holder seg nær de oppgitte referanseindeksene, siden man da kunne skilt ut den delen som er indeksforvaltning og fått den utført av andre til lavere pris. Konsekvensen av dette er at Norges Bank i økende grad vil benytte eksterne forvaltere som er spesialister på spesielle områder, og i mindre grad benytte aktive forvaltere med generelle mandater.

Mer av den eksterne aktive forvaltningen i aksjeporteføljen vil skje innen spesielle bransjer. Porteføljen vil bestå både av sektormandater på tvers av geografiske områder og regionale mandater på tvers av sektorer. Større kompleksitet skjerper kravene til intern kompetanse. En slik struktur på eksterne mandater stiller også ytterligere krav til at den samlede risikostyringen kan skje ved kjøp og salg av enkeltaksjer og ikke kun i futureskontrakter. Også innen aktiv forvaltning av obligasjoner vil det skje en spesialisering. Retningslinjene for forvalt-

---

<sup>5</sup> Planene for den interne forvaltningen er nærmere beskrevet i temaartikkelen ”Strategi for høyest mulig avkastning” i årsrapporten for forvaltningen av Statens petroleumsfond i 1999.

<sup>6</sup> En beskrivelse av hvordan Norges Bank arbeider med utvelgelse og oppfølging av eksterne forvaltere gis i temaartikkelen ”Aksjeinvesteringer og valg av eksterne aksjeforvaltere” i årsrapporten for forvaltningen av Statens petroleumsfond i 1998.

ningen åpner for at noe av porteføljen kan plasseres i private obligasjoner med høy kredittverdighet. I denne forvaltningen vil Norges Bank vurdere å benytte eksterne forvaltere med spesialistkompetanse på kredittrisiko og andre segmenter av rente- og valutaforvaltningen.

## 5. Vurdering av forholdet mellom ekstern og intern forvaltning

Forholdet mellom intern og ekstern forvaltning er et spørsmål om porteføljestyring og om lønnsomhet. For et stort fond, som Statens petroleumsfond, er det ikke et spørsmål om man skal velge ekstern eller intern forvaltning, men heller et spørsmål om å finne et optimalt forhold mellom disse i de ulike typene av forvaltningsaktivitet.

Generelt har omfanget av kapital under forvaltning betydning for forholdet mellom ekstern og intern forvaltning. For et stort fond vil det være naturlig å øke bredden i den eksterne aktive forvaltningen ved å engasjere flere aktive forvaltere, men denne utviklingen vil også kunne møte grenser av praktisk og forvaltningsfaglig karakter. På det praktiske plan vil det være en begrensning på hvor mange eksterne forvaltere man kan følge opp på en tilfredsstillende måte. Hensynet til den operasjonelle risikoen innebærer at det vil være grenser for hvor store porteføljer det vil være forsvarlig å gi til den enkelte eksterne forvalter. Det er neppe ønskelig å være en helt dominerende kunde i noen forvaltningsvirksomhet. Forvaltningsfaglig vil det også være en utfordring å operere med mange eksterne aktive forvaltere, fordi fondet risikerer at avkastningen konvergerer mot et gjennomsnitt (men med høyere forvaltningskostnader enn om man i stedet driver indeksforvaltning). Det er derfor viktig å vurdere hver enkelt potensiell forvalter i forhold til hvordan de respektive porteføljene antas å påvirke egenskapene til den samlede porteføljen.

For et fond av betydelig størrelse kan det være mer kostnadseffektivt å stå for en stor del av forvaltningen selv. Kapitalforvaltning er en virksomhet med stordriftsfordeler. En dobling av forvaltningsvolum betyr ikke at det er nødvendig å doble ressursbruken innen de ulike forvaltnings-, oppgjørs- og kontrollfunksjonene. Kostnadsfortrinnene ved egen forvaltning kan både gjelde indeksforvaltning og aktiv forvaltning.

Norges Bank står selv for indeksforvaltningen av obligasjonsporteføljen i dag. Når banken nå legger grunnlaget for å drive indeksforvaltningen av aksjer i egen regi, har det sammenheng med både muligheter for å drive mer kostnadseffektivt og med forventninger om bedre risiko-kontroll og at netto avkastning kan bli høyere enn på standardproduktet som kjøpes i markedet. Det er også viktig å unngå å komme i et avhengighetsforhold til noen av de få store aktørene som opererer i dette markedet. Norges Bank vil fremover kombinere indeksforvaltning av aksjer i egen regi med fortsatt plassering av betydelige porteføljer hos eksterne indeksforvaltere.

Også for den aktive forvaltningen er det en sammenheng mellom størrelse og muligheter for å drive intern forvaltning på en lønnsom måte. Petroleumsfondets størrelse sikrer god tilgang til viktige informasjonskilder. Videre gir den omfattende infrastrukturen som forvaltningen av Petroleumsfondet krever, en god systemplattform og gode handelsrutiner som kan anvendes også i den aktive delen av forvaltningen. På den annen side kan bankens muligheter til intern aktiv forvaltning bli begrenset av tilgangen på kvalifisert ekspertise.

Det vil ikke være mulig eller ønskelig å bygge en intern organisasjon for å dekke alle de spesialiteter som det kan være aktuelt å skaffe fra eksterne leverandører. Strategien i Norges Bank er å utvikle den interne aktive forvaltningen på fokuserte områder, og oppnå ønsket



bredde i forvaltningen ved å kjøpe forvaltning fra eksterne spesialister.

Også fremover vil derfor en stor andel av den aktive risikoen tas via den eksterne aktive forvaltningen. Valgene av eksterne forvaltere og den løpende oppfølgingen av dem er dermed av stor viktighet for meravkastningen. Denne aktiviteten stiller store krav til kompetansen i Norges Banks forvaltningsorganisasjon. Norges Bank mener at man best bygger og vedlikeholder denne kompetansen i et bredt fagmiljø som inkluderer også egen aktiv forvaltning med den nærhet til markedene som dette gir.

Norges Banks strategi med å kombinere eksternt og intern forvaltning er godt på linje med det andre store fond internasjonalt gjør. Det er et gjennomgående trekk at økt forvaltningsstørrelse øker graden av intern forvaltning.

Over tid vil det være lønnsomheten ved de ulike forvaltningsaktivitetene som bestemmer forholdet mellom eksternt og intern forvaltning. I styringen av kapitalforvaltningen legger Norges Bank til grunn at man flytter både ressurser og mulighetene til å ta aktiv risiko til de former for forvaltning som gir best forventet resultat, enten det dreier seg om intern eller eksternt forvaltning. Norges Bank legger i årsrapportene fram en dekomponering av differanseavkastningen fordelt på både intern og eksternt forvaltning innen aksjer, obligasjoner og taktisk aktivaallokering.

## 6. Konklusjon

Forskriften for forvaltning av Statens petroleumsfond og forvaltningsavtalen mellom Finansdepartementet og Norges Bank, legger et klart resultatansvar på Norges Bank. Ansvaret gjelder såvel risikostyring og kontroll som meravkastning i forhold til referanseporteføljen og kostnadene i forvaltningen. Resultatansvaret omfatter også ansvaret for de delene av porteføljen som Norges Bank velger å sette ut til eksterne forvaltningsorganisasjoner. Den operative utfordringen for Norges Bank er å forvalte en portefølje av forvaltningsmandater, interne og eksterne, på en måte som sikrer en betryggende risikostyring innenfor en rimelig kostnadsramme og med forventning om positiv meravkastning.

Ved utgangen av juli 2000 forvaltet 14 eksterne forvaltningsorganisasjoner i alt 43,1 prosent av Petroleumsfondet, målt etter beløp under forvaltning. De sto for den overveiende delen av den aktive forvaltningen og også for den klart største delen av kostnadene knyttet direkte til porteføljeforvaltning.

Som det ble fremhevet i brevet til Finansdepartementet sendt 5. mai 2000 om grensen for relativ volatilitet i Petroleumsfondet, er det krevende over tid å oppnå meravkastning. Dette er avspeilet i retningslinjene for forvaltningen av Petroleumsfondet som legger til grunn en forsiktig utøvelse av aktiv forvaltning. En viktig del av Norges Banks strategi for å oppnå meravkastning, er å forvalte en kjerne av porteføljen som indeksmandater. Dette bidrar til å holde de samlede forvaltningskostnadene nede og sikrer at både den interne og den eksterne aktive forvaltningen er fokusert og ikke overlappende.

En annen viktig del av strategien for å oppnå meravkastning, er diversifisering av den aktive risiko som tas i forvaltningen. Dette tilsier at ingen enkeltposisjon skal ha betydelig innvirkning på totalresultatet. Strategien impliserer at Norges Bank også i fremtiden i stor grad vil basere seg på eksterne forvaltere innen den aktive delen av forvaltningen. Dette gir muligheter for å skape bredde i forvaltningen som helhet, men innebærer også at man bare vil benytte

aktive forvaltere som er fokuserte og har spesialistkompetanse. Strategien bygger på at Norges Bank selv står for den samlede risikostyringen ved å handle i obligasjoner, aksjer og i futures-markedene.

Det følger av Norges Banks strategi for den operative forvaltningen at gode resultater vil være kritisk avhengig av bankens evne og dyktighet til å velge og følge opp eksterne forvaltere, og til å avvikle relasjoner til forvaltere når man mener grunnlaget for fremtidig meravkastning svikter. Norges Bank vil derfor legge stor vekt på å rekruttere og utvikle kompetanse i å følge opp eksterne forvaltere.

Norges Bank har i mange år hatt høy kompetanse innen forvaltning i de internasjonale markedene for statsobligasjoner. Fra aksjer ble en aktivaklasse i Petroleumsfondet i 1998, har banken hatt som siktemål å bygge opp kompetanse for egen aksjeforvaltning. Norges Bank anser at egen forvaltning innen alle aktivaklasser er nødvendig for å utøve den løpende drifting og risikostyringen av Petroleumsfondet. Videre tilsier stordriftsfordelene i kapitalforvaltning at intern forvaltning i et stort fond kan drives meget kostnadseffektivt sammenlignet med kjøp av eksterne forvaltningstjenester. Et annet, men ikke avgjørende hensyn, er at oppfølging av eksterne forvaltere best ivaretas innen et miljø med løpende tilgang på markedsinformasjon og som selv driver forvaltning med klare krav til lønnsomhet.

Også innen obligasjonsforvaltning og taktisk aktivaallokering satser Norges Bank på å utvikle den interne kompetansen videre. Den interne forvaltningen underlegges de samme kravene til risikostyring og meravkastning etter kostnader som den eksterne forvaltningen. I den aktive delen av den interne forvaltningen vil Norges Bank fokusere på de aktivitetene der det er høyest sannsynlighet for at banken kan oppnå konsistent meravkastning.

Norges Bank har her gjort rede for en rekke forhold som vil påvirke utviklingen i blandingsforholdet mellom eksterne og intern forvaltning. Grunnlaget er bankens strategi for å oppnå høyest mulig avkastning i den samlede porteføljen på en betryggende måte. Strategien vil bli vurdert ved jevne mellomrom basert på de faktiske resultatene som oppnås. Norges Bank offentliggjør i årsrapportene dekomponering av meravkastningen fordelt på hovedkilder. Dette sikrer Finansdepartementet og offentligheten løpende innsyn i blant annet hvordan lønnsomheten utvikler seg både i den interne og den eksterne forvaltningen.

Med hilsen

Svein Gjedrem

Knut N. Kjær