



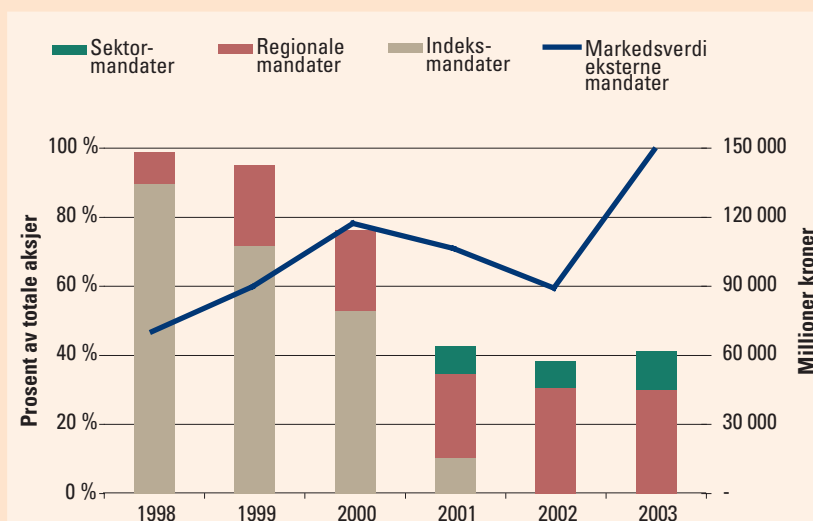
# Erfaringer med eksterne aktive aksjeforvaltere

*Denne artikkelen oppsummerer erfaringen med fem års ekstern aksjeforvaltning, med hovedvekt på regionale aksjemandater. Dette er mandater til forvaltere som skal oppnå meravkastning ved aktiv forvaltning av selskaper innenfor en geografisk region, f.eks. Europa eller Nord-Amerika. Artikkelen viser at Norges Bank har hatt god erfaring med de fleste av disse forvalterne ved at de har bidratt betydelig til meravkastningen i Petroleumsfondet. Som det fremgår av artikkelen, har de totalt hatt en årlig meravkastning på 3,9 prosent siden etablering. Dette tilsvarer en informasjonsrate på 1,0 basert på faktisk risiko i porteføljene. Den samlede meravkastningen av disse mandatene har passert 4,9 milliarder kroner etter transaksjonskostnader.*

## Historikk

Petroleumsfondet begynte å investere i de internasjonale aksjemarkeder i januar 1998. I de første årene ble all aksjeforvaltning satt ut til eksterne forvaltningsorganisasjoner i form av indeksmandater. Dette er mandater der de faktiske porteføljene plasseres nært opp til refe-

ranseporteføljens sammensetning. I løpet av 1999 besluttet Norges Bank selv å ta hånd om forvaltningen av indeksporteføljene. Dette er nærmere omtalt i en egen temaartikkel i årsrapporten for 2001. Det siste eksterne indeksmandatet ble avsluttet i 2002.



Figur 1: Eksterne forvaltere – Prosent og verdi

## T E M A A R T I K K E L 3

Mot slutten av 1998 tildelte Norges Bank de første eksterne aktive mandater. Disse ble delt inn etter geografisk region (regionmandater). Prosessen og gjennomføringen av dette er nærmere beskrevet i en temaartikkel i årsrapporten for 1998. Forhold som fondets fremtidige størrelse og vekst og et ønske om ikke å bli for stor andel av en forvalters midler under forvaltning, førte til at vi fra 2001 valgte å utvide porteføljen av eksterne mandater til også

å inkludere mandater for næringssektorer, samt mandater for investeringer i små og mellomstore bedrifter. Etter at det siste eksterne indeksmandatet ble avsluttet i 2002, har Norges Bank kun hatt aktive eksterne mandater, med en økende grad av spesialisering.

Ved utgangen av 2003 var 41 prosent av aksjeporteføljen forvaltet av eksterne forvaltere. Norges Bank hadde avtaler med til sammen 15 forvaltningsorganisasjoner som hadde ansvar

for 34 forskjellige mandater. 18 av disse var regionmandater og 16 sektormandater.

I løpet av perioden fra de første aktive mandatene ble tilført midler, har porteføljeverdien av de eksterne mandatene vokst fra 69 milliarder kroner (9 prosent aktivt forvaltet) ved utgangen av 1998 til 148,2 milliarder kroner (100 prosent aktivt forvaltet) ved siste årsskifte (jf. figur 1).

## Strategien bak bruken av eksterne forvaltere

### Mandatstruktur og investeringsstrategi

Investeringsstrategien bak valg og sammenstilling av de eksterne mandatene er bygd på Norges Banks overliggende investeringsfilosofi, jf. omtale i temaartikkel 2 i årsrapporten for 1999. Et viktig element i denne strategien er å *diversifisere* mellom mange uavhengige posisjoner. For de eksterne mandatene skjer diversifisering langs tre dimensjoner:

#### 1. Spesialisering

Norges Bank har i økende grad delt ut spesialistmandater, med oppmerksomhet på mindre deler av investeringsuniverset. Dette gjelder blant annet mandatene for næringssektorer og mandatene for investeringer i små og mellomstore bedrifter. Ettersom mulighetsområdet til hver enkelt forvalter er mindre, vil det for det enkelte mandat naturligvis være færre posisjoner, og dermed lavere diversifisering. Imidlertid vil Norges Banks kombinasjon av mandater ha flere uavhengige aksjeposisjoner enn ved overlappende regionmandater, fordi hvert enkelt mandat har et forskjellig univers av aksjer. Samtidig reduseres leverandørvhengigheten og likviditetsproblemene ved at vi har flere mindre mandater som kan endres uavhengig av hverandre.

#### 2. Ulike (diversifiserende) strategier

Ofte tildeles samme mandattypen til flere forvaltere. Dette reduserer Norges Banks risiko ved hvert enkelt valg av eksterne forvaltere, og bidrar dermed til diversifisering. Imidlertid innebærer flere forvaltere med samme mandat at det marginale bidraget til risikotakingen blir

mindre for hvert nye mandat vi kjøper. Vår første forvalter innenfor et mandat vil typisk ha et indeksavvik, dvs. en samlet vekt av selskaper som har høyere andel av porteføljen enn de har av referanseporteføljen, på om lag 65 prosent, mens allerede den andre forvalteren reduserer kombinert indeksavvik til 55 prosent, og den tredje til om lag 45 prosent.

#### 3. Stort antall posisjoner

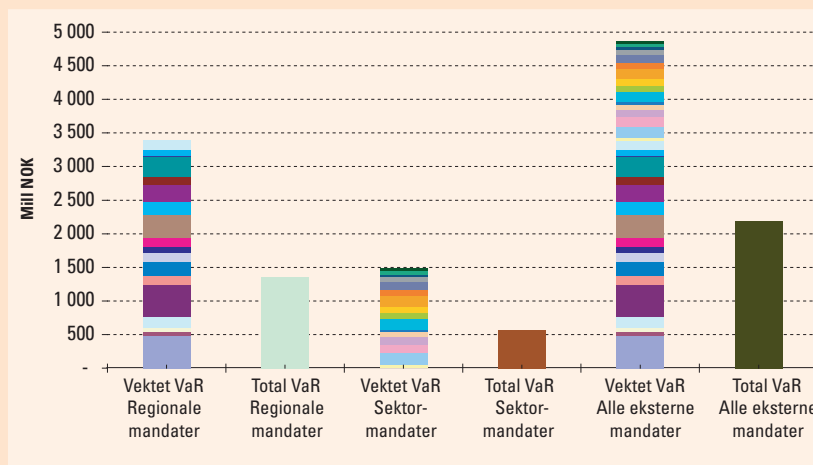
Norges Bank har valgt forvaltere som har en investeringsstrategi basert på analyse av enkeltbedrifter. Dette innebærer å søke informasjon om selskapsrelevante forhold som andre ikke har, eller å analysere tilgjengelig informasjon bedre enn konkurrentene. Våre eksterne aksjeforvaltere baserer derfor i all hovedsak investeringene på fundamentalanalyse av enkeltaksjer («stock-picking»), ikke brede analyser av tendenser i markedet osv. Dette gir flere uavhengige posisjoner i hver enkelt por-

tefølje enn om aksjevalgene var basert på en enkelt forutsetning for hele porteføljen.

Analyse av meravkastningen fra eksterne forvaltere viser også at det i alle år siden 1998 har vært posisjoner i enkeltelskap, ikke over- eller undervektning av sektorer, regioner eller andre faktorer, som har gitt meravkastningen. Slike skjvhetter som ikke skyldes posisjoner i enkeltelskap, styrer derfor Norges Bank ved et sett av risikostyringsporteføljer som blant annet reduserer størrelses-, region- og sektoravvik.

### Samlet risikoprofil i de eksterne mandatene

Samlet risikoprofil i de eksterne mandatene er vist i figur 2. I denne figuren har vi målt risikoen ved «10 prosent Value at Risk» (VaR). «10 prosent VaR» vil si at en i ett av ti år kan forvente å tape eller tjene et beløp relativt til referanseindeksen. Norges Bank har erfart at



Figur 2: Value at Risk for eksterne mandater, målt ved RiskMetrics

ca. 55 prosent av risikoen i hvert enkelt mandat reduseres når man ser den samlede porteføljen av eksterne mandater under ett. Før effekten av diversifisering er «10 prosent VaR» i underkant av 5 milliarder kroner (jf. søyle 2 sett fra høyre på figuren). Etter risikoreduksjonseffekter gjennom diversifisering har den samlede porteføljen av eksterne mandater en «10 prosent VaR» på om lag 2,2 milliarder kroner (jf. den høyre søylen på figuren).

VaR for den samlede porteføljen av regionale forvaltere er om lag 40 prosent av alle mandater summert, mens VaR for sektormandatene samlet er om lag 45 prosent av summen av hvert mandat. Trolig skyldes den lavere diversifikasjonsgevinsten for sektormandatene spesialisering av universet, der en i større grad unngår motgående posisjoner.

Ingen av enkeltmandatene utgjør mer enn 10 prosent av samlet risiko, som samsvarer med ønsket om ulike strategier (punkt 2 over). De fire mandatene med høyest VaR utgjør 35 prosent av samlet risikotaking. Det er flere forhold som forklarer hvorfor kombinerings av flere eksterne mandater i en portefølje reduserer den samlede risikoen:

- For det første vil meravkastningen i de ulike mandatene være lavt korrelert, dvs. at meravkastningen inntreffer i ulike perioder, og at meravkastning i et mandat i en periode sier lite om sannsynligheten for at et an-

**Tabell 1:**  
**Posisjonsreduksjon og risikodiversifikasjon, prosent**

	Gjennomsnittlig sum av overvekt i enkeltmandater	Den kombinerte porteføljens samlede overvekt	Posisjonsreduksjon	Risiko-diversifikasjon (fra figur 1)
Regionale mandater	58	40	32	60
Sektormandater	42	36	15	55

net mandat har meravkastning i samme periode. Denne typen diversifikasjon er positiv fordi den reduserer risikoen i den samlede forvaltningen uten at forventet meravkastning går ned.

- For det andre vil ulike mandater som investerer i samme univers, kunne ta motsatte posisjoner i enkeltelskaper. Det som fremstår som aktiv risikotaking i enkeltmandater, blir en indeksnær posisjon i den samlede porteføljen. Denne typen risikoreduksjon er uheldig fordi den fører med seg at forventet meravkastning går ned. Med mange eksterne mandater innenfor det samme universet kan man ende med en «gjennomsnittlig» portefølje. Det ville ha vært langt mer kostnadseffektivt å drive indeksforvaltning i stedet.

For å anslå hvor mye av risikoreduksjonen som skyldes utligning av aktive posisjoner, kan en benytte beregninger for sum av

overvekter (samlet vekt av selskaper som har høyere andel av porteføljen enn de har av referanseporteføljen) i enkeltporteføljer og i den samlede porteføljen. Som det fremgår av tabell 1, er fallet i sum av overvekter, dvs. posisjonsreduksjonen, for de regionale mandatene større enn for sektormandatene. Dette skyldes større grad av overlappende investeringsunivers for de regionale forvalterne (en rekke forvaltere med det samme regionale univers), mens sektorforvalterne i liten grad har sammenfallende investeringsunivers (kun enkelte sektorer med to forvaltere, de fleste med én forvalter).

Videre ser vi av tabell 1 at risikodiversifikasjonen, målt ved VaR, er større enn posisjonsreduksjonen for begge typer av mandatstruktur. Dette samsvarer med Norges Banks mål om å kombinere forvaltere slik at risikoen reduseres uten at vi får en tilsvarende utligning av aktive posisjoner.

## Erfaringer 1998–2003

### Antall og størrelse på mandatene

Ved utgangen av 2003 forvaltet 15 eksterne forvaltningsorganisasjoner aksjeporteføljer for Norges Bank. Disse var fordelt på 34 forskjellige mandater. Utviklingen og sammensetningen av mandater fremgår av figur 3.

De eksterne mandatene har en gjennomsnittsstørrelse på 4,4 milliarder kroner, men med relativt store forskjeller. Det største mandatet er på 24,5 milliarder kroner og det minste på 672 millioner kroner. De store forskjellene skyldes delvis vurderingen av de enkelte forvalternes evne til å

skape meravkastning, men også følgende tre forhold:

- ønsket risikoprofil i den aktuelle porteføljen, samt påvirkning av totalporteføljens samlede risikoprofil
- samlet markedskapitalisering i det aktuelle investeringsuniverset eller markedssegmentet
- forvalterens midler under forvaltning, produktspekter og konsentrasjon av eierskap i porteføljene.

Regionalmandatene har en gjennomsnittlig størrelse på 6,0 milliarder kroner, sektormandatene på 2,5 milliarder kroner. Forskjellen skyldes dels at sektor-



## T E M A A R T I K K E L 3

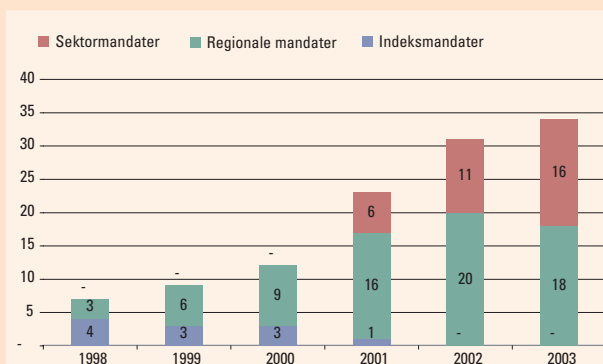
mandatene fremdeles er under oppbygging, dels at de nettopp er mer spesialiserte. Risikoen i sektormandatene er også noe lavere med en gjennomsnittlig forventet relativ volatilitet på 3,5 prosent, mot regionmandatenes 3,9 prosent.

Ettersom enkelte organisasjoner forvalter flere mandater, er det fire forvaltningsorganisasjoner som hver forvalter mer enn 10 prosent av det samlede beløpet som er satt ut til eksterne forvaltere. De fire største mandatene står for 35 prosent av de eksterne midlene, mens de fire største forvaltningsorganisasjonene står for hele 66 prosent av midlene som er tildelt de eksterne forvaltere.

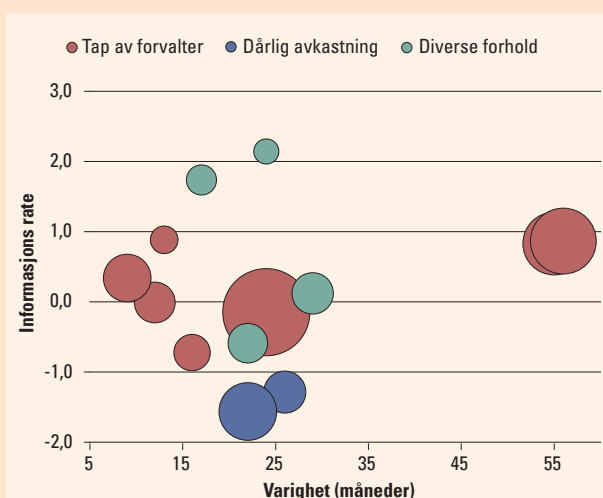
Petroleumsfondet er underlagt en særlig begrensning om at eierandelen i enkeltelskap ikke

skal overstige 3 prosent. I praksis har Norges Bank håndtert begrensningen ved å gi de eksterne forvalterne særskilte eierandelsbegrensninger. Hvilken grense som er satt, avhenger av hvor mange forvaltere som kan investere i det spesifikke markedsegmentet.

I praksis fører eierandelsbegrensningen til at en mindre andel av aksjeporteføljen forvaltes eksternt, at vi har færre forvaltere enn vi ellers ville hatt, samt at forvaltere som svikter i en periode, tas ut raskere. En konsekvens av dette er at risikoen ved selve forvaltervalget blir høyere, samtidig som avkastning påvirkes ved begrensningen i posisjonstaking, og sammenligning av vår porteføljes resultat med andre kunders portefølje blir vanskelig.



Figur 3:  
Antall eksterne mandater



Figur 4:  
Oppsagte mandater og uttrekk av midler

### Varighet og likviditet i forvaltningsoppdrag

Siden 1998 har det vært *eierskifte* blant flere forvaltere som Norges Bank har brukt. Hver gang et eierskifte inntreffer, vurderer Norges Bank

- risikoen for at nøkkelpersonell (og særlig forvalteren med ansvar for Norges Banks portefølje) slutter, får nye oppgaver, eller mister konsentrasjonen om investeringene i en kortere eller lengre periode
- hvorvidt den nye organisasjonen vil få problemer med å opprettholde investeringsmiljø og -prosess, og tiltrekke seg dyktige medarbeidere
- risikoen for at produktspektret endres eller ressurser omprioriteres
- hvorvidt det vil oppstå salgspres for aksjene i vår portefølje som følge av at andre kunder terminerer sine mandater
- andre organisasjonsmessige endringer som kan få betydning for meravkastningen eller en sikker forvaltning av Norges Banks portefølje

Erfaringen viser at ofte vil flere av disse forholdene inntreffe, i hvert fall for en kortere periode. I de tilfeller der vi har valgt å beholde mandatet en viss tid etter eierskifte, for å følge utviklingen, har vi hatt mindre gode erfaringer. De strukturendringene som skjer i forvaltningsmarkedet, gjør at vi må anta at dette vil inntreffe hyppig i årene fremover.

Selv om organisasjonene ikke utsettes for oppkjøp, vil nøkkelpersoner med jevne mellomrom velge å slutte i enhver organisasjon. *Tap av portefølje* forvalter anses som svært alvorlig. Hvor kritisk dette tapet er, avhenger av forvaltningsstil og investeringsprosess i den aktuelle organisasjonen. Vi har imidlertid liten tiltro til at denne kan gjøres personuavhengig uten uheldig resul-

tat. I praksis har vi over tid beveget oss mot en forståelse av at vi snarere kjøper tjenester i form av enkeltpersoner enn i form av en prosess. Eksterne mandater er fullmakter til å gjøre investeringsbeslutninger på Norges Banks vegne, og gis til slutt til en enkeltperson. Til og med i den nær industrialiserte passive indekseringen har vi sett at tap av forvalter påvirker resultatene.

Av 14 terminerte eller reduserte regionale mandater siden 1998 skyldes sju eierskifte eller tap av portefølje forvalter i forvaltningsorganisasjonen. Beløpet tilsvarer en gjennomsnittlig årlig terminering på 4,7 prosent av beløpet tilført regionale mandater.

En annen vesentlig årsak til terminering av avtaler er *dårlige resultater*. Vi har siden etablering benyttet en informasjonsrate, dvs. risikojustert meravkastning, på minus 1 i løpet av en rullerende tolv månedersperiode som et signal om revurdering. Forvalteren vil da gjennomgå en ny grundig evaluering, med oppsigelse eller fornyet tillit som resultat. Beløpet av terminerte mandater grunnet dårlig resultat tilsvarer en årlig terminering på 2,0 prosent av beløpet tilført regionale mandater.

Den tredje gruppen grunner til oppsigelse skyldes diverse forhold. Forvaltere kan miste mandatet tross gode resultater fordi risikonivået ikke er i tråd med avtalen, eller fordi investeringsprosessen blir vesentlig endret. Det er verdt å merke seg at det i første rekke er for relativt nye mandater slike misforhold mellom Norges Bank og forvaltningsorganisasjonens forståelse oppstår. Beløpet av terminerte mandater grunnet andre diverse forhold tilsvarer en årlig terminering på 2,3 prosent av beløpet tilført regionale mandater.

I gjennomsnitt har vi terminert 9,0 prosent av midlene til regionmandater hvert år siden år

2000. 53 prosent av de oppsagte midlene skyldes eierskifte eller tap av porteføljeforvalter, 22 prosent skyldes dårlig avkastning, mens 26 prosent skyldes misforhold mellom Norges Banks og den aktuelle forvalters forståelse av mandatet.

Figur 4 viser en samlet oversikt over regionmandater som er avsluttet og/eller har fått redusert midler siden 2000, samt sammenhengen mellom mandatenes varighet og informasjonsrate ved oppsigelser og uttrekk av midler. Størrelsen på sirkelene indikerer størrelsen på mandatet. Gjennomsnittlig varighet for de oppsagte og reduserte regionale mandatene er 24 måneder. For mandater som er sagt opp på grunn av eierskifte eller tap av forvalter, er gjennomsnittlig varighet 26 måneder, mens gjennomsnittlig varighet for de som er avsluttet grunnet mindreavkastning er 19 måneder. Mens det er umulig å predikere når vi vil måtte si opp et mandat

grunnet eierskifte eller tap av forvalter, er levetiden for de mandatene vi sier opp, av andre grunner mer predikerbar.

Hvis vi ser bare på de tilfellene der vi har terminert kontrakten, og ikke bare redusert beløpet, har vi totalt sagt opp 8 av 26 avtaler (30 prosent). Av 8 termineringer skyldes 4 eierskifte eller tap av porteføljeforvalter i forvaltningsorganisasjonen. Idet en avtale inngås, vet vi selvsagt atskillig mindre om hvilket produkt vi faktisk får, enn etter at vi har fulgt det over en tid. Det er derfor ikke overraskende at andelen kontrakter som termineres (30 prosent), er høyere enn andelen av midler som termineres (9 prosent). Det er tvert imot hensikten. Avtalene er gitt for en «testperiode», og det tildeles normalt ikke store midler før det har gått en viss periode, jf. figur 4, med mindre mandater til venstre på akse og større mandater til høyre.

### Avvikling, kostnader, likviditetsrisiko

Petroleumsfondets størrelse fører til at de eksterne mandatene er uvanlig store i forhold til det som er vanlig i markedet for forvaltningstjenester. Størrelsen på mandatet gir en god forhandlingsposisjon, men prisingen av forvaltningstjenester gir ikke stort rom for «volumrabatt». Det er normalt med en viss subsidiering av de små kundene fra de større. Tilsvarende fører «lik meglerkomisjon for alle kunder» til høyere kurtasje i eksterneforvaltningen enn den vi for eksempel har i den interne.

Mandatenes størrelse fører videre til betydelige kostnader ved opprettelse og avvikling. I Norges Banks oppfølging av forvalterne er kostnadene ved en eventuell avvikling («likviditetsrisiko») et sentralt hensyn. Interne analyser viser at de faktiske kostnadene er 1,1 prosent ved å terminere en aktiv regional forvalter,

overføre porteføljen internt i Norges Bank, restrukturere porteføljen og siden overføre den ønskede porteføljen til en ny eksterne aktiv forvalter. Her er medregnet markedspåvirkning, transaksjonskostnader, kommisjon til meglere og skatter.

I praksis setter likviditetsrisikoen et tak på hvor mye midler under forvaltning vi vil tildele en forvalter, og fører isolert sett til et ønske om flere mandater enn det et mindre fond ville ønske. Vi tar her hensyn til

- kostnad ved avvikling av Norges Banks portefølje isolert sett
- midler under forvaltning i like eller overlappende porteføljer
- porteføljens kvantitative egen-skaper
- sannsynligheten for eierskifte, tap av forvalter, endring av strategi osv.
- stabilitet i kundemasse i tilfelle hendelser av denne typen.

## Resultater i eksterneforvaltningen

De eksterne regionale mandatene har samlet sett gjort det svært bra siden tilføring av midler i 1998, med meravkastning i hvert eneste enkeltår. Totalt har de hatt en årlig meravkastning på 3,9 prosent siden etablering. Dette tilsvarer en informasjonsrate på 1,0 basert på faktisk standardavvik, og betydelig over dette basert på modellberegnet risiko. Den samlede meravkastningen av disse mandatene har passert 4,9 milliarder kroner brutto, dvs. inkludert transaksjonskostnader. Dette fremgår av tabell 2.

De regionale mandatene kan videre vise til meravkastning innenfor samtlige underregioner siden etablering. I utgangspunktet antok Norges Bank at det i første rekke var Japan og Europa utenom Storbritannia som ville bidra mest. Imidlertid har vi sett at Storbritannia og Asia utenom Japan hver har bidratt med informasjonsrater større enn 1. Regionmandatet i USA ble tilført midler siste halvdel av 2002, og har oppnådd gode

**Tabell 2:**  
Meravkastning i mill kroner for regionale mandater siden etablering

Regionmandater	1999	2000	2001	2002	2003	Total
Europa	1055	801	649	190	-365	2330
Asia	1124	-492	-331	566	1519	2386
Amerika		-30		-16	270	224
Totalt	2179	279	318	740	1424	4940

**Tabell 3:**  
Meravkastning i prosent for regionale mandater siden etablering

	Totalt prosent	Annualisert prosent	Informasjonsrate
Europa utenom Storbritannia	18,2	3,4	0,82
Storbritannia	23,0	4,2	1,02
Japan	37,4	7,0	0,88
Asia utenom Japan	14,4	3,2	1,45
USA	3,0	2,7	2,27
Totalt	21,3	3,9	1,00

## T E M A A R T I K K E L 3

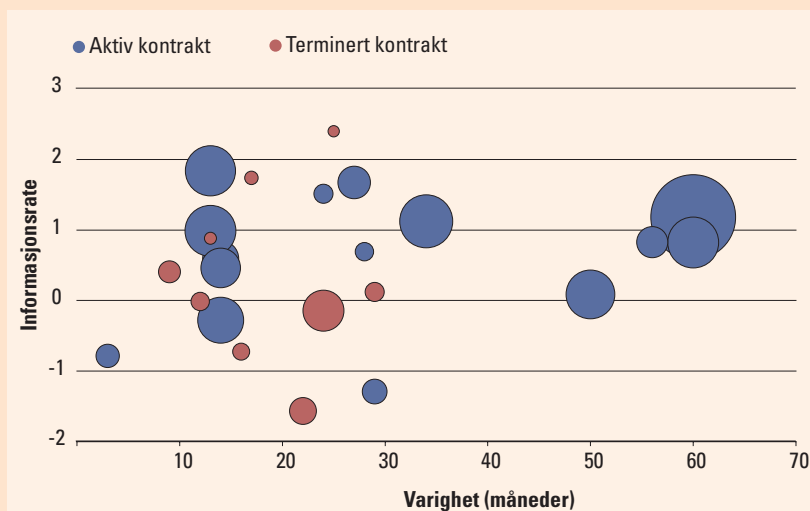
resultater i en forholdsvis kort periode. Resultatene for regionmandatene i prosent siden etablering fremgår av tabell 3. Også her er tallene inkludert transaksjonskostnader.

Målet for de eksterne aktive mandatene er en netto informasjonsrate (dvs. risikojustert meravkastning) på 0,25, mens brutto informasjonsrate må være 0,44 før tilførselskostnader, og nærmere 0,6 når disse tas med. Med en modellberegnet relativ volatilitet i den samlede porteføljen av eksterne mandater på om lag 1,3 prosent innebærer dette at man oppnår en samlet meravkastning på 0,325 prosent årlig netto etter tilførsels- og forvaltningskostnader. Norges Bank har altså erfart en langt høyere meravkastning enn målet skulle tilsi. Figur 5 gir en oversikt over sammenhengen mellom mandatenes varighet og informasjonsrate.

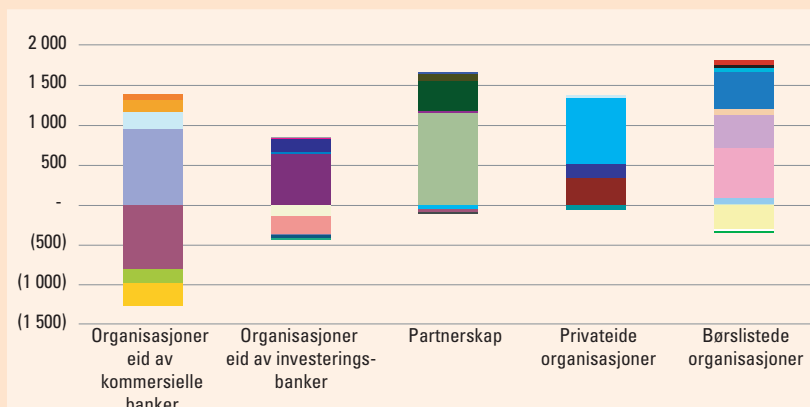
### Hva kjennetegner organisasjonene som skaper meravkastning?

Det er ikke mange åpenbare konklusjoner vi kan trekke av resultatene med hensyn til hvilke type organisasjoner som har greid å skape merverdier for Norges Bank. Resultatene i våre mandater, som fremgår av figur 6, synes å indikere at partnerskapseide organisasjoner klarer seg best, og bankeide forvaltere dårligst. I de partnerskapene vi har valgt, har imidlertid partnere også vært forvaltere for porteføljen. Resultatene på figur 6 er derfor trolig mer et resultat av enkeltpersoners betydning enn av organisasjonsformenes fortrinn.

Av organisasjonsmessige forhold har vi nevnt oppkjøp av organisasjonen og tap av porteføljeforvalter som varsellamper. I tillegg kan vi nevne uklarhet om hvem som tar hvilke beslutninger (herunder alle komiteer), uklar insentivstruktur (herunder kollektive kriterier) og lønnsbetingelser under markedsnivå. Organisasjonsmessig stabilitet og lang erfaring finner vi like ofte i stagnerte organisasjoner som i gode organisasjoner. Våre porteføljeforvalte-



Figur 5: Regionale forvaltere – informasjonsrate og varighet



Figur 6: Eksterne forvaltere – Bidrag i million kroner pr. type organisasjon.

re har fra et par år til 40 års erfaring.

Det er med andre ord vanskelig å si noe generelt om hva som kjennetegner vellykkede forvaltningsbedrifter. Like vanskelig er det å si noe om hva som kjennetegner en god porteføljeforvalter, til tross for at vi i stor grad har lagt vekt på å finne slike. En lærdom vi sitter

igjen med, er at enkeltpersoner har meget stor betydning for resultatene. Det er imidlertid selvsagt slik at de færreste gjør en god jobb i et organisasjonsmessig vakuüm. Organisasjonene gjør sitt beste når de stiller en god porteføljeforvalter overfor et utfordrende investeringsmiljø.

