

Den aktive forvaltningen av Statens pensjonsfond utland

Statens pensjonsfond utland har flere særtrekk som kan utnyttes til å skape meravkastning på investeringene. De siste tolv årene har en aktiv forvaltning av fondet bidratt til å øke avkastningen. Den aktive forvaltningen styrker også gjennomføringen av NBIMs øvrige oppgaver. Samtidig er fondets kostnader ved aktiv forvaltning relativt små, og risikoen har endret seg lite som følge av aktiv forvaltning.

De aktive beslutningene som har størst betydning for avkastningen i fondet, er beslutninger som må tas selv med et passivt mandat for forvalteren. Foruten aktivaforordelingen er rebalansering av porteføljen, innfasing av nye midler i fondet og tilpasning av fondet til endringer i referanseporteføljen de viktigste beslutningene når det gjelder avkastning.

Verdiskaping ved aktiv forvaltning er mulig

Aktiv forvaltning innebærer at investorer og forvaltere vurderer ulike investeringsmuligheter på egne vegne. Slik forsøker investorer aktivt å oppnå en høyere avkastning – en meravkastning – i forhold til hva som kan oppnås med en passiv plassering i finansmarkedet. En passiv forvaltning innebærer som oftest at midlene plasseres i henhold til definerte indekser. Dermed blir investeringene i stor grad bestemt på bakgrunn av de prisene som er oppstått etter at aktive investorer har gjort sine investeringer.

Passiv forvaltning krever mindre ressurser til analyse av investeringsalternativene enn aktiv forvaltning. De fleste markedene hvor NBIM opererer, er nær effisiente¹. Dette er gjerne markeder med mange aktive investorer og

analytikere, og det reduserer muligheten for meravkastning. Dermed blir den forventede avkastningen av å gjøre ytterligere analyse liten. Empiriske undersøkelser kan tyde på at passiv forvaltning, der hovedmålet er plassering i henhold til en indeks, er et godt alternativ for de fleste investorer. Dette skyldes ikke minst kostnadene ved aktiv forvaltning, som er betydelige for investorer av moderat størrelse.

Nyere forskning har imidlertid dokumentert at markedseffisiensen varierer. Markedsfriksjoner, kostnader ved informasjonsinnhenting og -analyse samt restriksjoner som er knyttet til kapitalstruktur, er viktige årsaker til ineffisiens i finansmarkedene. Graden av effisiens varierer, både mellom markeder og over tid. Variasjonen finnes langs flere dimensjoner, og noen markeder vil være mindre effisiente enn andre over lang tid.

Et marked som normalt er effisient, kan i perioder med store prissvingninger eller redusert tilgang til finansiering gi muligheter for en investor som har risikokapasitet, gode finansieringsmuligheter og en langsiktig investeringshorisont. En aktiv forvalter med et globalt univers vil også kunne utnytte vedvarende feilprisinger som

1. I et effisient marked vil all relevant informasjon være gjenspeilet i prisene på verdipapirer. For en gjennomgang av forskningslitteraturen om markedseffisiens, se Norges Banks vurdering av det teoretiske og empiriske grunnlaget for aktiv forvaltning og vår forvaltningsstrategi for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland i brev til Finansdepartementet 23. desember 2009.

følger av at andre investorer kategoriserer verdipapirer på ulike måter eller velger bare å konsentrere seg om noen markeder. En langsiktig investor vil i tillegg kunne skape merverdi ved å utnytte mulighetene som oppstår når andre investorer tvinges til å ha en kort investeringshorisont, enten det er på grunn av særskilte reguleringer eller behovet for å skape inntjening for sin eier.

Dette har gitt opphav til en modifisert effisienshypotese. En moderne utgave av hypotesen hevder at finansmarkedene er nær effisiente det meste av tiden, men at aktive investeringer bidrar til å eliminere feilprisinger og gjøre markedene mer effisiente. Ifølge denne hypotesen kan aktiv forvaltning derfor skape meravkastning. En investor med høy risikobærende evne som er til stede i mange finansielle markeder, kan utnytte avvikene fra markedseffisiens.

De seneste 20 årene er det identifisert og dokumentert en rekke ulike egenskaper eller risikofaktorer ved verdipapirer som kan bidra til å forklare differansen i avkastningen mellom dem. Disse faktorene er blant annet likviditet og volatilitet for rentepapirer og vekstforventninger og selskapsstørrelse for aksjer. Det er ikke enighet om hvorvidt disse risikofaktorene, eller såkalte anomalier, er uttrykk for feilprising i markedet eller uttrykk for en systematisk risiko som prisingsmodellene ikke fanger opp. En forvalter bør uansett ha et aktivt forhold til disse faktorene, og gjennom en aktiv og eksplisitt håndtering av dem ta sikte på å bedre forholdet mellom forventet avkastning og risiko.

Rent passiv forvaltning er ikke mulig

Motsatsen til aktiv forvaltning er en passiv tilnærming, der oppgaven blir å sikre at fondet til enhver tid er tilnærmet identisk med referanseporteføljen. En slik strategi forutsetter at det finnes et nøytralt utgangspunkt som vi kan forholde oss passivt eller mekanisk til i gjennomføringen

av forvaltningsoppdraget. Det er ikke tilfelle. Det er flere grunner til at fondet ikke kan være en passiv investor i en teoretisk forstand.

For det første er det ikke mulig å oppnå en kostnads-effektiv markedsportefølje gjennom en helt passiv tilnærming. En referanseportefølje følger mekaniske regler for hvordan den skal tilpasses indeksendringer. Det forutsetter blant annet at tilpasningene gjennomføres på et forhåndsbestemt tidspunkt. For en aktør av NBIMs størrelse vil en slik mekanisk tilpasning gi høye transaksjonskostnader. Avkastningen ved en passiv strategi vil derfor bli lavere enn avkastningen på referanseporteføljen.

Videre vil en tradisjonell referanseportefølje ikke fullt ut reflektere alle kjente risikopremier. En risikopremie er kompensasjonen som en investor får for å bære ulike typer underliggende eller systematiske risikoer, som likviditetsrisiko, risiko for ekstremhendelser eller aksjemarkedsrisiko. Risikopremiene kan spille seg ut over lange tidsrom. Hvordan og når en investor får best betalt for å være eksponert mot en gitt risikofaktor, vil også endre seg over tid. Siden investeringsmulighetene endrer seg over tid, bør en langsiktig investor ha fleksibilitet til å tilpasse seg dette gjennom aktive valg.

En aktiv forvaltningsstrategi tar utgangspunkt i at investeringsmulighetene i markedet vil variere over tid, og at noen verdipapirer vil være galt priset i forhold til deres underliggende verdier. For at finansmarkedene skal fungere effektivt, må det finnes investorer som velger å kjøpe feilprisede verdipapirer basert på en oppfatning av deres reelle verdier. På den måten kan disse investorene bidra til at feilprisingene etter hvert forsvinner. I en slik enkel modell vil valget mellom aktiv og passiv forvaltning være et spørsmål om vi selv skal ta informerte investeringsbeslutninger, eller om vi skal kompensere

andre forvaltere for å gjøre det. Passiv forvaltning har med andre ord en skjult kostnad, som i større eller mindre grad vil motsvare de lavere forvaltningskostnadene ved denne strategien.

Særtrekk ved fondet

Det relevante spørsmålet blir dermed ikke om Statens pensjonsfond utland skal forvaltes aktivt eller passivt, men hvor stor aktivitet NBIM skal utvise i forvaltningen. Svaret kan blant annet knyttes til to av fondets viktigste særtrekk, som gjør det spesielt i forhold til de fleste andre investorer.

For det første er fondet stort. Markedsverdien på vel 2 600 milliarder kroner ved årsskiftet gjør fondet til et av de største i verden. Det kan på den ene siden være et argument for passiv forvaltning. Selv om analytikere og forvaltere i fondet finner gode investeringsmuligheter, kan mulighetene ofte være marginale, relativt til fondets størrelse. På den annen side er det stordriftsfordeler i kapitalforvaltning. Store aktører vil få lettere tilgang til informasjon og ha større evne til å analysere. De vil derfor kunne operere med lavere kostnader som andel av forvaltningskapitalen. Stordriftsfordelene tilsier at meravkastningen ved aktiv forvaltning blir lettere å oppnå ved et større fond, samtidig som merkostnadene faller. Store fond kan også iverksette nye investeringsstrategier til en lav marginalkostnad. Dermed kan NBIM etablere særskilte strategier på områder der mindre fond vil finne det uinteressant eller upraktisk å bruke ressurser. Størrelsen gir også NBIM forhandlingskraft overfor tjenesteleverandører, som gjør det mulig å oppnå bedre betingelser.

Det andre særtrekket er tidshorisonten. Statens pensjonsfond utland har i prinsippet en evigvarende horisont. Det betyr at vi kan stå gjennom perioder med ekstreme bevegelser i kapitalmarkedene. I motsetning til de fleste andre aktører er fondet uavhengig av kortsiktig finansiering,

det har ingen klart definerte forpliktelser, og fondet er heller ikke underlagt særskilte reguleringer som kan tvinge frem dyre tilpasninger på uheldige tidspunkter. Det gir en høy risikobærende evne. Det gjør det mulig å forankre og gjennomføre en langsiktig, aktiv investeringsstrategi. Den langsiktige innretningen innebærer at vi kan gjennomføre investeringer der det kan gå lang tid før de underliggende verdiene vil bli realisert. Vi kan være tålmodige i gjennomføringen av investeringene og øke risikotakingen når spesifikke situasjoner oppstår.

Aktiv forvaltning er kostnadseffektivt

Vi har i dag tre hovedstrategier for aktiv forvaltning: forvaltning av markedsporteføljen, forvaltning av investeringer i enkeltelskap og forvaltning av systematisk risiko.

Forvaltningen av markedsporteføljen sikrer en kostnadseffektiv eksponering mot aktivklasser og markeder som ligger nær eiers referanseportefølje. Referanseporteføljene for de ulike aktivklassene følger mekaniske regler og har enkelte tekniske svakheter. Referanseporteføljene representerer derfor ikke alltid aktivklassen fullt ut, spesielt ikke for obligasjonsinvesteringene. Avgrensningen av referanseporteføljen kan introdusere skjevheter fordi den ekskluderer obligasjoner med kort løpetid, papirer som nedgraderes under et gitt nivå, og de som har flytende rente. Gjennom aktiv forvaltning kan vi dermed oppnå en portefølje som representerer rentemarkedet på en bredere og mer kostnadseffektiv måte, samt kjøpe inn verdipapirer til lavere kurser ved emisjoner eller ved å unngå tidspunktet for indeksendringer.

Vi har et aktivt forhold til forvaltningen av markedsporteføljen. En passiv investeringsstrategi som søker å minimere den aktive risikoen i forvaltningen, vil være kostnadsdrivende fordi den tvinger oss til å gjøre store tilpasninger på gitte tidspunkter.

Aktiv forvaltning gir kunnskap og kompetanse

Vi søker videre å forbedre porteføljen ved å analysere enkeltbedriftene der vi er eiere eller långivere. Denne forvaltningen av selskapsspesifikk risiko bygger opp kompetanse og innsikt i de underliggende verdiene i fondet, og er også grunnlaget for vårt aktive eierskap. Vår interne forvaltning baserer seg på analyse av enkelt-selskaper, såkalte selskapsspesifikke eller fundamentale strategier, med spesialister innen ulike bransjer. En høy grad av spesialisering, delebert besluntingsansvar og konsentrasjon i posisjonene skal sikre at våre forvaltere er i stand til å opparbeide seg informasjonsfortrinn. I den eksterne aktive forvaltningen øker vi vektleggingen av markeder vi vurderer som mindre effisiente, og hvor det er upraktisk eller urealistisk å bygge opp intern kompetanse. Fondets størrelse gir også forhandlingsstyrke og kostnadsfortrinn sammenlignet med andre investorer.

Aktiv forvaltning er risikostyring

Vi analyserer de samlede investeringenes risikoegenskaper og forholder oss til systematiske risikofaktorer på flere måter. En gitt referanseportefølje vil ikke til enhver tid gi et optimalt eller risikonøytralt uttrykk for eiers investeringspreferanser eller risikotoleranse. Med utgangspunkt i analyser av de systematiske risikofaktorene forvalter vi den samlede risikoen med sikte på å forbedre forholdet mellom avkastning og risiko. Fondets referanseportefølje utvikler seg langsomt, og vi foretar investeringer i deler av markedet som ikke er en del av referanseporteføljen når mulighetene vurderes som attraktive. På den annen side kan vi trekke fondet ut av investeringer som er en del av referanseporteføljen, dersom risikoen er for stor. Det kan øke den forventede relative volatiliteten fordi forskjellen mellom referanseporteføljen og fondets faktiske portefølje blir større. En slik beslutning kan likevel kunne bedre porteføljens langsiktige forhold mellom avkastning og samlet risiko. Vår langsiktige investeringshorisont gjør at vi kan være tålmodige og øke ekspo-

neringen mot systematisk eller aggregert risiko når muligheter oppstår.

Aktiv forvaltning sikrer høye ambisjoner, kvalitet og kontroll

NBIMs forvaltningsoppdrag kan deles i fire deler, i tillegg til å skape meravkastning gjennom aktiv forvaltning: Vi investerer nye midler i markedene til så lave kostnader som mulig. De investerte midlene må i tillegg forvaltes for å vedlikeholde markedsporteføljen på en kostnads-effektiv måte. Vi skal også ivareta de langsiktige økonomiske interessene gjennom et aktivt eierskap. Endelig er NBIM en rådgiver for Finansdepartementet i spørsmål om fondets langsiktige investeringsstrategi. Aktiv forvaltning og kompetansen det tilfører organisasjonen, bidrar til å styrke alle de øvrige forvaltningsoppgavene.

Spesielt er virkningen sterk på utøvelsen av eierskapet. Vi må ha god kunnskap om selskapene vi investerer i, når vi engasjerer oss i direkte dialog med selskapenes ledelse for å påvirke virksomheten og styringsstrukturen. Kunnskapen som er nødvendig for å etablere og gjennomføre en effektiv dialog, blir ofte fremskaffet gjennom investeringsanalysene. Det er vår vurdering at muligheten for å oppnå ønskede resultater i eierskapsutøvelsen øker med kvaliteten og kompetansen i den aktive forvaltningen. I gitte situasjoner kan eierskapsutøvelsen bidra til å bringe styringen av selskapet mer i tråd med våre intensjoner, og dermed realisere underliggende verdier i selskapet som fondet kan hente ut gjennom aktiv forvaltning.

Det overordnede målet for forvaltningen av fondet er å sikre og utvikle en finansiell formue for fremtidige generasjoner gjennom en dyktig organisasjon. Dette krever et høyt ambisjonsnivå. Når dette målet nedfelles som forventninger til ledere, avdelinger og de enkelte medarbeiderne, medfører det at alle må bidra til å øke kvali-

teten på innsatsfaktorene i forvaltningen. Funksjonene for risikostyring og kontroll blir sterkere innenfor en slik ramme. Et aktivt forvaltningsmandat med et høyt ambisjonsnivå bidrar dermed til å redusere den operasjonelle risikoen i forvaltningen av fondet.

Høyere avkastning, lavere risiko

For et stort, diversifisert fond som Statens pensjonsfond utland vil den forventede avkastningen gjenspeile det ønskede risikonivået i fondet. Aksjer forventes å ha en høyere avkastning over tid, men også en høyere risiko. Den viktigste enkeltbeslutningen i utformingen av fondets nåværende strategi har vært valget av en strategisk aksjeandel på 60 prosent. Denne beslutningen ventes å dominere både den samlede avkastningen og risikoen i fondet over tid.

NBIM tar sikte på å bygge opp en portefølje som gir et best mulig forhold mellom forventet avkastning og risiko. Våre aktive investeringsvalg bidrar i liten grad til å øke fondets samlede risiko. De tar snarere sikte på å øke avkastningen for det risikonivået Finansdepartementet ønsker.

Det er mange teoretiske og praktiske argumenter for at NBIM skal utøve en viss aktivitet i forvaltningen. Disse argumentene styrkes av erfaringene og resultatene som er oppnådd de siste tolv årene. De aktive valgene i NBIM har bidratt til en gjennomsnittlig årlig meravkastning på 0,25 prosentpoeng fra 1998 til 2009. Med dagens størrelse på fondet tilsvarer 0,25 prosentpoeng 6 milliarder kroner. Merkostnadene ved aktiv forvaltning er begrenset. NBIM har dermed bidratt til positiv verdiskaping for fondet gjennom tolv år.

Samtidig som den aktive forvaltningen har bidratt til høyere avkastning, har risikoen bare økt i liten grad. NBIM har gjennomsnittlig bare benyttet 20 prosent av risikorammen for å investere aktivt, målt ved forventet relativ volatilitet. Det kan hevdes at dette målet overdriver den faktiske risikoen ved den aktive forvaltningen. En aktiv forvaltning tvinger forvalterne til å følge bedre med på investeringene, noe som i seg selv trolig fører til lavere risiko i fondet.

Konklusjon

For en gjennomsnittsinvestor er markedsporteføljen ofte det beste alternativet. Statens pensjonsfond utland og NBIM som forvalter skiller seg fra gjennomsnittsinvestoren på en rekke områder, først og fremst når det gjelder størrelse og investeringshorisont. Den aktive forvaltningsstrategien for fondet søker å utnytte disse forskjellene til fondets fordel. Det vil bare være mulig dersom det er stabilitet i rammebetingelsene.

Det er vår vurdering at en passiv tilnærming til operative beslutninger er et alternativ uten en god teoretisk eller praktisk begrunnelse. Den operative forvaltningen består av et stort antall løpende beslutninger som hver for seg har stor økonomisk konsekvens. Alle beslutningene må tas på et informert og analytisk grunnlag som innenfor gitte rammer søker å oppnå høyest mulig avkastning i forhold til referanseporteføljen.

Kostnader ved aktiv forvaltning

Norges Banks målsetting for den aktive forvaltningen er å oppnå en netto årlig verdiskaping på 25 basispunkter over tid. Netto verdiskaping er differansen mellom fondets faktiske resultater i den aktive forvaltningen og resultater som kunne ha vært realisert med en passiv indeksforvaltning.

Norges Bank presenterer jevnlig tall for brutto meravkastning. Dette begrepet baserer seg på faktiske porteføljev verdier og er et vel definert avkastningsmål som er vanlig å benytte i rapporteringen for internasjonale fond. Det er derfor hensiktsmessig for Norges Bank å rapportere et slikt tall av hensyn til sammenlignbarhet. Siden oppstart har brutto meravkastning i fondet vært 25 basispunkter i årlig gjennomsnitt.

Mens brutto meravkastning er et tall som fremkommer av regnskapene, vil beregninger av netto verdiskaping være skjønsmessige. En sammenligner da den faktiske forvaltningen med en tenkt forvaltning.

Ved en passiv indeksforvaltning tar en utgangspunkt i en referanseindeks. Referanseindeksen er en teoretisk indeks som følger fastsatte regler. Skal en foreta faktiske investeringer lik denne indeksen, vil det påløpe kostnader. De viktigste kostnadselementene vil være:

1. *Innfasings- og rebalanseringskostnader* vil påløpe ved en passiv forvaltning. I takt med store oljeinntekter har Statens pensjonsfond utland fått store kapitaltilførsler de senere årene. Innfasingen av nye midler er ressurskrevende. I tillegg påløper det kostnader når de strategiske vektene i fondets referanseportefølje blir endret, for eksempel ved nye regionalvekter eller endret aktiva-allokering. Likviditetskostnader, markedspåvirkning og kostnader ved at det iblant ikke er praktisk mulig å få tak i enkelte verdipapirer, bidrar til at avkastningen med en passiv strategi gjennomgående vil være lavere enn referanseindeksens avkastning, som ikke er justert for disse kostnadene. Innfasings- og rebalanseringskostnadene har variert betydelig for fondet, men gjennomsnittlig har de så langt utgjort rundt 10 basispunkter i året. Dersom tilførselene til fondet og endringene i referanseindeksen blir mindre i årene fremover, kan disse kostnadene også falle.
2. *Løpende kostnader ved indekstilpasning.* Sammensetningen av referanseporteføljen endres kontinuerlig av de markedsaktørene som eier markedsindeksene, i tråd med fastsatte regler. For et passivt forvaltet fond vil det typisk skje en mekanisk tilpasning til indeksendringer, som innebærer en kostnad for fondet. Denne kostnaden har Norges Bank tidligere anslått til 4 basispunkter årlig. Anslaget påvirkes av fondets investeringsunivers og markedsforhold. For eksempel vil faktorer som inkludering av fremvoksende markeder og sviaktende likviditet i rentemarkedene bidra til å øke denne kostnaden.
3. *Forvaltningskostnader.* Uavhengig av strategi vil det påløpe forvaltningskostnader. De vil være høyere for aktiv enn passiv forvaltning.

Fondet har så langt i gjennomsnitt hatt forvaltningskostnader på 10 basispunkter årlig, inklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere. Høyst anslagsvis kan rundt halvparten av disse kostnadene knyttes til aktiv forvaltning. I de senere årene har eksterne forvaltning i all hovedsak vært aktive mandater.

Et passivt indeksfond vil også kunne ha noen inntekter, sammenlignet med den teoretiske indeksen. Den viktigste inntektskomponenten vil være:

4. *Inntekter fra utlån av verdipapirer.* Slike inntekter er inkludert i den brutto meravkastning som fondet oppnår i sin aktive forvaltning i dag. Som årlig gjennomsnitt siden 1998 har fondet hatt inntekter tilsvarende 5 basispunkter fra utlånsvirksomheten. En kan sette spørsmålsteget ved hvor store utlånsinntekter som er forenlige med et passivt investeringsmandat, men de vil være mindre enn ved aktiv forvaltning. Disse inntektene er ikke risikofrie. På samme måte som øvrige strategier som tar sikte på å skape verdier for fondet, baserer også denne aktiviteten seg på kompetanse og systemer hos forvalteren. Utlånsaktiviteten krever gode kunnskaper om motparter og markedet, gode teknologiske løsninger og et solid juridisk rammeverk.

Skulle en svært skjønsmessig anslå kostnadene ved en passiv indeksforvaltning må en legge sammen kostnadselementene i punkt 1-3 og trekke fra inntektskomponenten i punkt 4. En passivt forvaltet indeksportefølje vil da typisk oppnå en netto mindrevkastning, som på usikkert grunnlag kan anslås til 10-15 basispunkter, avhengig av hva en regner med av inntekter på utlånsvirksomheten og hvor store transaksjonskostnadene vil være fremover.

Netto verdiskaping er som nevnt over, definert som forskjellen mellom fondets faktiske resultater i den aktive forvaltningen minus resultater som kunne ha vært realisert med en passiv indeksforvaltning.

Brutto meravkastning har siden oppstart vært 25 basispunkter i årlig gjennomsnitt. Med forvaltningskostnader på 10 basispunkter per år, vil meravkastning etter samtlige kostnader bli 15 basispunkter. Denne meravkastningen ved aktiv forvaltning kan imidlertid ikke sammenlignes med en teoretisk referanseindeks, men med en praktisk gjennomførbart, passiv indeksforvaltning. En slik passiv forvaltning vil typisk kunne ha en mindrevkastning på minst 10 basispunkter. Netto verdiskaping ved den aktive forvaltningen sammenlignet med et slikt alternativ, vil dermed være i området 25 basispunkter.

Den oppnådde brutto meravkastningen på 25 basispunkter årlig er ved en slik sammenligning i samme størrelsesorden som den skjønsmessige anslåtte netto verdiskapingen ved den aktive forvaltningen. Selv om disse størrelsene kan avvike over tid, har også tidligere beregninger Norges Bank har gjort, vist at det historisk har vært liten forskjell mellom disse størrelsene.