

# Aksjeinvesteringer og valg av eksterne aksjeforvaltere

I første halvår i 1998 ble aksjeandelen i Statens petroleumsfond trappet opp fra 0 til 40 prosent. Det ble kjøpt aksjer for 46 milliarder kroner fordelt på over 2000 bedrifter. Ved senere tilførsler av nye midler til fondet er det foretatt ytterligere kjøp, slik at aksjeporteføljens markedsverdi ved utgangen av året var på nesten 70 milliarder kroner. Denne porteføljen ble i hovedsak forvaltet av fire eksterne forvaltningsorganisasjoner, som alle er indeksforvaltere. Det betyr at forvalternes porteføljer vil avvike svært lite fra nærmere angitte aksjeindekser, både i porteføljesammensetning og i avkastning.

I februar 1998 startet Norges Bank en prosess for å velge eksterne forvaltere som skal drive en mer aktiv forvaltning. Disse vil få anledning til å ta større avvik fra de angitte aksjeindeksene, med sikte på å oppnå høyere avkastning. Fem forvaltningsorganisasjoner ble utpekt høsten 1998. Noen flere vil bli utpekt i 1999.

Innen egen forvaltningsorganisasjon har Norges Bank prioritert oppbygging av kompetanse for kostnadseffektiv etablering og rebalansering av aksjeporteføljer. I denne sammenheng er det bygget opp rutiner for handel med aksjefuturekontrakter (se ramme for futurekontrakter). Alle aksjeinvesteringer er hittil foretatt av eksterne forvaltere, men Norges Bank tar innværende år sikte på å starte opp egen aksjeforvaltning av en begrenset del av Petroleumsfondets aksjeportefølje.

I denne artikkelen gis først en kort gjennomgang av arbeidet med å bygge opp aksjeporteføljen i første halvår i 1998. Deretter presenteres prosessen med valg av eksterne forvaltere av aksjeporteføljer, og rutinene for å følge opp forvalterne over tid.

## Første halvår i 1998:

### Innfasing i aksjemarkedet gjennom indeksforvaltere

#### Opptrapping av referanseporteføljen

Finansdepartementet fastsatte i desember 1997 en opptrappingsplan for aksjedelen i referanseporteføljen. Aksjedelen ved utgangen av januar ble satt til 8 prosent, for så å øke med 8 prosentpoeng hver måned til den ble 40 prosent av fondet ved utgangen av mai. Hensikten med å spre aksjekjøpene over tid var å dempe kostnadene knyttet til at store aksjekjøp konsentrert i tid kan drive opp aksjekursene.

#### Bruk av indeksforvaltere

I juli 1997 utlyste Norges Bank via internett og pressemeldinger mandater for indeksforvaltning av store aksjeporteføljer. Fire forvaltningsorganisasjoner ble valgt i november 1997. Det var naturlig for Norges Bank å velge indeksforvaltning ved oppstartingen av aksjeforvaltningen. Det er enklere å følge opp indeksforvaltning enn aktiv forvaltning, og man oppnår stor spredning av aksjeplasseringene helt fra starten av. Men indeksforvaltning vil også på lang sikt inngå sentralt i Norges Banks strategi. 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 aktive aksjeforvaltere på en effektiv måte.

Ved å bruke fire av verdens største indeksforvaltere, ønsket Norges Bank å oppnå størst mulig grad av "kryssing" i etableringen av aksjeporteføljen. Kryssing innebærer at fond som kjøper eller selger aksjer finner en motpart med ønske om motsatt transaksjon, gjerne blant forvalternes kunder. Dette innebærer at ingen av fondene betaler meglerkommisjon, samtidig som kostnadene i form av markedspåvirkning også kan bli mindre. Det ble opprettet et nettverk mellom indeksforvalterne for å få utnyttet de beste kryssingsmulighetene.

#### Transaksjoner

I perioden januar til juni ble det foretatt 17258 aksjetransaksjoner i 21 land, i tillegg til kjøp av aksjefuturekontrakter i 12 land. Verdien av alle aksjekjøpene var om lag 46 milliarder kroner. 82,6 prosent av dette ble kjøpt gjennom kryssnettverket mellom de fire forvalterne. Kryssing ble mest brukt i Storbritannia, Frankrike og Spania, og minst i Portugal og Canada. De resterende transaksjonene gikk gjennom meglere i det åpne markedet på vanlig måte.

Aksjefuturekontrakter ble brukt til å oppnå markedseksposering i påvente av anledninger til å krysse porteføljer. I alt 24,3 prosent av de totale beløpene som ble overført til aksjemarkedet, ble først investert i futurekontrakter.

#### Kostnader

I fem land – Australia, Hong Kong, Irland, Sveits og Storbritannia – har det påløpt offentlige skatter og avgifter på aksjetransaksjonene. Samlet ble det betalt om lag 43 millioner kroner (0,094 prosent) i skatter på Petroleumsfondets inntreden i aksjemarkedet. 39 millioner av dette ble betalt i Storbritannia.

Kurtasje utgjorde i snitt 0,019 prosent av transaksjonsbeløpene. Kurtasjen var lavest på de kryssede transaksjonene, med 0,01 prosent. For markedstransaksjonene var gjennomsnittlig kurtasje 0,053 prosent. Det samlede beløpet i meglerkostnader var 8 millioner kroner.

En annen kostnad ved å kjøpe aksjer kan måles ved differansen mellom oppnådd pris og en referansepris som kan være volumveid gjennomsnittskurs eller sluttkurs for den aktuelle dagen. For de kryssede transaksjonene var det ikke noe

prisavvik, mens det for markedstransaksjonene var en gjennomsnittlig differanse på 0,08 prosent i Norges Banks disfavør. Dette utgjorde 6 millioner kroner.

Totale observerbare kostnader i form av skatter, kurtasje og prisdifferanse var rundt 50 millioner kroner, tilsvarende 0,11 prosent av aksjeporteføljen. Dette er betydelig lavere enn hva som er normalt i markedet.

## Andre halvår i 1998:

### Valg av forvaltere til aktive aksjemandater

Tre forhold er sentrale når man skal vurdere kvaliteten på aksjeforvaltningen: Høyest mulig meravkastning, betryggende risikostyring og lav forvaltningskostnad. På det siste punktet er det viktig å passe på ikke bare de direkte kostnadene, men også de indirekte, i form av transaksjonskostnader. Vektleggingen av indeksforvaltning søker særlig å ivareta de to siste hensynene. Aktiv aksjeforvaltning tar i tillegg sikte på å ivareta det første hensynet ved å oppnå meravkastning.

I 1998 gjennomførte Norges Bank en meget omfattende prosess for å velge forvaltningsorganisasjoner som skal drive aktiv forvaltning av deler av Petroleumsfondets aksjeportefølje. Prosessen med utvelgelse og etableringen av porteføljer besto av fire etapper.

### Utlysing av mandater

Norges Bank utlyste åtte ulike mandater for aksjeforvaltning 2. februar 1998. Fem av disse gjaldt aktiv aksjeforvaltning, i henholdsvis Nord-Amerika, Storbritannia, Europa utenom Storbritannia, Japan og Stillehavsregionen utenom Japan. I tillegg ble det i de tre førstnevnte land/regioner utlyst mandater for såkalt aktiv indeksering, som er forvaltning med noe høyere aktiv risiko enn indeksforvaltning. Aktiv indeksering kan oppfattes som en mellomting mellom indeksforvaltning og aktiv forvaltning.

Et omfattende spørreskjema ble lagt ut på internett. Det kom inn 260 søknader fra rundt 150 ulike forvaltningsorganisasjoner. I skjemaet ble det blant annet stilt spørsmål om klientstruktur, investeringsstrategi og porteføljekonstruksjon, risikomåling og -kontroll, og kontraktsmessige forhold. Norges Bank benyttet to konsultentselskaper for å få tilgang til databaser og kunnskap om aktuelle forvaltningsorganisasjoner.

### Valg av forvaltere

Etter den første sorteringen av søknader sto Norges Bank igjen med 70 kandidater. Disse fikk tilsendt et nytt spørreskjema i april. Her ble hovedvekten lagt på dokumentasjon av informasjonsfortrinn, oppnådd meravkastning og risikostruktur basert på faktiske porteføljer. Videre skulle kandidatene dokumentere sine transaksjonskostnader ved aksjehandler og sine prosedyrer for likebehandling av ulike kunder.

I svarene på de to spørreskjemaene var det i flere tilfeller mangelfull, og til dels motstridende, informasjon. Det ble foretatt ett eller flere besøk hos 48 forvaltere. Besøksrundene hadde til formål å gi mer dyptgående kunnskap om personell og investeringsprosess, samt å få vurdert hvordan forvaltnings- og kontrollsystemene virker i praksis.

Norges Bank har utviklet et standardisert program for å sammenfatte og evaluere den informasjon man får fra svarene på de to spørreskjemaene, besøksrundene, konsulentrapportene, og fra analyser av selskapenes faktiske porteføljer. Evalueringsprogrammet består av fire deler, som igjen er brutt ned på 52 kriterier og 148 underkriterier.

Den første av de fire delene i evalueringsprogrammet tar for seg søkerens organisasjon, historiske avkastning og risiko, forvaltningskapital og rutiner for internkontroll. Man prøver her å finne ut om forvalteren har den strategien, kapasiteten og de kontrollsystemene som skal til for å forvalte en andel av Petroleumsfondet. Den andre delen søker å identifisere informasjonsfortrinn hos søkerne. Slike fortrinn kan oppnås på tre måter; ved bedre tilgang til relevant informasjon, ved bedre behandling av tilgjengelig informasjon, eller ved bedre idéskaping og informasjons-flyt internt i organisasjonen.

I den tredje delen vurderes søkerens dyktighet til å konstruere porteføljer basert på informasjonsfortrinnet. I tillegg til å evaluere porteføljeforvalteren og forvaltningsteamet, har Norges Bank analysert hvordan de ulike aktive posisjonene i porteføljen er satt sammen. Et viktig aspekt her er samlet forventet meravkastning sett i forhold til den risiko som tas. I en fjerde del vurderes og kvantifiseres organisasjonens rutiner og kostnader ved å foreta transaksjoner i aksjemarkedene. Det er viktig at mulighetene til meravkastning ikke forsvinner i transaksjons- og markedskostnader.

Disse analysene ga en rangering av aktuelle kandidater til hvert mandat. I tillegg ble det konkretisert forventninger om netto meravkastning etter honorar, transaksjonskostnader og andre eksterne kostnader/inntekter, og om risikotaking målt ved relativ volatilitet (se ramme i temaartikkel 4).

### Kombinasjon av forvaltere

Porteføljene til de forvalterne som velges vil utgjøre en totalportefølje, med egenskaper som Norges Bank ønsker å ha kontroll med. De enkelte forvalteres porteføljer må betraktes som elementer i et totalbilde. Risikostyringen av totalporteføljen er Norges Banks oppgave, og ingen forvaltere kan velges uten å vurdere hvordan de vil bidra til helhetsbildet.

For å finne en best mulig kombinasjon av forvaltere fokuserte man på tre forhold: Forventet meravkastning på porteføljene, forventet relativ volatilitet og forventet korrelasjon mellom meravkastningen på porteføljene. Den siste parameteren ble estimert på grunnlag av tre ulike informasjonskilder: Faktisk korrelasjon basert på historisk månedlig meravkastning over de siste fem år, analyser av faktiske porteføljer ved bruk av en risikomodell, og anslag basert på de forskjeller man kunne se i forvalternes investeringsprosesser.

Optimeringsprosedyren gir både svar på spørsmålet om fordeling mellom aktiv og passiv forvaltning innen hver region, og på spørsmålet om fordeling mellom de ulike aktive forvalterne innenfor regionen. Generelt kan man si at jo større forskjeller

i anslått meravkastning og jo høyere korrelasjon mellom meravkastningen hos ulike forvaltere, jo færre forvaltere bør velges innenfor hver region. For mandatene i Storbritannia og Stillehavsregionen utenom Japan har dette ført til at Norges Bank bare har valgt én aktiv forvalter.

### Oppfølging av valgte forvaltere

Oppfølging av forvalterne er bygget opp omkring de samme hovedkriterier som de som ble lagt til grunn for utvelgelsen av forvalterne: At forvalterne følger sin forvaltningsavtale og sitt investeringsmandat, og at de leverer det forventede produkt i form av risikojustert meravkastning. Videre må oppfølgingen dekke verdsetting av enkeltaksjer, og analyser av porteføljenes markeds-, volatilitets- og likviditetsrisiko, samt vurdering av forvalternes samlede kostnader ved aksjehandel.

Hver av de eksterne forvalterne er pålagt omfattende rapportering til Norges Bank. Alle transaksjoner skal daglig meldes til Petroleumsfondets globale aksjedefot, Chase Manhattan Bank, som sender informasjonen elektronisk videre til Norges Banks sentrale datavarehus for kapitalforvaltningen. Data trekkes herfra til de ulike analysesystemer som er nevnt over. Rapporteringsrutinene er presentert nærmere i temaartikkel 4.

### Tildeling av mandater

Hittil er det valgt fem forvaltningsorganisasjoner for aktiv aksjeforvaltning. Mercury Asset Management er tildelt mandat for en britisk aksjeforfølje. Capital International Limited, Gartmore Investment Management og Storebrand Kapitalforvaltning er gitt mandat for europeiske aksjer utenom Storbritannia. Fidelity Pensions Management skal forvalte en aksjeforfølje for Stillehavsregionen utenom Japan. For forvaltning av nord-amerikanske og japanske aksjer er prosessen nær avslutning.

### Futurekontrakter

En futurekontrakt er en avtale om å levere en eiendel eller dens pengeverdi på en forhåndsbestemt dag til en forhåndsbestemt pris.

Futurekontrakter handles på børs akkurat som aksjer, og de er bygd opp slik at de gir den samme avkastning og risiko som de aksjene kontrakten representerer.

Verdien av den daglige handelen med futurekontrakter er større enn handelen med aksjer i flere av de største markedene rundt omkring i verden inkludert USA, Japan, Frankrike og Tyskland.

De største fordelene man kan oppnå ved å bruke futurekontrakter fremfor aksjer er knyttet til likviditet og lave kostnader.

Norges Bank har i 1998 brukt futurekontrakter til å skaffe eksponering i aksjemarkedene, kontrollere tid og metode for overføring av midler til eksterne forvaltere, samt til å implementere endringer i allokering av aktivaklasser.

Statens petroleumsfond er på flere måter unikt grunnet sine regelmessige innskudd og den hyppige rebalanseringen mellom ulike aktivaklasser. Disse faktorene gjør bruken av futurekontrakter spesielt viktig.

### Indeksforvaltning

Indeksforvaltning innebærer at forvalterne kjøper aksjer i de fleste av bedriftene som er definert i aksjeindeksen, i det størrelsesforholdet som følger av vektene i indeksen.

Forvaltningsstrategien kalles ofte "passiv forvaltning" ettersom man ikke søker å oppnå en meravkastning i forhold til en valgt referanseindeks, men snarere å følge denne nærmest mulig (en målsetning om lavest mulig "tracking error").

Forvaltningsmetodene er forskjellige blant forvalterne, fra ren replikering der man kjøper samtlige aksjer i referanseindeksen, til ulike former for modeller for å simulere denne ved bruk av færre aksjer.

Forvaltningshonoraret for indeksforvaltning er betydelig lavere enn for aktiv forvaltning.

Transaksjonskostnadene er også langt lavere fordi årlige kjøp og salg av aksjer normalt utgjør kun 3-7 prosent av porteføljen. Dessuten gir indeksforvaltning gode muligheter til å krysse porteføljer internt i forvaltningsorganisasjonene mellom ulike kunder. Dette reduserer også transaksjonskostnadene fordi handlene gjøres uten vanlige meglerkostnader og markedspåvirkning.

### Eksterne forvaltere valgt til å forvalte deler av Petroleumsfondet

| <b>Indeksforvalterne (valgt i november/desember 1997):</b>     | <b>Mandat:</b>                  |
|----------------------------------------------------------------|---------------------------------|
| Barclays Global Investors                                      | Global indeksportefølje         |
| Gartmore Investment Management                                 | Global indeksportefølje         |
| Bankers Trust Company                                          | Global indeksportefølje         |
| State Street Global Advisors UK                                | Global indeksportefølje         |
| <b>Aktive aksjeforvaltere (valgt i oktober/november 1998):</b> | <b>Mandat:</b>                  |
| Capital International Limited                                  | Europa utenom Storbritannia     |
| Gartmore Investment Management                                 | Europa utenom Storbritannia     |
| Storebrand Kapitalforvaltning                                  | Europa utenom Storbritannia     |
| Mercury Asset Management                                       | Storbritannia                   |
| Fidelity Pensions Management                                   | Stillehavsregionen utenom Japan |

### 1999: Arbeidet videre

I 1998 har Norges Banks aksjeforvaltere brukt tiden til oppbygging av ekspertisen for effektiv etablering og rebalansering av aksjeporteføljer, innfasing i aksjemarkedet ved hjelp av indeksforvalterne og valg av eksterne aktive aksjeforvaltere. I 1999 vil Norges Bank legge mer vekt på de to siste satsingsområdene innenfor aksjeforvaltningen i Petroleumsfondet, nemlig interne aktive indeksstrategier og intern forvaltning av globale sektorporteføljer. Med interne aktive indeksstrategier vil man blant annet forsøke å kompensere for at de valgte indeksforvalterne ikke utnytter alle muligheter for meravkastning knyttet til endringer i aksjeindeksene. Den interne forvaltningen av globale sektorporteføljer vil bli konsentrert om utvalgte sektorer.



---

*Publisert 27.04.2003 15:20*

Norges Bank | Bankplassen 2, PB 1179 Sentrum, 0107 Oslo | Tlf 24 07 30 00 | [Opphavsrett og ansvar](#)