

## Honorarstruktur i avtaler med eksterne forvaltningsselskaper

### Bakgrunn

Norges Bank kjøper inn ekstern forvaltningskompetanse innen områder det ikke er hensiktsmessig eller realistisk for banken å bygge opp tilsvarende intern kompetanse. Ofte dreier det seg om spesialistkompetanse innenfor spesifikke næringer eller spesifikke fremvoksende markeder.

Vår målsetting er å legge best mulig til rette for høy langsiktig avkastning til lavest mulig kostnader og risiko. Det er viktig at avtalene fører til høyest mulig interessesamsvar mellom Norges Bank og leverandørene. Det stilles derfor strenge krav til leverandørene. De blir nøye overvåket, og deres honorarer er knyttet til kvaliteten av den tjenesten de leverer. De som leverer dårlige tjenester, eksempelvis lave investeringsresultater, vil få langt mindre betalt enn de som leverer opp til eller overstiger forventningene.

### Forhandlingssituasjon

NBIM har som en stor, langsiktig og anerkjent investor normalt gode kort i forhandlingene med eksterne forvaltningsorganisasjoner. NBIM har opparbeidet seg et godt renommé, og det gir høy status blant forvaltningsfirmaer å stå på listen over våre eksterne forvaltere. Etter hvert som kompetanse har blitt bygd opp internt i NBIM har andelen av kapitalen som blir forvaltet eksternt gradvis gått ned. Graden av spesialisering i den eksterne forvaltningen har i denne prosessen blitt høyere. Dagens avtaler er derfor dominert av spesialisert kompetanse innen snevert definerte områder. Siden det aktuelle investeringsfeltet er så spesialisert vil det i mange tilfeller være begrensninger på hvor mye kapital en forvaltningsbedrift kan håndtere. Konkurransen om flere av forvalternes kapasitet er derfor hard.

Resultatet av disse forholdene er at NBIM ikke kan påtvinge tjenestetilbydere våre betingelser, men at vi må forholde oss til en forhandlingssituasjon. Vår målsetting er å få best mulig kvalitet til lavest mulig pris, med andre ord høyest mulig forventet avkastning etter honorarer. Hvert eneste år er det tilfeller der NBIM og motparten ikke kommer i mål med forhandlingene fordi avstanden er for stor.

Vår forhandlingsstyrke vil variere fra motpart til motpart og produkt til produkt. Vi søker å utnytte våre fortrinn, som langsiktighet og størrelse. Dette er noe vi vektlegger i forhandlingene med selskapene og som kan leses av vår honorarstruktur. Blant annet beregnes honorarene med bakgrunn i avkastning helt siden oppstart av hver enkelt forvaltningsavtale.

Kvaliteten av produktene som tilbys i markedet varierer svært mye. Det betyr også at hva vi er villige til å betale varierer betydelig. Ingen forhandlinger er derfor like. For forskjellige motparter er det forskjellige forhold som er viktige. Vi søker så langt vi kan å utnytte disse preferansene, for dermed å begrense fondets totale honorarkostnader. Resultatet er tilnærmet lik honorarstruktur, men med en situasjonsbetinget tilpassing av de ulike elementene i strukturen.

### Honorarstruktur

Grunnprinsippet for strukturen er ganske enkelt. Vi betaler honorarer basert på verdiskaping siden oppstart. Verdiskapingen regnes som verdier skapt utover summen av referanseindeksen og en ekstramargin. Dette suppleres med at deler av honorarene tilbakeholdes de første årene for å skape bedre interessesamsvar. Endelig er det satt et øvre tak på årlig utbetalt honorar.

Til tross for at vi foretrekker avkastningsbaserte honorarer, siden dette i de fleste tilfeller reduserer våre forventede kostnader og ifølge forskning øker forventede resultater, vil vi av ulike grunner også ha mandater med kun faste honorarer.

Avtaler som inneholder avkastningsavhengige honorarer, vil ha disse elementene:

- **Basishonorar**, som er en fast andel av kapitalen som forvaltes. Dette utbetales uavhengig av resultat og er ment til å dekke kostnader knyttet til det konkrete mandatet. Nivået er gjennomgående betydelig under markedsstandard for mandatet og langt under hva et fast honorar ville vært dersom det ikke var noe avkastningsavhengig honorar. Basishonorarene har de siste årene i gjennomsnitt ligget rundt 0,12 prosent av forvaltet kapital. Vi ønsker ikke at forvaltningsbedrift skal gå i overskudd dersom verdier ikke er skapt for oss som kunde.
- **Avkastningsavhengig honorar**, som opptjenes og utbetales etter et system som beskrives i følgende avsnitt.

### Nærmere om det avkastningsavhengige honoraret

Verdiskapingen i den eksterne forvaltningen er her definert som differansen mellom avkastningen forvaltningsselskapet oppnår på den ene siden, og avkastningen på referanseindeksen tillagt en margin på 1-2 prosentpoeng på den andre siden.

Det viktigste målet på kvaliteten på tjenestene en forvaltningsbedrift leverer, er verdiskapingen som leveres til kunden. Det er derfor naturlig at det vesentligste av honoraret knyttes til denne. Det er også naturlig at en mindre del av verdiskapingen går til leverandøren og at man måler resultater over en lang periode. Frem til forvaltningsfirmaet over en lengre periode har vist gode resultater, holdes deler av opptjente honorarer tilbake for å unngå at vi belønner høy risiko eller tilfeldige kortsiktige resultater. Videre er det naturlig å begrense enkeltårs utbetalinger til forvaltningsselskap.

Vår honorarstruktur tar vare på disse elementene. Avkastningsavhengig honorar beregnes på følgende stegvise måte:

- i) Verdiskaping regnes for hver enkelt måned;
- ii) Månedlig Verdiskaping summeres siden start av mandatet;
- iii) Summen fra steg (ii) multipliseres, om positiv, med andelen av verdiskapingen som tilfaller forvaltningsbedriften;
- iv) Resultatet fra steg (iii) multipliseres med tilbakeholdingsatsen;
- v) Alle honorarer betalt siden start av mandatet trekkes fra;
- vi) Beløpet fra steg (v) er begrenset til honorartaket.

### **i) og ii) - Beregningsgrunnlag**

Beregningen av det avkastningsavhengige honoraret tar utgangspunkt i den akkumulerte verdiskaping, dvs. all verdiskaping som er oppnådd siden avtalen med forvalteren ble inngått. Verdiskaping er i avtalene definert som avkastning utover en referanseindeks, pluss en ekstramargin på 1-2 prosentpoeng.

Kortsiktige resultater kan være et resultat av både flaks og evner, mens langsiktige resultater har en større sannsynlighet for å være dominert av evner. Honorarmessig innebærer det langsiktige fokuset på verdiskaping siden oppstart at det er en innebygd "high water mark"-struktur i honorarene. Dersom forvaltningselskapet opplever en periode med lavere avkastning enn sin referanse, må selskapet tjene all mindreakstning tilbake før det igjen blir beregnet avkastningsavhengige honorarer. Dette reduserer honorarene. Det innebærer samtidig at honorartaket settes på utbetaling, ikke opptjening.

### **iii) - Beregning av opptjent honorar**

I avtalen settes det en fordeling av hvor mye av verdiskapingen som går til forvaltningsfirmaet og hvor mye som går til SPU. SPUs andel er normalt 80-90 %, mens forvaltningsfirmaet i de fleste tilfeller får 10-20 %. Ved utgangen av hvert enkelt år beregnes et opptjent honorar ved å multiplisere den akkumulerte verdiskapingen med denne prosentandelen.

### **iv) - Tilbakeholding**

Deler av det avkastningsavhengige honoraret holdes tilbake de første fem årene et selskap har avtale med NBIM. (*Merk: ikke rullerende*). NBIMs standard er at det første året utbetales 50 prosent, året etter 60 prosent, suksessivt økende til full utbetaling fra og med sjette år. Etter seks år med daglige beholdnings-, transaksjons- og avkastningsdata kan vi med større sikkerhet si at verdiskapingen er et resultat av kompetanse, prosesser og evner. Samtidig innebærer den lange tiden fra oppstart at verdien på "high water mark" på dette tidspunkt er langt høyere.

Poenget med å holde tilbake utbetalinger er delvis å sikre seg mot mulig reversering av tidligere års resultater. Dette refereres vanligvis til som *clawback* eller *nedsidebonus*.

Tilbakeholdte honorarer kan holdes tilbake permanent dersom verdiskapingen i påfølgende år er negativ eller ved brudd på avtalen. Det er verdt å merke seg at dersom forvaltningsselskapet i fremtiden leverer kun samme avkastning som markedet, dvs. lavere enn ekstramarginen, vil opptjente, men ikke utbetalte, honorarer gradvis bli redusert. Dersom ekstramarginen for forvaltningsselskapet er markedsavkastning + 2,0 %, vil tilbakeholdte honorarer ikke bli utbetalt dersom forvaltningsselskapet bare oppnår markedsavkastning + 0,5 %. Tilbakeholding av honorarer innebærer dermed et sterkt element av såkalt nedsidebonus.

#### **v) – Fratrekk av tidligere betalte honorarer**

Tidligere utbetalt honorar kommer til fratrekk fra beløpet beregnet under iv). De tidligere utbetalte honorarene inkluderer basishonoraret, noe som betyr at det er ytterligere en ekstramargin innebygd i avtalene. Verdiskaping multiplisert med andel av verdiskapingen må være høy nok til å dekke basishonorarene som er utbetalt før avkastningsavhengig honorar tjenes opp. Resultatet er at forventet honorar reduseres betydelig, og en økning av prosentsatsen en forvalter må oppnå før avkastningsavhengig honorar er tjent.

#### **vi) - Tak**

Alle avtalene inneholder nå et tak for utbetaling i et *enkelt år*. Taket er formulert som det laveste av en fast andel av forvaltningskapitalen og et konkret beløp. Dersom forvaltningsselskapet oppnår en meravkastning som er så høy at selskapets andel overstiger taket, utbetales bare beløpet opp til taket i dette enkeltåret.

Det tilbakeholdte beløpet er ikke kun en forskyving av betalingen da det er flere muligheter for at opptjente honorarer utover taket ikke kommer til utbetaling:

- Tilbakeholdt honorar reduseres dersom fremtidig avkastning er lavere enn referansen til selskapet (måleindeksen tillagt ekstramarginen).
- Tilbakeholdte honorarer forsvinner ved brudd på avtalen.
- Ved oppsigelse er utbetalingen begrenset til taket. Forvaltningsselskapet har ikke et krav på opptjent, ikke utbetalt honorar utover taket. Dersom NBIM sier opp avtalen i desember så får forvaltningsselskapet ikke utbetalt honorarer senere, selv om det forelå opptjente men ikke utbetalte honorarer. Dette kan for eksempel skje dersom det er betydelige opptjente men ikke utbetalte honorarer, og vi ikke forventer like god fremtidig meravkastning.