

Internasjonalt konkurransedyktig kapitalforvaltning

av direktør Knut N. Kjær, Finansmagasinet nr. 5/2002.

Det er viktig med en løpende og kritisk debatt om hvordan Petroleumsfondet kan forvaltes slik at det skapes høyest mulig merverdi for Finansdepartementet som oppdragsgiver. Mange av innspillene tar utgangspunkt i interessene til den norske finansnæringen, slik innlegget fra Egil H. Sjursen i forrige nummer av Finansmagasinet er et eksempel på. Det er bra at Norges Bank utfordres til å gjøre rede for hvordan forvaltningsoppgaven utføres og til å belyse nærmere vår rolle som en del av det norske forvaltningsmiljøet.

Finansdepartementet har etter foreleggelse for Stortinget definert et meget klart forvaltningsmandat til Norges Bank. I kvartalsvise rapporter og meget omfattende årsrapporter til Finansdepartementet, som også legges fram på pressekonferanser, gir Norges Bank data for avkastning, risiko, kostnader samt nærmere informasjon om hvordan forvaltningen er utøvd. I oppfølgingen av forvaltningen fokuseres det særlig mye på om Norges Bank oppnår meravkastning i forvaltningen målt i forhold til referanseporteføljen (benchmark) gitt av Finansdepartementet.

Med denne forvaltningsmodellen er det delegert et helt tydelig resultatansvar til Norges Bank; også for den delen av forvaltningen som er plassert videre til eksterne. Det er full åpenhet om resultatbidragene fra intern og ekstern forvaltning. Departementet har siden 1998 benyttet et engelsk konsulentfirma for å få uavhengig måling av Norges Banks avkastning. Nylig har departementet utpekt ytterligere et internasjonalt rådgivningsselskap for å få råd om forvaltningsstrategi og uavhengig vurdering av Norges Banks forvaltning.

I et brev til Finansdepartementet i september 2000, vedlagt Nasjonalbudsjettet for 2001, beskrev Norges Bank sin strategi for å velge mellom egen og ekstern forvaltning. Vår referanseramme er beste praksis i store private og offentlige pensjonsfond i utlandet.

Etter forvaltningsavtalen inngått mellom Finansdepartementet og Norges Bank dekker departementet bankens kostnader med forvaltningen opp til 0,1 prosent av beløp under forvaltning. Dette innbefatter også honorarer banken betaler videre til eksterne forvaltere, med unntak av de delene som er relatert til oppnådd meravkastning. Finansdepartementet benytter et kanadisk basert konsulentfirma for detaljerte, sammenlignende studier av forvaltningskostnadene.

Hvordan skape merverdi i forvaltningen?

Det er velkjent i Norge og utlandet at bare et fåtall av forvaltningsorganisasjonene makter å skape merverdi i forvaltningen over tid. Generelt er det lønnsomt for kundene heller å kjøpe en bred markedseksposering (indeksforvaltning) til lav pris fremfor å betale høyere honorar til forvaltere som forsøker å gjøre det bedre enn den gjennomsnittlige avkastningen i markedet. Mulighetene for suksess i aktiv forvaltning avhenger gjerne av egenskapene ved de ulike markedene.

Norges Bank har ved en rekke anledninger og i årsrapportene for forvaltningen av Petroleumsfondet lagt fram det som er vår "oppskrift" for å nå gode resultater. Noe av vår motivasjon for å være tydelige i å formidle og forklare investeringsfilosofien, er et ønske om å få tilbakemeldinger vi kan lære av. Nettopp de internasjonale og norske erfaringer gjør oss ydmyke overfor oppgaven. Gode innspill fra miljøer nær oss kan være viktige bidrag for å nå bedre resultater.

En viktig del av Norges Banks investeringsstil er å kombinere porteføljer med bred markedseksposering, som i hovedsak forvaltes internt til lave kostnader, med spesialiserte aktive

porteføljer av både eksterne og interne mandater. Målet er ikke lave kostnader i seg selv - men høyest mulig meravkastning etter kostnader. Dette er etter vår oppfatning i samsvar med beste internasjonale praksis i forvaltningen av store fond. I andre land har kundene et rikt valg mellom produkttilbud - fra indeksforvaltning til lave kostnader til spesialiserte og dyrere produkter. I Norge er slik "unbundling" ennå ganske uvanlig. Kundene betaler "full pris" selv om de kanskje får et produkt som kan produseres enkelt til lav pris.

Siden Norges Bank har delt forvaltningsproduktet i to på denne måten, er det misvisende å bruke beløp under forvaltning som utgangspunkt for å sammenligne hva Norges Bank gjør i sin interne forvaltning med omfanget av den eksterne forvaltningen. Norges Bank forvalter selv rundt 80 prosent av Petroleumsfondet. En stor andel av dette er porteføljer som forvaltes nær markedsgjennomsnittet og til meget lave kostnader. De mer enn 30 mandatene innen ekstern forvaltning sto likevel for mer enn halvparten av den potensielle verdiskapingen (aktiv forvaltning) og av de samlede forvaltningskostnadene.

Hvorfor går så få av oppdragene til norske forvaltere?

Norges Bank har fram til utgangen av første kvartal tildelt drøyt 40 forvaltningsoppdrag til eksterne forvaltningsorganisasjoner. Kun tre av oppdragene har vært til norske forvaltere. Ett oppdrag har blitt plassert til en svensk forvalter; de øvrige er gått til forvaltere som er hjemmehørende utenfor Norden.

Hvorfor går så få av oppdragene til norske og nordiske forvaltere? Før jeg drøfter dette nærmere vil jeg først påpeke at Petroleumsfondet her ikke er i en enestående situasjon. Også andre store norske fond, som pensjonskassene til Statoil og Oslo kommune, har i liten grad plassert oppdrag innen forvaltning av internasjonale verdipapirer til norske forvaltere. I de fem svenske statlige AP-fondene har få av de internasjonale forvaltningsoppdragene gått til svenske forvaltere.

Et nærliggende svar er at norske forvaltere har sin kjernekompetanse på forvaltning av norske verdipapirer. Petroleumsfondet investerer kun i utlandet. Dernest synes en viktig forklaring å være at de norske forvaltningsorganisasjonene er små sammenlignet med utenlandske. Verdens største forvaltere har rundt 10.000 milliarder kroner under forvaltning. Nummer 100 på listen forvalter mer enn 800 milliarder. Størrelse gir mulighet til å bygge opp analysestaber med bibehold av lave enhetskostnader - og til å få ned enhetskostnadene ved utvikling og drift av tunge IT-systemer.

Men disse to faktorene gir ikke en tilstrekkelig forklaring. Det finnes norske forvaltningsmiljøer med gode produkter innen internasjonal kapitalforvaltning til tross for begrenset størrelse. Vi har over de siste årene erfart et paradoks: Mens vi har utlyst stadig mer spesialiserte forvaltningsmandater, har responsen fra og konkurransedyktigheten til norske forvaltere ikke økt. Dette til tross for at nettopp spesialisering gir små miljøer muligheten til å konkurrere med store organisasjoner. Eksempelvis var det ingen norske søkere til mandater for forvaltning innen markedet for små og mellomstore bedrifter i Norden (utenom Norge). Det var heller ingen som søkte spesialistmandater innen aksjeforvaltning i energisektoren.

Norges Bank må legge forretningsmessige vurderinger til grunn ved valg av eksterne forvaltere; alle som velges må være internasjonalt konkurransedyktige. Gitt dette er det noe rom for skjønnsutøvelse. Ved vurderingen av søknader om forvaltningsoppdrag har Norges Bank lagt noe vekt på at vi selv har fordeler ved å velge forvaltere som er lokalisert nær oss. Det er noe enklere å følge opp forvaltere i nærheten. Vi har også erfart viktigheten av løpende dialoger med nærliggende fagmiljøer. For å være ekstra sikre på at utøvelse av skjønn er godt i samsvar med prinsippene om forretningsmessighet og at søkere blir behandlet rettferdig, har Norges Bank ved flere anledninger

har vi fått anerkjente konsulentmiljøer til å lage "second opinion" på vår anvendelse av formelle såvel som uformelle kriterier.

Miljø for internasjonal kapitalforvaltning

Jeg vil hevde at Norges Bank gjennom forvaltningen av Petroleumsfondet har bidratt til en positiv utvikling innen det norske miljøet for internasjonal kapitalforvaltning. Vi har på flere områder forsøkt å være en aktiv og positiv bidragsyter:

- Det er gitt omfattende tilbakemeldinger til norske forvaltere som har søkt mandater. Vi har forklart hvilke krav som stilles og belyst hvor vi mener det er svakheter i forhold til kravene. Vår erfaring er at disse dialogene har vært fruktbare.

- Med jevne mellomrom har vi invitert bransjeorganisasjonene og representanter fra de antatt mest relevante forvaltningsmiljøene til Norges Bank for å informere om våre planer og for å få tilbakemeldinger. Vi har formidlet at vi ikke lar formelle kriterier, som for eksempel fem års avkastningshistorikk, være til hinder for å vurdere forvaltningsprodukter.

- Vi deltar aktivt som forelesere i finans og kapitalforvaltning på høyskoler, på videreutdanningskurs og på seminarer og møter arrangert av ulike bransjeorganisasjoner og bedrifter. Møtet arrangert av Finansanalytikerforeningen sist vår, som Sjursen henviste til i sitt innlegg, er ett av mange eksempler. Vi har inntrykk av at våre bidrag har vært viktige for en del andre institusjonelle investorer; som kanskje har blitt mer krevende kunder.

- Sammen med Finansnæringens Hovedorganisasjon, Sparebankforeningen og Verdipapirfondenes forening arrangerte vi i august et seminar om utfordringene som den norske forvaltningsnæringen står overfor. Dette seminaret var en god anledning til å drøfte hvilke internasjonale utviklingstrekk som særlig vil påvirke kapitalforvaltningen i Norge fremover.

Norges Bank Kapitalforvaltning har økt bemanningen hvert år siden 1997. Over disse årene er det rekruttert noen personer med forvaltningsbakgrunn fra norske institusjoner. Dette har imidlertid vært et fåtall av rekrutteringene; færre enn hva vi for eksempel har ansatt av utlendinger. Vi har ansatt mange nyutdannede og personer med annen fagbakgrunn.

Tidligere gikk strømmen av arbeidskraft med finansbakgrunn stort sett fra Norges Bank til private selskaper i Norge. Siden 1997 har den gått begge veier. Nettopp det at vi er en del av arbeidsmarkedet og bidrar ganske sterkt til kompetanseoppbygging på internasjonal kapitalforvaltning, risiko- og avkastningsmåling, oppfølging av ekstern forvaltning mv - tror jeg er en viktig positiv faktor for det norske forvaltningsmiljøet.

Norges Bank Kapitalforvaltning har bygget opp kompetansen uten noen gang å behøve å være lønnsledende.

Det er viktig både for det norske kapitalmarkedet og for Petroleumsfondet at norske forvaltningsmiljøer har førsteklasses kompetanse innen internasjonal kapitalforvaltning. I og med at det norske næringslivet og kapitalmarkedet er så integrert i de internasjonale markedene, er det trolig uheldig om alle forvaltere kun definerer sin kjernekompetanse til å velge blant norske verdipapirer. Videre vil man ved å konkurrere på et internasjonalt marked innen kapitalforvaltning kunne tilegne seg arbeidsmåter som kan være nyttige ved analyser og oppfølging av norske bedrifter - og som dermed kan ha gunstige indirekte effekter for utviklingen av det norske næringslivet.

Det er flere temaer det kan være interessant og viktig å debattere nærmere. Ett er om Norges Bank bør velge andre strategier for å oppnå best mulig resultat i forhold til referanseporteføljen. Ett annet er om hva norske kapitalforvaltere bør gjøre for å få flere av forvaltningsoppdragene til Petroleumsfondet.

Til det siste spørsmålet er vårt svar å fokusere virksomheten enda sterkere. Man bør definere innen hvilke segmenter av det internasjonale kapitalmarkedet hvor man har en kjernekompetanse som gjør det sannsynlig og troverdig at man velger de verdipapirer over tid gir høyere avkastning enn de øvrige innen det samme segmentet. Når man har definert hvilke informasjonsfortrinn som skal videreutvikles, er det samtidig viktig å være langsiktig. Beste internasjonale praksis er at analytikere og forvaltere følger de samme selskaper år ut og år inn. Det er ingen grunn til at norske miljøer som fokuserer virksomheten på områder hvor de har spesielle fortrinn ikke skal være minst like gode som de beste utenlandske.

Som det kom fram på seminaret til bransjeorganisasjonene og Norges Bank, står norske forvaltere her overfor vanskelige dilemmaer. Norges Bank er med sine krav til spesialisering ikke en typisk kunde i det norske markedet. Mange mindre kunder er mer tjent med bredere forvaltningsprodukter. Også for livselskapene, som er de viktigste kundene til de norske forvalterne, representerer trolig spesialisering kontra effektiv implementering av bred markedseksponering viktige veivalg.