



DET KONGELIGE  
FINANSDEPARTEMENT

Norges Bank  
Postboks 1179 Sentrum  
0107 OSLO

Deres ref

Vår ref  
09/3233 AFF EEr

Dato  
31 .08.2009

### Norges Banks aktive forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland

Departementet ønsker å evaluere grunnlaget for, og vurdere omfang og innretting av Norges Banks aktive forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland, jf. St.meld. nr. 20 (2008–2009) Om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2008, hvor departementet bl.a. skriver:

*"Departementet vil ved bruk av eksterne konsulenter med spesialkompetanse foreta en ny gjennomgang av status for risikostyringen og erfaringene med den aktive forvaltningen i Norges Bank. Departementet vil også be Norges Bank utarbeide en forretningsplan med en utfyllende beskrivelse av hovedstrategier for å oppnå meravkastning. Blant annet på bakgrunn av den eksterne gjennomgangen og Norges Banks plan vil departementet komme tilbake til Stortinget våren 2010 med et bredt beslutningsgrunnlag og en vurdering av hvorvidt eller i hvilket omfang aktiv forvaltning i Statens pensjonsfond – Utland skal videreføres."*

Videre vises det til brev fra Norges Bank til Finansdepartementet 14. mars 2009 om aktiv forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland (SPU).

Gjennomgangen av den aktive forvaltningen av SPU må ses i sammenheng med at det er ønskelig med en bredere og mer grundig forankring av spørsmålet om aktiv forvaltning. På lik linje med fondets referanseportefølje, må også denne delen av forvaltningen bygge på et solid analytisk grunnlag og være tilstrekkelig godt forankret til at en kan tåle perioder med negative resultater. I dette brevet ber vi Norges Bank bidra med analyser og vurderinger knyttet til aktiv forvaltning som del av et samlet beslutningsgrunnlag som skal legges fram for Stortinget våren 2010, jf. ovenfor. Samtidig ber vi om at Norges Bank utarbeider en forretningsplan for den aktive

forvaltningen som bygger på de generelle råd og vurderinger som banken kommer med.

*Nærmere om Norges Banks analyser og vurderinger knyttet til aktiv forvaltning*

Både Finansdepartementet og Norges Bank har som utgangspunkt at de fleste markedene fondet opererer i er nær effisiente. Departementet ber om at Norges Bank kommer med en omtale og vurdering av nyere akademiske studier av markedseffisiens og lønnsomhet ved aktive forvaltningsstrategier, og gir en vurdering av hvor relevante banken mener disse er for forvaltningen av SPU.

Med nær effisiente markeder må forvalter ha fortrinn som gjør det mulig å oppnå bedre resultater over tid enn en referanseportefølje eller en gruppe av sammenliknbare forvaltere for å lykkes med aktiv forvaltning. Det bes derfor om at en redegjør for i hvilken grad banken mener å ha identifisert slike relevante fortrinn.

Det bes om en vurdering av hvorvidt, og i så fall hvordan, Norges Bank planlegger å utnytte særtrekk ved Statens pensjonsfond i den aktive forvaltningen. I debatten om aktiv forvaltning har banken blant annet argumentert for at den er i en særstilling som følge av fondets størrelse og lange tidshorisont. Det bes om at banken utdyper på hvilken måte fondets særtrekk kan utgjøre en fordel som kan utnyttes gjennom aktive strategier for å skape positiv differanseavkastning over tid etter fradrag for merkostnader ved aktiv forvaltning.

Norges Bank viser i brev 14. mars 2009 til at risikopremiene knyttet til ulike aktivaklasser i kapitalmarkedene varierer over tid. Banken peker på at en investor med tilstrekkelig tidshorisont og risikokapasitet bør kunne utnytte dette. Departementet ber om en nærmere vurdering fra banken om og på hvilken måte banken kan utnytte tidsvarierende risikopremier til å skape positiv differanseavkastning over tid og hvilke endringer i styringsstrukturen som dette eventuelt vil kunne kreve.

I brev til Finansdepartementet 14. mars 2009 framheves det videre at det kan bidra til å undergrave kapitalmarkedenes funksjon dersom store institusjonelle investorer utelukkende legger til grunn at andre aktører sørger for en effektiv prisdannelse. Banken understreker i denne sammenheng at innslag av aktiv forvaltning vil være nødvendig for at Norges Bank skal ha legitimitet i gjennomføringen av viktige deler av forvaltningsoppdraget. Departementet ber om at banken utdyper disse synspunktene.

I samme brev peker Norges Bank på at det er viktig at store, institusjonelle eiere ikke er passive, men ivaretar sine rettigheter som minoritetsaksjonær. I denne sammenheng bes det om en redegjørelse for bankens syn på betydningen av en aktiv forvaltningsstrategi for muligheten til å drive aktiv eierskapsutøvelse på en god måte. Departementet ønsker opplyst hvilke elementer i arbeidet med aktiv forvaltning banken mener har betydning, og på hvilken måte de eventuelt spiller inn, i arbeidet med eierskapsutøvelsen. Departementet ønsker videre opplyst i hvilken grad analyser som

utføres som ledd i den aktive forvaltningen har hatt overføringsverdi til arbeidet med eierskapsutøvelse. Departementet ber videre opplyst i hvilken grad såkalte ESG-hensyn har medført at selskaper har blitt overvektet eller undervektet i forhold til referanseporteføljen, eller om en slik mulighet har blitt brukt som argument i selskapsdialoger. Dersom dette har vært tilfelle, ber departementet om nærmere opplysninger om hva slags forhold som har begrunnet dette. Banken bes redegjøre for sitt syn på om man kan oppnå gode resultater når det gjelder aktivt eierskap på en mer kostnadseffektiv måte gjennom aktiv forvaltning enn uten aktiv forvaltning. Det bes i tillegg om en vurdering av hvordan en indeksforvalter eventuelt kunne etablere et miljø for effektiv eierskapsutøvelse.

#### *Nærmere om praktisk gjennomføring av aktiv forvaltning*


Dersom Norges Bank mener å kunne godtgjøre at det i prinsippet er grunnlag for å forvente meravkastning over tid (dvs. etter fradrag for kostnader) gjennom aktiv forvaltning, er det i tillegg behov for å operasjonalisere dette på en god måte for at man skal lykkes. I tillegg til bankens analyser og vurderinger av grunnlaget for aktiv forvaltning av Statens pensjonsfond – Utland som nevnt over, ber Finansdepartementet om at Norges Bank utarbeider og oversender en plan for arbeidet med aktiv forvaltning. Denne planen vil utgjøre et sentralt element i Finansdepartementets vurdering av hvorvidt, og i hvilket omfang, det er hensiktsmessig å drive aktiv forvaltning. Planen vil være en viktig faktor i departementets arbeid med videreutvikling av retningslinjene for forvaltningen. Departementet legger til grunn at planen blant annet bør inneholde følgende:

- utfyllende beskrivelser av hovedstrategiene for å oppnå positiv differanseavkastning basert på eventuelle fortrinn og særtrekk, og en nærmere redegjørelse for konkrete, aktive forvaltningsstrategier fordelt på resultatområder/markedssegmenter og tidshorisonten knyttet til de ulike forvaltningsstrategiene,
- redegjørelse for de analysemetoder som nyttes i den aktive forvaltningen. Analysemetodene bør knyttes opp mot eventuelle fortrinn banken mener den har i den aktive forvaltningen sammenliknet med andre forvaltere,
- redegjørelse for sentrale risikofaktorer knyttet til de ulike aktive strategiene og bankens prinsipper for risikostyring av disse faktorene,
- risikobudsjett, der samlet forventet differanseavkastning og relativ risiko for fondet fordeles på resultatområder i NBIM. For absolutte mandater skal det opplyses om forventet avkastning og risiko. Sammensetningen av risikobudsjettet skal begrunnes, og forventningene om positiv differanseavkastning skal sannsynliggjøres for hvert enkelt resultatområde,
- redegjørelse for bankens forventninger til hvilken distribusjon differanseavkastningen vil ha over tid basert på de aktive strategiene,
- redegjørelse for hvordan banken vil vedlikeholde en institusjonell ramme og styringsmessig struktur som legger til rette for å skape meravkastning på lang sikt,

- redegjørelse for prinsippene for utformingen av prestasjonsbaserte avlønningssystemer i tilknytning til aktiv forvaltning både for internt og eksternt forvaltede porteføljer. Banken skal begrunne hvordan insentivsystemet ivaretar hensynet til fondets langsiktige investeringshorisont,
- redegjøre for hvilken merkostnad banken anslår knytter seg til den aktive forvaltningen, og
- redegjørelse for hvorfor banken mener den planlagte innretning av aktiv forvaltning er i overensstemmelse med den overordnede, langsiktige målsettingen for fondets investeringsstrategi.

Finansdepartementet ber om at Norges Bank oversender sine analyser, vurderinger og en plan for aktiv forvaltning til Finansdepartementet senest 16. desember 2009.

Med hilsen

  
Martin Skancke e.f.  
ekspedisjonssjef

  
Espen Erlandsen  
investeringsdirektør