



DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

Meld. St. 21

(2014–2015)

Melding til Stortinget

Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2014





DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

Meld. St. 21

(2014–2015)

Melding til Stortinget

Forvaltningen av
Statens pensjonsfond i 2014

Innhold

Del I	Forvaltningen av Statens pensjonsfond	7	2.7.3	Høringsinnspill	43
			2.7.4	Departementets vurderinger	47
			2.8	Analysen av finansiell risiko som følge av klimaendringer	52
1	Innledning	9			
2	Investeringsstrategien for Statens pensjonsfond utland ...	14	3	Investeringsstrategien for Statens pensjonsfond Norge	55
2.1	Dagens investeringsstrategi	14	3.1	Dagens investeringsstrategi	55
2.1.1	Bakgrunn	14	3.1.1	Bakgrunn	55
2.1.2	Hovedtrekk ved investeringsstrategien	17	3.1.2	Hovedtrekk ved investeringsstrategien	55
2.2	Rammene for Norges Banks forvaltning	22	3.2	Gjennomgang av Folketrygdfondets forvaltning	56
2.2.1	Innledning	22	3.2.1	Bakgrunn	56
2.2.2	Arbeidsdelingen mellom Norges Bank og Finansdepartementet	22	3.2.2	Resultater i forvaltningen	57
2.2.3	Norges Banks forvaltningsstrategier	24	3.2.3	Forvaltningsstrategier og forventet meravkastning	58
2.2.4	Rammen for avvik fra referanseindeksen	25	3.2.4	Rammen for avvik fra referanseindeksen	59
2.2.5	Rapportering	26	3.2.5	Departementets vurderinger	60
2.2.6	Departementets vurderinger	27	3.3	Unoterte investeringer	62
2.3	Investeringer i eiendom og infrastruktur	28	3.3.1	Innledning	62
2.3.1	Bakgrunn	28	3.3.2	Råd og vurderinger fra Folketrygdfondet	62
2.3.2	Utredning av investeringer i eiendom og infrastruktur	30	3.3.3	Departementets vurderinger	63
2.4	Regelen for tilbakevekting av aksjeandelen	30	4	Oppfølgingen av forvaltningen	64
2.4.1	Innledning	30	4.1	Resultater i forvaltningen av Statens pensjonsfond utland	64
2.4.2	Departementets tidligere vurderinger	31	4.1.1	Markedsutviklingen i 2014	64
2.4.3	Råd fra Norges Bank	31	4.1.2	Fondets markedsverdi	64
2.4.4	Departementets vurderinger	32	4.1.3	Avkastning	66
2.5	Langsiktige framskrivinger av Statens pensjonsfond utlands realverdi	32	4.1.4	Risiko og rammer	71
2.5.1	Innledning	32	4.1.5	Kostnader	77
2.5.2	Analysemetode	33	4.1.6	Miljørelaterte investeringsmandater	78
2.5.3	Resultater gitt standard forutsetninger	33	4.1.7	Interne referanseporteføljer	79
2.5.4	Resultater gitt alternative forutsetninger	35	4.1.8	Departementets vurderinger	79
2.6	Investeringer i fornybar energi ...	35	4.2	Resultater i forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge	80
2.6.1	Innledning	35	4.2.1	Markedsutviklingen i 2014	80
2.6.2	Råd fra Norges Bank	36	4.2.2	Fondets markedsverdi	80
2.6.3	Departementets vurderinger	37	4.2.3	Avkastning	81
2.7	Investeringer og virkemiddelbruk i kull- og petroleumsselskaper	39	4.2.4	Risiko og rammer	84
2.7.1	Innledning	39	4.2.5	Kostnader	87
2.7.2	Hovedpunkter i ekspertgruppens rapport	39	4.2.6	Departementets vurderinger	88
			4.3	Oppfølgingen av rammeverket for forvaltningen	88
			4.3.1	Uavhengig gjennomgang av avkastningstillene	88

4.3.2	Folketrygdfondets rammeverk for styring og kontroll av risiko knyttet til aktiv forvaltning	88	6.2.1	Modell	107
4.4	Arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet	89	6.2.2	Antall verdipapirer i referanseindeksen	107
4.4.1	Innledning	89	6.2.3	Sammenfall mellom portefølje og referanseindeks	108
4.4.2	Ansvarlig forvaltningsvirksomhet i Statens pensjonsfond utland	92	6.2.4	Markedsvolatilitet	108
4.4.3	Ansvarlig forvaltningsvirksomhet i Statens pensjonsfond Norge	96	6.2.5	Samvariasjon	108
4.4.4	Observasjon og utelukkelse av selskaper	98	6.2.6	Indeksendringer	108
			6.2.7	Endringer i avvik fra indeks og markedets volatilitet	109
5	Videreutvikling av rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond	101	7	Statistiske analyser av resultatene i Statens pensjonsfond Norge	111
5.1	Innledning	101	7.1	Innledning	111
5.2	Endringer i rammeverket for ansvarlig forvaltningsvirksomhet for Statens pensjonsfond utland ...	101	7.2	Bidrag til meravkastning	112
5.2.1	Innledning	101	7.3	Forholdet mellom avkastning og risiko	113
5.2.2	Oppnevningsprosedyre for Etikkrådet	102	7.4	Referanser	115
5.2.3	Retningslinjer for observasjon og utelukkelse	102			
5.2.4	Mandatet for Statens pensjonsfond utland	103	Vedlegg		
5.3	Endringer i rammeverket for Statens pensjonsfond Norge	104	1	Historiske tabeller	116
Del II	Temaartikler	105	2	Ord og uttrykk	118
6	Relativ volatilitet	107	3	Unoterte investeringer i SPN	124
6.1	Innledning	107	4	Miljørelaterte investeringsmandater i Statens pensjonsfond utland	133
6.2	Forhold som påvirker relativ volatilitet	107	5	Gjennomgang av Folketrygdfondets forvaltning av Statens pensjonsfond Norge	137
			6	Finansiell risiko som følge av klimaendringer	140
			7	Referanseindeksen for Statens pensjonsfond utland	143



DET KONGELIGE
FINANSDEPARTEMENT

Meld. St. 21

(2014–2015)

Melding til Stortinget

Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2014

*Tilråding fra Finansdepartementet 10. april 2015,
godkjent i statsråd samme dag.
(Regjeringen Solberg)*

Del I
Forvaltningen av Statens pensjonsfond

1 Innledning

Statens pensjonsfond består av Statens pensjonsfond utland (SPU) og Statens pensjonsfond Norge (SPN). Fondene forvaltes av henholdsvis Norges Bank og Folketrygdfondet i henhold til mandater fastsatt av Finansdepartementet. Innenfor rammene i mandatene foretar forvalterne investeringsbeslutninger og utøver eierrettigheter uavhengig av departementet.

I denne meldingen legger departementet fram resultater og vurderinger av forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2014. Videreutvikling av fondets investeringsstrategi omtales. Det gjøres også rede for arbeidet med rammeverket for forvaltningen.

Gode resultater de siste årene

Statens pensjonsfond oppnådde et godt resultat i 2014. Nominell avkastning før forvaltningskostnader var for SPU 7,6 pst. målt i utenlandsk valuta og for SPN 10,7 pst. målt i norske kroner.

Resultatene gjenspeiler en positiv kursutvikling i aksje- og obligasjonsmarkedene, både internasjonalt og i Norge. Norges Banks forvaltning ga i fjor mindreavkastning sammenliknet med referanseindeksen som departementet har fastsatt for SPU. Det var meravkastning som følge av forvaltningen til Folketrygdfondet. Ved utgangen av 2014 var den samlede verdien av Statens pensjonsfond 6 616 mrd. kroner, etter en økning på 1 411 mrd. kroner i løpet av året.

Fra januar 1998 til desember 2014 er det oppnådd en gjennomsnittlig årlig nominell avkastning før forvaltningskostnader på 5,8 pst. for SPU og 7,3 pst. for SPN. Svingningene i avkastningen har samtidig vært betydelige. Norges Bank og Folketrygdfondet har i denne perioden oppnådd en gjennomsnittlig årlig brutto meravkastning i forvaltningen på henholdsvis 0,25 og 0,53 prosentenheter.

Forvaltningskostnadene i SPU og SPN utgjorde i 2014 henholdsvis 0,06 pst. og 0,08 pst. av kapitalen. Departementet legger vekt på at forvaltningen skal gjennomføres på en kostnadseffektiv måte. Sammenlikninger med andre fond viser at forvaltningskostnadene, målt som andel av forvaltet kapital, er lave både for SPU og SPN.

Retningslinjene for budsjettpolitikken (handlingsregelen) innebærer at petroleumsinntektene skal fases gradvis inn i norsk økonomi, om lag i takt med utviklingen i forventet realavkastning av SPU. Den *forventede* langsiktige årlige realavkastningen av SPU er anslått til 4 pst. Den gjennomsnittlige *faktiske* årlige realavkastningen av fondet, dvs. nominell avkastning justert for inflasjon og forvaltningskostnader, har fra januar 1997 til desember 2014 vært 4,0 pst. Siden 1998, da aksjer ble tatt inn i referanseindeksen, har årlig realavkastning vært 3,8 pst. i gjennomsnitt.

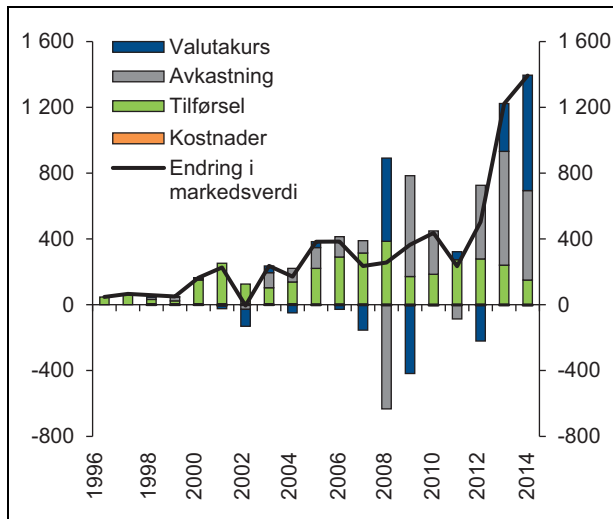
Mens den samlede avkastningen av investeringene i Statens pensjonsfond varierer mye fra år til år, er de løpende inntektene i form av aksjeutbytte, renter og leieinntekter fra eiendom mer stabile. De løpende inntektene til SPU utgjorde i 2014 noe under 3 pst. av fondskapitalen, mens de utgjorde noe under 5 pst. av kapitalen for SPN.

De siste tre årene har den samlede verdien av SPU økt med 3 119 mrd. kroner, jf. figur 1.1. Av denne økningen utgjør den oppnådde avkastningen 1 683 mrd. kroner, mens netto tilførsel av petroleumsinntekter har bidratt til å øke fondsverdien med 670 mrd. kroner. En svakere kronekurs har isolert sett bidratt til å øke verdien målt i kroner med 774 mrd. kroner, men verdiendringer som følge av svingninger i kronekursen påvirker ikke utviklingen i den internasjonale kjøpekraften av fondet. Forvaltningskostandene i disse tre årene utgjør samlet sett omlag 8 mrd. kroner.

Betydelig usikkerhet om utviklingen i fondsverdien de neste årene

Avkastningen de siste årene har vært høy sammenliknet med den avkastningen som forventes over tid. Det gjenspeiler at det har vært en sterk økning i kursene på både aksjer og obligasjoner. Flere forhold understreker at det er betydelig usikkerhet om utviklingen i fondsverdien de neste årene.

Obligasjonsrentene er for tiden svært lave, også for obligasjoner med lang tid til forfall. På kort og mellomlang sikt vil forventet realavkastning av fondets obligasjonsportefølje påvirkes av



Figur 1.1 Utviklingen i markedsverdien til SPU i perioden 1996–2014 fordelt på tilførsel, avkastning, valutakurs og forvaltningskostnader.

Milliarder kroner

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

de realrentene en observerer i dag. De lave markedesrentene innebærer en lav løpende avkastning. Rommet for ytterligere kursgevinster på obligasjonene i porteføljen er begrenset, mens rommet for kurstap ved stigende markedesrenter er betydelig. Ettersom en stor del av SPU og SPN er plassert i obligasjoner, må en påregne at dagens lave markedesrenter vil redusere den samlede fondsavkastningen i en periode. En god obligasjonsavkastning på lang sikt vil være avhengig av at porteføljen i framtiden kan reinvesteres til høyere markedesrenter.

I tillegg til avkastningen av plasseringene, vil SPU's verdiutvikling avhenge av tilførselene til fondet. Netto tilførsler, dvs. brutto tilførsel fratrukket uttak for å dekke det oljekorrigerte underskuddet på statsbudsjettet, har avtatt gradvis de siste årene. I 2014 var netto tilførsel av ny kapital til SPU den laveste på ti år. Tilførselene framover avhenger av blant annet utviklingen i oljeprisen, som er beheftet med betydelig usikkerhet. I avsnitt 2.5 i denne meldingen er det gjort nærmere rede for langsiktige framskrivninger av realverdien av SPU og netto tilførsel, og usikkerheten i disse to størrelsene.

SPU er etter hvert blitt en viktig kilde til finansiering av offentlige utgifter. For 2015 anslås overføringen fra fondet å dekke om lag 11 pst. av de samlede utgiftene over offentlige budsjetter. Finansdepartementet oppnevnte høsten 2014 et utvalg for å vurdere praktiseringen av retningslinjene for bruken av oljeinntekter. I utvalgets

mandat er det pekt på flere utfordringer for norsk økonomi og offentlige finanser. Mandatet viser også til at en kan få en periode med noe lavere avkastning på kapital. Fondsverdien har økt kraftig de senere årene, og kapitalen tilsvarer nå om lag 2½ års verdiskaping i fastlandsøkonomien, målt ved trend-BNP for Fastlands-Norge. Svingninger i fondets verdi og i fondsavkastningen vil dermed kunne bli betydelige sett i forhold til størrelsen på statens øvrige inntekter og norsk økonomi, og særlig sett i forhold til den underliggende veksten i fastlandsøkonomien fra ett år til det neste. Utvalget skal legge fram sin rapport innen utgangen av juni 2015.

En må være forberedt på at avkastningen av Statens pensjonsfond vil kunne svinge betydelig fra år til år. Norges Bank har beregnet at forventede svingninger i SPU, målt ved standardavviket til årlig nominell avkastning, utgjør 8,2 pst. eller om lag 530 mrd. kroner basert på markedsverdien ved utgangen av 2014. Alternativt kan en legge til grunn de største prosentvise årlige utslagene i nominell avkastning en så langt har erfart, som er henholdsvis -23 pst. i 2008 og 26 pst. i 2009 målt i fondets valutakurv. Med fondsverdien ved utgangen av 2014 tilsvarer dette et verdifall i løpet av ett år på nærmere 1 500 mrd. kroner eller en verdiøkning på nesten 1 700 mrd. kroner.

Endringer i investeringsstrategien

Regjeringens ambisjon er at Statens pensjonsfond skal være verdens best forvaltede fond. Det innebærer at en i alle deler av forvaltningen skal strekke seg mot ledende praksis internasjonalt. I tråd med dette er investeringsstrategien for fondet utviklet gradvis over tid, basert på grundige faglige vurderinger og analyser. Viktige endringer i forvaltningen av fondet legges fram for Stortinget. En slik tilnærming gir et godt grunnlag for god og langsiktig forvaltning av Statens pensjonsfond.

Departementets arbeid med å utvikle investeringsstrategien tar utgangspunkt i hvordan ulike investeringsvalg antas å påvirke forholdet mellom forventet avkastning og risiko på lang sikt. De enkelte beslutninger om investeringsstrategien kan ha stor betydning for fondets faktiske avkastning. Departementet har lagt betydelig vekt på å forankre investeringsstrategien med utgangspunkt i finansiell teori, forskning og opparbeidede erfaringer. Departementet innhenter også regelmessig råd og analyser fra internasjonale eksperter. Videre har Norges Bank og Folketrygdfondet både rett og plikt til å gi råd til departementet om behov for endringer i forvaltningen av fondet.

I Meld. St. 19 (2013–2014) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2013 ble det gjort rede for en gjennomgang av Norges Banks forvaltning av SPU, basert på råd og analyser fra Norges Bank og en gruppe eksperter. Departementet viste blant annet til at en ville komme tilbake til spørsmålet om rammen for Norges Banks avvik fra referanseindeksen fastsatt av departementet. I avsnitt 2.2 drøftes behovet for en viss ramme for avvik fra referanseindeksen. En viss ramme for avvik gir forvalter mulighet til å forbedre sammensetningen av fondets investeringer. Departementet legger i denne meldingen opp til at rammen for avvik målt ved forventet relativ volatilitet økes fra 1 til 1,25 prosentenheter. Dette er en forsiktig økning som kan bidra til noe bedre resultater i fondet over tid, men som samtidig kan gi litt større svingninger i avkastningen. Den økte rammen vil ledsages av nye krav i mandatet for SPU, blant annet om utfyllende rapportering av risikoen som tas i forvaltningen. Det legges imidlertid ikke lenger opp til at relativ volatilitet som følge av tilbakevekting av aksjeandelen skal holdes utenfor rammen, jf. Meld. St. 19 (2013–2014) og avsnitt 2.4.

Finansdepartementet besluttet i 2008 å åpne for å investere inntil 5 pst. av SPU i eiendom, jf. St.meld. nr. 16 (2007–2008) Om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2007. Ved utgangen av 2014 var 2,2 pst. av fondet investert i eiendom. I strategiplanen for 2014–2016 har Norges Bank uttrykt et mål om å investere én prosent av fondet i eiendom hvert år de neste to årene. Det betyr at investeringene i løpet av noen år vil kunne nærme seg den øvre grensen på 5 pst. I desember 2014 offentliggjorde departementet at en ville starte en utredning av hvorvidt den øvre grensen for eiendomsinvesteringer skal endres og om det skal åpnes for at fondet skal kunne investeres i unotert infrastruktur. I avsnitt 2.3 er det gitt en nærmere omtale av arbeidet som er satt i gang. Departementet vil vurdere hvordan investeringer i eiendom og infrastruktur kan bidra til å bedre forholdet mellom forventet avkastning og risiko i SPU. Departementet vil videre vurdere hvordan en kan regulere slike investeringer i mandatet til Norges Bank. Dersom det åpnes opp for investeringer i unotert infrastruktur på mer generelt grunnlag, vil også investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi og unotert infrastruktur i framvoksende markeder bli en del av investeringsuniverset til SPU.

I fjorårets melding ble det lagt opp til å øke investeringene i fornybar energi i SPU ved å øke rammen for de miljørelaterte investeringsmandatene til 30–50 mrd. kroner, noe Stortinget sluttet

seg til, jf. Innst. 200 S (2013–2014). I meldingen stod det videre at departementet ville starte et arbeid med å vurdere virkningene av ytterligere å øke investeringene innen fornybar energi, og at vurderingene ville baseres på at det stilles samme krav til forvaltningen som til andre investeringer i SPU. Dette er omtalt i avsnitt 2.6, der det legges opp til å øke rammen for de miljørelaterte investeringsmandatene til 30–60 mrd. kroner. Det vises samtidig også til utredningen av om det bør åpnes for investeringer i unotert infrastruktur, herunder infrastruktur for fornybar energi, jf. avsnitt 2.3. En stor del av investeringsmulighetene innen fornybar energi er i det unoterte markedet.

Finansdepartementet nedsatte i april 2014 en ekspertgruppe for vurdering av SPUs investeringer i kull- og petroleumsselskaper og virkemiddelbruk knyttet til slike selskaper. I mandatet ble det vist til Innst. 141 S (2013–2014) og Stortingets behandling av denne. Ekspertgruppen ble bedt om å vurdere om utelukkelse av kull- og petroleumsselskaper framstår som en mer effektiv strategi enn eierskapsutøvelse og påvirkning. Gruppen ble også bedt om å gi råd om mulige kriterier for utelukkelse av denne type selskaper. Ekspertgruppens rapport ble lagt fram i desember 2014 og har vært på høring. I avsnitt 2.7 er det gjort nærmere rede for gruppens råd, mottatte høringsinnspill og departementets vurderinger. Departementet legger blant annet opp til å innføre et nytt atferdsbasert kriterium rettet inn mot selskapers utslipp av klimagasser i retningslinjene for observasjon og utelukkelse. I tillegg legges det opp til å styrke oppfølgingen av Norges Banks arbeid med eierskapsutøvelse og risikovurderinger knyttet til klimaendringer.

I fjorårets melding varslet departementet at en la opp til å igangsette et arbeid i løpet av 2014 for ytterligere å belyse risiko forbundet med klimaendringer for fondets langsiktige avkastning. Departementets arbeid med klimarisiko er nærmere omtalt i avsnitt 2.8.

Departementet har tidligere omtalt at det legges opp til regelmessige gjennomganger av Folketrygdfondets forvaltning av SPN, slik det også gjøres for SPU. I avsnitt 3.2 er det gjort rede for en gjennomgang av forvaltningen av SPN. Gjennomgangen viser at Folketrygdfondet i forvaltningen av SPN har oppnådd gode resultater over tid. Det legges ikke opp til endringer i den eksisterende rammen for avvik fra referanseindeksen for SPN, som er uttrykt ved en ramme for forventet relativ volatilitet på 3 prosentenheter.

I forbindelse med at Meld. St. 19 (2013–2014) ble lagt fram, ble det vist til at departementet ville

vurdere om det bør åpnes for at deler av SPN skal kunne investeres i unotert eiendom og infrastruktur. I avsnitt 3.3 gjøres det rede for råd og vurderinger som departementet har mottatt fra Folketrygdfondet. Departementet vil arbeide videre med dette spørsmålet, og vurdere hvordan investeringer i unotert eiendom og infrastruktur eventuelt bør reguleres i mandatet til Folketrygdfondet. Departementet vil gjøre tilsvarende vurderinger for SPU, jf. avsnitt 2.3. En del av dette utredningsarbeidet vil omfatte utformingen av mandatet til Norges Bank og mulighetene for å forvalte unoterte investeringer etter en såkalt alternativkostnadsmodell. Dette er samme modell som Folketrygdfondet anbefaler for eiendom og infrastruktur i SPN. Departementet legger opp til å komme tilbake med vurderinger av unoterte investeringer i eiendom og infrastruktur for både SPN og SPU i meldingen om Statens pensjonsfond våren 2016.

En ansvarlig forvaltning

Regjeringen legger vekt på åpenhet og etisk bevissthet i forvaltningen av Statens pensjonsfond. I tråd med dette skal fondet være en ansvarlig investor innenfor den overordnede finansielle målsettingen. Departementet legger til grunn at god avkastning på lang sikt er avhengig av en bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og samfunnmessig forstand, samt av velfungerende og legitime finansmarkeder. Det er over tid blitt lagt større vekt på å integrere hensyn til god selskapsstyring og miljømessige og samfunnmessige forhold i investeringsvirksomheten i Norges Bank og Folketrygdfondet. Det ble innført etiske retningslinjer for forvaltningen av SPU i 2004. Disse er senere blitt oppdatert og revidert.

Med virkning fra 1. januar 2015 er ansvars- og rolledelingen mellom Finansdepartementet, Norges Bank og Etikkrådet i arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet i SPU endret. Dette er et resultat av et langsiktig arbeid med å styrke den ansvarlige forvaltningen av fondet og en oppfølging av Stortingets behandling av fjorårets melding om Statens pensjonsfond, jf. Innst. 200 S (2013–2014). Det er nå Norges Bank som treffer beslutninger om observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU, basert på råd fra Etikkrådet. Finansdepartementet oppnevner medlemmene av Etikkrådet etter innstilling fra Norges Bank. Det nye rammeverket og den nye arbeidsdelingen legger til rette for bedre samspill mellom virkemidlene innen ansvarlig forvaltningsvirksomhet, som standardsetting, eierskapsutøvelse, risikohåndte-

ring og utelukkelse av selskaper. Videre støtter rammeverket opp om kommunikasjon og koordinering mellom Etikkrådet som rådgiver og Norges Bank som forvalter og beslutningstaker. Endringene er omtalt i avsnitt 5.2.

Kriteriene for observasjon og utelukkelse er fastsatt av politiske myndigheter. Noen av kriteriene er basert på hvilke produkter selskapene produserer, som klasevåpen og kjernevåpen. Andre kriterier er basert på selskapenes atferd, som uakseptabel risiko for at et selskap medvirker til eller selv er ansvarlig for grove brudd på menneskerettigheter, grov korrupsjon og alvorlig miljøskade. Ved utgangen av februar i år var 60 selskaper utelukket og ett selskap satt til observasjon basert på disse kriteriene.

Eierskapsutøvelsen til Norges Bank og Folketrygdfondet baseres på internasjonale anerkjente standarder, blant annet fra FN og OECD. Norges Bank har de siste årene solgt seg ut av 114 selskaper der vurderingen har vært at selskapenes forretningsmodell ikke er bærekraftig på sikt. Slike nedslag gjøres innenfor rammen for avvik fra referanseindeksen. I avsnitt 4.4 er det gjort nærmere rede for arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet i Statens pensjonsfond.

En bredt forankret strategi og åpenhet i forvaltningen

Åpenhet er en forutsetning for at det skal være bred tillit til forvaltningen av Statens pensjonsfond. Det følger av mandatene til Norges Bank og Folketrygdfondet at det skal være størst mulig åpenhet om forvaltningen innenfor de rammer som settes for en forsvarlig gjennomføring av forvaltningsoppdraget. SPU anses å være blant verdens mest åpne fond.

Rapporteringen om forvaltningen av Statens pensjonsfond er blitt videreutviklet over tid. Norges Bank og Folketrygdfondet rapporterer kvartalsvis om resultatene i forvaltningen av henholdsvis SPU og SPN. I forbindelse med kvartalsrapporteringen offentliggjør Norges Bank og Folketrygdfondet månedlige avkastningstall, og det opplyses om utnyttelsen av de risikorammer som departementet og henholdsvis hovedstyret i Norges Bank og styret i Folketrygdfondet har fastsatt. Norges Bank offentliggjør kvartalsvis analyser av hvordan systematiske risikofaktorer er tatt hensyn til i forvaltningen. Videre offentliggjør Norges Bank stemmegivningen på generalforsamlinger i enkeltelskaper, mens Folketrygdfondet løpende offentliggjør når de stemmer mot styrenes forslag i norske selskaper. Fra 2015 utgir Norges Bank en egen årlig rapport om ansvarlig forvaltning, mens

Folketrygdfondet har valgt å integrere dette i sin ordinære årsrapport.

Den finansielle rapporteringen om både SPU og SPN er basert på den internasjonale regnskapsstandarden IFRS, som blant annet stiller krav til omfattende og detaljerte noteopplysninger. Offentlig rapportering om formålet med fondet og resultatene i forvaltningen er i tråd med de såkalte Santiago-prinsippene for statlige investeringsfond, som Norge har sluttet seg til.

Departementet er opptatt av at rapporteringen om forvaltningen av Statens pensjonsfond videreutvikles. I avsnitt 2.2 er det for eksempel vist til nye krav til rapportering. Samtidig er det viktig å unngå at økt åpenhet påfører fondet unødige kostnader, for eksempel gjennom at andre markedsaktører søker å tjene på åpenheten om forvaltningen av fondet. Det er derfor ikke fullstendig åpenhet i forkant av endringer i fondets investeringer eller om pågående dialoger med enkeltselskaper.

Det er bred politisk enighet om hovedprinsippene for forvaltningen av Statens pensjonsfond. Departementet søker å legge til rette for en bred debatt om viktige sider ved fondets investeringsstrategi. Vesentlige endringer i strategien legges fram for Stortinget. En grundig beslutningsprosess er en styrke for investeringsstrategien. Bred forankring av viktige deler av forvaltningen bidrar til at en kan stå fast ved den langsiktige strategien, også når det er uro i finansmarkedene. En langsiktig og god forvaltning er en forutsetning for at inntektene fra petroleumsressursene skal komme både dagens og kommende generasjoner til gode.

Investeringsstrategien er basert på at en må ta risiko for å oppnå en tilfredsstillende forventet avkastning over tid. I den operasjonelle gjennomføringen av forvaltningen tar forvalter en rekke valg, blant annet om sammensetningen av fondets faktiske investeringer, for å oppnå målet om høyest mulig avkastning. Sett i ettertid vil noen valg kunne framstå som gode, mens andre vil framstå som mindre gode. En kan heller ikke forvente at forvalters avvik fra referanseindeksen vil bidra til å øke fondets avkastning i alle delperioder. Departementet legger i sin oppfølging av forvaltningen av Statens pensjonsfond vekt på utviklingen i *samlede* resultater og kostnader over tid. I forbindelse med slike vurderinger innhenter departementet analyser av avkastningen og kostnadene i forvaltningen av SPU og SPN sammenliknet med andre fond internasjonalt, jf. ovenfor. Finansdepartementets regelmessige gjennomganger av forvaltningen

bidrar også til økt oppmerksomhet om og forståelse av resultatene i forvaltningen av de to fondene.

Departementet legger vekt på at risikoen som tas i forvaltningen av fondet må styres, kontrolleres og kommuniseres på en klar og god måte. Det er samtidig ikke mulig å måle risiko ved hjelp av ett enkelt tall eller én enkelt risikomodell. Erfaringene viser også at det er krevende å avdekke alle former for risiko. I mandatet fra departementet er det derfor stilt krav til Norges Bank og Folketrygdfondet om at det skal fastsettes supplerende risikorammer utover rammen for avvik fra referanseindeksen. Det er også stilt krav om at risikomålingen skal søke å fange opp all relevant markedsrisiko. I avsnitt 4.3 er det gjort rede for kontrollberegninger av avkastningstall og uavhengige vurderinger av rammeverk og prosesser for styring og kontroll av risiko.

Sentrale prinsipper og aktuelle utviklingstrekk

Finansdepartementet har det overordnede ansvaret for SPU, mens den operasjonelle forvaltningen ivaretas av Norges Bank innenfor et mandat som er fastsatt av departementet og forankret i Stortinget. Det stortingsoppnevnte representantskapet fører tilsyn med bankens virksomhet, også forvaltningen av SPU.

Det overordnede målet for investeringene er å oppnå høyest mulig avkastning innenfor et moderat risikonivå. På den måten kan mer velferd finansieres over tid ved hjelp av avkastningen fra fondet. Det er bred politisk enighet om at fondet ikke er et utenrikspolitisk eller klimapolitisk virkemiddel. Ekspertene Ang, Brandt og Denison, som i fjor gjennomgikk Norges Banks forvaltning av SPU, pekte på at pålegg om å forfølge ikke-finansielle mål i forvaltningen kan ha kostnader i form av lavere velstand for framtidige generasjoner. Det understøttes av erfaringer fra andre fond.

Forvaltningen av SPU videreutvikles kontinuerlig. Fondet vokser og er med tiden blitt en betydelig eier i mange selskaper. Det stilles fra mange hold forventninger til hvordan denne eierrollen skal utøves på best mulig måte. Videre innebærer investeringer i unotert eiendom en større grad av delegering til forvalter. Departementet har dessuten satt i gang en utredning av om det bør åpnes for unoterte infrastrukturinvesteringer. Regjeringen er opptatt av at styrings- og kontrollstrukturen for Norges Bank utvikles i takt med de oppgavene banken har.

2 Investeringsstrategien for Statens pensjonsfond utland

2.1 Dagens investeringsstrategi

2.1.1 Bakgrunn

Staten sparer de løpende nettoinntektene fra petroleumsvirksomheten i Statens pensjonsfond utland (SPU). Det årlige uttaket fra fondet bestemmes ved behandlingen av statsbudsjettet. Retningslinjene for budsjettpolitikken (handlingsregelen) sikrer mot at petroleumsinntektene fases gradvis inn i økonomien, om lag i takt med utviklingen i forventet realavkastning av SPU. Mens kapitalen i fondet kun kan brukes én gang, kan realavkastningen finansiere et varig høyere nivå på statens utgifter. Det finanspolitiske rammeverket tilsier en investeringshorisont som i utgangspunktet er evig. Fondskonstruksjonen er nærmere beskrevet i boks 2.1.

Det er et mål for departementet at det er stor grad av åpenhet om forvaltningen av SPU. Åpenhet er en forutsetning for bred oppslutning om fondskonstruksjonen og en robust og god forvaltning på lang sikt. Bred oppslutning om hovedlinjene for forvaltningen av fondet legger til rette for at en kan holde fast ved den langsiktige investeringsstrategien, også i perioder med betydelig uro i finansmarkedene. Evne til å holde fast ved den langsiktige strategien i urolige tider er en nødvendig forutsetning for å oppnå god avkastning på sikt.

Formålet med SPUs investeringer er å oppnå høyest mulig finansiell avkastning innenfor moderat risiko. Investeringsstrategien for SPU er blitt utviklet gradvis og er basert på omfattende faglige utredninger. Sentrale valg i investeringsstrategien er forelagt Stortinget. Utgangspunktet for endringene har vært vurderinger av hvordan ulike investeringsvalg forventes å påvirke forholdet mellom avkastning og risiko på lang sikt.

Utviklingen av investeringsstrategien for SPU er vist i figur 2.2. Figuren viser når endringene ble vedtatt. Gjennomføringen av de enkelte endringene har i noen tilfeller tatt flere år. Økningen av fondets aksjeandel fra 40 pst. til 60 pst. ble for eksempel gjennomført over en periode på to år fram til sommeren 2009.

Statens petroleumsfond ble opprettet i 1990 da Stortinget vedtok petroleumsfondsloven. Den første overføringen til fondet ble foretatt i mai 1996 på bakgrunn av et overskudd i statsregnskapet for 1995. Fram til 1998 ble fondsmidlene forvaltet på samme måte som Norges Bank den gang forvaltet valutareservene. Til å begynne med var SPU derfor utelukkende investert i statsobligasjoner og statsgaranterte papirer med høy kredittverdighet fra åtte land.

I 1998 ble aksjer inkludert i referanseindeksen for fondet med en andel på 40 pst. Begrunnelsen var at det over tid ventes en høyere avkastning av aksjer sammenliknet med obligasjoner. Samtidig kan en oppnå en spredning av risiko ved å investere i flere aktivaklasser. Investeringsuniverset ble utvidet til 21 land. To år senere, i 2000, ble også enkelte framvoksende markeder inkludert i referanseindeksen for aksjer. Referanseindeksen for obligasjoner ble fra 2002 utvidet med ikke-statsgaranterte obligasjoner ut fra en vurdering av at en bredere referanseindeks for renteinstrumenter er mer representativ for fondets investeringsmuligheter og kan gi noe høyere avkastning.

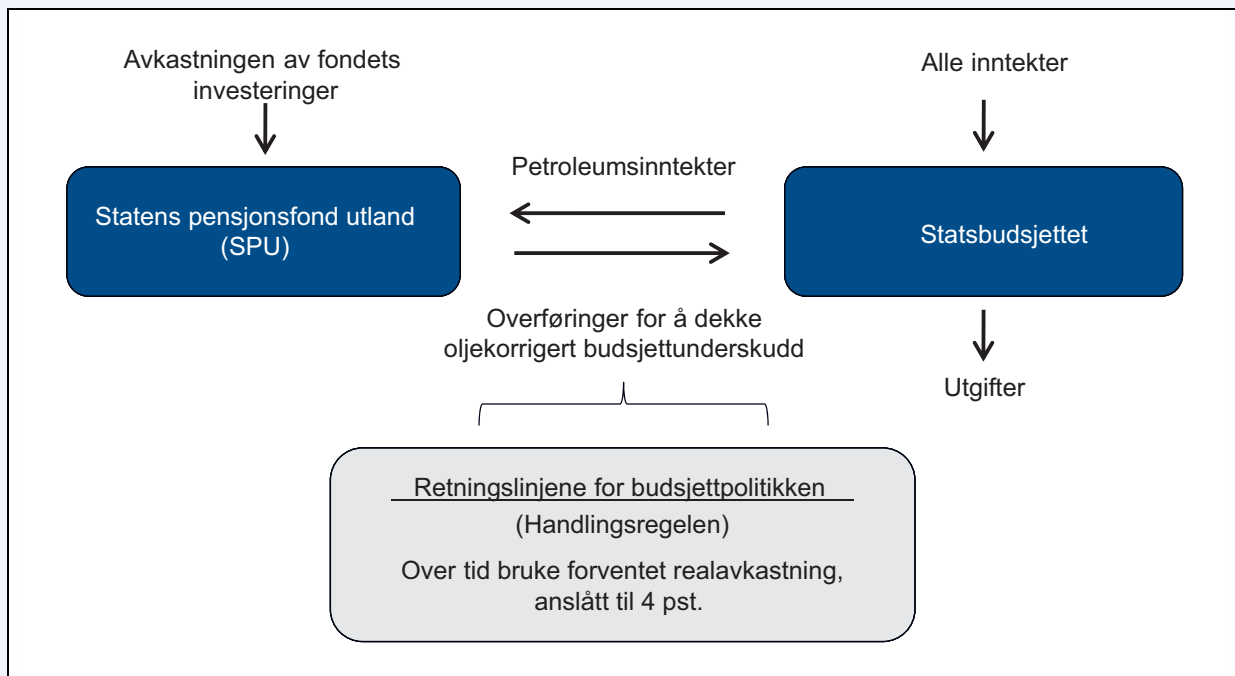
I 2001 innførte departementet en ordning med å utelukke investeringer ansett for å være folkerettsstridige etter råd fra Petroleumsfondets folkerettsråd. Utelukkelse av enkeltsselskaper er ett av flere virkemidler i arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet. I 2004 ble det fastsatt etiske retningslinjer for fondet. De etiske retningslinjene ble evaluert i 2009. Evalueringen førte til nye retningslinjer for ansvarlig forvaltningsvirksomhet. Etter Stortingets behandling av fjorårets melding fastsatte Finansdepartementet nye retningslinjer for observasjon og utelukkelse av selskaper fra Statens pensjonsfond utland med ikrafttredelse 1. januar 2015. Samtidig ble det gjort endringer i mandatet til Norges Bank. Arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet og endringene som trådte i kraft ved årsskiftet er nærmere omtalt i avsnitt 4.4 og kapittel 5.

Boks 2.1 Fondskonstruksjonen

Oppbyggingen av kapital i SPU er for en vesentlig del omgjøring av olje- og gassressurser i Nordsjøen og Norskehavet til finansielle fordringer på utlandet. De løpende inntektene fra petroleumsvirksomheten har således en annen karakter enn statens øvrige inntekter, ettersom de delvis har sitt motstykke i en reduksjon av statens petroleumsformue. Samtidig varierer de løpende inntektene mye, særlig som følge av svingninger i oljeprisen.

Figur 2.1 viser sammenhengen mellom SPU og statsbudsjettet. Et viktig siktemål med SPU og retningslinjene for budsjettpolitikken (handlingsregelen) er å legge til rette for varig høy

verdiskaping og en stabil utvikling i fastlandsøkonomien. Som et ledd i dette overføres statens nettoinntekter fra petroleumsvirksomheten i sin helhet til fondet, som investeres i utlandet. Etter vedtak i Stortinget overføres hvert år et beløp tilbake til statsbudsjettet for å dekke underskuddet i budsjettet utenom petroleumsinntektene (oljekorrigert budsjettunderskudd), slik dette underskuddet anslås i nysaldert budsjett. Avsetningen av fondsmidler inngår i en helhetlig budsjettprosess. Så lenge staten ikke bygger opp gjeld ved å lånefinansiere utgifter, vil utviklingen i SPU gi uttrykk for en reell sparing i finanskapital på statens hånd.



Figur 2.1 Sammenhengen mellom SPU og statsbudsjettet

Kilde: Finansdepartementet.

Handlingsregelen sikter mot at petroleumsinntektene fases gradvis inn i økonomien, om lag i takt med utviklingen i forventet realavkastning av SPU. Forventet langsiktig realavkastning er anslått til 4 pst. Handlingsregelen og fondskonstruksjonen bidrar til at statsbudsjettet skjerms fra svingninger i petroleumsinntektene. Samtidig støtter handlingsregelen opp om at formuen beva-

res over tid, og bidrar dermed til å opprettholde velferden også for kommende generasjoner. Mens kapitalen i fondet kun kan brukes én gang, kan realavkastningen finansiere et varig høyere nivå på statens utgifter. Retningslinjene for budsjettpolitikken støtter opp om fondets langsiktige tidshorison.

1996	Første tilførsel til fondet
1998	Aksjer tatt inn i referanseindeksen med en vekt på 40 pst.
2000	Enkelte framvoksende aksjemarkeder tatt inn i referanseindeksen for aksjer
2002	Beslutning om å ta inn ikke-statsgaranterte obligasjoner i referanseindeksen for obligasjoner
2004	Etiske retningslinjer innført
2007	Beslutning om å øke aksjeandelen fra 40 pst. til 60 pst. Små selskaper tatt inn i referanseindeksen for aksjer
2008	Beslutning om å investere inntil 5 pst. i eiendom Alle avanserte og sekundære framvoksende aksjemarkeder (etter FTSEs definisjon) tatt inn i referanseindeksen for aksjer
2009	Evaluerings av etiske retningslinjer
2010	Retningslinjer for eiendomsinvesteringer fastsatt Gjennomgang av Norges Banks forvaltning av SPU
2011	Første eiendomsinvestering
2012	Ny referanseindeks for obligasjoner Ny geografisk fordeling av referanseindeksen for aksjer Nye regler for tilbakevektning (rebalansering)
2014	Gjennomgang av Norges Banks forvaltning av SPU Endringer i rammeverket for ansvarlig forvaltningsvirksomhet

Figur 2.2 Utviklingen av investeringsstrategien for SPU

Kilde: Finansdepartementet.

I 2007 ble det besluttet å inkludere delmarkedet for små selskaper i referanseindeksen for aksjer og å øke aksjeandelen fra 40 pst. til 60 pst. En høyere aksjeandel ble begrunnet med at det forventes å bidra til høyere avkastning på lang sikt, samtidig som risikoen fortsatt ville være akseptabel. I 2008 ble referanseindeksen for aksjer utvidet med alle framvoksende aksjemarkeder definert av indekssleverandøren FTSE, som avanserte framvoksende og sekundære framvoksende markeder¹.

I 2008 ble det også besluttet å åpne for at inntil 5 pst. av SPU kan investeres i eiendom. Oppbyggingen av eiendomsporteføljen medfører at obli-

gasjonsandelen i referanseindeksen reduseres tilsvarende. Retningslinjer for investeringer i eien-

¹ Begrepet framvoksende markeder er ikke knyttet til noen bestemt geografisk region, men til markeder i land med en viss grad av finansiell utvikling. Normalt skilles det mellom avanserte framvoksende markeder, sekundære framvoksende markeder og såkalte frontier-markeder. Indekssleverandøren FTSE klassifiserer aksjemarkedene etter kriterier som datakvalitet, fri flyt av valuta, nasjonalinntekt pr. innbygger, antall aksjeselskaper, antall sektorer, kvalitet i pricing av verdipapirer, aksjemarkedets størrelse relativt til landets brutto nasjonalprodukt og restriksjoner på utenlandsk eierskap. Effektiviteten i oppgjørssystemene, markedenes likviditet og modenhet, samlet markedskapitalisering og muligheten for eierskapsstyring har også betydning for klassifiseringen.

dom ble fastsatt 1. mars 2010, jf. Meld. St. 10 (2009–2010) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2009. De første investeringene ble gjennomført i større byer i Europa. Med virkning fra 1. januar 2013 ble mandatet for SPU endret slik at eiendomsporteføljen kan investeres globalt. Norges Bank skriver i strategiplanen for perioden 2014–2016 at den sikter mot å bygge opp en global, men konsentrert eiendomsportefølje. Strategien for eiendomsinvesteringene er å fokusere på forretnings- og kontorbygg i et begrenset antall store byer og investeringer i globale distribusjonsnettverk. I løpet av strategiperioden vil Norges Bank vurdere eiendomsinvesteringer i utvalgte store byer utenfor USA og Europa. Forvaltningen av eiendomsporteføljen er omtalt i avsnitt 4.1.

I 2010 ble det foretatt en bred gjennomgang av Norges Banks forvaltning av SPU. Gjennomgangen medførte flere endringer i rammene for bankens forvaltning av fondet. Det ble samtidig varslet regelmessige evalueringer av forvaltningen. I 2014 ble det foretatt en ny gjennomgang av bankens forvaltning av fondet, jf. Meld. St. 19 (2013–2014).

I Meld. St. 17 (2011–2012) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2011 ble det lagt fram flere endringer i referanseindeksen for aksje- og obligasjonsinvesteringene. Ut fra en vurdering av blant annet valutakursrisiko hadde fondet fram til og med 2011 en betydelig overvekt av investeringer i Europa. Nyere forskning om valutakursrisiko på lang sikt tilsa at det ikke lenger var grunnlag for en slik overvekt, og i 2012 ble det fastsatt nye referanseindekser for både aksjer og obligasjoner som la mindre vekt på hensynet til slik risiko. Formålet med endringene var å få en enda bredere geografisk fordeling av fondets investeringer. Overgangen til ny geografisk fordeling for aksje- og obligasjonsindeksene er nå gjennomført. Basert på markedsverdier ved utgangen av 2011, anslo departementet i Meld. St. 17 (2011–2012) at den nye geografiske fordelingen av referanseindeksen for aksjer og obligasjoner ville gi en samlet andel i Amerika/Afrika/Midtøsten på om lag 40 pst., og en andel i Europa og Asia/Oseania på henholdsvis 41 pst. og 19 pst. Andelen framvoksende markeder ble anslått til om lag 10 pst. av referanseindeksen. Departementet viste i meldingen til at andelene i de ulike regionene i den nye referanseindeksen ville avhenge av markedsutviklingen, den relative utviklingen i BNP, samt av at nye markeder tas inn eller ut av referanseindeksen. Ved inngangen til 2015 var referanseindeksens fordeling på Amerika/Afrika/Midtøsten, Europa og Asia/Oseania henholdsvis om lag 44 pst., 38 pst. og 18 pst. Framvoksende markeder utgjorde om lag 9 pst.

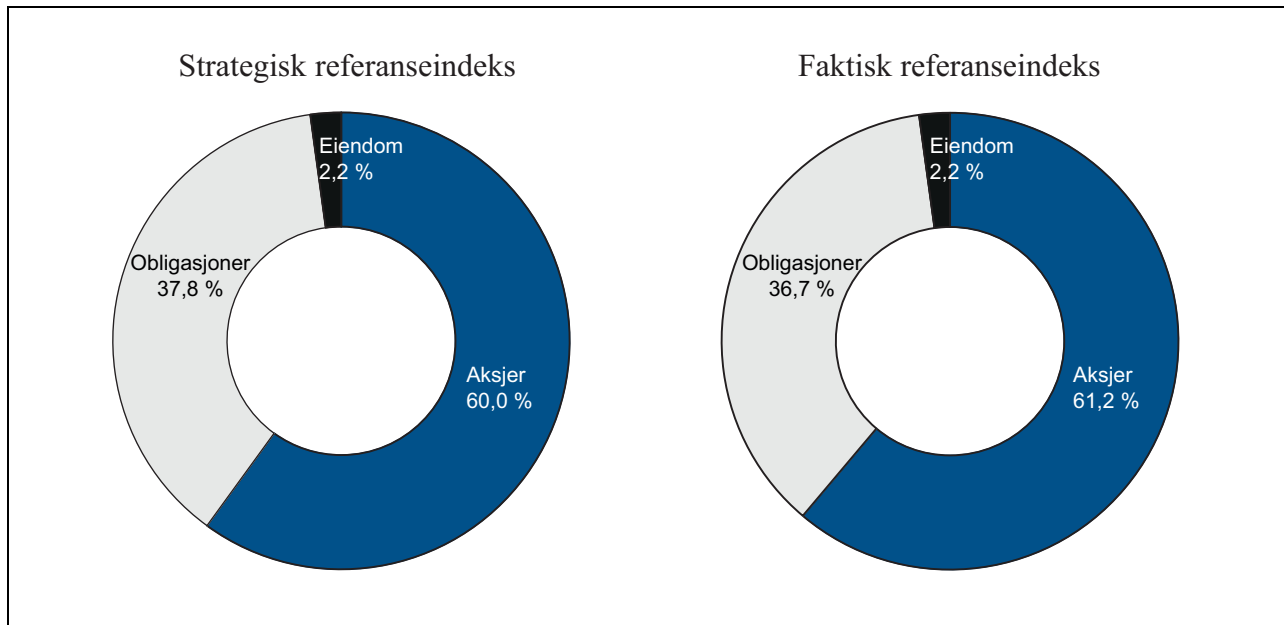
2.1.2 Hovedtrekk ved investeringsstrategien

Fondets rolle er å være en finansiell investor, og det overordnede målet for investeringene er å oppnå høyest mulig internasjonal kjøpekraft innenfor et moderat nivå på risiko. Mandatet fra Finansdepartementet gir uttrykk for den langsiktige investeringsstrategien for fondet, herunder fondets strategiske referanseindeks. Den strategiske referanseindeksen består av separate referanseindekser for aksjer og obligasjoner, samt eiendomsporteføljen. Den strategiske referanseindeksen angir en fast aksjeandel på 60 pst. Andelen aksjer er valgt etter en avveining mellom forventet avkastning og risiko på lang sikt. Eiendomsporteføljen er i en oppbyggingsfase og utgjorde 2,2 pst. av fondet ved utgangen av 2014. Obligasjoner stod for de resterende 37,8 pst. av den strategiske referanseindeksen.

Den faktiske referanseindeksen tar utgangspunkt i den strategiske referanseindeksen. Aktivklassene vil imidlertid ha ulik verdiutvikling over tid. Det medfører at aksjeandelen i den faktiske referanseindeksen beveger seg bort fra den strategiske vekten. For å hindre at andelen aksjer i faktisk referanseindeks beveger seg for langt fra 60 pst. har departementet fastsatt regler for tilbakevektning, eller rebalansering, av aksjeandelen i referanseindeksen. Reglene for tilbakevektning er omtalt i avsnitt 2.4. Den faktiske referanseindeksen er utgangspunktet for måling av relativ avkastning og risiko i forvaltningen av SPU. Figur 2.3 viser sammensetningen av strategisk og faktisk referanseindeks ved utgangen av 2014.

Fondets referanseindeks for aksjer og obligasjoner er basert på brede og lett tilgjengelige indekser fra ledende indeksleverandører. Referanseindeksen som er valgt for fondets aksjeinvesteringer er utarbeidet av FTSE Group og inkluderer alle land utenom Norge klassifisert av indeksleverandøren som utviklede markeder, avanserte framvoksende markeder og sekundære framvoksende markeder. Ved utgangen av 2014 inkluderte indeksen 24² utviklede og 22 framvoksende markeder. Referanseindeksen for obligasjoner er levert av Barclays og består av 70 pst. statsobligasjoner og 30 pst. selskapsobligasjoner. Sammensetningen av obligasjonsindeksen tar utgangspunkt i de valutaer som inngår i aktuelle delindekser utarbeidet av Barclays, med unntak av norske kroner. Ved utgangen av 2014

² Belgia og Luxembourg er av FTSE klassifisert som ett aksjemarked (antall enkeltland er således 25).



Figur 2.3 Sammensetning av strategisk og faktisk referanseindeks for SPU ved utgangen av 2014. Prosent

Kilde: Finansdepartementet.

bestod fondets referanseindeks for obligasjoner av 23 valutaer, hvorav 12 er valutaer fra framvoksende markeder.

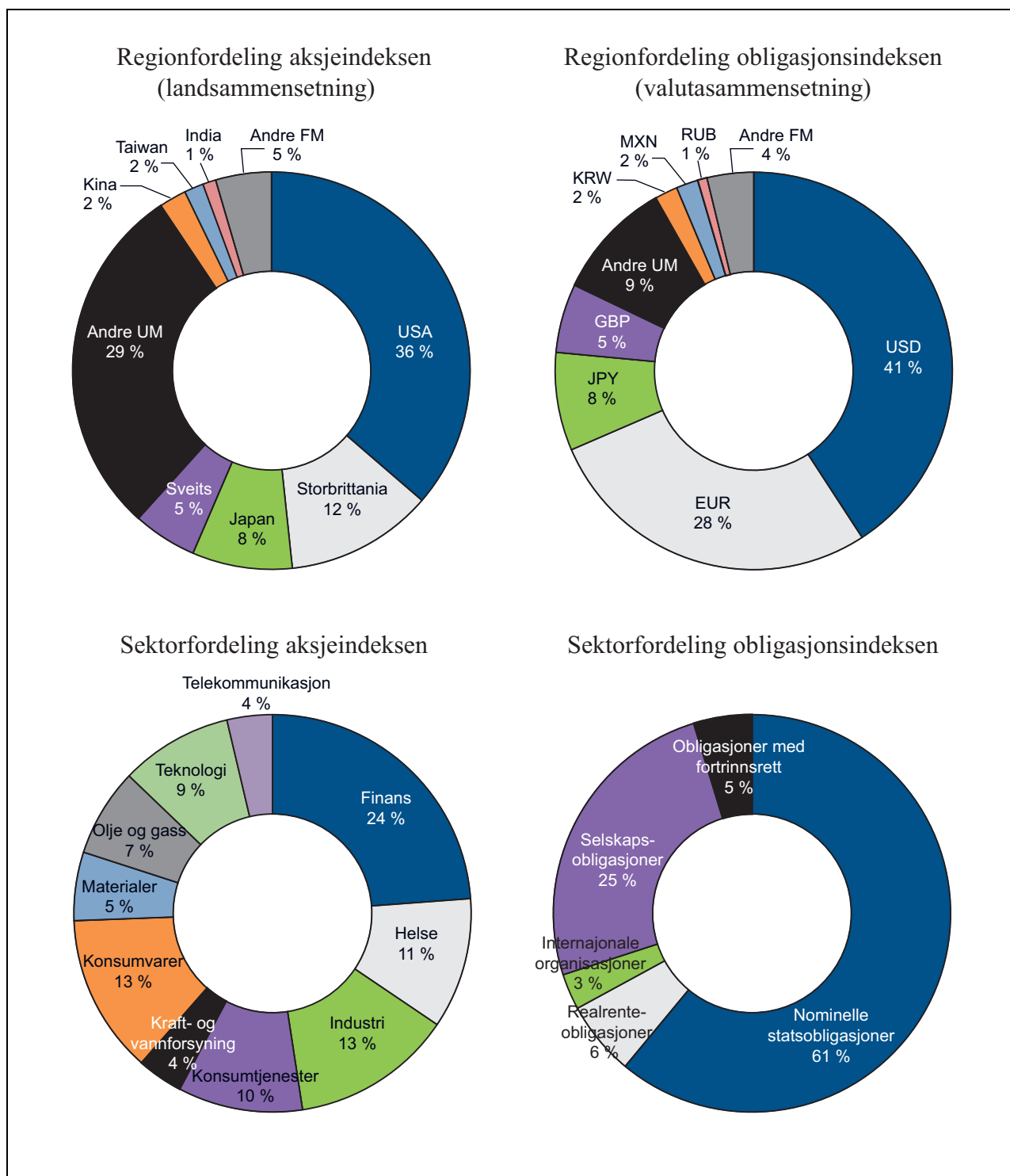
Referanseindeksens fordeling på land og geografiske regioner er for aksjer og selskapsobligasjoner basert på et prinsipp om markedsvekter, mens sammensetningen av statsobligasjoner tar utgangspunkt i økonomienes relative størrelse, målt ved brutto nasjonalprodukt (BNP-vekter). Regionfordelingen for aksje- og obligasjonsindeksene er supplert med enkelte justeringsfaktorer. En detaljert beskrivelse av referanseindeksenes sammensetning er inkludert i mandatet til Norges Bank, som er tilgjengelig på departementets nettsider. Se også Meld. St. 17 (2011–2012). Figur 2.4 viser aksje- og obligasjonsindeksens fordeling på geografiske regioner og sektorer ved inngangen til 2015.

Utgangspunktet for departementets arbeid med investeringsstrategien er målet om høyest mulig avkastning innenfor moderat risiko. Etter som fondets tidshorisont er lang er det lagt mest vekt på vurderinger av avkastning og risiko over tid. Strategien er avledet av formålet med fondet, fondets særpreg og forvalters fortrinn, samt antakelser om finansmarkedenes virkemåte, jf. figur 2.5. Bakgrunnen for departementets antakelser om hvordan finansmarkedene fungerer er nærmere beskrevet i boks 2.2.

En sentral antakelse som ligger til grunn for investeringsstrategien for SPU er at risikoen i fondet kan reduseres gjennom *bred spredning av*

investeringene. Ved å spre investeringene over flere verdipapirer kan den samlede risikoen reduseres. Slike diversifiseringsgevinster bedrer forholdet mellom avkastning og risiko i porteføljen. Investeringene i SPU er over tid blitt spredt på aksjer, obligasjoner og eiendom. Videre er aksje- og obligasjonsinvesteringene spredt på markeder i mange land. I hvert enkelt marked er investeringene igjen fordelt på en rekke enkeltelskaper og utstedere. Ved utgangen av 2014 var aksjeinvesteringene i SPU spredt på over 9 000 verdipapirer tilknyttet 66 ulike land. Obligasjonsporteføljen var fordelt på obligasjonslån fra 1 143 ulike utstedere i 31 valutaer. Samlet var aksje- og obligasjonsinvesteringene fordelt på 75 land og 47 valutaer ved utgangen av 2014.

En annen sentral antakelse om finansmarkedenes virkemåte er at investorer kan forvente en kompensasjon for å bære risiko som ikke kan fjernes ved en bred risikospredning. Denne forventede meravkastningen kalles en *risikopremie*. For eksempel er aksjer mer risikable enn obligasjoner. Det er godt faglig grunnlag for å forvente at investorer vil få betalt for å akseptere denne risikoen i form av en høyere forventet avkastning ved aksjeinvesteringer. Størrelsen på meravkastningen, eller aksjepremien, er imidlertid usikker. Andre risikopremier er blant annet knyttet til obligasjoners løpetid (terminpremie) og til risikoen for at låntaker ikke innfrir sine forpliktelser (kredittrisiko).



Figur 2.4 Referanseindeksens fordeling på geografiske regioner og sektorer ved inngangen til 2015 (UM = utviklede markeder, FM = framvoksende markeder). Prosent

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

Videre legger departementet til grunn at verdipapirmarkedene gjennomgående er velfungerende med høy konkurranse mellom markedsaktørene. Det betyr at gjennomsnittsinvestoren i utgangspunktet ikke oppnår høyere avkastning enn marke-

det, noe som tilsier at investorer uten særskilte fortrinn bør spre investeringene bredt og samtidig minimere forvaltningskostnadene.

SPU er en stor og langsiktig investor med høy risikobærende evne. Fondets særtrekk gjør det

Boks 2.2 Antakelser om finansmarkedenes virkemåte

Velfungerende finansmarkeder

Investeringsstrategien for SPU bygger på at finansmarkedene i stor grad er velfungerende i den betydning at ny, offentlig tilgjengelig informasjon raskt gjenspeiles i prisene på finansielle eienheter. I velfungerende markeder vil det i utgangspunktet være vanskelig å oppnå bedre avkastning enn det generelle markedet.

Risiko- og faktorpremier

Risikoen ved utviklingen i det samlede aksjemarkedet blir gjerne omtalt som markedsrisiko. Investorer som er villige til å bære markedsrisiko forventer kompensasjon i form av høyere forventet avkastning enn ved antatt mer sikre plasseringer. Den forventede meravkastningen kalles aksjemarkedets risikopremie og er den mest sentrale risikopremien for aksjer.

Over tid er det avdekket flere avkastningsmønstre i aksjer. Forskning peker på at ulike egenskaper ved aksjer ser ut til å påvirke verdiutviklingen over tid. Det er vanlig å se på egenskaper som verdi, størrelse, momentum, omsettelighet og volatilitet. Disse egenskapene har vist seg å bidra til å forklare historisk avkastning i et bredt sett av aksjer og benevnes derfor gjerne systematiske faktorpremier. Slike faktorer ble omtalt og drøftet i Meld. St. 27 (2012–2013).

Risikopremier i obligasjonsmarkedet er blant annet knyttet til obligasjonens løpetid (terminpremie) og til risikoen for at låntaker ikke innfrir sine forpliktelser (kredittrisiko).

Stordriftsfordeler

Fondets størrelse ventes å gi stordriftsfordeler i forvaltningen. Alt annet likt vil forvaltningskostnadene, målt som andel av fondskapitalen, være lavere for et stort fond enn for et lite fond. Stordriftsfordeler gjør det også mulig å bygge kompetanse i alle deler av forvaltningen, noe som vil være en fordel når fondets investeringer eventuelt utvides til å inkludere nye markeder, land og finansielle instrumenter.

Størrelsesbegrensninger

For et stort fond som SPU kan det være krevende å gjennomføre porteføljetilpasninger i løpet av kort tid. Videre kan det være vanskelig å skalere

opp posisjoner i mindre aktivklasser og i enkelte investeringsstrategier. Det innebærer at enkelte strategier ikke er tilgjengelige for fondet.

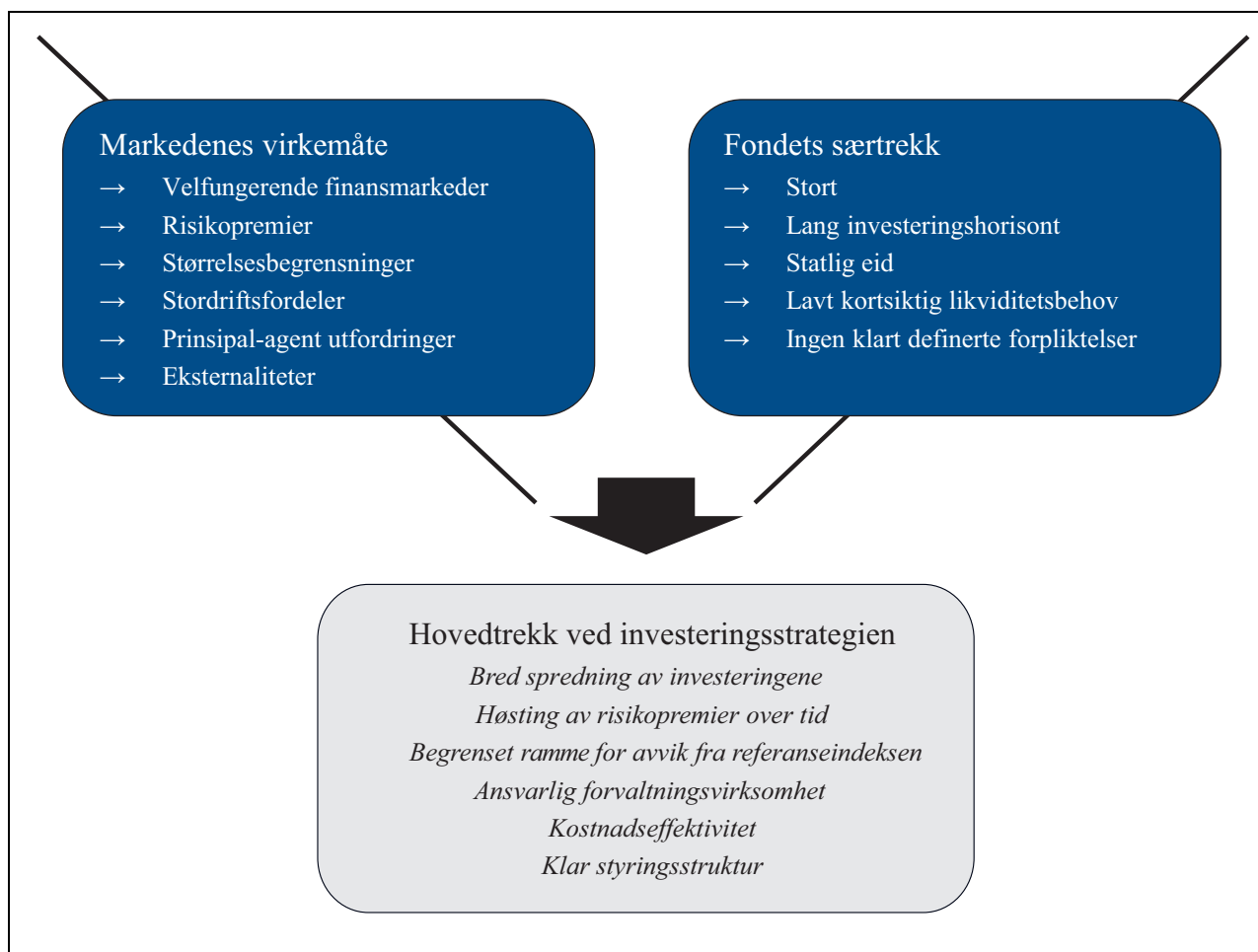
Prinsipal-agent utfordringer

Prinsipal-agent utfordringer beskriver situasjoner der det ikke er fullt interessesammenfall mellom oppdragsgiver (prinsipalen) og den som skal utføre oppdraget (agenten). I tilfeller der prinsipalen og agenten har ulik informasjon, kan agenten foreta valg som ikke nødvendigvis tjener prinsipalen. I kapitalmarkedene vil slike situasjoner generelt kunne oppstå både mellom kapitaleier og kapitalforvalter og mellom kapitalforvalter og ledelsen i selskapene en investerer i. Dette understreker behovet for et klart mandat og en god styringsmodell for fondet. En eierskapsutøvelse i tråd med uttrykte prinsipper for god selskapsstyring kan bidra til å redusere prinsipal-agent utfordringer mellom eier og ledelsen i selskapene fondet er investert i.

Eksternaliteter

Eksternaliteter er kostnader eller gevinster ved produksjon eller konsum som ikke belastes beslutningstakeren. Et eksempel på en negativ eksternalitet er kostnader knyttet til miljøskade. Lønnsomheten i et selskap reflekterer ikke nødvendigvis de samfunnsmessige kostnadene av skader på miljøet forårsaket av produksjonen. En ikke-priset kostnad innebærer at den samfunnsøkonomiske kostnaden er høyere enn det produsenten selv betaler. Eksternalitetene leder således til markedssvikt og ineffektivt forbruk av ressurser enn dersom den fulle samfunnsøkonomiske kostnaden er priset. For en langsiktig, universell eier¹ vil det imidlertid være fordelaktig at eksternaliteter inngår i selskapenes beslutninger. God langsiktig avkastning av fondets samlede portefølje anses å være avhengig av en bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig forstand.

¹ En universell eier (UE) er definert som en eier med investeringer spredt på et stort antall selskaper i mange bransjer og land. En UE eier på denne måten indirekte en andel av verdens produktive kapital. En UE vil også ofte å ha svært lang horisont. På grunn av SPU's størrelse, langsiktighet og brede samfunnsmessige forankring faller fondet inn under UE-kategorien.



Figur 2.5 Oversikt over antakelser om markedets virkemåte og fondets særtrekk som ligger til grunn for fondets investeringsstrategi

Kilde: Finansdepartementet.

bedre egnet enn mange andre investorer til å utnytte stordriftsfordeler i forvaltningen og til å bære risiko som krever en lang tidshorisont. Den høye risikobærende evnen benyttes blant annet til å høste den forventede meravkastningen ved å investere i aksjer sammenliknet med obligasjoner. Den lange horisonten og potensialet for stordriftsfordeler gir blant annet fondet mulighet til å kunne investere i unotert eiendom. Unoterte investeringer krever en lang horisont, fordi slike investeringer typisk har lavere omsettelighet og høyere transaksjonskostnader enn noterte aksjer og obligasjoner.

Basert på antakelsene om markedets virkemåte og fondets særtrekk, har departementet fastsatt en bred referanseindeks sammensatt av noterte aksjer og obligasjoner, samt en allokering til eiendom. Referanseindeksen gjenspeiler i stor grad investeringsmulighetene i de globale aksje- og obligasjonsmarkedene, og avkastningen i fondet følger dermed i hovedsak av den generelle markedsutviklingen. Departementets mandat til

Norges Bank gir samtidig banken *en begrenset ramme for avvik fra referanseindeksen*.

Retningslinjene for forvaltningen legger vekt på en *ansvarlig forvaltningsvirksomhet*. SPU er et virkemiddel for å sikre kommende generasjoner en rimelig andel av landets oljerikdom. Det innebærer et ansvar for å forvalte fondet slik at det gir best mulig avkastning på sikt. God avkastning på lang sikt anses å avhenge av en bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og samfunnmessig forstand, samt av velfungerende, legitime og effektive markeder. En ansvarlig forvaltningsvirksomhet er en forutsetning for oppslutning om forvaltningen av fondet i den norske befolkningen. Det er lagt vekt på at virkemidlene som er til rådighet for den ansvarlige forvaltningsvirksomheten må benyttes på en samordnet, forutsigbar og konsistent måte. Fondets rolle som ansvarlig investor kommer blant annet til uttrykk i forvaltningsmandatet, samt i retningslinjene for observasjon og utelukkelse fra Statens pensjonsfond utland.

I mandatet som er gitt til Norges Bank, heter det at banken skal søke å oppnå høyest mulig avkastning etter *kostnader*. Det er i tråd med ønsket om å oppnå stordriftsfordeler i forvaltningen. Samtidig er det ikke lave kostnader i seg selv, men høy netto avkastning som er målet. Sammenlikninger med andre store fond viser at Norges Banks forvaltningskostnader er lave. Over tid har forvaltningskostnadene som andel av fondskapitalen falt, jf. omtale i avsnitt 4.1. Forvaltningskostnadene i unoterte markeder varierer mer enn i noterte markeder og kan være høye. Investeringene i unotert eiendom vil isolert sett kunne medføre at forvaltningskostnadene, målt som andel av fondskapitalen, øker noe i årene framover.

Forvaltningen av SPU tar utgangspunkt i en *klar styringsstruktur* der Stortinget, Finansdepartementet, Norges Banks hovedstyre, forvaltningsenheten NBIM og interne og eksterne forvaltere har ulike roller og ansvar, jf. omtale i Meld. St. 15 (2010–2011) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010.

2.2 Rammene for Norges Banks forvaltning

2.2.1 Innledning

I Meld. St. 19 (2013–2014) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2013 ble det gjort rede for en gjennomgang av Norges Banks forvaltning av SPU. Gjennomgangen var blant annet basert på råd og analyser som departementet innhentet fra en gruppe internasjonalt anerkjente eksperter (Ang, Brandt og Denison) og Norges Bank. Rådene fra ekspertene og Norges Bank ble nærmere omtalt i meldingen og er tilgjengelig på departementets nettsider. Både ekspertene og Norges Bank anbefalte at rammen for avvik fra referanseindeksen fastsatt av departementet, målt ved såkalt forventet relativ volatilitet, økes.³ Det ble vist til at en høyere ramme vil gi banken større mulighet til å forbedre sammensetningen av investeringene sammenliknet med referanseindeksen, noe som etter ekspertgruppens vurdering vil gi et bedre forhold mellom avkastning og risiko.

Blant rådene som departementet mottok var forslag om en såkalt alternativkostnadsmodell. Med denne modellen vil dagens referanseindeks

for aksjer og obligasjoner benyttes som referanseindeks for alle fondets investeringer, inklusiv unotert eiendom. Ekspertene anbefaler at Norges Banks adgang til å ta vesentlig mer eller mindre markedsrisiko enn referanseindeksen begrenses gjennom en ramme for relativ volatilitet. Departementets videre arbeid med dette forslaget er omtalt i avsnitt 2.3.

Ekspertene anbefalte at rammen for samlede avvik økes til 1,75 prosentenheter. Norges Bank foreslo at rammen økes til 2 prosentenheter.

Departementet skrev i fjorårets melding at en ville arbeide videre med rådene som var mottatt, herunder rammen for avvik, og komme tilbake til dette i meldingen om Statens pensjonsfond våren 2015. Departementet arrangerte i den forbindelse et seminar høsten 2014 der rapporten fra Ang, Brandt og Denison ble presentert og diskutert, med deltakelse fra både utenlandske og nasjonale eksperter.

Nedenfor gjøres det rede for bakgrunnen for arbeidsdelingen mellom departementet og Norges Bank, forhold som har betydning for hvor stor rammen for avvik fra referanseindeksen bør være, rapporteringen om Norges Banks avvik fra indeks, samt departementets vurderinger.

2.2.2 Arbeidsdelingen mellom Norges Bank og Finansdepartementet

Finansdepartementet har fastsatt en strategisk referanseindeks sammensatt av noterte aksjer og obligasjoner, samt eiendom, jf. avsnitt 2.1. Referanseindeksen er godt faglig begrunnet, og gjenspeiler en ønsket langsiktig fordeling av kapitalen på tvers av aktivaklasser, geografi og valutaer.

Referanseindeksen er satt sammen av lett tilgjengelige og ledende markedsindekser for aksjer og obligasjoner, utarbeidet av anerkjente indeksleverandører. Disse indeksene er standardiserte produkter hvor indeksleverandørene har gjort en rekke subjektive valg og prioriteringer om hvordan markedene og verdipapirene skal representeres i indeksene. Ett slikt valg er at investorer skal kunne kjøpe en andel av verdipapirene i indeksen uten å bli påført høye transaksjonskostnader. Det innebærer at verdipapirer med høy omsettelighet prioriteres i sammensetningen av indeksene. Følgelig kan indeksene i utgangspunktet følges tett av investorene til lave kostnader. Investeringer i tråd med denne typen indekser gir bred risikospredning og vil generelt være et godt utgangspunkt for å måle verdien forvalter tilfører eier av kapitalen ved å avvike fra indeksen.

³ Forventet relativ volatilitet er et statistisk mål på forventede svingninger i differanseavkastningen mellom SPU og departementets referanseindeks. Risikomålet sier noe om hvor mye avkastningen av SPU forventes å kunne avvike fra referanseindeksen.

Finansmarkedene er preget av sterk konkurranse, og det er krevende å skape verdi utover brede markedsindekser. Ettersom indeksene er tilpasset den typiske investoren taler SPU's særtrekk som størrelse og langsiktighet for et visst rom for avvik fra referanseindeksen. Særtrekkene gjør SPU bedre egnet enn mange andre investorer til å utnytte stordriftsfordeler i forvaltningen og til å bære risiko som krever en lang tidshorison. Videre gjør størrelsen det krevende å gjennomføre store endringer i sammensetningen av investeringene for å tilpasse porteføljen til løpende endringer i indeksen.

Arbeidet med å forbedre sammensetningen av investeringene utover referanseindeksen fastsatt av departementet krever spesialkompetanse, markedsnærhet og en organisasjon som kan ta tidskritiske beslutninger. Norges Bank har bedre forutsetninger for å foreta slike tilpasninger enn departementet, og oppgaven med å forbedre fondets sammensetning er derfor delegert til Norges Bank, innenfor rammene i mandatet fastsatt av departementet. Rammen for avvik fra referanseindeksen målt ved forventet relativ volatilitet begrenser Norges Banks mulighet til å ta vesentlig mer eller mindre markedsrisiko i forvaltningen enn referanseindeksen. Samtidig skal rammen for avvik sikre at Norges Bank har tilstrekkelig handlingsrom til å forbedre fondets sammensetning utover referanseindeksen.

Norges Bank legger vekt på å analysere hvordan avkastnings- og risikoegenskapene i SPU kan forbedres. Analysene er dokumentert gjennom egne diskusjonsnotater som er offentliggjort på bankens nettsider (www.nbim.no). I den operasjonelle forvaltningen bruker Norges Bank ulike strategier for å bedre forholdet mellom forventet avkastning og risiko. Dette inkluderer strategier for:

- å sikre kostnadseffektiv tilpasning til referanseindeksen,
- å spre investeringene bredere enn referanseindeksen, og
- å utnytte faktorstrategier og gode verdipapirvalg.

Kostnadseffektiv tilpasning til referanseindeksen

Norges Bank har som mål å oppnå høyere avkastning enn referanseindeksen gjennom en kostnadseffektiv gjennomføring av forvaltningsoppdraget. For eksempel innebærer løpende endringer i indeksene en høy omsetning av verdipapirene som berøres av endringene, noe som kan påvirke prisene på disse verdipapirene på

kort sikt. Ved å gjennomføre endringer i porteføljen på et annet tidspunkt enn selve indeksendringene, kan Norges Bank unngå å påføre fondet unødige kostnader. Det er heller ikke slik at det nødvendigvis er hensiktsmessig for en investor å eie alle verdipapirene i indeksen til enhver tid. En slik vurdering vil måtte bygge på en avveining mellom kostnadene ved å kjøpe alle lånene til en obligasjonsutsteder eller eie alle aksjene i en industrisektor og gevinstene av en noe større risikospredning.

Bedre spredning av investeringene

Noen markeder er ikke tilstrekkelig utviklet eller modne til at de tilfredsstiller kravene indeksslevereandørene stiller for inkludering i de brede markedsindeksene. Dette gjelder blant annet såkalte frontier-markeder, som er mindre utviklet enn andre framvoksende markeder. Kravene til å bli inkludert i indeksene er blant annet knyttet til omsettelighet, infrastruktur ved markedsplassene og rettigheter for minoritetsaksjonærer, jf. avsnitt 2.1. I mandatet for SPU er det åpnet for at banken kan investere i markeder som ikke er inkludert i referanseindeksen. Det er imidlertid stilt krav om at banken skal godkjenne alle markeder det investeres i. Etter grundige vurderinger har Norges Bank investert i en rekke mindre utviklede framvoksende markeder (frontier-markeder). Bankens har også valgt ikke å investere i andre markeder med den begrunnelse at de er vurdert som for lite utviklet og at det er knyttet for stor risiko til å gjøre investeringer i det bestemte markedet. Vurderinger av enkeltmarkeder krever spesialkompetanse og nærhet til markedene.

Faktorstrategier

Sammensetningen av referanseindeksen for aksjer er i hovedsak basert på markedsvekter. Det betyr at aksjene med størst markedsverdi får høyest vekt i indeksen. Sammensetningen av markedsvektede indekser innebærer at en følger markedets prising av aksjene. Indeksene representerer derfor tilgjengelig kapital for kjøp og salg. Forskning har vist at en har oppnådd høyere avkastning enn markedsvektede indekser ved å investere mer i aktiva med bestemte kjennetegn slik som lav markedsverdi, pris og omsettelighet. Slike kjennetegn omtales som faktorer, og systematisk vridning av investeringene mot slike aktiva kalles faktorstrategier. Meravkastningen fra faktorstrategier kan reflektere høyere risiko, men også feilprisinger i markedet som følge av institu-

sjonelle forhold og bestemte atferdsmønstre hos markedsaktørene. Departementet har tidligere mottatt råd fra ledende internasjonale eksperter om at fondet bør søke å høste meravkastning fra faktorstrategier.

I Meld. St. 27 (2012–2013) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2012 la departementet fram omfattende analyser av avkastning og risiko ved å følge ulike faktorstrategier for store aksjeporteføljer. Analysene viste blant annet at slike strategier kan gi lange perioder med høyere eller lavere avkastning enn de relevante referanseindeksene, og større negative utslag enn referanseindeksene i perioder med fallende markeder. Analysene viste samtidig at faktorstrategier historisk har bedret forholdet mellom avkastning og risiko for en investor som SPU. Departementet konkluderte med at SPUs særtrekk gjør fondet godt egnet til å utnytte faktorstrategier, men at strategiene ikke bør inngå i referanseindeksen fra departementet. Departementet understreket at det er nødvendig å tilpasse strategiene til fondet fordi størrelsen vil kunne resultere i store transaksjonsvolumer og -kostnader. Det ble pekt på at det er krevende å identifisere de mest egnede tilpasningene, samt at hvilke tilpasninger som er mest egnet vil kunne endres over tid. Konklusjonen var at departementets arbeid med referanseindeksen for SPU ikke er en egnet prosess for slike beslutninger. Departementet skrev videre:

«I den grad systematiske risikofaktorer skal utnyttes i forvaltningen, bør det derfor gjøres innenfor Norges Banks rammer for forvaltningen. Banken kan utforme faktorstrategier som bygger på fondets egenskaper og fortrinn, herunder fondets langsiktighet og størrelse. Utformingen av slike strategier er en viktig del av bankens forvaltningsoppdrag.»

Stortinget sluttet seg til disse vurderingene, jf. Innst. 424 S (2012–2013).

Verdipapirvalg

Det har vært forsket mye på om forvaltere kan skape verdier gjennom verdipapirvalg. Forskning på historiske data indikerer at resultatene fra denne typen aktiv forvaltning er påvirket blant annet av konkurransen i de enkelte markedene en investerer i. Siden konkurransen varierer mellom markeder og over tid, vil også mulighetene til å oppnå meravkastning kunne variere.

Norges Bank har innrettet denne delen av forvaltningen mot de markedene hvor de mener det

er størst mulighet til å skape meravkastning. Slike vurderinger krever spesialkompetanse og nærhet til markedene, og bør gjøres av Norges Bank. En ramme for avvik fra referanseindeksen gir banken mulighet til å foreta slike avveier.

Ekspertene Ang, Goetzmann og Schaefer pekte i sin rapport utarbeidet for departementet i 2009 på at amerikanske aksjefond historisk har oppnådd lik eller høyere avkastning enn de valgte referanseindeksene, men at fondene har beholdt en stor del av denne meravkastningen selv ved å belaste kundene med gjennomgående høye honorarer og kostnader. Norges Bank har betydelig lavere kostnader enn et gjennomsnittlig aksjefond. Det understøtter at banken kan ha bedre muligheter til å oppnå meravkastning enn andre investorer etter kostnader. Ekspertene Ang, Brandt og Denison peker i sin rapport fra 2014 også på at fondets lange tidshorisont gir Norges Bank muligheter til å etablere forvaltningsstrategier med en lang tidshorisont, uten risiko for å måtte selge verdipapirer på ugunstige tidspunkt. De mener at en kompetent forvaltningsorganisasjon, lave kostnader og gode handelssystemer er forutsetninger for å kunne skape meravkastning fra verdipapirvalg over tid. Samtidig peker ekspertene på at Norges Bank, som en offentlig institusjon, kan ha beskrankninger som påvirker evnen til å tiltrekke seg kompetanse sammenliknet med for eksempel investeringsbanker og fond innenfor unoterte aksjer.

2.2.3 Norges Banks forvaltningsstrategier

Norges Bank har i brev henholdsvis 13. desember 2013 og 31. januar 2014, samt i strategiplanen for perioden 2014–2016, beskrevet hvordan banken løser forvaltningsoppdraget.

I strategiplanen legger banken vekt på at de vil øke risikospredningen i fondet, blant annet ved å investere i aksjer i flere framvoksende markeder og øke antall valutaer i obligasjonsporteføljen sammenliknet med referanseindeksen. Banken vil også videreutvikle forvaltningen ved å vri sammensetningen av fondets investeringer mot bestemte faktorer. Norges Bank legger opp til å utvide kapasiteten innen aksje- og kredittanalyse, både for å øke antall selskaper som analyseres inngående og for å utforske muligheter i nye segmenter innen kredittmarkedet.

De senere årene har banken utviklet interne referanseporteføljer hvor en blant annet søker å forbedre avkastnings- og risikoegenskapene til referanseindeksen fastsatt av departementet, spre risikoen og tjene på faktorstrategier. Banken har

dokumentert det faglige grunnlaget for flere av disse strategiene i egne diskusjonsnotater som blant annet peker på utfordringene med standard markedsindekser.

Norges Banks interne referanseporteføljer benyttes i arbeidet med å sette sammen en best mulig portefølje. Bankens strategier for verdipapirvalg måles opp mot de interne referanseporteføljene. Banken har også etablert en rekke ulike verdipapirstrategier som skal utnytte fondets lange tidshorisont, store kapitalbase og muligheten til å opparbeide særskilt kompetanse. Strategiene for verdipapirvalg er konsentrert til markeder og sektorer hvor banken oppfatter at potensialet for meravkastning er størst.

Ang, Brandt og Denison gir i sin rapport støtte til Norges Banks innretning av forvaltningen av SPU. De peker også på at banken har gjort flere endringer etter finanskrisen, blant annet er bruken av belåning og derivater betydelig redusert innenfor obligasjonsforvaltningen. Ekspertene er også positive til at Norges Banks utvikler interne referanseporteføljer og mener at dette er en viktig forbedring av forvaltningen.

Norges Bank anbefaler i brev 31. januar 2014 en ramme for forventet relativ volatilitet på 2 prosentenheter som inkluderer avvik fra referanseindeksen som følge av eiendomsinvesteringer. En slik ramme vil ifølge banken gi den mulighet til gjennomføre forvaltningsoppdraget på en måte som utnytter fondets særtrekk og støtter opp under det overordnede målet for forvaltningen.

Norges Bank peker på at forventet relativ volatilitet har flere svakheter som styringsparameter. Banken mener at det på sikt bør vurderes om forvaltningen av fondet i stedet bør baseres på et mål på absolutt volatilitet.

2.2.4 Rammen for avvik fra referanseindeksen

En ramme for avvik fra referanseindeksen gir Norges Bank muligheter til å søke å forbedre avkastnings- og risikoegenskapene til SPU. Størrelsen på rammen for avvik fra referanseindeksen bør derfor ses i sammenheng med forventningene til meravkastning og risiko.

Rammen for avvik bør videre tilpasses Norges Banks fortrinn og muligheter til å skape meravkastning. En ramme som ikke reflekterer slike fortrinn tilstrekkelig, vil ha kostnader i form av lavere forventet avkastning over tid.

Forvalters evne til å skape meravkastning gjennom avvik fra referanseindeksen måles ofte med informasjonsrate (IR). IR beregnes som for-

holdet mellom meravkastning og relativ volatilitet. En høy IR tolkes som at forvalter har oppnådd høy meravkastning ved å avvike fra referanseindeksen, og kan indikere at forvalter har fortrinn og forutsetninger til å skape meravkastning også framover.

Norges Bank har i perioden 1998–2014 oppnådd en gjennomsnittlig årlig brutto meravkastning på 0,25 prosentenheter og en informasjonsrate på 0,34. Det betyr at for hver prosentenheter relativ volatilitet er fondet i gjennomsnitt blitt kompensert med 0,34 prosentenheter høyere avkastning enn referanseindeksen, før fradrag for forvaltningskostnader. Ekspert rapporten fra Ang, Brandt og Denison (2014) peker på at Norges Bank har forutsetninger til å oppnå en årlig informasjonsrate på mellom 0,35–0,5 på lang sikt. Dette er basert på en gjennomgang av forvaltningen og historiske resultater fra januar 1998 til juni 2013. Ekspertene anbefaler at rammen for avvik fra referanseindeksen økes fra 1 til 1,75 prosentenheter. Det tilsier en årlig gjennomsnittlig meravkastning på om lag 0,4–0,6 prosentenheter dersom utnyttelsen av rammen er om lag på samme gjennomsnittlige nivå som den har vært historisk. Ekspertgruppens anslag på framtidig meravkastning samsvarer godt med de historiske resultatene i Norges Bank, og ville med dagens verdi på fondet tilsvart om lag 30–40 mrd. kroner i årlig brutto meravkastning.

Størrelsen på rammen for avvik må også ses i sammenheng med hvordan avvikene forventes å påvirke samlet risiko i fondet. Det har historisk vært en nær sammenheng mellom svingningene i avkastningen av SPU og svingningene i avkastningen av referanseindeksen, jf. omtale i avsnitt 4.1. I rapporten fra Ang, Brandt og Denison ble det beregnet at mer enn 99 pst. av svingningene i avkastningen av fondet i perioden fra januar 1998 til utgangen av juni 2013 kunne forklares med svingninger i avkastningen til referanseindeksen. Det betyr at banken i forvaltningen av fondet gjennomgående følger indeksen tett. Historisk har det vært noe større svingninger i fondets avkastning enn i avkastningen til referanseindeksen, målt ved standardavvik. Dette illustrerer at en økt ramme for avvik fra referanseindeksen kan gi litt høyere svingninger i fondets samlede avkastning.

En økt ramme for avvik vil gi noe økt risiko for perioder med lavere avkastning enn referanseindeksen. I likhet med andre deler av investeringsstrategien må risikoen for mindrevkastning vurderes opp mot forventet meravkastning over tid og usikkerheten i slike anslag.

I rapporten fra Ang, Brandt og Denison vises det til at dagens ramme for avvik fra referanseindeksen er svært liten. På bakgrunn av gjennomgangen av Norges Banks resultater og forvaltningsstrategier forventer ekspertene at en høyere ramme for avvik, i tillegg til å gi betydelig meravkastning, også vil forbedre forholdet mellom absolutt avkastning og risiko i SPU.

Ekspertene anbefaler at en ramme for forventet relativ volatilitet fortsatt bør benyttes for å regulere omfanget av Norges Banks avvik fra referanseindeksen. De foreslår imidlertid at en økning av rammen for relativ volatilitet bør følges av supplerende risikogrenser som er mer egnet for å ramme inn risikoen for store tap som forventes å inntreffe sjelden. Ekspertene anbefaler også utvidet rapportering om risikoen som tas i forvaltningen.

2.2.5 Rapportering

Departementet har i mandatet for SPU stilt krav om at det skal være størst mulig grad av åpenhet om forvaltningen av SPU innenfor de rammer som settes av en forsvarlig gjennomføring av forvaltningsoppdraget. Åpenhet bidrar til å sikre bred tillit til fondskonstruksjonen og forvaltningen og styrker grunnlaget for å holde fast ved lønnsomme strategier over perioder med mindreavkastning. Det er derfor viktig å rapportere om risikoen for tap både på kort og lang sikt. Utviklingen til referanseindeksen fra departementet forklarer nesten fullt ut risikoen i fondet, målt ved svingningene i avkastning. Referanseindeksen er derfor et viktig utgangspunkt for vurdering av fondets resultater. Videre bør rapporteringen om fondets resultater omfatte risikoen ved og resultatene fra Norges Banks avvik fra referanseindeksen. Departementet rapporterer om avkastning og risiko i den årlige meldingen om forvaltningen av Statens pensjonsfond og har satt en rekke krav til innholdet i Norges Banks offentlige rapportering. Blant annet er det stilt krav om at rapporteringen skal gi en rettvise og utfyllende oversikt over verdiutvikling, kostnader, forvaltningsstrategier, verdiskaping i den operative forvaltningen og av relevant risiko i kapitalforvaltningen, herunder utnyttelsen av risikorammer. Norges Bank offentliggjør kvartals- og årsrapporter, data, analyser mv. på sine nettsider (www.nbim.no).

Gevinstene ved detaljert og løpende rapportering om forvaltningen må samtidig veies opp mot kostnadene ved slik rapportering. Kostnader kan for eksempel være relatert til at andre investorer utnytter åpenheten om forvaltningen til å tjene på

fondets transaksjoner eller på annen måte legger restriksjoner på Norges Banks gjennomføring av forvaltningen. Videre kan åpenhet ha en kostnad dersom en for detaljert og løpende offentlig rapportering fører til at resultatene blir vurdert på bakgrunn av data eller metoder som ikke er relevante.

En lang tidshorisont kan gi SPU fortrinn sammenliknet med andre investorer, jf. ovenfor. Investeringsstrategier som søker å utnytte en lang tidshorisont, slik som strategier for å tjene på faktorer, vil imidlertid kunne innebære perioder med mindreavkastning sammenliknet med utviklingen i det brede markedet. Dette vil særlig kunne inntreffe i perioder med markedsure og betydelig fall i finansmarkedene. I rapporteringen og vurderingen av resultatene bør det derfor legges vekt på utviklingen over tid, og ikke utelukkende på resultater for enkeltår. Hyppig rapportering om resultatene kan i noen situasjoner lede til for stor oppmerksomhet om kortsiktige svingninger, og være til hinder for at forvalter velger lønnsomme, langsiktige strategier.

Avvik fra referanseindeksen vil samtidig innebære at noen investeringer sett i ettertid er lønnsomme og andre ulønnsomme. I rapporteringen og vurderingen av resultatene bør en derfor legge vekt på å presentere resultatene samlet framfor å framheve gevinst eller tap på enkeltinvesteringer.

Departementet gjennomgår og presenterer årlig vurderinger av risiko og resultater i forvaltningen av Statens pensjonsfond, jf. kapittel 4. I tillegg foretar departementet regelmessige gjennomganger av forvaltningen hvor en innhenter råd og analyser fra uavhengige fageksperter internasjonalt.

Rapporteringen av resultatene bør gi innsikt i om forvalter har skapt høyere avkastning enn eier av kapitalen alternativt kunne oppnådd selv, for eksempel ved å øke risikoen gjennom tilpasninger av referanseindeksen. Ang, Brandt og Denison viser til mandatet gitt til Norges Bank og argumenterer for å evaluere bankens forvaltning ut fra meravkastning målt mot referanseindeksen. Rapporten inneholder samtidig flere analyser av sammenhengen mellom meravkastning og ulike faktorer. Det finnes ikke én modell eller ett sett av forutsetninger som gir et entydig svar på hvordan risiko har påvirket resultatene. I finansforskningen benyttes derfor flere tilnærminger og modeller, som alle bygger på ulike forutsetninger og som gir ulike resultater. Det taler for å utvise varsomhet ved tolkning av anslag fra slike modeller, og for å bruke flere tilnærminger for å belyse resultatene.

Rapporten fra Ang, Brandt og Denison peker på at den store graden av åpenhet om forvaltningen av SPU er en styrke for fondet. Det vises til at SPU er et av verdens mest åpne fond og at det er en omfattende rapportering om forvaltningen. Norges Banks rapportering om forvaltningen ligger nært opp til de forslag som ekspertene kommer med, men det pekes på at rapporteringen kan være mer detaljert om avkastning og risiko relativt til departementets referanseindeks. Som eksempel foreslås det at rapporteringen av meravkastning og risiko kan skille mellom bidrag fra faktorstrategier og økt risikospredning i de interne referanseporteføljene fra øvrige verdipapirvalg.

2.2.6 Departementets vurderinger

Departementet mottok i 2014 råd fra Norges Bank og en gruppe av internasjonalt anerkjente eksperter (Ang, Brandt og Denison) om at Norges Bank bør gis noe større mulighet til å forbedre sammensetningen av fondets investeringer. De foreslo derfor en økning i rammen for avvik fra referanseindeksen som departementet har fastsatt. Ekspertene mener at fondets særtrekk i større grad bør utnyttes gjennom indeksforbedringer, systematisk vridning av porteføljen mot faktorer og ved å gjøre bedre verdipapirvalg enn det som følger av indeksen. Denne typen innretning av forvaltningen krever spesialkompetanse, nærhet til markedet og en organisasjon som kan ta tidskritiske beslutninger, og må derfor gjøres av Norges Bank og ikke av departementet. Norges Bank anbefaler at rammen økes og peker på at dette vil gi banken mulighet til gjennomføre forvaltningsoppdraget på en måte som utnytter fondets særtrekk og støtter opp under det overordnede målet for forvaltningen.

Ang, Brandt og Denison viser til at Norges Bank historisk har oppnådd gode resultater og at banken etter deres syn har forutsetninger for å skape betydelige verdier for fondet dersom rammen for avvik økes. Dette er investeringer som vil bedre forholdet mellom avkastning og risiko utover det departementet selv kan gjøre ved å endre sammensetningen av referanseindeksen. En høyere ramme for avvik vil samtidig kunne gi litt større svingninger i fondets avkastning. Historisk har investeringer i framvoksende markeder, faktorstrategier og Norges Banks verdipapirvalg gitt noe større utslag i fondets avkastning sammenliknet med referanseindeksen, særlig i perioder med betydelige fall i aksjemarkedet. Det har også vært flere perioder med mindreakstning relativt til referanseindeksen. En økt ramme for

avvik fra referanseindeksen innebærer at en må være forberedt på slike utslag. Den lange tidshorisonen gjør imidlertid fondet godt rustet til å bære en slik kortsiktig risiko.

Rammen for de miljørelaterte investeringsmandatene ble nær doblet med virkning fra årsskiftet, og i denne meldingen legges det opp til å øke rammen for mandatene ytterligere. Videre ble det i 2012 stilt krav i mandatet for SPU om at banken skal ta hensyn til statsfinansiell styrke i forvaltningen av porteføljen av statsobligasjoner. Disse føringene trekker isolert sett på rammen for avvik. En økt ramme for relativ volatilitet motvirker begrensningene på bankens handlingsrom som ellers følger av disse føringene. Videre skrev departementet i fjorårets melding at nye regler for tilbakevekting av aksjeandelen innebar at rommet for andre avvik isolert sett blir noe større. Med de endringene som er beskrevet i avsnitt 2.4, vil dette ikke lenger være tilfelle. Nye regler for tilbakevekting vil innebære at banken i noen grad må ta høyde for at tilbakevekting kan trekke på den samlede rammen for relativ volatilitet. Norges Banks nedslag av enkeltelskaper basert på risikovurderinger av bærekraft trekker også på rammen for avvik.

Departementet legger i denne meldingen opp til å øke rammen for avvik fra referanseindeksen målt ved forventet relativ volatilitet fra 1 til 1,25 prosentenheter. Mandatet skal fortsatt utformes slik at Norges Bank skal innrette forvaltningen med sikte på at forventet relativ volatilitet ikke overstiger rammen. Dette legger til rette for at banken kan gjennomføre en forsiktig økning i avvikene fra referanseindeksen i aksje- og obligasjonsporteføljen. Samtidig vil departementets forventning til meravkastning øke noe. Den økte rammen kan samtidig gi noe større utslag i den relative avkastningen, også over flere år. Departementet vil samtidig med at rammen for avvik økes stille nye krav til Norges Bank om at det skal fastsettes supplerende risikorammer for store tap som forventes å inntreffe sjelden og til mer detaljert rapportering om risikoen som tas i forvaltningen. Ang, Brandt og Denison anbefaler slike supplerende risikorammer, men peker på flere tekniske og operasjonelle utfordringer i den sammenheng. De trekker blant annet fram at det vil være vanskelig å beregne denne type risiko og at det ikke er gitt at slike tilleggsrammer vil legge hensiktsmessige begrensninger på bankenes forvaltning utover dagens ramme for relativ volatilitet. Samtidig mener ekspertene at rapportering om slik risiko er viktig.

Det vises til arbeidet med å vurdere uoterte investeringer i eiendom og infrastruktur, herunder

spørsmålet om slike investeringer bør gjøres innenfor rammen for avvik fra referanseindeksen, jf. avsnitt 2.2.1 og avsnitt 2.3. Departementet vil vurdere en ytterligere økning av rammen for avvik senere. En vil da også kunne trekke på erfaringene med utvidelsen av rammen fra 1 til 1,25 prosentenheter og de nye kravene til rapportering og risikomål.

2.3 Investeringer i eiendom og infrastruktur

2.3.1 Bakgrunn

Departementet besluttet i 2008 å åpne opp for å investere inntil 5 pst. av SPU i eiendom, jf. St.meld. nr. 16 (2007–2008) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2007. En enstemmig finanskomité støttet forslaget om å åpne opp for eiendomsinvesteringer, jf. Innst. S. nr. 283 (2007–2008). Oppbyggingen av eiendomsporteføljen medfører at obligasjonsandelen i referanseindeksen reduseres tilsvarende.

Ved utgangen av 2014 utgjorde eiendomsporteføljen 2,2 pst. av fondets markedsverdi, mot 1,0 pst. ved inngangen til året. Forvaltningen av eiendomsporteføljen i 2014 er omtalt i avsnitt 4.1. Deler av økningen i verdien av eiendomsporteføljen i 2014 skyldes overføring av investeringer i 11 børsnoterte eiendomsselskaper fra aksjeporteføljen til eiendomsporteføljen. Norges Bank skriver i årsrapporten for 2014 at i mange av de aktuelle markedene for eiendomsinvesteringer er eiendommer som banken ønsker eksponering mot, eid av børsnoterte selskaper. For å sikre en bredere eiendomsportefølje og for å kunne utnytte fondets fortrinn har banken overført deler av eiendomsinvesteringene fra aksjeporteføljen til eiendomsporteføljen.

Mandatet for forvaltningen av SPU åpner for at eiendomsporteføljen blant annet kan investeres i aksjer i børsnoterte eiendomsselskaper i tillegg til unotert eiendom. I Meld. St. 27 (2012–2013) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2012 ble investeringer i noterte eiendomsaksjer gjennomgått spesielt. Det ble pekt på at analyser av historisk avkastning tyder på at det ikke er vesentlige forskjeller i avkastnings- og risikoegenskapene til sammenliknbare noterte og unoterte eiendomsinvesteringer på lang sikt. I tillegg eier noterte eiendomsselskaper store deler av eiendomsmarkedene i mange delmarkeder og land. De unoterte og noterte markedene utfyller hverandre og utgjør til sammen det totale eiendomsmarkedet. Departementet pekte også på at avkastningsmålet

for eiendomsporteføljen, en eiendomsindeks fra indeksleverandøren International Property Data-bank (IPD), bygger på verdiutviklingen av unotert eiendom og at en betydelig økning av noterte eiendomsinvesteringer vil gjøre det naturlig for departementet å vurdere alternative avkastningsmål for eiendomsporteføljen.

Norges Bank har de siste årene gjort betydelige eiendomsinvesteringer i Europa og USA. I strategiplanen for perioden 2014–2016 har banken uttrykt et mål om å investere én prosent av fondet i eiendom hvert år de neste to årene. Det betyr at investeringene i løpet av noen år vil kunne nærme seg den øvre grensen på 5 pst. Videre har banken i årsrapporten for SPU i 2014 vist til at det er opprettet en egen ledergruppe for eiendom og at en vil bygge og videreutvikle eiendomsorganisasjonen. I strategiplanen for 2014–2016 er det pekt på at det vil bli behov for en betydelig større organisasjon i tiden framover, og det forventes at antallet ansatte i eiendomsforvaltningen vil øke til 200 i løpet av strategiperioden.

Norges Bank bruker datterselskaper når de investerer i eiendom for å klargjøre og begrense ansvaret for banken og fondet knyttet til den enkelte eiendomsinvestering. Dette er i tråd med etablert markedspraksis og støtter bankens mål om å sikre fondets finansielle interesser gjennom en betryggende risikostyring. Ved å opprette datterselskaper begrenses det økonomiske ansvaret til kapitalen i datterselskapet.

Ifølge mandatet for SPU, skal Norges Bank søke å oppnå høyest mulig avkastning etter kostnader. Skatt kan i enkelte tilfeller være en viktig kostnadskomponent. Norges Bank peker i årsrapporten for forvaltningen av SPU i 2011 på at det er viktig at investeringene skattlegges på en korrekt måte etter lokalt regelverk, men også at fondet ikke belastes med større skattekostnader enn nødvendig, jf. omtale i St.meld. nr. 16 (2007–2008) Om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2007.

Norges Bank har opprettet datterselskap i Luxembourg for å samle den operative og administrative forvaltningen av eiendomsinvesteringene i kontinental-Europa, jf. omtale i Meld. St. 17 (2011–2012) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2011. For de amerikanske eiendomsinvesteringene har Norges Bank opprettet selskaper i Delaware, jf. Meld. St. 19 (2013–2014) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2013. Valget av disse jurisdiksjonene skyldes flere forhold som forutsigbare og solide juridiske rammeverk, samt at de er allment benyttet blant internasjonale institusjonelle investorer. Også lokale skatteregler og bilaterale skatteavtaler er viktige i denne sammenheng.

Bankens avtaler og selskapsdokumenter sikrer at representantskapet, bankens internrevisjon og bankens eksterne revisor får tilgang til relevant informasjon om datterselskapene.

Norges Bank har tidligere gitt råd om at inntil 10 pst. av SPU bør investeres i eiendom og infrastruktur, jf. brev 20. oktober 2006. I mandatet som departementet har fastsatt for forvaltningen av SPU er det imidlertid ikke åpnet opp for unoterte infrastrukturinvesteringer. Dette skiller SPU fra andre sammenliknbare fond. En undersøkelse av store sammenliknbare fond fra analyseselskapet CEM Benchmarking viser at andelen investert i unotert infrastruktur og eiendom i 2013 utgjorde henholdsvis 3 pst. og 8 pst. Unoterte investeringer i infrastruktur gjøres innen områder som transport, energiforsyning, vann og avløp, avfallshåndtering, telekommunikasjon og offentlige bygg. Markedet for infrastruktur omfatter blant annet investeringsmuligheter innen fornybar energi, slik som sol- og vindparker og vannkraft. I avsnitt 2.6 omtales investeringer i fornybar energi i SPU.

Investeringer i unotert infrastruktur ble vurdert i Meld. St. 15 (2010–2011) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010. Departementet pekte da på at det er visse likhetstrekk mellom investeringer i fast eiendom og infrastruktur. Det ble videre lagt vekt på at departementet og Norges Bank er i ferd med å opparbeide seg kompetanse fra investeringer i det største og mest utviklede unoterte markedet, markedet for fast eiendom. Departementet åpnet ikke opp for investeringer i infrastruktur i forbindelse med meldingen. Departementet pekte samtidig på at særtrekk ved SPU gjorde det naturlig å komme tilbake til spørsmålet om unotert infrastruktur senere. Departementet skrev:

«Markedene for unoterte aksjer og infrastruktur er i utvikling. En ny gjennomgang vil kunne bygge på nye forskningsresultater og nærmere vurderinger av hva som kan oppnås gjennom å utnytte fondets størrelse og langsiktighet. De erfaringene som nå gjøres gjennom investeringer i unoterte eiendomsinvesteringer vil også kunne være relevante.»

I Meld. St. 19 (2013–2014) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2013 gjennomgikk departementet Norges Banks forvaltning av SPU. Formålet var å vurdere om endringer i mandatet til Norges Bank kan bidra til å bedre forholdet mellom avkastning og risiko utover referanseindeksen som er fastsatt av departementet. Departementet mottok analyser og råd fra Norges Bank og en gruppe av anerkjente eksperter (Ang, Brandt og

Denison). Både Norges Bank og ekspertene anbefalte endringer i hvordan eiendomsinvesteringene og eventuelle andre unoterte investeringer reguleres i mandatet for forvaltningen av SPU.

I brev til departementet 31. januar 2014 peker Norges Bank på at dagens avkastningsmål for eiendomsporteføljen, den såkalte IPD-indeksen, på samme måte som andre indekser for private investeringer har en rekke svakheter. Banken viser blant annet til at:

«Sammensetningen av indeksen gjenspeiler ikke nødvendigvis investeringsmulighetene, men vil avhenge av hvilke eiere som velger å rapportere avkastningstall til indeksleverandøren. Indeksen er ikke replikerbar. Det vil ikke være mulig for en enkelt investor å kjøpe en liten eierandel av alle eiendommene som inngår i indeksen. Vår erfaring er også at IPD-indeksen er lite egnet som et verktøy i vår kommunikasjon til offentligheten om resultatene i vår forvaltning av fondets eiendomsinvesteringer.»

Banken foreslo at SPU samlet sett skal forvaltes mot en referanseindeks for noterte aksjer og obligasjoner og at banken fastsetter avkastningsmål for eiendomsinvesteringene. Videre ble det foreslått at eiendomsinvesteringene skulle inngå i beregningsgrunnlaget for rammen for avvik fra referanseindeksen målt ved forventet relativ volatilitet, og at rammen skulle økes fra 1 til 2 prosentenheter.

Ang, Brandt og Denison foreslo i sin rapport en såkalt alternativkostnadsmodell. Dette er en modell som også brukes av andre store fond, blant annet det kanadiske pensjonsfondet CPPIB og det statlige investeringsfondet GIC i Singapore. Modellen vil innebære at det ikke lenger skal være en fast andel av kapitalen som investeres i eiendom og andre unoterte markeder. Det vil være delegert til forvalter å vurdere om slike investeringer i hvert enkelt tilfelle vil bidra til å bedre forholdet mellom avkastning og risiko i SPU. Dersom unoterte investeringer har en annen risiko enn referanseindeksen, kan banken styre risikoen gjennom å endre sammensetningen av aksje- og obligasjonsinvesteringene, slik at samlet markedsrisiko ikke endres vesentlig. Med alternativkostnadsmodellen vil unoterte investeringer dermed sammenliknes med alternativavkastningen fra å investere med tilsvarende risiko i noterte aksjer og obligasjoner. Ekspertene anbefaler at Norges Banks adgang til å ta vesentlig mer eller mindre markedsrisiko

enn referanseindeksen begrenses gjennom en ramme for relativ volatilitet. I rapporten fra ekspertene pekes det på flere fordeler ved en slik modell, herunder at den kan brukes på tvers av aktivaklasser og at forvalter får bedre mulighet til å utnytte særtrekk ved fondet og opparbeidede fortrinn. Med særtrekk menes strukturelle egenskaper ved fondet, slik som størrelse og tidshorizont. Med opparbeidede fortrinn menes kompetanse og infrastruktur som er utviklet over tid hos forvalter.

Rapporten fra Ang, Brandt og Denison peker samtidig på at denne alternativkostnadsmodellen er krevende å gjennomføre i praksis og at den forutsetter en klar og god styringsstruktur. Gruppen mener imidlertid at fondet har forutsetninger for å kunne gjennomføre dette på en god måte. Det er i rapporten ikke gått nærmere inn på detaljene om hvordan modellen bør innføres i praksis. Departementet omtalte forslagene i fjorårets melding og skrev at departementet ville arbeide videre med de mottatte rådene.

2.3.2 Utredning av investeringer i eiendom og infrastruktur

Departementet varslet i desember 2014 at en ville sette i gang en utredning av om den øvre grensen for eiendomsinvesteringer skal endres og om det skal åpnes opp for at fondet skal kunne investere i unotert infrastruktur. Formålet med utredningen er å vurdere hvordan investeringer i fast eiendom og infrastruktur kan bidra til å bedre forholdet mellom avkastning og risiko i SPU og hvordan departementet best kan regulere slike investeringer i mandatet til Norges Bank. Departementet har bedt om analyser og vurderinger fra en ekspertgruppe og fra Norges Bank. Ekspertgruppens sammensetning og mandat vil offentliggjøres på departementets nettsider.

Departementet tar sikte på at rådene fra Norges Bank og ekspertgruppen kan behandles i meldingen om forvaltningen av Statens pensjonsfond som legges fram våren 2016.

Dersom det eventuelt åpnes opp for investeringer i unotert infrastruktur på mer generelt grunnlag, vil også investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi og infrastruktur i framvoksende markeder bli en del av investeringsuniverset for SPU. Analysene og vurderingene fra ekspertgruppen og Norges Bank skal omhandle investeringer i disse markedene. Det skal legges til grunn at det stilles samme krav til slike investeringer som til andre investeringer i SPU.

2.4 Regelen for tilbakevekting av aksjeandelen

2.4.1 Innledning

Finansdepartementets langsiktige investeringsstrategi for SPU angir en strategisk referanseindeks med en fast aksjeandel på 60 pst. Markedsbevegelser fører til at aksjeandelen i den faktiske referanseindeksen beveger seg bort fra den strategiske vekten på 60 pst. For eksempel vil en oppgang i aksjekursene relativt til kursene på obligasjoner føre til at aksjeandelen i den faktiske referanseindeksen øker. En høyere eller lavere aksjeandel vil endre avkastnings- og risikoegenskapene til fondet sammenliknet med det som er lagt til grunn for valget av en aksjeandel på 60 pst. Samtidig vil det være transaksjonskostnader forbundet med å holde aksjeandelen i referanseindeksen på nøyaktig 60 pst. til enhver tid. Det er derfor valgt en regel for tilbakevekting, eller rebalansering, av aksjeandelen i referanseindeksen der aksjeandelen tillates å variere noe rundt 60 pst. Når andelen i referanseindeksen blir høyere enn 64 pst. eller lavere enn 56 pst., vektet andelen tilbake til 60 pst. Regelen for tilbakevekting av aksjeandelen er tidligere omtalt i Meld. St. 17 (2011–2012) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2011, Nasjonalbudsjettet 2013 og i Meld. St. 19 (2013–2014) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2013.

Når aksjeandelen i referanseindeksen endres med fire prosentenheter eller mer på ett tidspunkt, vil det i praksis ikke være mulig for Norges Bank å tilpasse fondets portefølje på samme måte som indeksen på en kostnadseffektiv måte. Norges Bank har i brev 25. februar 2015 pekt på at de vil bruke lengre tid på tilpasningen av fondets aksjeandel enn tilbakevektingen av referanseindeksen, for å sikre en kostnadseffektiv tilpasning.

Avvikene mellom porteføljen og referanseindeksen trekker på rammen for forventet relativ volatilitet. Banken må derfor reservere en andel av rammen for avvik fra referanseindeksen for framtidige tilbakevektinger. En moderat ramme for avvik kan også føre til at Norges Bank må vekte tilbake den faktiske porteføljen i et annet tempo enn det banken finner hensiktsmessig, ut fra hensynet til en kostnadseffektiv tilpasning. Det kan også oppstå markedssituasjoner hvor Norges Bank ikke har mulighet til å holde forventet relativ volatilitet innenfor rammen ved en tilbakevekting.

2.4.2 Departementets tidligere vurderinger

I Meld. St. 19 (2013–2014) drøftet departementet hvordan reglene for tilbakevektning kan justeres for å ta høyde for at tilbakevektning kan gi store utslag i forventet relativ volatilitet. Departementet vurderte blant annet om rammen for forventet relativ volatilitet kunne økes for å ta hensyn til at tilbakevektninger i varierende grad trekker på rammen. Departementet fant imidlertid at rammen i så fall måtte økes betydelig for å ta høyde for tilbakevektninger i perioder med stor markedsuro, og at en slik løsning derfor ikke var hensiktsmessig.

Departementet drøftet også om en burde endre hvordan aksjeandelen i referanseindeksen vektet tilbake, slik at tilpasningen i indeksen ligger nærmere opp til Norges Banks tilbakevektning av den faktiske porteføljen. En pekte imidlertid på at hensynet til åpenhet talte mot en slik løsning.

Departementet la i stedet opp til å holde utslagene i forventet relativ volatilitet som følger av tilbakevektning, utenfor rammen for forventet relativ volatilitet. Departementet skrev at en slik endring forutsetter at Norges Bank rapporterer nærmere om virkningen av tilbakevektningen på relativ volatilitet og meravkastningen.

I behandlingen av meldingen understreket finanskomiteen at en forutsetning for en slik endring er at Norges Bank rapporterer nærmere om virkningen på relativ volatilitet og meravkastningen, slik at det kan vurderes nærmere hvordan endringen slår ut i praksis, jf. Innst. 200 S (2013–2014).

2.4.3 Råd fra Norges Bank

Ved utgangen av september 2013 oversteg aksjeandelen i den faktiske referanseindeksen 64 pst., og aksjeandelen i referanseindeksen ble derfor vektet tilbake til 60 pst. ved utgangen av påfølgende måned. I brev 25. februar 2015 har Norges Bank oppsummert erfaringene med tilbakevektningen høsten 2013. Banken viser til at de brukte om lag fire måneder på tilbakevektningen av den faktiske porteføljen, og har beregnet at fondet sparte om lag 400 mill. kroner i transaksjonskostnader sammenliknet med å gjennomføre tilbakevektningen i løpet av fem handledager. Banken peker samtidig på at disse anslagene er usikre, og at transaksjonskostnadene vil avhenge av markedssituasjonen på tidspunktet tilpasningen gjennomføres. Tilpasningen av den faktiske porteføljen høsten 2013 ble gjennomført i en periode med svært god likviditet i finansmarkedene. Det bidro

isolert sett til å redusere transaksjonskostnadene.

Norges Bank skriver at tilbakevektningen ble gjennomført på samme tidspunkt som flere andre store endringer i den faktiske referanseindeksen. Det var endringer som både følger av justeringer i investeringsstrategien for fondet, og endringer som følger av beslutninger tatt av indeksleverandørene. Flere samtidige endringer i referanseindeksen gjør det utfordrende å isolere porteføljeendringer som følger direkte av tilbakevektningen. Det bidrar til økt usikkerhet om anslaget for faktiske transaksjonskostnader, og gjør det mer utfordrende å rapportere eventuell mer- eller mindreamkastning ved tilbakevektningen.

Banken peker videre på at erfaringene fra høsten 2013 tilsier at det er behov for å justere metoden for hvordan den faktiske referanseindeksen tilbakevektes. Banken skriver:

«Fondet har vokst mye siden gjeldende regel for tilbakevektning ble fastsatt i 2012. Båndet for tilbakevektning er også bredere enn hva som var bankens opprinnelige råd. Gitt dagens fondsstørrelse vil hver enkelt tilbakevektning kunne innebære kjøp og salg av verdipapirer for mer enn 500 milliarder kroner. For å sikre kostnadseffektiv tilpasning av porteføljen vil banken måtte bruke lang tid på gjennomføringen. Banken vil i mindre grad enn tidligere kunne påregne å benytte tilførsler til å foreta nødvendige tilpasninger. Lavere tilførsler, både absolutt og målt i forhold til fondets samlede verdi, innebærer at det meste av tilpasningen i etterkant av en tilbakevektning vil måtte finne sted gjennom faktiske kjøp og salg av verdipapirer i markedene.»

Norges Bank viser videre til at avvikene som oppstår mellom den faktiske referanseindeksen og porteføljen i perioder banken foretar en tilpasning til ny referanseindeks, vil kunne dominere den relative risikoen i forvaltningen og den rapporterte mer- eller mindreamkastningen. Rapportert mer- eller mindreamkastning vil ifølge Norges Bank derfor ikke gi et riktig bilde av om banken har gjennomført porteføljetilpasningene på en kostnadseffektiv måte.

Banken foreslår i sitt brev ingen endringer i betingelsene for når en tilbakevektning skal gjennomføres, men foreslår at referanseindeksen justeres gradvis slik at avvikene mellom faktisk portefølje og indeks blir mindre, og at departementet, etter råd fra Norges Bank, fastsetter nærmere

bestemmelser om hvordan tilbakevektningen i mer detalj skal gjennomføres.

Norges Bank mener at det fortsatt skal være offentlig kjent at tilbakevektning skjer når andelen aksjer i referanseindeksen overstiger 64 pst. eller er under 56 pst. Ettersom den mer detaljerte regelen for tilbakevektning av referanseindeksen fra måned til måned vil ligge nærmere opp til hvordan Norges Bank vil tilpasse den faktiske porteføljen, mener banken at den bør unntas offentlighet.

2.4.4 Departementets vurderinger

Dagens regel for tilbakevektning av aksjeandelen i SPU kan i en begrenset periode gi store avvik i aksjeandelen mellom faktisk portefølje og den faktiske referanseindeksen. Det kan innebære høy forventet relativ volatilitet og høy mer- eller mindreavkastning som ikke nødvendigvis gir et rettmessig bilde av hvordan Norges Bank utfører forvaltningsoppgavet.

Som nevnt over skrev departementet i Meld. St. 19 (2013–2014) at en legger opp til å holde utslagene i forventet relativ volatilitet som følge av tilbakevektning, utenfor rammen for forventet relativ volatilitet. En forutsetning for denne endringen var at Norges Bank kunne rapportere nærmere om virkningen på meravkastningen og relativ volatilitet. Norges Bank skriver i brev til Finansdepartementet 25. februar 2015 at erfaringene fra tilbakevektningen høsten 2013 er at effektene på relativ volatilitet og meravkastning vanskelig kan isoleres fra bankens øvrige investeringsbeslutninger. Etter departementets vurdering er forutsetningen for å holde tilbakevektningen utenfor rammen for relativ volatilitet dermed ikke oppfylt. Departementet vil derfor følge Norges Banks råd om å fastsette regler for en mer gradvis tilbakevektning av aksjeandelen i referanseindeksen.

Detaljert kjennskap til hvordan Norges Bank vil tilbakevekte aksjeandelen i den faktiske porteføljen kan utnyttes av andre markedsaktører, noe som kan påføre fondet kostnader. Dette hensynet bør etter departementets syn veie tungt, og de detaljerte bestemmelsene for hvordan den faktiske referanseindeksen vektet tilbake bør derfor unntas offentlighet.

Ønsket om stor grad av åpenhet om reglene for tilbakevektning vil etter departementets syn likevel være oppfylt, blant annet ved at betingelsen for når en tilbakevektning skal gjennomføres framgår av mandatet til Norges Bank, som er offentlig tilgjengelig.

2.5 Langsiktige framskrivninger av Statens pensjonsfond utlands realverdi

2.5.1 Innledning

I Meld. St. 10 (2009–2010) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2009 la departementet fram anslag for langsiktig realavkastning, risiko (volatilitet) og samvariasjon (korrelasjoner) for globale porteføljer av aksjer, obligasjoner og eiendom. Disse anslagene er omtalt i flere påfølgende meldinger til Stortinget, senest i Meld. St. 27 (2012–2013) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2012.

Retningslinjene for budsjettpolitikken (handlingsregelen) innebærer at bruken av oljeinntekter over statsbudsjettet skal fases gradvis inn over tid, om lag i takt med utviklingen i forventet realavkastning av SPU. Handlingsregelen er en retningslinje for bruk av statens petroleumsinntekter over mange tiår. I tråd med dette er departementets anslag for avkastning og risiko ment å gjelde for et tidsrom som er langt nok til å inneholde mange oppgangs- og nedgangstider i finansmarkedene. I et slikt langsiktig perspektiv er forventet realavkastning av SPU anslått til om lag 4 pst. På kortere sikt kan utsiktene i finansmarkedene avvike vesentlig fra de langsiktige forventningene.

De langsiktige anslagene er blitt brukt til å analysere utviklingen i den framtidige realverdien av SPU, samt usikkerheten i denne. Slike analyser ble sist vist i Meld. St. 27 (2012–2013), der en horisont på fem år ble valgt for å belyse risikoen for store svingninger i fondsverdien over kortere tidsrom. Departementet har også lagt fram tilsvarende beregninger for lengre tidsperioder, jf. Meld. St. 15 (2010–2011) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010.

Anslagene for avkastning, risiko og korrelasjoner er også blitt brukt til å beregne forventet netto tilførsel av petroleumsinntekter til fondet. Med netto tilførsel menes forskjellen mellom statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten, som overføres til SPU, og overføringen fra fondet til statsbudsjettet for å dekke det oljekorrigerte underskuddet. Beregninger av netto tilførsel ble sist vist i Meld. St. 15 (2010–2011).

I dette avsnittet presenteres oppdaterte framskrivninger av verdiutvikling og netto tilførsel for SPU. Analysene er basert på fondets størrelse ved utgangen av 2014 og anslag for statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten. Anslagene for forventet avkastning og risiko er ikke endret sammenliknet med tidligere, men det er

lagt vekt på å illustrere hvordan forventet verdiutvikling og netto tilførsel påvirkes av alternative beregningstekniske forutsetninger om forventet avkastning og bruk av petroleumsinntekter over statsbudsjettet. Alternative forutsetninger for forventet realavkastning av SPU er her 1 prosentenhet høyere eller lavere enn den langsiktige forventningen på om lag 4 pst. realavkastning av SPU. Likeledes vises beregninger der de årlige overføringene fra fondet til statsbudsjettet er 1 prosentenhet høyere eller lavere enn 4 pst.

2.5.2 Analysemetode

Beregningene av forventet verdiutvikling av SPU og netto tilførsel er basert på en simuleringsmodell som er nærmere omtalt i tidligere meldinger til Stortinget om forvaltningen av Statens pensjonsfond.⁴ Ved hjelp av såkalte Monte Carlo-simuleringer beregnes utviklingen i fondets realverdi over tid. I slike simuleringer «trekkes» et stort antall mulige stier som verdien av fondet kan følge, etter gitte sannsynlighetsfordelinger. Utfallsrommet gir informasjon om forventet verdi og usikkerhet rundt forventningen. Modellen departementet benytter, tar utgangspunkt i kjente stokastiske prisprosesser for finansielle aktiva, som også gir rom for avvik fra normalfordelingen gjennom såkalt stokastisk volatilitet og «mean reversion». Slike modellframskrivninger gir en mer realistisk beskrivelse av sannsynlige utfall enn enklere modeller basert på normalfordeling.

Simuleringene er gjort med utgangspunkt i SPUs referanseindekser for aksjer og obligasjoner og gjeldende regel for tilbakevektning av aksjeandelen til 60 pst. Indeksene simuleres i lokal valuta, og omregnes så til en felles valuta, som er norske kroner. Valutakurser mot norske kroner simuleres separat ved hjelp av stokastiske prisprosesser. Modellen tar dermed hensyn til svingninger i valutakurser mellom kroner og ulike valutaer som fondet er investert i.

Avkastningsbidrag fra eiendomsinvesteringene og bidragene knyttet til avvikene fra referanseindeksen er ikke modellert.

Fondsverdien simuleres med utgangspunkt i verdien ved utgangen av 2014 på 6 431 mrd. kroner, og for en 10-års periode fram til utgangen av 2024.

Netto tilførsel til fondet er bestemt av statens anslåtte netto kontantstrøm fra petroleumsvirk-

somheten fratrukket 4 pst. av fondsverdien ved utgangen av foregående år. I anslagene for statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten er det lagt til grunn en langsiktig oljepris på om lag 70 dollar fatet. Det er ikke tatt hensyn til usikkerhet i olje- og gasspriser.

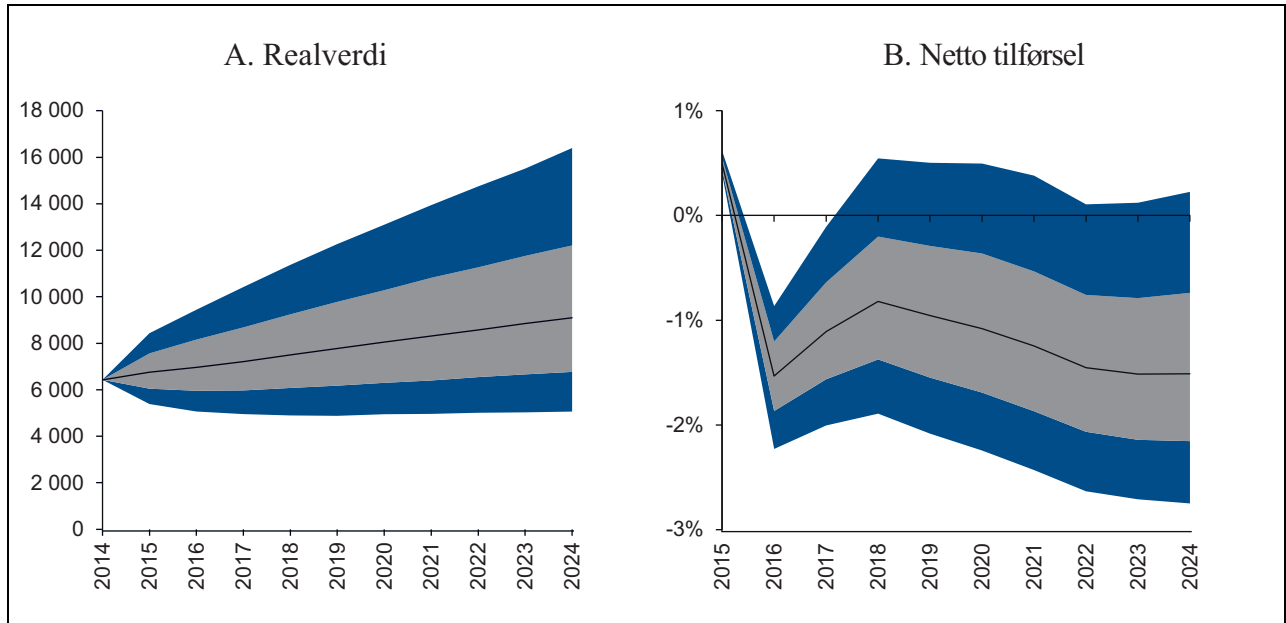
2.5.3 Resultater gitt standard forutsetninger

Figur 2.6A viser framskrivninger av utviklingen i realverdien av SPU fram til utgangen av 2024, målt i mrd. 2015-kroner, gitt standard forutsetninger om 4 pst. forventet realavkastning og 4 pst. bruk. Forventningsbanen (medianverdien) er markert med heltrukket svart kurve. Fondets realverdi anslås å stige til om lag 9 100 mrd. kroner ved utgangen av 2024. De grå og blå vifteformede feltene markerer henholdsvis 68 pst. og 95 pst. konfidensintervaller, som under de gitte forutsetningene uttrykker sannsynligheten for at realverdien vil ligge innenfor disse intervallene. Figuren viser at det er stor usikkerhet rundt fondets størrelse 10 år fram i tid. Det er imidlertid høy sannsynlighet for at fondet vil vokse i realverdi. Sannsynligheten for at fondets realverdi i 2024 blir høyere enn verdien ved utgangen av 2014 er i modellen beregnet til om lag 88 pst.

Figur 2.6B viser at netto tilførsel til fondet ventes å avta raskt målt som andel av fondets verdi.⁵ Forventningsbanen (medianen) er markert med heltrukket svart kurve, mens de fargede feltene viser 68 pst. (grå) og 95 pst. (blå) konfidensintervaller. Netto tilførsel som andel av fondet ved utgangen av 2014 var om lag 0,5 pst., og er her anslått å bli negativ fra og med 2016. Det betyr at statens netto kontantstrøm fra petroleumsvirksomheten i denne beregningen forventes å bli mindre enn overføringene til statsbudsjettet, slik at det blir netto overføringer fra fondet til statsbudsjettet. Figuren viser at den beregnede usikkerheten rundt denne forventningsbanen vokser over tid, opp til om lag 1,5 prosentenheter i 2024 (avstanden mellom forventningsbanen og 95 pst. konfidensintervallet). Det er likevel høy sannsynlighet (om lag 96 pst.) for at netto tilførsel vil være negativ i 2024. Det forventede nettouttaket er imidlertid mindre enn forventet realavkastning (om lag 4 pst.). Realverdien av fondet forventes derfor å stige også de neste 10 årene, jf. figur 2.6A.

⁴ St.meld. nr. 24 (2006–2007) Om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2006 og St.meld. nr. 16 (2007–2008) Om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2007.

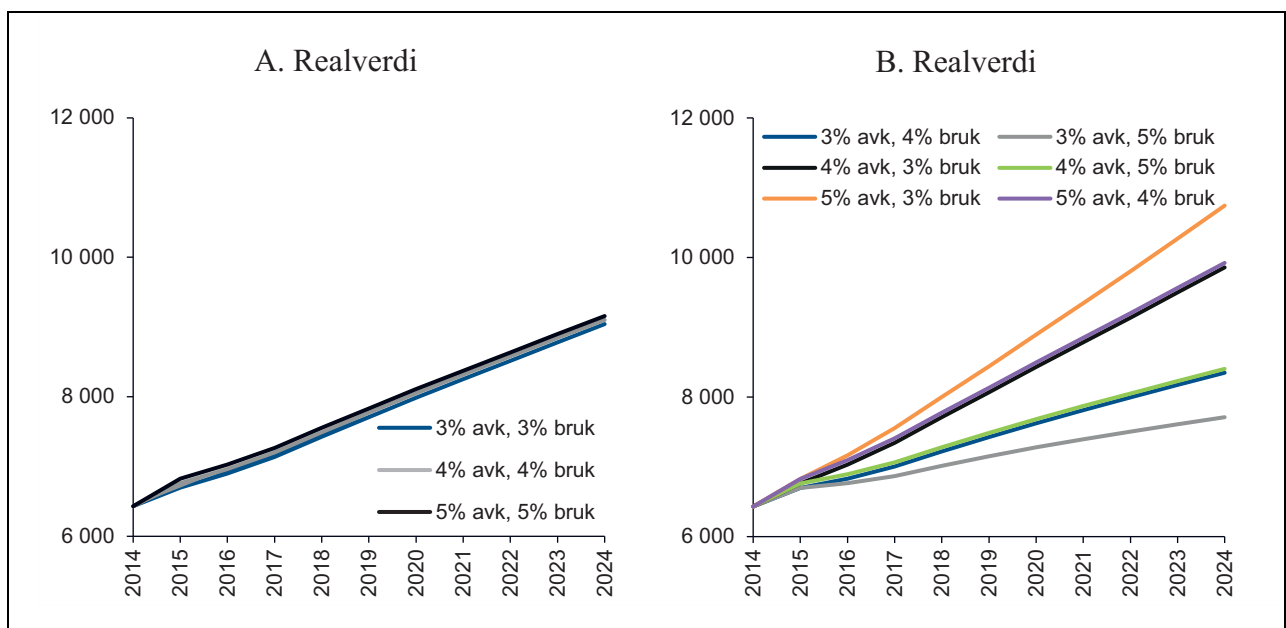
⁵ Med fondets verdi menes her verdien ved inngangen av året.



Figur 2.6 Simulert realverdiutvikling (mrd. 2015-kroner) og forventet netto tilførsel til SPU (andel av fondets verdi i pst.), gitt standard forutsetninger¹

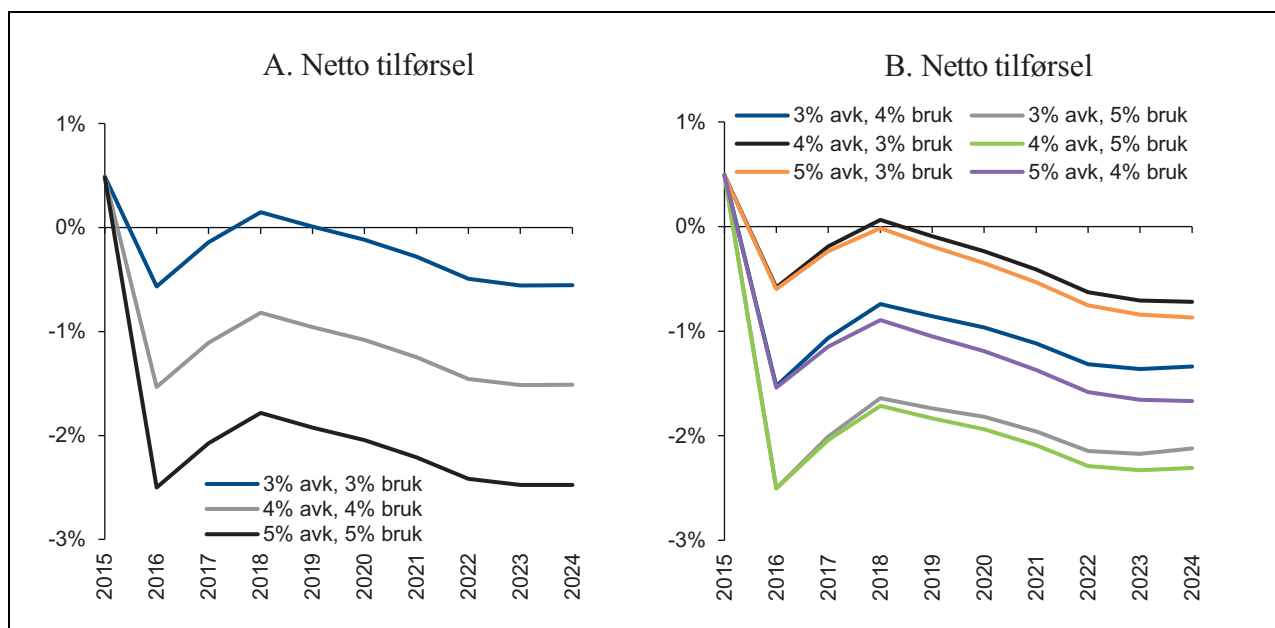
¹ Forventningsbanen er markert med heltrukket svart kurve. De grå og blå viftene viser henholdsvis 68 og 95 pst. konfidensintervaller.

Kilde: Finansdepartementet.



Figur 2.7 Simulert realverdiutvikling (mrd. 2015-kroner) gitt standard- og alternative forutsetninger. Forventningsbaner (medianverdier)

Kilde: Finansdepartementet.



Figur 2.8 Simulert netto tilførsel til SPU (andel av fondets verdi i pst.), gitt standard- og alternative forutsetninger. Forventningsbaner (medianverdier)

Kilde: Finansdepartementet.

2.5.4 Resultater gitt alternative forutsetninger

Figurene 2.7A og 2.7B viser forventningsbanene (medianverdiene) til realverdien av SPU 10 år fram i tid gitt de alternative forutsetningene om forventet realavkastning (3 pst. eller 5 pst.) og bruk over statsbudsjettet (3 pst. eller 5 pst.). Forventningsbanen gitt standard forutsetninger som beskrevet ovenfor, er også vist (4 pst. realavkastning og 4 pst. bruk av petroleumsinntekter over statsbudsjettet). For å forenkle figurene er konfidensintervallene, eller viftene som viser usikkerheten, ikke tegnet inn. De er om lag like brede som i figur 2.6A.

Figurene viser at den sterkeste realverdiutviklingen oppnås under forutsetningen om forventet realavkastning på 5 pst. kombinert med bruk på 3 pst. Den svakeste utviklingen fås med forutsetningene om 3 pst. realavkastning og 5 pst. bruk. Standard-forutsetningene om 4 pst. realavkastning og bruk gir en verdiutvikling mellom disse. Figuren viser også at når bruken over statsbudsjettet settes lik forventet realavkastning, er den forventede utviklingen i fondets realverdi om lag den samme enten forventet realavkastning av fondet er 3, 4, eller 5 pst. Hvis det derimot brukes 1 prosentenheter mer enn forventet realavkastning, reduseres forventet realverdi av fondet med om lag 8 pst. etter ti år.

Figurene 2.8A og 2.8B viser forventet (median) netto tilførsel til SPU 10 år fram i tid, som andel av fondets verdi, gitt de samme alternative forutsetningene om forventet realavkastning (3 pst. eller 5 pst.) og bruk over statsbudsjettet (3 pst. eller 5 pst.). Forventningsbanen gitt standard forutsetninger er også vist. Størst forventet nettouttak som andel av fondsverdien er i tilfellet med 5 pst. forventet realavkastning og 5 pst. bruk, men de andre banene for 5 pst. bruk ligger tett innpå. Lavest forventet nettouttak oppnås i alternativet med 3 pst. forventet realavkastning og 3 pst. bruk, men alle banene med 3 pst. bruk ligger nær hverandre.

2.6 Investeringer i fornybar energi

2.6.1 Innledning

I 2009 ble det besluttet å etablere særskilte mandater for miljørelaterte investeringer i SPU innenfor en ramme på 20-30 mrd. kroner. I Meld. St. 19 (2013–2014) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2013 ble det lagt opp til å øke investeringene i fornybar energi ved å øke rammen for de miljørelaterte investeringsmandatene til 30–50 mrd. kroner. Stortinget sluttet seg til dette, og den økte rammen for disse mandatene ble tatt inn i forvaltningsmandatet for SPU med virkning fra 1. januar 2015.⁶

Forvaltningen av de miljørelaterte investeringsmandatene er underlagt samme krav til avkastning og risiko som fondets øvrige investeringer. Det innebærer at de måles mot referanseindeksen departementet har fastsatt og trekker på rammen for avvik fra referanseindeksen, målt ved forventet relativ volatilitet. Investeringene besto ved utgangen av 2014 hovedsakelig av børsnoterte aksjer, herunder selskaper med virksomhet innen fornybar energi. I tillegg var det et lite innslag av såkalte grønne obligasjoner. Markedet for slike obligasjoner, der lånene på ulike måter øremerkes klimavennlige prosjekter, er i en oppbyggingsfase.

De miljørelaterte investeringsmandatene har gitt en gjennomsnittlig årlig avkastning på om lag 3,2 pst. siden utgangen av 2009.

I Meld. St. 19 (2013–2014) skrev departementet at en ville starte et arbeid med å vurdere virkningene av ytterligere å øke investeringene innen fornybar energi, og at vurderingene ville baseres på at det stilles samme krav til forvaltningen som andre investeringer i SPU.

I brev 24. juni 2014 til Norges Bank viste departementet til at en ønsket å utrede mulighetene for å gjennomføre en eventuell økning av investeringer innen fornybar energi innenfor det eksisterende programmet for miljørelaterte investeringsmandater. Departementet ba i den forbindelse banken om å vurdere virkningen på forventet avkastning og risiko av en ytterligere økning av rammen for de miljørelaterte investeringsmandatene, og av en eventuell spissing innenfor de eksisterende mandatene mot fornybar energi. Videre ble banken bedt om å anslå konsekvenser for fondets eierandeler og kostnader, samt kommentere mandatenes betydning for selskapenes kapitalkostnad eller -tilgang.

2.6.2 Råd fra Norges Bank

Norges Bank skriver i brev til departementet 21. november 2014 at kravet om å etablere miljørelaterte investeringsmandater innebærer at departementet legger føringer på hvordan banken skal bruke frihetsgradene den er gitt i gjennomføringen av forvaltningsoppdraget. Banken påpeker at en eventuell spissing av mandatene mot sektoren fornybar energi vil innebære enda strengere føringer.

Norges Bank skriver videre at de miljørelaterte mandatene i dag er konsentrert til deler av aksjemarkedet som kan egne seg godt for aktiv forvaltning. Samtidig skriver banken:

«Forventet meravkastning fra våre valg av verdipapirer vil likevel være liten sammenlignet med den potensielle effekten på avkastningen som følge av økte investeringer i miljørelaterte selskaper.»

Videre pekes det på at dette er en avkastningsrisiko banken er pålagt å ta. Norges Bank deler vurderingen til Ang m.fl. (2014)⁷ om at denne typen føringer ikke nødvendigvis gir grunn til å forvente en bedring i forholdet mellom avkastning og risiko i porteføljen. Norges Bank viser til at avkastningen på aksjer i selskaper som omfattes av de miljørelaterte mandatene har svingt mer enn, og ikke i takt med, avkastningen på fondets brede aksjeportefølje. Banken skriver at selv om sektoren i dag framstår som mer moden enn da mandatene ble etablert i 2009, vil teknologisk risiko og risikoen for endringer i rammebetingelsene (direkte subsidier, skatteinsentiver, reguleringer og liknende) kunne gi store svingninger i avkastningen framover. Det fastslås i brevet at investeringene derfor forventes å bidra til økt markedsrisiko i fondet, og at dette fremfor alt gjelder dersom mandatene spisses inn mot sektoren fornybar energi, hvor svingningene i avkastningen de siste årene har vært spesielt store.

Norges Banks beregninger viser at en allokering på 50 mrd. kroner til miljørelaterte mandater i gjennomsnitt vil kunne legge beslag på om lag 0,1 prosentenheter av rammen for forventet relativ volatilitet på 1,0 pst. Dersom allokeringen på 50 mrd. kroner forutsettes spisset inn mot sektoren fornybar energi, anslås det at miljømandatene i gjennomsnitt vil legge beslag på om lag 0,2 prosentenheter av rammen. I perioder med større svingninger i aksjekursene kan investeringene legge beslag på en større andel.

Økte investeringer i miljørelaterte selskaper fører, alt annet like, til høyere eierandeler i disse selskapene sammenliknet med gjennomsnittlig eierandel i andre selskaper. En allokering på 50 mrd. kroner til «rendyrkede» miljøelskaper anslås av Norges Bank å øke gjennomsnittlig eierandel i disse selskapene med 1,8 prosentenheter. Rendyrkede miljøelskaper er av indeksleveran-

⁶ § 2-4 i mandatet for forvaltningen av SPU lyder nå: «Banken skal, innenfor rammene i § 3-5, etablere mandater som er miljørelaterte. Markedsverdien av de miljørelaterte investeringene skal normalt være i intervallet 30-50 mrd. kroner.»

⁷ Rapport fra A. Ang, M. Brandt og D. Denison til Finansdepartementet: «Review of the Active Management of the Norwegian Government Pension Fund Global», 2014.

døren FTSE⁸ definert som selskaper hvor mer enn 50 pst. av virksomheten kan tilskrives miljørelaterte aktiviteter. Dersom samme beløp utelukkende investeres i rendyrkede børsnoterte selskaper innen fornybar energi, anslås eierandelene i disse selskapene å øke med i gjennomsnitt 6,8 prosentenheter.

Norges Banks beregninger av virkningene på forventet avkastning, risiko og eierandeler legger til grunn at hele beløpet på 50 mrd. kroner investeres i børsnoterte aksjer. Dersom deler av beløpet investeres i grønne obligasjoner, skriver banken at dette vil kunne bidra til å redusere virkningen på fondets eierandeler, markedsrisiko og relativ volatilitet. Det forutsetter imidlertid at investeringer i grønne obligasjoner begrenses til obligasjoner med høy kredittvurdering.

Grønne obligasjoner utstedes både av internasjonale organisasjoner⁹, som for eksempel Verdensbanken og den europeiske investeringsbanken, og av enkeltelskaper. Grønne obligasjoner utstedt av internasjonale organisasjoner har ofte høyeste kredittvurdering (AAA), og en stor del av disse obligasjonslånene finansierer prosjekter innen fornybar energi.¹⁰ Markedet for grønne obligasjoner er i sterk vekst, men utgjør fortsatt en liten del av det samlede obligasjonsmarkedet.¹¹ Institusjonelle investorer med intensjon om å holde obligasjonene til forfall dominerer dette markedet. Det kan bidra til at obligasjonene i mindre grad vil være tilgjengelige i annenhåndsmarkedet. Muligheten for å bygge opp en portefølje av grønne obligasjoner vil derfor i stor grad være begrenset til utstedelser av nye obligasjonslån. Norges Bank skriver i sitt brev at innslaget av grønne obligasjoner i de miljørelaterte mandatene de neste årene derfor vil være forholdsvis beskjedent.

Norges Bank legger opp til at en forholdsvis stor andel av midlene i de miljørelaterte mandatene vil forvaltes eksternt. Bankens skriver at dette tilsier at forvaltningen vil være dyrere enn forvaltningen av øvrige fondsmidler, og viser i den forbindelse til sitt brev til departementet 12. mars 2014 hvor den historiske forvaltningskostnaden

for de eksterne miljømandatene er anslått til om lag 80 basispunkter i gjennomsnitt. Ved utgangen av 2014 var vel 40 pst. av de miljørelaterte aksjeinvesteringene forvaltet eksternt. Bankens viser til at økte investeringer i små og lite likvide selskaper også vil kunne innebære noe høyere transaksjonskostnader enn det som er normalt for fondet.

Norges Bank påpeker at markedet for børsnoterte aksjer og grønne obligasjoner innenfor sektoren fornybar energi i dag utgjør en forholdsvis liten del av de samlede investeringsmulighetene i fornybar energi. Bankens viser til at de fleste nye investeringer finner sted i form av prosjektfinansiering, og at disse prosjektene hovedsakelig er unoterte infrastrukturprosjekter finansiert gjennom en kombinasjon av egenkapital og lån.

Norges Banks vurdering er at det er liten grunn til å anta at en eventuell økning i fondets investeringer i fornybar energi vil ha store effekter på selskapenes kapitalkostnader så lenge investeringene gjennomføres i velfungerende, likvide markeder. Bankens erfaring er at børsnoterte selskaper i sektoren fornybar energi har like muligheter til å hente inn ny kapital som sammenliknbare selskaper i andre sektorer. Det er også usikkert om Norges Banks investeringer i grønne obligasjoner i førstehåndsmarkedet vil komme i tillegg til eller i stedet for annen obligasjonsgjeld.

Videre skriver Norges Bank at dersom fondets investeringer i børsnoterte selskaper innen fornybar energi og grønne obligasjoner blir omfattende og andre investorer velger å følge etter, vil dette over tid kunne bidra til en segmentering av markedet. Etter bankens syn vil en slik segmentering kunne gi grunnlag for å forvente lavere kapitalkostnad for selskapene og lavere forventet avkastning på investeringer i slike aksjer og obligasjoner.

I brevet påpeker Norges Bank at eventuelle bidrag til miljøet fra de miljørelaterte mandatene er vanskelig å måle, og viser i den forbindelse til at det er utfordrende å anslå effekten av bankens økte investeringer.

Norges Bank skriver at de tar sikte på å rapportere om de miljørelaterte investeringsmandatene som en særskilt allokering, og angi avkastning og risiko separat.

2.6.3 Departementets vurderinger

Den overordnede målsettingen for fondets investeringer er høyest mulig avkastning gitt moderat risiko. Innenfor rollen som finansiell investor skal fondet ha en ansvarlig forvaltningsvirksomhet som fremmer god selskapsstyring og tar hensyn til miljø- og samfunnsmessige forhold.

⁸ FTSE er indeksleverandør for flere av miljøindeksene lagt til grunn for Norges Banks vurdering av børsnoterte selskaper innen miljørelatert virksomhet.

⁹ Statsdelen i SPU's referanseindeks for obligasjoner inneholder et fåtall grønne obligasjoner, utstedt av internasjonale organisasjoner.

¹⁰ Bloomberg New Energy Finance: «Green Bonds Market Outlook 2014», 2. juni 2014.

¹¹ Ifølge Climate Bonds Initiative ble det utstedt grønne obligasjoner for om lag 36 mrd. USD i 2014, opp fra 11 mrd. USD i 2013. Climate Bonds Initiative sin prognose for utstedelser i 2015 er 100 mrd. USD.

SPU eier en liten andel av verdens aksje- og obligasjonsmarked. I tillegg vil fondet på sikt eie en global portefølje av eiendom. Investeringene er valgt ut fra målsettingen om høyest mulig avkastning gitt moderat risiko. Ved å eie en liten andel av nær sagt «hele» markedet, er fondet samtidig med og investerer i den nødvendige restruktureringen av verdens energibruk og energiforsyning.

Dagens investeringsstrategi for SPU innebærer betydelige investeringer innenfor miljørelatert virksomhet. Investeringene i miljørelaterte selskaper, inkludert selskaper innen fornybar energi, vil i utgangspunktet øke dersom deres andel av verdens aksjemarked øker. Om lag 6 pst. av verdien av fondets referanseindeks for aksjer, tilsvarende 240 mrd. kroner ved utgangen av 2014, består av selskaper som har mer enn 20 pst. av sin inntjening fra miljørelatert virksomhet.¹²

Det er fastsatt en særskilt ramme for miljørelaterte investeringsmandater, som nylig er økt til 30–50 mrd. kroner. Samlet markedsverdi av de miljørelaterte aksjemandatene var 42 mrd. kroner ved utgangen av 2014, en økning fra vel 31 mrd. kroner ved utgangen av 2013. Ifølge Norges Banks strategiplan for 2014–2016 legges det opp til å øke investeringene gjennom de miljørelaterte mandatene til om lag 50 mrd. kroner i løpet av denne perioden. Norges Bank skriver i sin rapport om ansvarlig forvaltning fra 5. februar i år at de ser særskilt på selskaper som tilbyr energiløsninger med lave utslipp eller alternative drivstoffer, energieffektivisering og naturressursforvaltning.

Departementet har merket seg at Norges Bank mener at en videre økning av rammen for miljørelaterte investeringsmandater vil øke risikoen i fondet, målt ved svingningene i fondets resultater, og at økningen i risiko vil kunne bli spesielt stor dersom investeringene spisses mot børsnoterte aksjer innen sektoren fornybar energi. Samtidig vil risikoen knyttet til investeringer i fornybar energi påvirkes av den videre utviklingen i dette markedet.

Mandatet for forvaltningen av SPU gir Norges Bank mulighet til å gjøre investeringer som avviker fra referanseindeksen innenfor bestemte rammer. Isolert sett vil restriksjoner på bankens forvaltning begrense mulighetene for å skape meravkastning. Dette er også presisert i Norges Banks

brev 21. november 2014, der det er vist til at en eventuell spissing av mandatene mot sektoren fornybar energi vil legge enda strengere føringer på bankens gjennomføring av forvaltningsoppdraget. Norges Bank trekker også fram at en eventuell spissing vil innebære en klar økning i den gjennomsnittlige eierandelen i selskaper i denne sektoren, noe som gjenspeiler den begrensede størrelsen på det børsnoterte markedet for slike selskaper. Departementet viser til at forvaltningsmandatet for SPU inneholder en eierandelsbegrensning på 10 pst. av de stemmeberettigede aksjene i et enkelt selskap.

Definisjonen av hva som er et miljørelatert selskap er ikke entydig, og må i noen grad baseres på skjønn. Dette illustreres tydelig av variasjonen i sammensetningen av tilgjengelige miljøindekser fra ulike indeksleverandører, jf. vedlegg til Norges Banks brev. Samtidig representerer ikke indeksene nødvendigvis det fulle mulighetsrommet for investeringer i børsnoterte miljørelaterte selskaper.

Markedet for grønne obligasjoner har vært i vekst de siste årene. Norges Banks vurdering er at investeringer i grønne obligasjoner vil kunne dempe markedsrisikoen i de miljørelaterte investeringsmandatene, forutsatt at investeringene konsentreres til obligasjoner med høy kredittvurdering. Norges Bank har i dag mulighet til å investere i slike obligasjoner innenfor obligasjonsporteføljen generelt og de miljørelaterte mandatene spesielt. Grønne obligasjoner som tilfredsstiller indeksleverandørens krav inngår også i den ordinære referanseindeksen for obligasjoner. I løpet av 2014 etablerte banken et særskilt mandat for å investere i grønne obligasjoner.

Departementet viser til at Norges Bank har gode muligheter til å investere i fornybar energi innenfor de miljørelaterte mandatene. Fornybar energi var den største enkeltsektoren av fondets investeringer i miljømandatene ved utgangen av 2014. Videre er investeringer i miljørelaterte selskaper, herunder fornybar energi, heller ikke begrenset til de etablerte miljømandatene.

Norges Bank framhever i sitt brev at investeringsmulighetene innenfor fornybar energi i hovedsak ligger utenfor fondets investeringsunivers slik det er definert i dag. Det må ses i sammenheng med at de fleste nye investeringer i fornybar energi finner sted i form av prosjektfinansiering, i hovedsak unoterte infrastrukturprosjekter finansiert gjennom en kombinasjon av egenkapital og lån. Departementet viser i denne sammenheng til det igangsatte utredningsarbeidet om det skal åpnes for investeringer i unotert infrastruktur i SPU, jf.

¹² Selskaper med minst 20 pst. av virksomheten tilknyttet miljørelaterte aktiviteter tilfredsstiller miljøkravene i indeksen FTSE Environmental Opportunities All-Share Index. Dette er en anerkjent miljøindeks utarbeidet av indeksleverandøren FTSE i samarbeid med Impax Asset Management. Indeksen er beskrevet i Norges Banks brev til departementet 21. november 2014.

omtale i avsnitt 2.3. Dersom det åpnes opp for investeringer i unotert infrastruktur på mer generelt grunnlag, vil også investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi bli en del av investeringsuniverset for SPU.

Etter en samlet vurdering mener departementet at det ikke bør legges beskrankninger på Norges Banks forvaltning av de miljørelaterte investeringsmandatene i form av spissing mot fornybar energi. Departementet legger imidlertid opp til å øke den generelle rammen for disse investeringsmandatene, fra 30-50 mrd. kroner til 30-60 mrd. kroner. Investeringene skal gjennomføres med samme krav til avkastning og risiko som fondets øvrige investeringer. Departementet har merket seg at Norges Bank tar sikte på å rapportere om de miljørelaterte investeringsmandatene som en særskilt allokering, og angi avkastning og risiko separat.

2.7 Investeringer og virkemiddelbruk i kull- og petroleumsselskaper

2.7.1 Innledning

Finansdepartementet nedsatte 4. april 2014 en ekspertgruppe for vurdering av SPUs investeringer i kull- og petroleumsselskaper og virkemiddelbruk knyttet til slike selskaper.

I mandatet ble det vist til Innst. 141 S (2013–2014) og Stortingets behandling av denne. Ekspertgruppen ble bedt om å vurdere om utelukkelse av kull- og petroleumsselskaper framstår som en mer effektiv strategi enn eierskapsutøvelse og påvirkning for å adressere klimaspørsmål og bidra til endringer fram i tid. Gruppen ble også bedt om å gi råd om mulige kriterier for utelukkelse av denne type selskaper.

Siviløkonom Martin Skancke ledet gruppens arbeid. Med seg i gruppen hadde han professor Elroy Dimson (London Business School), professor Michael Hoel (Universitetet i Oslo), dr. Magdalena Kettis (Global Child Forum), dr. juris. Gro Nystuen (International Law and Policy Institute) og professor Laura Starks (University of Texas, USA).

Ekspertgruppen har hatt møter med Norges Bank, Etikkrådet og Folketrygdfondet, samt med eksperter på klimaendringer, økonomi og finans. I juni 2014 inviterte gruppen til et åpent møte med eksterne interessenter for å få innspill. Enkelte oppfølgingsmøter ble avholdt i august 2014. Presentasjoner fra påmeldte deltakere og utvalgte forskere er tilgjengelige på departementets nettsider.

Gruppen la fram sin rapport 3. desember 2014. Rapporten ble sendt på høring 17. desember 2014

med høringsfrist 6. februar 2015. Departementet har mottatt til sammen 27 høringsinnspill.

2.7.2 Hovedpunkter i ekspertgruppens rapport

Strategien for ansvarlige investeringer i SPU

I rapporten omtaler ekspertgruppen utviklingen i Norges Banks eierskapsutøvelse, herunder sentrale virkemidler og prioriteringer, samt strategien slik den er formulert i bankens strategiplan for perioden 2014–2016. Ekspertgruppen påpeker at Norges Bank har vært tydelig på at den langsiktige avkastningen av SPU avhenger av en bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og samfunnmessig forstand, og at ansvarlig forvaltning og aktiv eierskapsutøvelse har prioritet i forvaltningen. Ekspertgruppen viser blant annet til at klimaendringer ble etablert som et fokusområde i 2006, og til utviklingen av et eget forventningsdokument for hvordan selskaper bør håndtere risiko knyttet til klimaendringer.

Rapporten inneholder en gjennomgang av bankens arbeid med sektorrappporter for de sektorer der risikoen for selskapene knyttet til klimaendringer vurderes som høyest, utviklingen av internasjonale standarder for selskapers rapportering av klimarisiko og forskningssamarbeid innen ansvarlig forvaltning. Ekspertgruppen viser også til risikobaserte porteføljetilpasninger basert på analyser der forretningsmodeller som vurderes som mindre bærekraftige og lønnsomme over tid forsøkes identifisert. Norges Banks rapport om ansvarlig forvaltning, som ble publisert 5. februar i år, viser at banken i perioden 2012–2014 solgte seg ut av 114 selskaper basert på slike vurderinger, jf. avsnitt 4.4.

Ekspertgruppen gjør også rede for Etikkrådets arbeid med å vurdere om fondets investeringer i enkelt-selskaper er i tråd med retningslinjene for observasjon og utelukkelse. I rapporten beskrives blant annet Etikkrådets overvåking av porteføljen, råd om utelukkelse basert på det atferdsbaserte kriteriet om alvorlig miljøskade og Etikkrådets arbeid med særskilte problemstillinger på miljøområdet.

Utvinning av fossilt brensel, karbonrisiko og norsk økonomi

I ekspertgruppens rapport pekes det på at veien mot reduserte globale klimagassutslipp er lenger og mindre direkte uten et globalt skatte- eller kvotesystem med tilstrekkelig høye karbonpriser.

Gruppen mener dagens karbonmarkeder for pricing av utslipp både er mangelfulle og preges av markedssvikt. Karbonpriser er i de fleste tilfeller langt under det nivået som er forenlig med det såkalte togradersmålet. Samtidig viser gruppen til framgang på flere områder. For eksempel står land som i dag har iverksatt eller kunngjort systemer for karbonprising for om lag 20 pst. av globale utslipp. Rapporten viser også til at fra 2007 til 2012 økte andelen av globale utslipp som var gjenstand for en form for nasjonal lovgivning eller reduksjonsstrategi fra 45 pst. til 67 pst.

Ekspertgruppen benytter uttrykket «karbonrisiko» om politisk risiko relatert til sannsynligheten for enighet om internasjonale klimaavtaler eller, i fravær av slike avtaler, nasjonal lovgivning for utslipp. Gruppen trekker fram at tidspunktet for og omfanget av avtaler i stor grad vil bestemme når og hvilke finansielle aktiva som påvirkes. I tillegg til karbonrisiko vil investorers langsiktige forventninger om utviklingen i enkeltsektorer påvirkes av betydelig teknologisk usikkerhet. Ekspertgruppen peker på en klar utvikling mot omfattende klimalovgivning i store deler av verden og teknologisk framgang innen fornybar energi og operasjonell teknologi for karbonlagring (CCS). Det påpekes i rapporten at disse utviklingstrekkene allerede påvirker de relative prisene for fossile og ikke-fossile brenselskilder.

I rapporten trekker ekspertgruppen fram at utvinning av alle verdens kjente kull- og petroleumsreserver med eksisterende teknologier er uforenlig med togradersmålet. Ikke-utvinnbare ressurser («stranded assets»), brukes i denne sammenheng som en betegnelse på kull, olje og gass som det ikke vil være økonomisk lønnsomt å utvinne ved karbonpriser som gir bærekraftige utslippsnivåer. Gruppen viser blant annet til en analyse fra Rystad Energy.¹³ Det er etter gruppens syn ikke noe grunnleggende nytt med slike ikke-utvinnbare ressurser. Gruppen viser til at alle bedrifter står overfor forskjellige grader av politisk og/eller teknologisk risiko som kan ha betydelig innvirkning på etterspørselen etter, og derigjennom verdien av, bedriftenes produkter og anlegg.

I rapporten vises det videre til at det i de senere år har vært økt fokus på klimaendringer og at betydelig mer informasjon om selskapers risiko knyttet til klimaendringer er blitt tilgjengelig over tid. Ekspertgruppen finner ikke grunnlag for påstanden om at markedet normalt ikke er i stand til å prise

risiko knyttet til ikke-utvinnbare ressurser. Utelukkelse av en hel sektor fra referanseindeksen basert på antakelser om feilprising av risiko er etter gruppens mening ikke forenlig med en overordnet investeringsstrategi der finansmarkedene antas å prise alle andre typer risiko på en relativt effisient måte. Gruppen mener at en som en følge av det bør forvente at markedsprisene for kull- og petroleums-selskaper gjenspeiler tilstrekkelig forventet avkastning for å bære slik risiko. Gruppen understreker samtidig at «stranded assets» debatten er viktig for investorer. I den grad temaet skal integreres i investeringsbeslutninger bør det etter gruppens vurdering skje på individuelt selskapsnivå som del av en aktiv forvaltningsstrategi. Det kan etter gruppens syn også være hensiktsmessig å adressere potensialet for «stranded assets» og den tilknyttede finansielle risikoen gjennom aktivt eierskap.

Gruppen reiser videre spørsmålet om petroleumssektorens betydning for norsk økonomi bør få følger for SPU's investeringsstrategi. Den peker på at en fullstendig analyse av dette spørsmålet ikke omfattes av mandatet og er klart utenfor rammene for rapporten. Den peker samtidig på at det vil være nyttig å arbeide videre med denne problemstillingen. I den forbindelse foreslås flere utvidelser av departementets analyser av betydningen av olje- og gassaksjer i SPU i Meld. St. 19 (2013–2014) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2013. Etter gruppens vurdering vil de foreslåtte utvidelsene kunne gi et mer komplett bilde av nasjonalformueperspektivet og et mer solid grunnlag for å diskutere betydningen av petroleumsprodusenter i fondets portefølje. Gruppen trekker fram at en ved slike analyser også vil kunne adressere oljeprisrisiko for norsk økonomi mer generelt.

Forslag om utelukkelse basert på alvorlig skade på klimaet

Gruppen skriver at ettersom tilgang til energi er en sentral faktor for økonomisk utvikling globalt, innebærer deltakelse i det globale økonomiske systemet også at en bidrar til klimaendring. De viser til at en overgang til en «lavkarbonøkonomi» ikke vil skje over natten og legger til grunn at fossile energikilder vil forbli en del av energisammenstillingen i mange tiår framover, også i et scenario med bærekraftige utslippsnivåer innenfor togradersmålet. Gruppen mener på denne bakgrunn at energiproduksjon, energikonsum eller CO₂-utslipp fra selskaper innen fossil energi ikke i seg selv kan sies å være i strid med generelt aksepterte etiske normer. I tillegg påpeker grup-

¹³ Rapporten er tilgjengelig på Klima- og miljødepartementets nettsider.

pen at det er vanskelig å se hvordan et altomfattende kriterium for utelukkelse av fossil energi kan være i samsvar med annen norsk politikk og andre norske forpliktelser, herunder statens egne investeringer i både kull- og petroleumsutvinning.

Gruppen foreslår på denne bakgrunn ikke et produktbasert kriterium for utelukkelse av alle petroleumselskaper eller alle kullskaper fra SPU. Ekspertgruppen tror verken det ville vært bedre for klimaet, eller for fondet, om disse aksjene ble solgt til andre investorer som etter all sannsynlighet har mindre ambisiøse eierskapsstrategier enn SPU.

Ekspertgruppen har videre vurdert om det kunne være tilfeller hvor selskapers atferd kan gi grunnlag for utelukkelse på individuell basis. Gruppen viser til at selskaper innenfor retningslinjene for observasjon og utelukkelse ikke kan utelukkes på bakgrunn av atferd knyttet til klimagassutslipp. Dette følger ikke av ordlyden i selve retningslinjene, men av forarbeidene. NOU 2003: 22 Forvaltning for fremtiden, spesifiserte at medvirkning til klimaendring ikke skulle vurderes etter det eksisterende miljøkriteriet. Spesifiseringen var blant annet basert på kravet om at det skulle være en direkte forbindelse mellom et selskaps atferd og skade på miljøet, og at en slik forbindelse er vanskelig å avgrense for klimaendringer. Gruppen påpeker at det kan være vanskelig å fastslå en direkte årsakssammenheng mellom enkelt-selskapers atferd og klimaendringer, men mener likevel at det bør forventes at selskapene i fondets portefølje oppfyller visse minimumsstandarder når det gjelder hvordan deres forretningsvirksomhet har innvirkning på klimaet.

Ekspertgruppen anbefaler at det i retningslinjene for observasjon og utelukkelse, tas inn et tilleggskriterium under alvorlig miljøskade om at selskaper kan utelukkes der det er en uakseptabel risiko for at selskapet medvirker til eller selv er ansvarlig for *«handlinger eller unnløtelser som på et samlet selskapsnivå fører til alvorlig skade på klimaet.»*

Ekspertgruppen foreslår at tolkningen og anvendelsen av kriteriet overlates til Etikkrådet, men anbefaler at følgende elementer blir vurdert i den sammenheng:

- Et underliggende prinsipp for den eksisterende utelukkelsesmekanismen er at den tar sikte på de verste formene for atferd som bryter med grunnleggende etiske normer. Terskelen for å utelukke selskaper basert på atferd når det gjelder klimautslipp bør etter gruppens vurdering gjenspeile dette.

- Ved vurderingen av hvor alvorlig et brudd på etiske normer på dette området er, synes det etter gruppens vurdering rimelig å fokusere på utslippintensitet, ikke nødvendigvis på absolutte utslipp.
- Gruppen foreslår at Etikkrådet i dette nye kriteriet anvender en mer helhetlig tilnærming til et selskaps virksomhet enn det som har vært tilfellet ved anvendelsen av andre etiske kriterier.
- Det vises til at et konkret spørsmål når det gjelder karbonutslipp er knyttet til stedet for utslippene. Systemer for å hindre CO₂-utslipp og begrense globale klimaendringer er basert på en underliggende forutsetning om at virksomhet i ett område kan utlignes av virksomhet i andre områder, for eksempel ved handel med kvoter. Ekspertgruppen peker på at dette er grunnleggende forskjellig fra forutsetningene som de eksisterende kriteriene i retningslinjene er bygget på.
- Gruppen mener at Etikkrådets vurderinger fortsatt bør være framoverskuende.
- Opplysninger om at selskapet aktivt jobber, blant annet gjennom lobbyvirksomhet, mot reduksjon av utslipp eller utviklingen av en global strategi for klimaendring kan være et element i vurderingene.

Gruppen påpeker at bruk av et slikt kriterium vil kreve betydelige ressurser og tiltak fra Etikkrådets side, blant annet ved at analysene sannsynligvis vil innebære at Etikkrådet må vurdere selskapenes virksomhet langs flere dimensjoner. Det vises også til at det antakelig vil kreves økt kommunikasjon med Norges Bank.

Ekspertgruppen skriver at kriteriet de foreslår i prinsippet ikke er rettet mot bestemte sektorer, og at hvilken sektor klimagassutslippene kommer fra er irrelevant. Gruppen antar imidlertid at Etikkrådet av praktiske grunner vil rette søkelyset mot selskaper innen bransjer med betydelige absolutte utslippsnivåer.

Klimarelaterte eierskapsstrategier

Ekspertgruppen anser at eierskapsutøvelse er det primære virkemiddelet for å håndtere risiko knyttet til klimaendringer. Gruppen foreslår at Norges Bank først og fremst styrker sin eierskapsutøvelse gjennom ytterligere dialog med selskapene fondet er investert i, samt med myndigheter, organisasjoner og andre investorer. Dette bør etter gruppens syn skje innenfor dagens rammer for eierskapsutøvelse, som legger fondets rolle som finansiell investor til grunn.

Gruppen argumenterer for at eierskapsutøvelse er særlig godt egnet til å adressere klimarisiko i fondets investeringer, ikke minst i karbonintensive sektorer. Eierskapsutøvelse kan etter gruppens vurdering legge til rette for mer åpenhet fra selskapene, herunder mer realistiske vurderinger av investeringsrisiko og mer robuste finansielle analyser. Videre kan det etter gruppens vurdering også bidra til at selskaper finner fram til mer klimavennlige forretningsmodeller.

For å styrke dagens arbeid med klimarelatert eierskapsutøvelse foreslår ekspertgruppen at Norges Bank:

- Foretar analyser av de finansielle konsekvensene av klimaendringer ved blant annet å bruke kompetansen i det norske finansinitiativet (NFI). Gruppen mener at forskningsresultater bør publiseres slik at de også kan komme andre investorer til gode.
- Har dialog med selskapene om robustheten i selskapenes analyser av nye investeringer i fossil energi og strategien for en overgang til en lavkarbonøkonomi.
- Øker åpenheten om hvilke kriterier som legges til grunn for vurderinger av bærekraften i selskapers forretningsmodell.
- Innenfor rollen som finansiell investor, støtter internasjonale anstrengelser for å komme til enighet om klimapolitikk, herunder karbonprising.
- Utarbeider et revidert forventningsdokument om klimarisiko til bruk i den styrkede eierskapsutøvelsen. Framskritt i eierskapsutøvelsen bør offentliggjøres i årsrapportene om forvaltningen av SPU.
- Rapporterer hvor utsatt fondet er for klimarisiko, for eksempel såkalte karbonavtrykk og robusthet under ulike klimascenarier.

Synergier og vekselvirkninger

Ekspertgruppen peker på at det i lys av Norges Banks nye rolle som beslutningstaker for utelukkelse av selskaper fra SPU etter retningslinjene for observasjon og utelukkelse, er naturlig å vente at utelukkelse og aktivt eierskap framover vil virke sammen på en mer integrert måte. Gruppens syn er at en slik integrert kjede av virkemidler er særlig hensiktsmessig for å adressere et globalt problem som klimaendringer, som innebærer både økonomiske og etiske aspekter. Gruppen understreker at tilnærmingen krever god koordinering og informa-

sjonsutveksling mellom Norges Bank og Etikkrådet for å sikre at fondet taler med én klar stemme, og skriver at det bør opprettes formelle ordninger for koordinering av selskapsdialog mellom Norges Bank og Etikkrådet.

Utelukkelse og aktivt eierskap som klimapolitiske redskaper

Å opprettholde fondets rolle som en finansiell investor med finansielle mål er etter ekspertgruppens syn viktig i seg selv. Gruppen mener at dette ikke bare er sentralt for å ha en klar styringsstruktur som passer for fondets formål, men også for å unngå en utvikling i retning av at fondet skal adressere politiske ambisjoner som ikke når opp i den ordinære budsjettbehandlingen i Stortinget.

Slik ekspertgruppen ser det, er det ikke ønskelig at Norges Bank skal finne en balanse mellom klimahensyn og målet om høyest mulig avkastning innenfor moderat risiko. Gruppen viser til at det vil være krevende å følge opp en slik forvaltning på en god måte. Gruppen peker på at slike avveininger kan føre til investeringer som ikke er optimale ut fra et økonomisk synspunkt, og at det vil være vanskelig å avgjøre om forvalter leverer gode resultater på noen av målene. Mer generelt framhever gruppen at det uansett vil være uheldig og lite effektivt å bruke SPU som et klimapolitisk verktøy utover det som er forenlig med fondets finansielle målsetting.

Ekspertgruppen hevder at klimaendringer står høyt på agendaen til både investorer, selskaper, andre interessenter og sentrale myndigheter. En kan derfor, etter gruppens vurdering, anta at aktivt eierskap vil virke positivt på klimaet over tid. Norges Bank bør etter gruppens syn prioritere de tiltakene som mest sannsynlig vil påvirke fondets avkastning og selskapers og bransjers opptreden.

Klimaendringer og klimapolitikk kan etter gruppens syn få betydelige implikasjoner for fondets risiko og avkastning framover. En aktiv eierskapsstrategi supplert med et utelukkelseskriterium kan etter gruppens vurdering ha en positiv overføringsverdi for utslipp av karbon. Gruppen understreker at hovedformålet med utelukkelsesmekanismen fortsatt bør være å unngå investeringer i selskaper som medvirker til uetisk virksomhet, og at hovedformålet med eierskapsutøvelsen fortsatt bør være å sikre de langsiktige økonomiske resultatene til fondet.

2.7.3 Høringsinnspill

Norges Bank viser i sin høringsuttalelse til endringene i mandatet for forvaltningen av SPU og de nye retningslinjene for observasjon og utelukkelse som trådte i kraft ved årsskiftet, der det siktes mot en helhetlig kjede av virkemidler og økt grad av integrasjon i arbeidet med ansvarlig forvaltning. Norges Bank legger til grunn at eventuelle endringer i rammeverket vil ta hensyn til dette siktemålet.

Norges Bank anser at anbefalingene i ekspertgruppens rapport er i tråd med målet som er satt for forvaltningen og fondets rolle som finansiell investor. Banken trekker fram at eierskapsutøvelsen og det bredere arbeidet med ansvarlig forvaltning er i stadig utvikling. I Norges Banks rapport om ansvarlig forvaltning for 2014 som ble lagt frem 5. februar 2015, rapporterte banken for første gang samlet om sitt arbeid innen ansvarlig forvaltningsvirksomhet i en egen rapport. Arbeidet med å integrere relevante forhold ved klimaendringene i forvaltningen av SPU er i utvikling. Norges Bank vil framover fortsette sitt arbeid med å integrere hensynet til klimaendringene i forvaltningen og videreutvikle sine analyser og prosesser på dette området.

I sin høringsuttalelse skriver Norges Bank at strategien for ansvarlig forvaltningsvirksomhet må ta utgangspunkt i fondets formål og rolle, og at det også gjelder for investeringer i kull- og petroleumsselskaper. Det vises til at formålet med SPU er statlig sparing, og at siktemålet med investeringene er å oppnå høyest mulig internasjonal kjøpekraft av kapitalen i fondet, innenfor et moderat risikonivå.

Norges Bank sikter mot å være en ledende investor internasjonalt i arbeidet med ansvarlig forvaltning, herunder håndtering av klimaspørsmål. Banken mener klimaforhold er relevante for forvaltningen på flere områder, både i arbeidet med standardsettere, i eierskapsutøvelsen, i risikooppfølgingen og ved porteføljetilpasninger. Norges Bank viser til at den i 2014 solgte seg ut av 22 selskaper med virksomhet innen kullutvinning, utvinning fra oljesand, sementproduksjon og kraft fra kull på bakgrunn av slike vurderinger. Videre solgte banken seg ut av ytterligere 27 selskaper som følge av andre miljørelaterte vurderinger mv. Banken understreker at beslutninger om ikke å investere i et selskap er en aktiv beslutning og skjer innenfor rammene for aktiv forvaltning. Banken skriver at dersom en på et overordnet nivå anvendte et finansielt resonnement i utelukkelsen av hele sektorer, ville det stå i kontrast til det grunn-

leggende premisset for dagens investeringsstrategi om at markedene i hovedsak er velfungerende og at spredning av investeringene på ulike sektorer gir opphav til et bedre langsiktig forholdstall mellom avkastning og risiko. Banken viser samtidig til at finansiell risiko som følge av klimaendringer er et område som kan ha potensial til å påvirke porteføljen systematisk og at den derfor vil fortsette å øke sin analyseinnsats på dette området.

Norges Bank mener at bruk av SPU som et klimapolitisk verktøy utover hva som er forenlig med fondets rolle som finansiell investor vil være svært uheldig for forvaltningen. Banken skriver videre at utvikling i en slik retning ikke vil være i tråd med det finansielle målet for forvaltningen og at det over tid vil gi en mindre tydelig investeringsstrategi og blant annet kunne redusere risikospredningen i fondet.

Det vises i Norges Banks høringsuttalelse til at det finnes en rekke internasjonale klimainitiativer rettet mot selskaper og investorer. Norges Bank støtter initiativer de mener er særskilt relevante for sin virksomhet. Det vises videre til at banken allerede i en tid har samlet informasjon om klimagassutslipp fra selskaper i porteføljen, men at dette arbeidet er i en utviklingsfase og at det er flere utfordringer ved dette arbeidet. Gjennom de miljørelaterte investeringsmandatene investerer Norges Bank i selskaper som er aktive blant annet i teknologier som kan medvirke til løsninger på klimautfordringene. Banken legger i 2015 opp til å ta initiativ til akademisk forskning om finansiell risiko som følge av klimaendringer.

Norges Bank mener at eierskapsutøvelse og dialog med selskaper i tråd med fondets finansielle målsetting kan være velegnede virkemidler for å adressere klimaforhold som er relevante for fondet. Banken trekker også fram at arbeidet med forventningsdokumentene kan gi opphav til mer målrettet eieraktivitet eller analyse. Norges Bank peker på at fondets klare posisjon som en langsiktig investor kan bidra til å gi ekstra tyngde i eierskapsdialog om langsiktige problemstillinger som klimaendringer, men understreker samtidig at banken ikke kan kreve at selskaper opptrer annerledes enn det de selv og aksjonærbasen vurderer er finansielt hensiktsmessig. Norges Bank ønsker å prioritere eierskapsaktiviteter der de forventer størst positive effekter for porteføljen. Det vises i høringsuttalelsen til at en sentral del av dialogen med selskapene i porteføljen er å stille spørsmål om selskapenes strategiske valg, herunder beslutninger om kapitalallokering og kvaliteten på investeringsbeslutningene. Norges Bank har bedt flere olje- og gasselskaper om å bedre

rapporteringen om sitt arbeid med klimaendringer. Banken har også sendt brev der de spør om kraftselskapers planer for overgangen til et mindre utslippintensivt energisystem, og til gruveselskaper om deres syn på en mulig bransjeutvikling i retning av å skille ut kullvirksomhet.

Norges Bank deler ekspertgruppens syn om at et eventuelt nytt kriterium i retningslinjene for observasjon og utelukkelse må forvaltes i tråd med den høye terskelen for utelukkelse som allerede er etablert for utelukkelse etter andre kriterier. Banken legger opp til å kunne dra nytte av vekselvirkninger mellom eierskap, utelukkelse og risikobaserte tilpasninger av porteføljen ved innføringen av et eventuelt nytt klimakriterium. Der som det innføres et slikt kriterium, vil Norges Bank igangsette en prosess med Etikkrådet for å avklare hvordan dette arbeidet kan innrettes.

Etikkrådet er enig i hovedprinsippene i ekspertgruppens rapport, både når det gjelder fondets rolle i arbeidet med klimaendringer og arbeidet med selskaper fondet er investert i. Etikkrådet støtter ekspertgruppens råd om at utslipp av klimagasser bør inkluderes i retningslinjene for observasjon og utelukkelse.

I sin høringsuttalelse peker Etikkrådet på at det er behov for avgrensning og presisering, blant annet når det gjelder hva slags virksomhet som er omfattet av utelukkelseskriteriet og hva det innebærer at selskapers virksomhet skal vurderes mer helhetlig under klimakriteriet enn under de andre kriteriene. Rådet skriver at praktiseringen av kriteriet må utvikles over tid etter hvert som en vinner erfaring med å innhente relevante, verifiserbare og sammenliknbare data og å etablere standarder og normer som selskapene vurderes opp mot.

Etikkrådet foreslår følgende presisering av ordlyden for et nytt adferdsbasert utelukkelseskriterium:

«Handlinger eller unnlater som på et aggregert selskapsnivå i uakseptabel grad fører til utslipp av klimagasser».

Ekspertgruppen har foreslått at det skal legges vekt på selskapers handlinger og unnlater på et aggregert selskapsnivå. Etikkrådet mener at det åpenbart er riktig å se selskapets aktiviteter i sammenheng, men at det er nødvendig å analysere og teste hvordan ulike tolkninger av uttrykket vil slå ut.

Etikkrådet er enig med ekspertgruppen i at det er utslipp av klimagasser som skal være grunnlag for en vurdering av utelukkelse. Det vises til at en dermed ikke på generell basis vil

kunne utelukke kullgruver, samtidig som det kan være aktuelt å utelukke brukerne av kullet, som av forskjellige grunner kan ha uakseptabelt store utslipp av klimagasser.

Etikkrådet viser til at ekspertgruppen har lagt til grunn at terskelen for hva som skal anses som uakseptable utslipp, bør utledes av generelt aksepterte internasjonale standarder. Det framheves i denne sammenheng at det på de fleste saksområder Etikkrådet behandler er etablerte og anerkjente normer en kan støtte seg til, mens slike standarder i liten grad finnes for klimagassutslipp. Etikkrådet skriver at det vil kreve et omfattende arbeid å etablere normer for dette.

Etikkrådet påpeker videre at rådet vurderer enkeltelskaper, og at det er viktig at retningslinjene fortsatt reflekterer at en skal kunne utelukke enkeltelskaper uavhengig av bransjetilhørighet. Det er etter Etikkrådets oppfatning i noen grad mulig å identifisere selskaper, installasjoner eller teknologier som relativt og spesifikt har store utslipp av klimagasser innenfor de bransjene som bidrar mest til klimagassutslipp. Som eksempel trekker Etikkrådet fram at de beste kullkraftverkene har svært mye høyere effektivitet og dermed svært mye lavere klimagassutslipp enn de dårligste. Etikkrådet påpeker samtidig at det er store utfordringer ved å innhente god informasjon om den faktiske situasjonen, som en utelukkelse må være basert på.

Etikkrådet finner det naturlig at også andre klimagasser enn CO₂ kan vektlegges og påpeker at det foreslåtte kriteriet etter Etikkrådets vurdering i prinsippet kan anvendes på alle typer klimagasser.

Etikkrådet viser til at ekspertgruppen legger til grunn at utelukkelse kun påvirker selskaper indirekte. Etikkrådet mener dette bildet må nyanseres noe og skriver at det ikke er uvanlig at selskapene endrer atferd etter at rådet har igangsatt en prosess og at disse endringene i noen tilfeller kan lede til at selskapene likevel ikke blir utelukket.

Etikkrådet trekker fram et eksempel med barnearbeid i selskap som produserer bomullsfrø som en illustrasjon på bruk av hele virkemiddelkjeden. Etikkrådet er enig med ekspertgruppen i at virkemiddelbruken under klimakriteriet fordrer at koordineringen og informasjonsutvekslingen mellom Norges Bank og Etikkrådet styrkes, og at det er behov for mer åpenhet, slik også de nye retningslinjene legger opp til.

Avslutningsvis viser Etikkrådet til at ekspertgruppen har slått fast at implementeringen av det nye klimakriteriet vil kreve omfattende innsats og ressurser fra Etikkrådets side. Rådet anbefaler i

tråd med dette at det stilles til rådighet ressurser til innkjøp av konsulenthjelp, dataverktøy og oppbemanning.

Departementet har fått høringsinnspill fra følgende *frivillige organisasjoner mv.*: Bellona, Carbon Tracker, Changemaker, Concerned Scientists Norway, Framtiden i våre hender, Greenpeace Norge, Kirkens Nødhjelp, Kirkerådet, Naturvernforbundet, Norsk Klimanettverk, Regnskogfondet, WWF Norge og ZERO.

De frivillige organisasjonene har flere sammenfallende synspunkter. De gir bred støtte til ekspertgruppens forslag om å innføre et atferdsbasert utelukkelseskriterium. Flere organisasjoner understreker at vurderinger av selskapers klimaferd bør omfatte lobbyvirksomhet og annen arbeid mot utslippsreducerende tiltak. Mange påpeker også at forslaget må følges opp med økte ressurser til Etikkrådet og at praktiseringen av kriteriet vil kreve tett kommunikasjon mellom Etikkrådet og Norges Bank. *Kirkerådet* mener at også aktivitet som medfører utslipp av andre klimagasser enn CO₂ bør kunne utelukkes ut fra det atferdsbaserte kriteriet. *Concerned Scientists Norway* ønsker at utvinning av fossil energi i spesielt sårbare områder eller ved ukonvensjonelle metoder skal inngå som tolkningselementer for atferdsbasert utelukkelse.

Flere organisasjoner vil i tillegg innføre et produktbasert kriterium for utelukkelse. *WWF Norge* skriver at regjeringen bør gå inn for at kullproduksjon og kraftproduksjon fra kull ekskluderes fra SPU etter nærmere spesifiserte kriterier, og at dette vil være et relativt enkelt, konkret og treffsikkert tiltak for å vise at Norge mener kull ikke har noen rolle i en langsiktig bærekraftig økonomi. *Kirkens Nødhjelp* og *Changemaker* mener SPU bør trekke seg ut av kullproduksjonsselskaper. *Framtiden i våre hender* mener SPU må trekke sine investeringer fra hele kullsektoren og i tillegg foreta systematiske uttrekk fra oljesektoren. *Greenpeace Norge* foreslår også kriterier for uttrekk av de mest forurensende og fossilt eksponerte selskapene i SPUs portefølje både innenfor kull- og oljesektoren. *Concerned Scientists Norway* foreslår at selskaper som produserer kull utelukkes fra SPUs portefølje innen fire år hvis de ikke har tatt i bruk teknologier for karbonlagring (CCS). *Naturvernforbundet* ønsker at SPU skal selge seg ut av kullselskaper nå, og samtidig varsle at fondet vil selge seg ut av alle fossilselskaper innen 2020.

Organisasjonene som ønsker et produktbasert kriterium for utelukkelse deler ikke ekspertgruppens syn om at kull- og petroleumsselskape-

nes energiproduksjon, energibruk eller CO₂ utslipp i seg selv ikke kan sies å være i strid med alminnelige aksepterte etiske normer. Basert på konsekvensene en opprettholdelse av dagens aktivitet særlig innenfor utvinning og forbrenning av kull vil få, skriver *WWF Norge* at det er rimelig å hevde at dette er etisk uansvarlig, selv om det kan argumenteres for at det er en samfunnsstrukturell utfordring og ikke primært et individuelt ansvar for selskapene. *Kirkerådet* etterlyser en grunnleggende etisk refleksjon om at utvinning av fossile energibærere må begrenses. *Changemaker* skriver at Norge har et etisk ansvar for å redusere klimagassutslipp så vel nasjonalt som internasjonalt.

De fleste frivillige organisasjonene tar til orde for å øke SPUs investeringer i alternative energikilder og ønsker at fondet skal bidra til å videreutvikle markedet for grønne obligasjoner. Både *Framtiden i våre hender*, *Greenpeace Norge*, *Kirkens Nødhjelp*, *Norsk Klimanettverk* og *ZERO* mener at forvaltningsstrategien til SPU bør ses i et nasjonalformuesperspektiv, og at Norge ut fra et slikt perspektiv bør utelukke petroleumsselskaper fra SPUs investeringer.

Organisasjonene er delte i sitt syn på effektene av eierskapsutøvelse som virkemiddel, men de fleste støtter ekspertgruppens anbefalinger om styrking av og større åpenhet rundt den aktive eierskapsutøvelsen i SPU. De framhever også betydningen av å ha en kjede av virkemidler med nedvalg som siste mulighet. *Bellona* og *Carbon Tracker* støtter utvalgets syn om at aktivt eierskap er å foretrekke framfor utelukkelse. *Bellona* skriver at selskaper hvis aktiviteter forårsaker klimagassutslipp må ha en troverdig og reell plan for hvordan disse utslippene skal reduseres, dersom de skal forbli i SPUs investeringsunivers og portefølje. *Regnskogfondet* er enig i at eierskapsutøvelse og påvirkning kan være svært effektivt, men skriver at det bare gjelder hvis arbeidet styres av en strategi som inneholder konkrete og tidfestede mål, klare prinsipper for engasjement og koordinert virkemiddelbruk. *Carbon Tracker* mener at SPU ut fra sin størrelse er i en sterk posisjon til å føre en effektiv dialog med selskaper innenfor fossilt brensel om risikoen knyttet til deres framtidige investeringsprosjekter, og at en effektiv eierskapsutøvelse er den beste måten for å unngå «stranded assets». *Framtiden i våre hender* mener ekspertgruppen har overvurdert mulighetene ved aktivt eierskap og systematisk underkjent mulighetene for, behovet for og effekten av uttrekk. Organisasjonen etterlyser dokumentasjon for at eierskapsutøvelse er en effektiv strategi og har

bidratt til å løse klimaspørsmål. *WWF Norge* etterlyser dokumentasjon og argumenter fra ekspertgruppen for hvordan eierskapsutøvelsen eventuelt skal kunne ha vesentlig effekt på kjernestrategien til fossile energiselskaper. *Naturvernforbundet* stiller også spørsmål ved effekten av aktivt eierskap og etterlyser eksempler på at aktivt eierskap gjennom SPU har gitt resultater på andre områder.

Departementet har også fått høringsinnspill fra KLP Kapitalforvaltning, CICERO, Statistisk sentralbyrå (SSB), samt organisasjonene Fellesforbundet, NHO, Tekna og LO.

KLP Kapitalforvaltning stiller seg i all hovedsak bak ekspertgruppens konklusjoner. Ekspertgruppens mandat var imidlertid etter KLPs syn for begrenset. En veiing av eierskapsutøvelse og uttrekk i forhold til effektivitet er etter KLPs syn uheldig fordi disse virkemidlene utfyller hverandre og virker best i kombinasjon. Mulige investeringer i fornybar energi burde etter KLPs vurdering også vært inkludert i mandatet. KLP tror det er fornuftig at grensedragningen for uttrekk etter det foreslåtte atferdsbaserte kriteriet legges til Etikkrådet og mener at det gir fleksibilitet med tanke på framtidig utvikling både når det gjelder verdens energiproduksjon, klimaforurensing og teknologisk utvikling. KLP støtter at det legges en helhetsvurdering til grunn for klimakriteriet. Etter KLPs syn vil åpne tilrådinger om uttrekk fra SPU basert på klimaskadelig virksomhet kunne gi ringvirkninger langt utover effekten på selskapene.

SSB skriver at rapporten fra ekspertgruppen danner et godt faglig grunnlag for politiske beslutninger rundt disse problemstillingene. SSB deler gruppens vurderinger om at det å utelukke kull- eller petroleumsprodusenter fra fondets portefølje trolig ikke vil være en effektiv klimapåvirkningsstrategi, at eierskapsutøvelse og påvirkning er de mest hensiktsmessige virkemidlene for å adressere klimarelaterte forhold og at det bør innføres et nytt klimabasert kriterium for observasjon og utelukkelse av selskaper. SSB støtter også utvalgets vurderinger i diskusjonen om investeringsrisikoen knyttet til kull- og oljeselskaper er riktig priset («stranded assets»).

CICERO ser ikke noen tydelig prinsipiell forskjell mellom skader som påføres nålevende generasjoner gjennom salg av tobakk og skadene som påføres framtidige generasjoner gjennom klimaendringer. I sitt høringsinnspill foreslår *CICERO* et produktbasert kriterium der selskaper som har mesteparten av sin omsetning fra utvinning av kull eller oljesand utelukkes fra SPUs investeringer. *CICERO* skriver også at selskaper som gjen-

nom lobbyisme og andre metoder aktivt motarbeider en effektiv klimapolitikk i strid med internasjonalt omforente målsettinger som Norge har sluttet seg til, bør utelukkes fra SPUs investeringer ut fra et atferdsbasert kriterium. *CICERO* ønsker videre at Norges Bank skal utarbeide en strategi for kjøp av grønne obligasjoner og ta initiativ til forskning og utredning om bedre kriterier for utestengelse og aktiv forvaltning basert på risikoen for de langsiktige konsekvensene av klimaendringer.

Fellesforbundet mener det er viktig å opprettholde en bred politisk enighet om at det overordnede målet for investeringene i SPU er å oppnå høyest mulig avkastning innenfor et moderat nivå på risiko. Fellesforbundet er positiv til innføring av et nytt atferdbasert kriterium for utelukkelse av miljøverstinger, men skriver at departementet må gå lenger i å klargjøre tolkningen og anvendelsen av kriteriet. Det er etter Fellesforbundets syn også viktig at Etikkrådet og Norges Bank tilføres tilstrekkelige ressurser til å etterleve både dette kriteriet og hensynet til menneskerettigheter. Når det gjelder produktbaserte uttrekk av selskaper basert på klimahensyn, skriver Fellesforbundet at kriteriene for dette i så fall må utredes nærmere.

NHO støtter ekspertgruppens syn om at energiproduksjon ikke i seg selv kan sies å være i strid med aksepterte etiske normer, at SPU bør være en finansiell investor og at eierskapsutøvelse er det mest hensiktsmessige virkemiddelet for å adressere klimarelaterte forhold. *NHO* uttrykker skepsis til det foreslåtte atferdsbaserte uttrekkskriteriet. Siden kriteriet er skjønnsmessig utformet, frykter *NHO* at det vil kunne legge til rette for å bruke fondet som et klimapolitisk verktøy. *NHO* skriver at organisasjonen forutsetter at aktivt eierskap og utelukkelse eventuelt vil måtte brukes sammen på en integrert måte.

Tekna støtter forslaget om å innføre et atferdsbasert kriterium for observasjon og utelukkelse. *Tekna* deler også ekspertgruppens vurderinger om at en bred produktbasert utelukkelse av kull- og petroleumbaserte selskaper ikke er hensiktsmessig nå og at eierskapsutøvelse og aktiv forvaltning bør være hovedvirkemiddelet. *Tekna* mener imidlertid at produktbaserte utelukkelse vil være et hensiktsmessig virkemiddel på lengre sikt når karbonfrie energialternativ forutsettes å utgjøre en større del av den samlede energiforsyningen. En bane for framtidige utelukkelse av klimahensyn bør etter *Teknas* mening varsles og konstateres i fondets målsettinger. Videre bør Etikkrådet etter *Teknas*

mening gradvis senke terskelen for atferdsbaserte utelukkelse med klimabegrunnelse, og den aktive forvaltningen må gis tilstrekkelig rom for nedsalg basert på klimahensyn. Tekna skriver også at de særskilte miljørelaterte investeringsmandatene må styrkes utover den økningen departementet har lagt opp til.

I brev til departementet av 23. februar 2015 skriver LO at Norge har et selvstendig og klart ansvar for å bidra til å løse det globale klimaproblemet. LO ser positivt på at det innføres et nytt atferdsbasert kriterium basert på alvorlig klimaskade, og påpeker at bestemmelsen må utformes og praktiseres slik at den sammen med styrket eierskapsutøvelse får reell betydning. LO krever i tråd med sin klimastrategi at SPU selger seg ut av svært klimaskadelig virksomhet og investerer mer i fornybar energi og -infrastruktur og fangst og lagring av CO₂.

Departementet har også mottatt en høringsuttalelse fra en gruppe av enkeltpersoner med ulik organisatorisk tilhørighet. *Thamotheran med flere* mener det ut fra et finansielt perspektiv er rom for en betydelig økning i SPU's miljørelaterte investeringer. Både klima-/grønne obligasjoner og infrastruktur trekkes fram som gode investeringsmuligheter. SPU burde også etter gruppens syn «screeene» alle selskaper basert på en vitenskapelig basert utslippsterskel som er i tråd med karbonbudsjettet. Tilsvarende tiltak burde etter gruppens vurdering gjøres på porteføljenivå på tvers av sektorer basert på lavkarbonindekser. Gruppen mener slike tiltak vil bidra til å sikre porteføljen mot tap som følge av en akselerert økning i prisen på karbonutslipp. Gruppen stiller spørsmål ved ekspertgruppens vurdering om at markedet priser klimarisiko på en adekvat måte og påpeker at den norske befolkning har en svært høy eksponering mot fossile brensler. Som en av verdens største investorer mener gruppen at SPU må ta en lederrolle som aktiv investor på klimaområdet. Gjennom aktivt eierskap og uttrekk kan fondet bidra til signifikante reduksjoner i effektene av klimaendringer. Gruppen gir flere eksempler på tiltak som vil styrke SPU's eierskapsutøvelse på dette området. Gruppen ser ingen motsetninger mellom SPU's finansielle mål og målet om å avverge farlige klimaendringer, særlig ut fra fondets ansvar for framtidige generasjoner. Et område som trekkes fram der SPU kan spille en viktig rolle sammen med andre langsiktige investorer, er å oppfordre selskapene de eier til å stoppe lobbyvirksomhet mot mål på klimaendringer, både direkte og indirekte gjennom bransjeorganisasjoner og tenketanker.

Flere av personene som har signert uttalelsen fra *Thamotheran* med flere har også avgitt separate høringsinnspill. *William Michael Cunningham* understreker hovedpunktene i gruppeuttalelsen om at det er rom for en betydelig økning i SPU's miljørelaterte investeringer, at SPU gjennom aktiv eierskapsutøvelse og uttrekk kan bidra klart til reduserte effekter av klimaendringer, samt at fondet bør arbeide for mer åpenhet rundt selskapers lobbyisme og andre metoder som aktivt motarbeider mål for klimaendringer. *Robert Litterman* støtter ekspertgruppens hovedkonklusjon om at eierskapsutøvelse og dialog er de mest hensiktsmessige virkemidlene for å adressere klimaspørsmål og inviterer SPU til å delta i et pågående prosjekt for å redusere klimautslipp innenfor luftfartssektoren. *Henrik Syse* støtter ekspertgruppens beskrivelse av hvor viktig aktive eierskapsstrategier er for spørsmål knyttet til klimaendringer og kull- og petroleumsselskapers strategier. Syse understreker betydningen av slike aktive eierskapsstrategier for å motarbeide kull- og petroleumsselskapenes lobbyvirksomhet mot effektive klimatiltak. Syse peker på at en, ikke minst i USA, har sett eksempler på hvor effektiv slik lobbyvirksomhet kan være, og hvor mye resultatene av slik virksomhet har vært i strid med eiernes interesser. *Raj Thamotheran* skriver at ekspertgruppens rapport er et seriøst og verdifullt arbeid som han på mange områder er enig i. Han deler imidlertid ikke ekspertgruppens syn om at markedet kan antas å prise investeringsrisiko på en adekvat måte. Ved å fremme bruk av fossile brensler øker kull- og petroleumsselskapene etter *Thamotherans* syn risikoen for et potensielt alvorlig økonomisk tap i porteføljene til veldiversifiserte investorer.

2.7.4 Departementets vurderinger

Prinsipper for forvaltningen av SPU og arbeidet med ansvarlig forvaltning

Det er bred politisk enighet om at målsettingen for SPU's investeringer er høyest mulig avkastning innenfor et moderat risikonivå. Departementet har merket seg ekspertgruppens syn om at det ville være både uheldig og lite effektivt å bruke SPU som et klimapolitisk verktøy utover det som er forenlig med fondets finansielle målsetting. Flere av de som har avgitt høringsinnspill støtter dette synet. Departementet har også merket seg at Norges Bank peker på at usikkerhet om fondets finansielle målsetting vil gi en mindre tydelig investe-

ringsstrategi. Et klart formål med investeringene er for øvrig i tråd med de internasjonale prinsippene for statlige investeringsfond, de såkalte Santiago-prinsippene, som Norge har sluttet seg til.

Det følger av mandatet for forvaltningen av SPU at Norges Bank ved sin forvaltningsvirksomhet skal legge vekt på at fondet har en lang tidshorison, og at investeringene skal være bredt plassert i de markedene som inngår i investeringsuniverset. Departementet legger til grunn at god avkastning på lang sikt avhenger av en bærekraftig utvikling i både økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig forstand. Arbeidet med en ansvarlig forvaltning er derfor en integrert del av forvaltningen av fondet. Norges Bank utøver fondets eierrettigheter og integrerer hensynet til god selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold i investeringsvirksomheten. Banken foretar tilpasninger i porteføljen basert på risikovurderinger knyttet til markeder, sektorer og selskaper.

I henhold til retningslinjene for observasjon og utelukkelse skal selskaper utelukkes fra SPU dersom de produserer visse produkter eller selger våpen til bestemte stater (*produktbasert utelukkelse*). Selskaper kan også utelukkes dersom det foreligger en uakseptabel risiko for at de medvirker til eller selv er ansvarlige for grovt uetisk aktivitet (*atferdsbasert utelukkelse*). Hensikten med utelukkelsesmekanismen er å redusere risikoen for at fondet er investert i selskaper som medvirker til grove normbrudd. Utelukkelsene fra fondet er således etisk, og ikke finansielt, motivert.

Flere endringer i rammeverket for ansvarlig forvaltningsvirksomhet i SPU trådte i kraft ved årsskiftet, jf. kapittel 5. Det er nå Norges Bank, og ikke lenger departementet, som tar stilling til rådene fra Etikkrådet om observasjon og utelukkelse av selskaper. Det er videre lagt bedre til rette for økt samspill mellom Etikkrådet og Norges Banks arbeid og en mer sammenhengende kjede av virkemidler i arbeidet med ansvarlig forvaltning. I retningslinjene for observasjon og utelukkelse heter det at Norges Bank skal se de ulike virkemidlene den har til rådighet i sammenheng og benytte dem på en helhetlig måte. Det følger videre av retningslinjene at det jevnlig skal avholdes møter mellom Norges Bank og Etikkrådet for å utveksle informasjon og koordinere arbeidet. Også kommunikasjonen med selskapene skal være koordinert og med mål om å oppfattes som entydig.

Norges Banks eierskapsarbeid og rapportering

Departementet har merket seg ekspertgruppens syn om at eierskapsutøvelse og dialog er de viktig-

ste virkemidlene for å adressere klimaspørsmål i forvaltningen av SPU. Ekspertgruppen foreslår tiltak for å styrke bankens arbeid på dette feltet, herunder økt åpenhet om kriteriene for nedsalg basert på risikovurderinger og et revidert forventningsdokumentet om klima. Gruppen foreslår videre at banken har dialog med selskapene om robustheten i selskapenes analyser av nye investeringer i fossil energi og styrker sin rapportering om dialogen med selskapene i porteføljen og om hvor utsatt fondet er for klimarisiko. Norges Bank oppfordres også av gruppen til å øke sin støtte til forskning på de finansielle konsekvensene av klimaendringer mv. Høringsinstansene gir bred støtte til disse forslagene.

Departementet har merket seg at Norges Bank peker på at fondets rolle som en langsiktig investor kan bidra til å gi ekstra tyngde i eierskapsdialoger om langsiktige problemstillinger som klimaendringer. Banken har over tid utviklet sitt arbeid for å kunne integrere relevante forhold knyttet til klimaendringene i forvaltningen av SPU.

Departementet har merket seg at Norges Bank la fram en egen rapport om ansvarlig forvaltning 5. februar i år som viser at banken nå har gjennomført flere av endringene som ble foreslått i ekspertgruppens rapport. Banken har også uttrykt konkrete planer om ytterligere forskning om finansiell risiko som følge av klimaendringer, jf. avsnitt 2.8. 13. mars i år publiserte banken et oppdatert forventningsdokument om selskapers håndtering av klimarisiko. Norges Bank skriver på sine nettsider at dokumentet særlig er relevant for leverandører av fossil brensel, kraftprodusenter og virksomheter med innvirkning på tropisk regnskog og jordbruk. Videre har banken offentliggjort de første analysene fra en kartlegging av klimagassutslipp fra selskapene fondet er investert i. Norges Bank har dessuten sendt brev til flere olje- og gasselskaper, selskaper i kraftbransjen og gruveselskaper og bedt selskapene om henholdsvis å bedre sin rapportering om sitt arbeid med klimaendringer, å gjøre rede for sine planer for overgangen til en mindre utslippintensiv energikjede, samt om selskapenes syn på en mulig bransjeutvikling i retning av å skille ut kullvirksomhet.

Departementet har merket seg at klimaforhold kan være en del av en bredere risikovurdering Norges Bank gjør av selskapers forretningsmodell og virksomhetenes bærekraft over tid og at banken de siste årene blant annet har solgt seg ut av en rekke selskaper med virksomhet innen kullutvinning, oljeutvinning fra oljesand, sement-

produksjon og kraft fra kull, basert på slike vurderinger. Slike nedslag gjøres innenfor rammene for avvik fra referanseindeksen som departementet har fastsatt.

Departementet legger til grunn at Norges Bank, innenfor rammene i mandatet, også framover vil rapportere om sitt arbeid med å integrere hensynet til klimaendringer i forvaltningen og videreutvikle analyser og prosesser på dette området, herunder rapportere om kriteriene for risikobaserte nedslag.

Som ledd i oppfølgingen av ekspertgruppens rapport vil departementet be Norges Bank foreta og rapportere om en særskilt risikobasert gjennomgang av selskaper i porteføljen der aktiviteter som utvinning av kull, kraftproduksjon basert på kull eller kullbasert energiforedling utgjør en vesentlig del av virksomheten.

Nytt, atferdsbasert kriterium for observasjon og utelukkelse av selskaper

Kriteriene i retningslinjene for observasjon og utelukkelse er etisk motiverte. Departementet deler ekspertgruppens vurdering om at utslipp av klimagasser kan ha etiske aspekter. Samtidig legger departementet vekt på at energi er en innsatsfaktor som brukes i så godt som all økonomisk aktivitet. Sikker energitilgang har bidratt til økonomisk utvikling. Deltakelse i det globale økonomiske systemet innebærer at en både direkte og indirekte bidrar til utslipp av klimagasser. Fossile energikilder forventes å stå for en betydelig del av verdens primære energi i lang tid framover, også i et scenario med bærekraftige utslippsnivåer innenfor togradersmålet. Departementet er derfor enig i ekspertgruppens vurdering av at kull- og petroleums-selskapenes energiproduksjon, energibruk eller CO₂-utslipp ikke i seg selv kan sies å være i strid med generelt aksepterte etiske normer. Dermed er det heller ikke grunnlag for å innføre et produktbasert kriterium for utelukkelse av kull- eller petroleums-selskaper.

Departementet har også merket seg at det etter ekspertgruppens vurdering verken ville vært bedre for klimaet, eller hatt en positiv effekt for fondet, om disse aksjene ble solgt til andre investorer som i de fleste tilfeller ville hatt en mindre ambisiøs eierskapsstrategi enn SPU. Dette understrekes av at formålet med produktutelukkelse etter retningslinjene ikke er å fremme endret selskapsatferd i seg selv, men å unngå at fondet investerer i selskaper som framstiller enkelte typer produkter.

Selv om kull- og petroleums-selskapenes energiproduksjon, energibruk eller CO₂-utslipp ikke i seg selv kan sies å være i strid med generelt aksepterte etiske normer, mener ekspertgruppen at en må forvente at selskapene i porteføljen oppfyller visse minimumsstandarder når det gjelder hvordan deres virksomhet påvirker klimaet. Ekspertgruppen anbefaler derfor å etablere et kriterium for utelukkelse og observasjon av selskaper som har en atferd som ikke når opp til slike forventninger. Departementet støtter dette og legger opp til å innføre et nytt atferdsbasert kriterium i retningslinjene for observasjon og utelukkelse, slik at klimarelatert atferd inkluderes spesifikt. Det er bred oppslutning blant høringsinstansene om innføringen av et slikt kriterium. Kull- og petroleums-selskaper vil dermed kunne utelukkes på etisk grunnlag etter en samlet vurdering av selskapets atferd.

Et nytt kriterium, slik som det legges opp til her, vil etter departementets vurdering være dynamisk i sin natur. Det vil være uavhengig av bransje eller sektor og type klimagass. Det bør fange opp at normene på dette området vil kunne utvikle seg over tid, i tråd med blant annet endringer innen energiproduksjonen og den teknologiske utviklingen.

De etisk motiverte kriteriene i retningslinjene for observasjon og utelukkelse må ses i sammenheng med Norges Banks øvrige forvaltning. Departementet viser til at Norges Bank allerede har etablert en praksis med risikobaserte tilpasninger av porteføljen. Det innebærer at banken selger seg ut av selskaper basert på en finansiell helhetsvurdering, der miljø- og samfunnsmessige forhold inngår. Slike nedslag skjer innenfor bankens rammer for avvik fra fondets referanseindeks, jf. avsnitt 2.2. Departementet har merket seg at Norges Bank legger opp til å kunne dra nytte av vekselvirkninger mellom eierskap, utelukkelse og risikobaserte tilpasninger av porteføljen ved innføringen av nytt kriterium.

Nærmere om det nye kriteriet

Etikkrådet har foreslått følgende ordlyd for et nytt atferdsbasert kriterium, rettet mot selskaper der det er en uakseptabel risiko for at selskapet medvirker til eller selv er ansvarlig for:

«Handlinger eller unnlatelser som på et aggregert selskapsnivå i uakseptabel grad fører til utslipp av klimagasser».

Etter departementets vurdering vil en slik formulering av kriteriet ivareta flere viktige hensyn. Det første hensynet er at det er utslipp av klimagasser som skal danne utgangspunktet for en samlet vurdering under dette kriteriet. Med formuleringen «fører til utslipp av klimagasser» vises det til at det må være en forbindelse mellom et selskaps handlinger eller unnlatelser og utslippene av klimagasser, samt at det er klimagasser generelt, og ikke bare enkelte klimagasser, som kan omfattes av kriteriet. Å fokusere på klimagasser som helhet vil også gjøre kriteriet mer fleksibelt ved at det åpner for å se på flere sektorer og virksomheter enn dersom en fokuserer ensidig på CO₂-utslipp. Departementet har merket seg at ekspertgruppen i praksis forventer at Etikkrådet vil fokusere på selskaper innenfor industrisektorer med signifikante absolutte utslippsnivåer, og at ekspertgruppen ser det som naturlig at energisektoren og elektrisitetsproduksjon fra fossile energikilder vil være sentrale i denne sammenheng. Departementet har videre merket seg at ekspertgruppen framhever at det ved vurderingen av hvor alvorlig et brudd på etiske normer er på dette området, som ett av flere forhold synes rimelig å fokusere på utslippsintensitet og ikke nødvendigvis absolutte utslippsnivåer. Med utslippsintensitet menes utslipp relativt til for eksempel produksjon eller omsetning. Departementet deler gruppens syn om at selv om det er vanskelig å definere absolutte mål på utslippsintensitet, kan det fortsatt være mulig å vurdere sammenliknbare selskaper opp mot hverandre.

Videre framkommer det at både *handling* og *unnlatelser* kan danne grunnlag for observasjon eller utelukkelse etter dette kriteriet. Det legges dessuten til rette for å fokusere på et *aggregert selskapsnivå*. En slik helhetlig selskapsvurdering er naturlig i lys av at de systemer som finnes for å hindre utslipp av klimagasser og begrense globale klimaendringer er basert på en underliggende forutsetning om at virksomhet i ett område kan utlignes av virksomhet i andre områder, for eksempel ved handel med kvoter. Å ekskludere et selskap som opererer i tråd med et slikt systems retningslinjer vil kunne gi uheldige signaler. Samtidig vil det kunne være vanskelig å vurdere dette, gitt at mange selskaper har virksomhet i flere land med ulik grad av regulering. «*I uakseptabel grad*» viser til at det skal dreie seg om grove normbrudd, i tråd med den etablerte terskelen for utelukkelse etter retningslinjene for observasjon og utelukkelse. Departementet har merket seg at ekspertgruppen skriver at grove normbrudd i denne sammenheng bør vurderes innenfor spesifikke sammenlign-

bare operasjoner, sektorer og industrier basert på for eksempel generelt aksepterte internasjonale standarder.

Departementet har også merket seg at både ekspertgruppen og flere høringsinstanser peker på at aktiv motarbeidelse av for eksempel internasjonale avtaler om reduksjon av klimagassutslipp kan være et moment som kan tillegges vekt ved den samlede vurderingen under kriteriet. Det er også naturlig at hvorvidt selskapers utslipp av klimagasser er pålagt avgifter, kvoteplikt eller andre reguleringer inngår i en samlet vurdering.

Departementet legger for øvrig til grunn at et nytt kriterium må forvaltes i tråd med den etablerte praksisen for utelukkelse etter retningslinjene for observasjon og utelukkelse og at vurderingene fortsatt skal være framoverskuende. Dessuten er det en generell dynamikk i det etablerte systemet for utelukkelse ved at det for alle utelukkede selskaper jevnlig skal vurderes om grunnlaget for utelukkelse fortsatt er til stede.

Departementet har merket seg at ekspertgruppen påpeker at bruk av et slikt kriterium vil kreve betydelige ressurser og tiltak fra Etikkrådets side, blant annet ved at analysene sannsynligvis vil innebære at Etikkrådet må vurdere selskapenes virksomhet langs flere dimensjoner. Videre har departementet merket seg at Etikkrådet selv skriver at praktiseringen av kriteriet må utvikles over tid etter hvert som en vinner erfaring med å innhente relevante, verifiserbare og sammenliknbare data og å etablere standarder og normer som selskapene vurderes opp mot.

Departementet legger vekt på at den etablerte arbeidsdelingen mellom Norges Bank og Etikkrådet vil gjelde også for vurderinger under det nye kriteriet. Forslagene fra ekspertgruppen innebærer at Etikkrådet, som rådgiver for Norges Bank om observasjon og utelukkelse av selskaper i henhold til retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra SPU, vil ha en viktig rolle i operasjonaliseringen av kriteriet. Samtidig er det Norges Bank som treffer beslutninger om observasjon og utelukkelse av selskaper, og som i henhold til retningslinjene skal se de ulike virkemidlene den har til rådighet i sammenheng og benytte dem på en helhetlig måte. Som for de øvrige kriteriene i retningslinjene for observasjon og utelukkelse, vil departementet følge opp hvordan kriteriene praktiseres over tid. Departementet vil videre vurdere nærmere Etikkrådets ressursbehov knyttet til operasjonaliseringen av det nye kriteriet.

Departementet legger vekt på at intensjonen i de nye retningslinjene for observasjon og utelukkelse om en sammenhengende kjede av virkemid-

ler følges opp også for det nye kriteriet. Departementet har merket seg at Norges Bank og Etikkrådet vil igangsette en prosess for å avklare hvordan dette arbeidet kan innrettes.

Det følger av retningslinjene for observasjon og utelukkelse at Etikkrådet skal utarbeide og offentliggjøre prinsipper for hvilke selskaper som velges ut for nærmere undersøkelse, samt at Norges Bank kan utarbeide nærmere forventninger til disse prinsippene. Departementet viser til at dette også vil omfatte et nytt kriterium som det her legges opp til. Det går videre fram av retningslinjene at banken i vurderingen av om et selskap skal utelukkelse blant annet kan legge vekt på sannsynligheten for framtidige normbrudd, samt vurdere bredden i selskapets virksomhet og styring, herunder om selskapet gjør det som med rimelighet kan forventes for å redusere risikoen for framtidige normbrudd innenfor en rimelig tidshorison.

Gjennomføring

Departementet legger opp til å ta inn det nye atferdsbaserte klimakriteriet i retningslinjene for observasjon og utelukkelse fra SPU etter Stortingets behandling av denne meldingen. Det vises til departementets drøfting av forståelsen av kriteriet over. Etikkrådet og Norges Bank vil over tid, gjennom sine oppgaver med henholdsvis å gi råd om og å ta beslutninger om observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU, utvikle den nærmere forståelsen av kriteriet. I tråd med hva som er uttalt i Innst. 200 S (2013–2014), vil departementet evaluere den nye organiseringen av arbeidet med ansvarlig forvaltning i de årlige meldingene om Statens pensjonsfond. Departementet legger videre opp til å gjøre rede for en gjennomgang av det samlede arbeidet med håndtering av finansiell risiko som følge av klimaendringer i forvaltningen av SPU i meldingen om Statens pensjonsfond våren 2017.

Debatten om ikke-utvinnbare ressurser («stranded assets»)

Internasjonalt er det en diskusjon om hvorvidt aktørene i finansmarkedene tar inn over seg risiko for at betydelige kull-, olje- og gassreserver ikke vil være økonomisk lønnsomt å utvinne ved karbonpriser som gir bærekraftige utslippsnivåer. Departementet har merket seg at utelukkelse av en hel sektor basert på feilprising av risiko, etter ekspertgruppens syn ikke vil være forenlig med den overordnede investeringsstrategien for SPU.

Derimot peker ekspertgruppen på at vurderinger rundt «stranded assets» kan være godt egnet for de vurderinger som ligger til grunn for forvalters avvik fra referanseindeksen. Gruppen peker også på at potensialet for «stranded assets» og den tilknyttede finansielle risikoen kan adresseres gjennom aktivt eierskap.

Enkelte høringsinstanser mener at investorer systematisk undervurderer klimarisiko. Det pekes også på interessekonflikter mellom enkelte eiere og selskapsledelsen på den ene siden og diversifiserte, langsiktige investorer som SPU på den annen side. Disse høringsinstansene framhever eierskapsutøvelse framfor produktbasert utelukkelse som det beste virkemiddelet for å bedre markedets prising av klimarisiko.

Departementet deler synet om at vurderinger av risiko knyttet til «stranded assets» hører naturlig inn under Norges Banks operative forvaltning. Dersom departementet eventuelt skulle beslutte å overvekte enkelte sektorer og undervekte andre i fondets referanseindeks, vil det være en aktiv investeringsbeslutning. Strategien for fondet er derfor ikke basert på en slik tilnærming. Dersom slike investeringsvalg skal være lønnsomme, må de baseres på at departementet har informasjon om den framtidige avkastningen av slike investeringer som ikke allerede gjenspeiles i dagens markedspriser. Slik ekspertgruppen påpeker, bør en som utgangspunkt forutsette at kursene på verdipapirer i det store og hele gir en rimelig kompensasjon for investeringsrisiko.

Investeringer i miljørelatert virksomhet, herunder fornybar energi

Flere høringsinnspill viser til viktigheten av at SPU investeres i miljørelatert virksomhet, herunder i fornybar energi. Dagens investeringsstrategi innebærer betydelige investeringer i slik virksomhet og investeringene vil i utgangspunktet øke dersom selskapenes andel av verdens aksjemarked øker. Det er dessuten fastsatt en særskilt ramme for miljørelaterte investeringsmandater, der fornybar energi utgjør en av flere sektorer. Det legges i denne meldingen opp til å øke rammen for disse særskilte mandatene til 30-60 mrd. kroner, jf. avsnitt 2.6. En stor del av investeringsmulighetene innen fornybar energi er imidlertid i det unoterte markedet. Departementet viser i den forbindelse til arbeidet med å utrede om det skal åpnes for investeringer i unotert infrastruktur i SPU, jf. avsnitt 2.3. Departementet tar sikte på at dette spørsmålet kan behandles i meldingen om forvaltningen av Statens pensjonsfond som legges

fram våren 2016. Dersom det eventuelt åpnes opp for investeringer i unotert infrastruktur på mer generelt grunnlag, vil også investeringer i unotert infrastruktur for fornybar energi bli en del av investeringsuniverset for SPU.

SPUs investeringsstrategi i et nasjonalformuesperspektiv

I ekspertgruppens rapport vises det til at norsk økonomi er avhengig av olje og gass, ikke bare gjennom inntekter fra petroleumsvirksomheten og SPUs investeringer i olje- og gassektoren, men også gjennom sammenhenger mellom petroleumssektoren og humankapitalen i nasjonalformuen. Etter gruppens syn reiser dette spørsmål om SPUs investeringsstrategi bør ses i et såkalt nasjonalformuesperspektiv.

Ekspertgruppen viser i rapporten til at en fullstendig analyse av dette forholdet ikke omfattes av mandatet og klart faller utenfor området for rapporten. Gruppen foreslår imidlertid flere utvidelser av analysene i Meld. St. 19 (2013–2014), som etter gruppens syn vil gi et mer solid grunnlag for å diskutere petroleumsprodusentenes rolle i fondets portefølje, eventuelt også med sikte på å adressere den generelle oljeprisrisikoen for norsk økonomi. Departementet har merket seg at flere av høringsinstansene også mener det bør arbeides videre med disse spørsmålene. Dette er etter departementets vurdering temaer som er egnet for drøfting i en perspektivmelding, der et av formålene er å belyse langsiktige virkninger for norsk økonomi av endringer i sentrale rammevilkår.

2.8 Analyser av finansiell risiko som følge av klimaendringer

Det overordnede målet for investeringene gjennom SPU er å oppnå høyest mulig avkastning innenfor moderat risiko. Fondets særtrekk som en langsiktig investor med en bred portefølje av selskaper innebærer at klimaendringer og klimapolitiske tiltak kan ha betydning for den framtidige avkastningen av SPU. Klimahensyn har derfor i lengre tid stått sentralt i arbeidet med forvaltningen av fondet, jf. avsnitt 2.7 i denne meldingen og omtalen i tidligere meldinger om Statens pensjonsfond.

I Meld. St. 19 (2013–2014) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2013 ble det vist til at forskning og utvikling lenge har vært ett av virkemidlene i arbeidet med ansvarlig forvaltningspraksis i SPU. Departementet skrev at en i 2014 la opp til å sette i

gang et arbeid for ytterligere å belyse risiko fra klimaendringer for fondets framtidige avkastning. Det ble påpekt at dette arbeidet ikke ville bli avgrenset til en konkret sektor eller et spesifikt produkt. Det ble videre vist til at problemstillingene er omfattende og usikkerheten stor og at en siktet mot å komme tilbake til dette spørsmålet i meldingene om Statens pensjonsfond framover.

I brev fra Finansdepartementet 2. desember 2014 ble Norges Bank bedt om å gjøre rede for sitt arbeid med å integrere hensynet til finansiell risiko som følge av klimaendringer i fondets portefølje. Banken ble også bedt om å gjøre rede for status i sentrale internasjonale initiativer på dette feltet hvor banken deltar. Videre ble det bedt om en vurdering av muligheten for å ta initiativ til vitenskapelige analyser av finansiell risiko som følge av klimaendringer. Norges Bank ble også bedt om å vurdere hvordan et slikt initiativ kan innrettes for å bidra til relevant kunnskap om denne type finansiell risiko for et fond som SPU. Departementet ba også Norges Bank vurdere om det norske finansinitiativet (NFI) er et riktig virkemiddel i denne sammenheng.

I brev fra Norges Bank til Finansdepartementet 5. februar 2015 vises det til at banken har hatt klima som et fokusområde i forvaltningen siden 2006. Norges Bank har over tid arbeidet med å integrere hensynet til finansiell risiko som følge av klimaendringer i forvaltningen av SPU. Norges Bank skriver samtidig at arbeidet fremdeles er under utvikling, og peker på at det er bankens oppfatning at dette arbeidet er i en utviklingsfase også hos andre investorer. Banken understreker at arbeidet med finansiell risiko som følge av klimaendringer tar utgangspunkt i investeringsstrategien og fondets finansielle målsetting.

Norges Bank har uttrykt en klar forventning om at selskaper som fondet er investert i integrerer hensynet til klimarisiko i sin styring av virksomheten. Forventningene er uttrykt i et eget forventningsdokument som ble lagt fram første gang i 2009. Norges Bank er særlig opptatt av styringsprosesser, rapportering og åpenhet fra selskapes side. I brevet 5. februar skriver banken om et arbeid med å revidere forventningsdokumentet om klima. Det oppdaterte dokumentet ble publisert 13. mars i år.

Norges Bank gjennomfører hvert år sektorundersøkelser for å kartlegge i hvilken grad selskapene i særlig utsatte sektorer oppfyller bankens forventninger. Gjennom dette arbeidet danner Norges Bank seg et overordnet bilde av selskapes oppfølging av klimarisiko. Funnene kan dessuten benyttes i dialog med selskapene og danne

grunnlag for ytterligere analyser av sektorer eller enkeltsselskaper, eller mer målrettet eieraktivitet på enkeltsselskapsnivå.

Norges Bank viser i sitt brev til at de vil prioritere eierskapsaktiviteter der det forventes størst positiv effekt for fondets portefølje. Selskapsdialog er i hovedsak rettet mot store investeringer.

I 2014 var karbonutslipp og rapportering om dette, samt åpenhet i forbindelse med bærekraftsrapportering, blant de prioriterte temaene i bankens selskapsdialog innen ansvarlig forvaltning. Norges Bank viser til at de blant annet har bedt flere olje- og gasselskaper om å bedre rapporteringen om sitt arbeid med klimaendringer.

I sine investeringsbeslutninger vurderer Norges Bank generelle rammevilkår og etterspørselsutsikter, i tillegg til sektor- eller selskaps spesifikke forhold. Banken peker på at også forutsetninger om framtidige klimaendringer, klimapolitikk og mulig endring av reguleringer inngår i slike vurderinger. Norges Bank har i 2015 sendt brev til kraftselskaper om deres planer for overgangen til et mindre utslippsintensivt energisystem, og til gruveselskaper om deres syn på en mulig bransjeutvikling i retning av å skille ut kullvirksomheten.

Norges Bank har startet et arbeid med sikte på å kartlegge klimagassutslipp fra selskapene fondet er investert i. Arbeidet og de første resultatene er omtalt i bankens rapport om ansvarlig forvaltning for 2014, som ble lagt fram 5. februar 2015. Norges Bank viser i sitt brev til departementet 5. februar 2015 til at det er flere utfordringer knyttet til dette kartleggingsarbeidet, herunder at det ikke finnes en standardisert metode for å gjennomføre slike beregninger og at rapportering om utslipp fra selskapene i fondets svært brede portefølje varierer. Banken skriver at informasjonen om klimagassutslipp kan brukes som et element i risikostyringen, men viser til at risiko- og investeringsvurderinger må ta inn over seg et bredere sett av forhold, slik som selskapenes virksomhet og planer, næringsstrukturer og rammevilkår.

I brevet vises det også til porteføljetilpasninger der strategier rettet mot klimaforhold har inngått som en del av en vurdering av enkeltsselskapers forretningsmodell og bærekraft over tid.

Norges Bank deltar i internasjonale initiativer om klimaforhold. Som medlem av CDP (tidligere kjent som Carbon Disclosure Project), bidrar banken til standardisering av selskapsrapportering om klimarisiko. I brevet 5. februar skriver Norges Bank at informasjonen som framkommer ved hjelp av initiativer som CDP kommer til nytte i forvaltning

gen av fondet. Norges Bank leverte i 2014 innspill til Climate Disclosure Standards Board (CDSB), som utvikler en standard for rapportering av klimarelatert risiko og som nylig har integrert risiko knyttet til vann og skog i dette rammeverket.

Norges Bank viser i sitt brev til at det finnes en rekke internasjonale klimainitiativer rettet mot selskaper og investorer. Banken vil fortsette å støtte de initiativene de mener er særskilt relevante. Norges Bank vil oppfordre selskaper til å rapportere om klimagassutslipp, dialog med myndigheter om klimaforhold og strategier for å møte klimautfordringene.

Norges Bank vil videre bidra til analyse og forskning innen ansvarlig forvaltningsvirksomhet med sikte på å få mer kunnskap om forhold som er relevante for investeringsporteføljens avkastning og risiko på lang sikt. Banken ser positivt på muligheten for å ta initiativ til akademiske studier av finansiell risiko for fondet som følge av klimaendringer. Norges Bank legger opp til å igangsette et slikt arbeid i 2015.

Klimarisiko omfatter komplekse problemstillinger og flere ulike fagfelt. Norges Bank vil avgrense sin aktivitet til områder som er særlig relevante for forvaltningen av fondet. Banken skriver i sitt brev at både intern analyse, arbeid med dataleverandører og internasjonale investorinitiativer samt akademisk forskning, er relevant for å belyse klimaspørsmålet ytterligere.

Norges Bank peker på at NFI er et aktuelt virkemiddel for å legge til rette for vitenskapelige analyser av finansiell risiko som følge av klimaendringer. NFI skal støtte arbeidet med å ivareta og utvikle finansielle verdier for framtidige generasjoner, ved å styrke finansiell forskning og utdanning på områder av betydning for den langsiktige forvaltningen av SPU. NFI har opprettet et eget program for å gi insentiver til akademisk forskning på temaer innen finansiell økonomi som er av særskilt interesse for den langsiktige forvaltningen av fondet.

I brevet 5. februar trekkes det også fram at Norges Bank selv kan støtte forskningsprosjekter. Det vises i den forbindelse til at banken i 2014 bidro til oppstart av et forskningsprosjekt ved Columbia University og andre akademiske institusjoner for å se på hvordan bærekraft og ansvarlighet kan virke inn på gruveselskapers lønnsomhet. Norges Bank viser til at forskningsoppdrag av denne typen, med samarbeid med ledende akademiske institusjoner, også kan være aktuelle i deres arbeid med å belyse sider ved finansiell risiko som følge av klimaendringer.

Norges Bank sikter mot å arbeide med forskningsrettede temaer om finansiell risiko som

følge av klimaendringer over flere år og vil informere om framdriften og resultatene i den årlige rapporteringen om forvaltningen av SPU. Departementet vil omtale dette arbeidet i de årlige meldingene om Statens pensjonsfond. Departementet

legger videre opp til å gjennomgå det samlede arbeidet med håndtering av finansiell risiko som følge av klimaendringer i forvaltningen av SPU i meldingen om Statens pensjonsfond våren 2017, jf. avsnitt 2.7.

3 Investeringsstrategien for Statens pensjonsfond Norge

3.1 Dagens investeringsstrategi

3.1.1 Bakgrunn

Grunnkapitalen i Statens pensjonsfond Norge (SPN) stammer fra overskudd på trygderegnskapene etter innføringen av folketrygden i 1967 og fram til slutten av 1970-tallet. Den formelle organiseringen av SPN ble endret i 2007 ved at en synliggjorde skillet mellom formuesmassen SPN og Folketrygdfondet som forvalter av denne formuesmassen. Kapitalen i SPN ble plassert som innskudd i Folketrygdfondet, som forvalter midlene i eget navn og etter et mandat fastsatt av departementet. Avkastningen av midlene i SPN overføres ikke til statskassen, men legges løpende til kapitalen. Det er således ingen overføring mellom statsbudsjettet og SPN, og det er heller ingen overføring av kapital mellom SPU og SPN. Markedsverdien til SPN utgjorde om lag 186 mrd. kroner ved utgangen av 2014, jf. avsnitt 4.2.

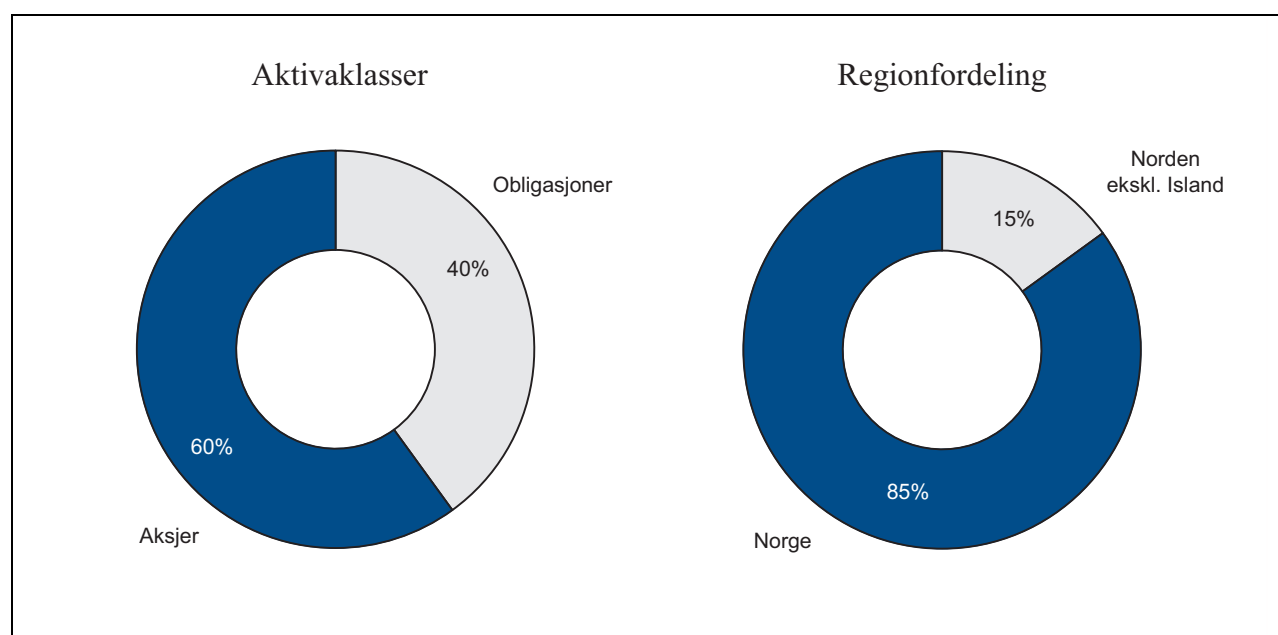
SPN er en betydelig eier og långiver i det norske kapitalmarkedet. Den norske aksjeporteføljen utgjør om lag 10 pst. av markedsverdien av hoved-

indeksen på Oslo Børs (OSEBX), mens obligasjonsporteføljen utgjør om lag 3 pst. av det norske obligasjons- og sertifikatmarkedet.

3.1.2 Hovedtrekk ved investeringsstrategien

Den langsiktige investeringsstrategien for SPN følger av valget av referanseindeks og tilhørende risikorammer fastsatt av departementet. Referanseindeksen består av 60 pst. aksjer og 40 pst. obligasjoner, med en andel på 85 pst. i Norge og 15 pst. i Norden for øvrig utenom Island, jf. figur 3.1.

Fondets særtrekk, som størrelse og langsiktighet, skiller SPN fra mange andre investorer i det norske kapitalmarkedet. Størrelse gir visse fordeler, blant annet muligheten til å utnytte stor-driftsfordeler i forvaltningen, mens fondets lange tidshorisont gir forvalter mulighet til å utnytte langsiktige forvaltningsstrategier. Samtidig innebærer fondets relative størrelse i det norske kapitalmarkedet at det er krevende å gjøre store endringer i sammensetningen av investeringene i løpet av kort tid. Lav omsettelighet i mange norske verdipapirer forsterker dette.



Figur 3.1 Strategisk referanseindeks for SPN. Prosent

Kilde: Finansdepartementet.

Folketrygdfondet har innenfor visse rammer anledning til å avvike fra referanseindeksen fastsatt av departementet. Formålet med slike avvik er å gjennomføre en kostnadseffektiv forvaltning og å oppnå meravkastning. Departementet har i mandatet for SPN stilt krav om at Folketrygdfondet skal legge opp forvaltningen med sikte på at forventet relativ volatilitet ikke overstiger 3 prosentenheter. I tillegg er det fastsatt supplerende risikorammer for forvaltningen av SPN.

Mandatet for SPN åpner for investeringer i unoterte selskaper kun i de tilfeller hvor styret har uttrykt en intensjon om å søke notering på regulert markedsplass. Det er imidlertid ikke åpnet for at SPN på generelt grunnlag kan investeres i unoterte eiendeler som eiendom og infrastruktur. Departementet har satt i gang et arbeid for å vurdere om det bør åpnes for at deler av SPN skal kunne investeres i unotert eiendom og infrastruktur, jf. avsnitt 3.3.

Regler om tilbakevekting (rebalansering) er en del av investeringsstrategien for SPN. Tilbakevekting innebærer at fondet kjøper seg opp i den aktivklassen som har hatt svakest verdiutvikling for å opprettholde den faste fordelingen mellom aksjer og obligasjoner som er fastsatt i mandatet. Departementet mottok 12. februar 2014 brev fra Folketrygdfondet med råd om enkelte endringer i reglene for tilbakevekting. Rådene ble omtalt i Meld. St. 19 (2013–2014) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2013. Departementet fastsatte i juni 2014 et nytt regelverk for tilbakevekting. For å unngå markedspåvirkning, samt sikre en forsvarlig gjennomføring av kapitalforvaltningen, er de detaljerte reglene for tilbakevekting unntatt offentlighet, i tråd med råd fra Folketrygdfondet.

3.2 Gjennomgang av Folketrygdfondets forvaltning

3.2.1 Bakgrunn

Departementet omtalte i Meld. St. 15 (2010–2011) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010 at det legges opp til regelmessige gjennomganger av Folketrygdfondets forvaltning av SPN. Det ble vist til at en forutsetning for en ramme for avvik fra referanseindeksen til forvalter, er regelmessige gjennomganger.

Departementet la ved gjennomgangen av Folketrygdfondets forvaltning i 2010 vekt på at størrelsen på forvaltningskapitalen i SPN tilsier at en ren passiv indekseringsstrategi ikke er hensiktsmessig og at rammen for avvik fra referanseindeksen på 3 prosentenheter, målt ved forventet relativ

volatilitet, blant annet legger til rette for en kostnadseffektiv tilpasning til indeksen. Departementet sa videre at utgangspunktet for å ha en viss ramme for avvik fra departementets referanseindeks er en forventning om meravkastning utover referanseindeksen. Særtrekk som fondets størrelse, langsiktighet og risikobærende evne kan gi fortrinn i forhold til andre investorer. Stordriftsfordeler i forvaltningen og fondets evne til å bære risiko bør kunne utnyttes til fondets fordel. Departementet skrev at det over tid ville være naturlig å forvente en årlig netto verdiskaping fra aktiv forvaltning på i størrelsesorden $\frac{1}{4}$ – $\frac{1}{2}$ prosentenheter i gjennomsnitt. Oppnådd meravkastning må samtidig vurderes ut fra risikoen som er knyttet til denne aktiviteten.

Departementet har tidligere mottatt råd fra flere eksperter om hvordan forholdet mellom avkastning og risiko kan bedres ved at forvalter kan avvike fra referanseindeksen, innenfor en fastsatt ramme. Disse rådene er omtalt i meldingene om Statens pensjonsfond, blant annet i Meld. St. 19 (2013–2014), der det ble gjort rede for en rapport fra Ang, Brandt og Denison (2014) som vurderte forvaltningen av SPU. Det er flere grunner til at delegering til forvalter kan bedre forholdet mellom avkastning og risiko, blant annet gjennom:

- *bedre spredning av investeringene enn i referanseindeksen:* Mange verdipapirer er for eksempel utelatt fra referanseindeksen.
- *vridning av investeringene mot verdipapirer med visse egenskaper, ofte kalt faktorer:* Slike strategier har historisk gitt høyere avkastning enn en markedsvektet referanseindeks. Lav omsettelighet er et eksempel på slik egenskap. Verdipapirer med lav omsettelighet kan være vanskelige å selge, ha høye og variable transaksjonskostnader og kan ha store verdifall når investorene etterspør omsettelighet. Investorer som investerer i slike verdipapirer, forventes derfor å bli kompensert for disse egenskapene i form av høyere avkastning.
- *verdipapirvalg:* Forvalter investerer i aksjer eller obligasjoner som har høyere forventet avkastning enn referanseindeksen. En utfordring for mange investorer er at høye honorarer til forvalter gjør slike forvaltningsstrategier mindre attraktive. Store investorer har imidlertid lave forvaltningskostnader som følge av stordriftsfordeler. Ang, Goetzman og Schaefer (2009) viser til at lave kostnader kan gi muligheter til å oppnå høyere avkastning gjennom verdipapirvalg.
- *å utnytte at forventet avkastning varierer over tid:* Forvalter kan søke å skape høyere avkast-

Tabell 3.1 Årlig gjennomsnittlig brutto meravkastning i SPN 1998 – 2014. Prosentenheter

Periode	SPN totalt	Aksjeporteføljen	Obligasjonsporteføljen
1998–2014	0,53	1,43	0,23
2007–2014	1,19	1,69	0,88
2011–2014	0,74	0,64	1,03

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

ning ved å øke risikoen når forventet avkastning er høy og redusere risikoen når forventet avkastning er lav. Ett eksempel på dette er strategier for å selge aksjer som har steget mye relativt til obligasjoner eller å kjøpe aksjer etter store fall i aksjemarkedet. Ang, Brandt og Denison (2014) anbefaler at slike tilpasninger fortrinnsvis gjøres gjennom regelbaserte tilbakevektninger av aksjeandelen i referanseindeksen.

Departementet har i denne meldingen vurdert Folketrygdfondets forvaltning av SPN. I gjennomgangen er det lagt vekt på oppnådde forvaltningsresultater, grunnlaget for gode forvaltningsresultater framover og størrelsen på rammen for avvik fra referanseindeksen. Som del av dette har departementet bedt om analyser og vurderinger fra Folketrygdfondet. Folketrygdfondet har i brev til Finansdepartementet 16. desember 2014 oversendt sine analyser og vurderinger. I brev 10. mars 2015 har Folketrygdfondet oppdatert analysene med resultater fram til utgangen av 2014.

3.2.2 Resultater i forvaltningen

Folketrygdfondet har i forvaltningen av SPN oppnådd høyere avkastning enn referanseindeksen over tid, jf. tabell 3.1. Slik brutto meravkastning har vært oppnådd siden 1998, siden omleggingen av rammeverket for Folketrygdfondets forvaltning av SPN i 2007 og siden forrige gjennomgang av forvaltningen i 2010. Det er oppnådd en meravkastning i alle delperiodene både i aksje- og obligasjonsporteføljen. Meravkastningen har samtidig variert betydelig over tid.

Størrelsen på forvaltningskapitalen i SPN gjør det krevende å oppnå høy prosentvis meravkastning. Dette skyldes at mange forvaltningsstrategier er lite skalerbare, slik at meravkastningen i prosent blir lav for store fond. Bidraget til avkastningen målt i kroner kan likevel være betydelig. Folketrygdfondet anslår at brutto meravkastning,

før fradrag for forvaltningskostnader, siden 2007 utgjør snaut 16 mrd. kroner.

Brutto meravkastning i tabell 3.1 måler avkastningen i SPN relativt til referanseindeksen, før fradrag for Folketrygdfondets forvaltningskostnader. Mål på verdiskapingen i forvaltningen må ta hensyn til forvaltningskostnader. Samtidig vil avkastningen av referanseindeksen ikke være oppnåelig med en ren passiv forvaltning, fordi å følge indeksen tett også medfører kostnader knyttet til løpende indekstilpasninger, tilbakevektninger mv. som kan overstige inntekter fra verdipapirutlån. Folketrygdfondet har forsøkt å anslå kostnads- og inntektskomponentene ved en ren indeksforvaltning. Folketrygdfondets størrelse og den lave omsetteligheten i det norske verdipapirmarkedet gjør at en slik sammenlikning vil være beheftet med betydelig usikkerhet. Folketrygdfondet skriver at deres analyser viser at brutto meravkastning er et godt uttrykk for verdiskapingen i forvaltningen etter kostnader.

Brutto meravkastning tar heller ikke høyde for at risikoen i SPN kan være forskjellig fra referanseindeksen. Vurderinger av meravkastningen bør søke å gi innsikt i om forvalter har skapt høyere avkastning ved å øke risikoen i forhold til referanseindeksen. Det finnes ikke én modell eller sett av forutsetninger som i ettertid gir et entydig svar på hvordan risiko har påvirket resultatene. I finansforskningen benyttes ofte flere tilnærminger og modeller, som bygger på ulike forutsetninger og gir ulike resultater. Det taler for å utvise varsomhet ved tolkning av anslag fra slike modeller og bruke flere tilnærminger for å belyse resultatene.

Kapittel 7 gjør rede for enkelte statistiske analyser av resultatene og risikoen i SPN. Analysene indikerer at:

- Meravkastningen er et resultat av innretningen av forvaltningen, ikke tilfeldigheter. De statistiske testene viser at Folketrygdfondet har oppnådd signifikant høyere avkastning enn referanseindeksen. Meravkastningen kan derfor

tyde på at Folketrygdfondet utnytter fortrinn i forvaltningen.

- SPN har hatt høyere avkastning og noe lavere svingninger i avkastningen enn referanseindeksen. Folketrygdfondet har dermed oppnådd et bedre forhold mellom avkastning og risiko enn referanseindeksen, når risiko måles ved standardavvik. Alternative mål for risiko som vektlegger negativ avkastning og sannsynlighetene for store tap, viser også et bedre forhold mellom avkastning og risiko i SPN enn referanseindeksen.
- Meravkastningen i aksje- og obligasjonsporteføljene har samvariert med utviklingen i flere såkalte systematiske faktorer. Det indikerer at store svingninger i avkastningen av slike faktorer kan påvirke forvaltningsresultatene. Avkastningen i obligasjonsporteføljen har for eksempel vært mer påvirket av kredittrisiko enn referanseindeksen. Videre har meravkastningen i aksjeporteføljen hatt en tendens til å øke når store selskaper (høy markedsverdi) har hatt høyere avkastning enn små selskaper (lav markedsverdi).

Folketrygdfondet peker i brev til departementet 16. desember 2014 på at forvaltningen har bidratt til å bedre forholdet mellom avkastning og risiko i SPN. Den oppnådde meravkastningen har vært høyere enn Folketrygdfondets målsetting om en årlig meravkastning på 0,4 prosentenheter.

Folketrygdfondet har blant annet analysert bidragene til meravkastningen i SPN, jf. tabell 3.2. Om lag 15 pst. av aksjeporteføljen er plassert i nordiske land utenfor Norge. Meravkastningen i aksjer kommer i all hovedsak fra norske aksjer. Folketrygdfondet viser til at meravkastningen er bredt fordelt over ulike sektorer og at meravkastningen i hovedsak kommer fra aksjevalg innenfor

hver enkelt sektor. Folketrygdfondet har også anslått hvordan de ulike delene av forvaltningsstrategien har bidratt til resultatene. For aksjeporteføljen har investeringer i såkalte kvalitetsselskaper, der Folketrygdfondet er komfortable med å ha et langsiktig perspektiv, vært det viktigste bidraget. Et annet viktig bidrag har vært strategier for å unngå investeringer i selskaper hvor markedsverdien vurderes som høy i forhold til forventet risiko eller overskudd.

For obligasjonsinvesteringene kommer også hoveddelen av meravkastningen fra de norske verdipapirene. Det viktigste bidraget til meravkastningen har vært en svak vridning av investeringene mot utviklingen i kreditt- og likviditetspremier samt at det har vært små tap på kredittobligasjoner. Obligasjonsporteføljen i SPN har også vært spredt på flere investeringer enn referanseindeksen. Årlig verditap som følge av negative kreditthendelser har i gjennomsnitt vært 0,07 pst. av verdien på obligasjonsinvesteringene, mot 0,16 pst. for referanseindeksen i perioden 2007 – 2014. Meravkastningen har i svært liten grad vært påvirket av at investeringene har hatt en annen følsomhet for endringer i rentenivået enn referanseindeksen.

3.2.3 Forvaltningsstrategier og forventet meravkastning

Folketrygdfondet skriver i brev 16. desember 2014 at deres særtrekk og fortrinn, verdigrunnlag, investeringsfilosofi og lange erfaring samlet sett gir et solid grunnlag for å skape meravkastning med lave kostnader. Folketrygdfondet viser til følgende kilder til meravkastning som viktige for både aksje- og obligasjonsforvaltningen:

- investeringer i kvalitetsselskaper hvor Folketrygdfondet er komfortable med å ha et langsiktig perspektiv,

Tabell 3.2 Bidrag til meravkastning i aksje- og obligasjonsporteføljene 2007 – 2014. Prosentenheter

	Aksjeporteføljen	Obligasjonsporteføljen
Norske verdipapirer	1,59	0,77
Nordiske verdipapirer	0,09	0,10
Utlån aksjer	0,01	
Valuta		0,00
Likviditetsforvaltning		0,01
Sum gjennomsnittlig årlig meravkastning	1,69	0,88

Kilde: Folketrygdfondet.

- investeringer i verdipapirer med lav omsettelighet når disse forventes å gi høyere avkastning og
- øke risikoen når forventet avkastning på risiko er høy og redusere risikoen når forventet avkastning er lav. Ved å dra nytte av slik tidsvariasjon i ulike risikopremier, kan en oppnå høyere avkastning.

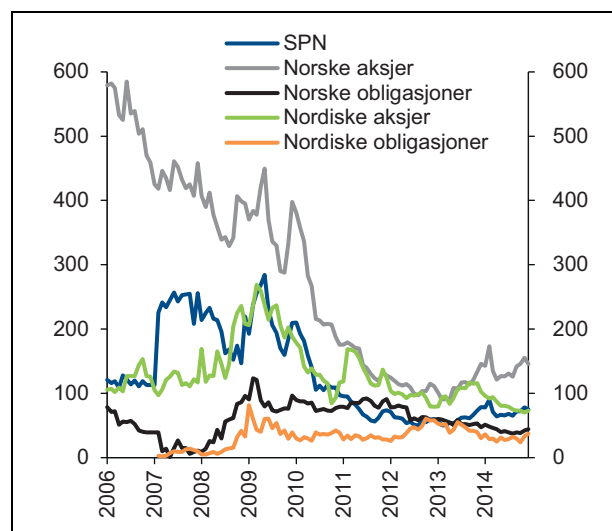
Folketrygdfondet er opptatt av at risikotakingen i aksjeporteføljen skal være dominert av selskaps-spesifikke forhold, og i obligasjonsporteføljen av kreditt, omsettelighet og renterisiko. I brevet vises det videre til at forvaltningsstrategien som har vært fulgt for forvaltningen av SPN har god støtte i akademiske studier. Folketrygdfondet har gjort flere analyser av hvordan de ulike delene av forvaltningsstrategien har bidratt til meravkastningen historisk, jf. avsnitt 3.2.2.

Folketrygdfondet mener at det gir positive vekselvirkninger å investere i øvrige nordiske land. De peker blant annet på at tilgang til disse markedene gir en bedre informasjonsflyt om viktige utviklingstrekk i markedene, samt at tilgang til mer likvide finansmarkeder gir bedre muligheter til å justere risikoeksponeringen i SPN.

Folketrygdfondets forvaltningskostnader knyttet til forvaltningen av SPN har siden 2010 økt med i gjennomsnitt 11 pst. per år. Folketrygdfondet viser til at dette skyldes økte systemkostnader knyttet til portefølje- og risikosystemer. Folketrygdfondet legger vekt på at de fortsatt skal være en kostnadseffektiv forvalter og viser til at de årlige forvaltningskostnadene siden 2009 har utgjort mellom 0,08 og 0,10 pst. av forvaltningskapitalen. Dette er lavt sammenliknet med andre forvaltere, jf. omtale av kostnader i avsnitt 4.2.5.

Folketrygdfondet peker på at forvaltningsstrategien vil videreutvikles i årene framover, slik at innretningen av forvaltningen er godt tilpasset nye utfordringer og muligheter. Det vises til at nye strategier som hovedregel skal være avledet av fondets særtrekk og fortrinn.

Folketrygdfondet skriver videre at dagens målsetting om en årlig forventet meravkastning i forhold til referanseindeksen på 0,4 prosentenheter per år før forvaltningskostnader videreføres. Folketrygdfondet peker på at historisk meravkastning har vært forenlig med dette målet. Samtidig peker Folketrygdfondet på at investeringsmuligheter og forventet avkastning varierer over tid og at også risikotakingen i SPN vil variere over tid. Det vises til at den aktive risikotakingen har avtatt etter finanskrisen, og for tiden er på et nivå som isolert sett tilsier en meravkastning som er bety-



Figur 3.2 Utvikling i forventet relativ volatilitet. Basispunkter. Ett basispunkt = 0,01 pst.

Kilde: Folketrygdfondet.

delig lavere enn forventningen på 0,4 prosentenheter, jf. figur 3.2. På lengre sikt legger Folketrygdfondet til grunn at det vil materialisere seg nye investeringsmuligheter som gir grunnlag for risikotaking og meravkastning i tråd med målsettingen om meravkastning på 0,4 prosentenheter.

Som en stor investor på Oslo Børs vektlegger også Folketrygdfondet samfunnsansvar. Folketrygdfondet viser til at de skal bidra til verdiskaping og utvikling i norsk næringsliv gjennom kapital til selskapene, ansvarlig eierskapsutøvelse, tiltak for «gode kjørerregler» og velfungerende markeder. Dette arbeidet kan ifølge Folketrygdfondet bidra til å løfte markedets samlede avkastning og dermed avkastningen i SPN. Folketrygdfondet peker videre på at flere forhold tilsier at en passiv eller ren indeksforvaltning vil gi mindre gjennomslagskraft i den ansvarlige investeringspraksisen og dessuten bidra til mindre velfungerende finansmarkeder. I tillegg vil en mer passiv forvaltning isolert sett øke porteføljens risiko, som følge av mindre risikospredning, og redusere avkastningen i SPN etter kostnader.

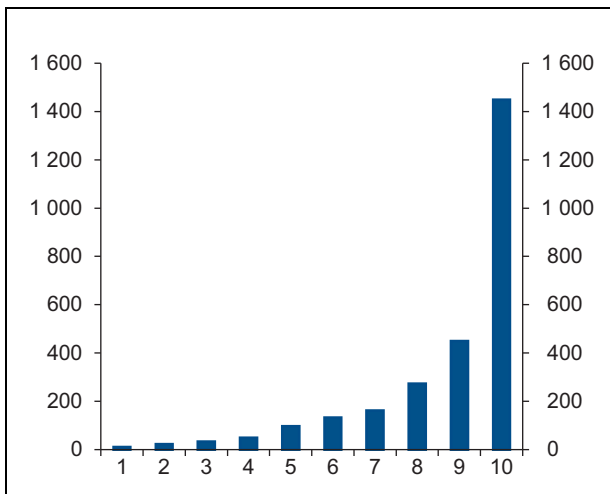
3.2.4 Rammen for avvik fra referanseindeksen

Rammen for avvik fra referanseindeksen gjør det mulig for Folketrygdfondet å tilpasse porteføljen til endringer i indeksen på en kostnadseffektiv måte. Det norske aksjemarkedet kjennetegnes av lav omsettelighet i mange verdipapirer, og indeksendringer må gjennomføres over tid for å unngå å påvirke prisene i ugunstig retning. Figur 3.3 viser

at det kan ta opptil flere hundre handelsdager for Folketrygdfondet å investere 0,5 pst. av aksjeporteføljens markedsverdi i mange norske selskaper.

En ramme for avvik skal også gi forvalter rom for å oppnå høyere avkastning enn referanseindeksen. Informasjonsraten er et resultatmål for forvalter og er definert som forholdet mellom meravkastning og relativ volatilitet. Folketrygdfondet har siden 2007 hatt en informasjonsrate på 0,91.¹ SPN er dermed blitt kompensert i gjennomsnitt med 0,91 prosentenheter meravkastning for hver prosentenheter relativ volatilitet. Avvikene fra referanseindeksen har ikke økt totalrisikoen i fondet. Resultatene tilsier at forholdet mellom avkastning og risiko i SPN er forbedret sammenliknet med referanseindeksen.

I kapittel 6 omtales flere forhold som påvirker relativ volatilitet. Det pekes blant annet på at relativ volatilitet faller betydelig når antall aksjer i indeksen øker. Avvikene spres da over flere aksjer og reduserer de selskapsesifikke svingningene. Forvaltere med et begrenset antall aksjer i referanseindeksen, slik som Folketrygdfondet, kan derfor ha behov for en større ramme for å



Figur 3.3 Antall handelsdager det tar for SPN å handle 0,5 pst. av verdien på aksjeporteføljen i ulike grupper aksjer fordelt etter omsettelighet¹

¹ I figuren er verdipapirene som inngår i hovedindeksen på Oslo Børs, sortert i grupper basert på antall dager det tar å handle en verdi tilsvarende 0,5 pst. av markedsverdien i aksjeporteføljen til SPN. Figuren viser gjennomsnittlig antall dager for hver gruppe. For å begrense påvirkningen av SPN sine handler forutsettes det at handelsvolumet begrenses til 15 pst. av det totale daglige handelsvolumet i hvert verdipapir.

Kilder: Oslo Børs og Thomson Reuters Datastream.

¹ Informasjonsraten er beregnet som forskjellen mellom årlig tidsvektet avkastning av SPN og referanseindeksen, delt på annualisert standardavvik til månedlige avkastningsforskjeller, jf. avsnitt 4.2.

skape meravkastning og til å gjennomføre indekssendringer.

Størrelsen på rammen for avvik påvirker også risikoen for perioder med lavere avkastning enn referanseindeksen. Rammen bør derfor tilpasses eiers risikotoleranse. En ramme på 3 prosentenheter tilsier litt forenklet en risikotoleranse hvor en mindreamkastning på over 3 prosentenheter i et enkelt år ikke er unormalt, mens en mindreamkastning over 6 prosentenheter bør inntreffe sjeldent. Historisk har Folketrygdfondet ikke hatt mindreamkastning større enn 2,28 prosentenheter i et enkelt år. En årsak til dette er at rammen ikke har vært utnyttet fullt ut. Gjennom en lavere utnyttelse av rammen tar forvalter høyde for at anslag på relativ volatilitet er usikre og kan øke markert i perioder med uro i markedene. Folketrygdfondet skriver i brev 16. desember 2014 at i normale markeder vil relativ volatilitet ligge i intervallet 0,5-2,5 prosentenheter. Videre er risikostyringen i forvaltningen innrettet mot å fange opp risiko som erfaringsmessig ikke er godt ivaretatt gjennom rammen for relativ volatilitet. Det er derfor fastsatt grenser for minste sammenfall mellom aksjeinvesteringene og referanseindeksen, samt egne rammer for henholdsvis belåning og likviditetsrisiko. Det benyttes også såkalte stresstester for å vurdere betydningen av ekstreme hendelser.

Folketrygdfondet redegjør også for organiseringen av risikostyringen i virksomheten. Rolle- og ansvarsdelingen beskrives som inndelt i «tre forsvarslinjer»: operative risikostyringsaktiviteter, interne risikostyringsfunksjoner og internrevisjon. Folketrygdfondet skriver at inndelingen er gjort for å sikre tilfredsstillende arbeidsdeling og uavhengighet mellom beslutningstakere og kontrollerende og rapporterende funksjoner.

På oppdrag fra Finansdepartementet har revisjonsselskapet Ernst & Young gjennomgått rammeverket for styring og kontroll av risikoen i den aktive forvaltningen. Rapporten vurderer rammeverket i forhold til målekriterier som er fastsatt. Rapporten konkluderer med at det ikke foreligger vesentlige avvik i forhold til målekriteriene, jf. omtalen i avsnitt 4.3.2.

Folketrygdfondet peker i sitt brev på at dagens ramme for forvaltningen av SPN er hensiktsmessig og foreslår ingen endring.

3.2.5 Departementets vurderinger

I vurderingen av Folketrygdfondets forvaltning vektlegger departementet historiske resultater, forvaltningskostnader og systematisk bruk av for-

valtningsstrategier som bygger på fondets særtrekk og fortrinn.

Departementet har merket seg at SPN har hatt gode resultater historisk. Folketrygdfondets forvaltning har bidratt til å bedre forholdet mellom avkastning og risiko sammenliknet med referanseindeksen fastsatt av departementet. Folketrygdfondets gjennomføring av forvaltningen er innrettet med sikte på å utnytte særtrekk som en lang tidshorisont, høy risikobærende evne og stordriftsfordeler i forvaltningen. Forvaltningsstrategiene som brukes i den operative gjennomføringen har over tid gitt gode resultater i det norske markedet. Folketrygdfondet har gjennomført flere analyser av hvordan forvaltningsstrategiene har bidratt til resultatene. Det har vært perioder med lavere avkastning enn referanseindeksen, men strategiene har vært robuste over tid. Dette understøtter etter departementets vurdering at Folketrygdfondet har visse fortrinn i forvaltningen. Det er likevel ingen garanti for gode resultater i fremtiden.

For et relativt stort fond som SPN er utnyttelse av stordriftsfordeler i forvaltningen viktig. Slike stordriftsfordeler kan bidra til bedre resultater uten å øke risikoen i forvaltningen. Siden 2010 har forvaltningskostnadene i SPN økt med nærmere 11 pst. i gjennomsnitt per år. Antallet ansatte har også steget. En betydelig del av kostnadsøkningen er knyttet til etablering av nye styringssystemer, herunder bedre forvaltningsstøtte og risikostyring. Dette skyldes i stor grad nye krav fastsatt av departementet. Fra 1. januar 2011 ble Folketrygdfondet pålagt å følge forskrift 22. september 2008 nr. 1080 om risikostyring og internkontroll. Fra 1. januar 2012 ble Folketrygdfondet også pålagt å rapportere årsregnskapet i henhold til internasjonale regnskapsstandarder (IFRS).

På oppdrag fra departementet sammenlikner konsultentselskapet CEM Benchmarking Inc. kostnadene i Folketrygdfondet med en referansegruppe av tilsvarende fond i andre land. Analysen for 2013 viser at Folketrygdfondets kostnader på 0,08 pst. av forvaltningskapitalen er lave sammenliknet med kostnadene i referansegruppen på 0,18 pst. Dette tyder på at Folketrygdfondet er en kostnadseffektiv forvalter. Samtidig er departementet opptatt av at Folketrygdfondet søker å utnytte mulighetene til å realisere stordriftsfordeler framover. Kompleksiteten i forvaltningsstrategiene til Folketrygdfondet må oppfattes å være moderat, og referanseindeksen består av et begrenset antall selskaper og obligasjoner, med hovedfokus på det norske markedet. Det er viktig at en legger vekt

på effektiv drift og at forvalter har et bevisst fokus på kostnadseffektivitet.

Departementet har videre merket seg at aksjeinvesteringene i SPN er blitt mer lik referanseindeksen og at forventet relativ volatilitet har falt markert i en lengre periode. Risikotakingen har falt tross skiftende markedsførhold og store forskjeller i avkastningen på enkeltaksjer. Folketrygdfondet peker på at den lave risikotakingen skyldes at forventet avkastning fra forvaltningsstrategiene har vært lav. Videre har svakere omsettelighet i aksjemarkedet gjort det mer krevende å foreta store endringer i sammensetningen av aksjeporteføljen. Det er departementets vurdering at mulighetene til å utnytte SPNs fortrinn varierer over tid, og det er naturlig at risikotakingen også varierer. Folketrygdfondet har historisk fått god uttelling for den relative risikoen de har tatt. Samtidig er det viktig at det legges til rette for at ressursene innen analyse og forvaltning utnyttes effektivt til å skape meravkastning i SPN.

De historiske resultatene er gode og Folketrygdfondets forvaltning har bidratt til å bedre forholdet mellom avkastning og risiko for SPN. Departementets samlede vurdering er at forvaltningsstrategiene til SPN synes godt begrunnet og tilpasset fondets særtrekk. Lave forvaltningskostnader er fortsatt et viktig fortrinn for fondet og bør opprettholdes. Dette er viktige forutsetninger for gode resultater også framover.

Vurdering av rammen for avvik fra referanseindeksen

Det følger av mandatet fra Finansdepartementet at Folketrygdfondet skal søke å oppnå høyest mulig avkastning i SPN etter kostnader over tid. Mandatet gir rammer for forvaltningen, herunder en ramme for avvik fra referanseindeksen målt ved forventet relativ volatilitet. Rammen for avvik gir forvalter mulighet til å spre risikoen bedre enn referanseindeksen, utnytte svakheter ved referanseindeksen og tjene på verdipapirvalg og faktorpremier. Utgangspunktet for å vurdere størrelsen på rammen er i likhet med andre deler av strategien, en avveining mellom forventet avkastning og risiko.

Departementet merker seg at Folketrygdfondet i sitt brev skriver at dagens ramme for relativ volatilitet er hensiktsmessig, og at de ikke foreslår endringer. Folketrygdfondet viderefører målsettingen fra 2010 om å oppnå 0,4 prosentenheter høyere avkastning enn referanseindeksen på lang sikt. Dette samsvarer godt med historiske resultater. Folketrygdfondet skriver at det foreligger positive vekselvirkninger mellom eierskapsut-

øvelse og den øvrige forvaltningen og at en mer passiv forvaltning vil gi lavere avkastning og høyere risiko.

Departementets egne analyser viser at forhold ved markedsplassen og referanseindeksen bør være en del av vurderingen knyttet til størrelsen på rammen for avvik. Analysene viser at et relativt lite antall selskaper i referanseindeksen, lav omsettelighet i mange verdipapirer og en relativt stor forvaltningskapital tilsier at rammen bør være av en viss størrelse for at forvalter skal kunne gjennomføre forvaltningen effektivt.

Folketrygdfondets historiske resultater og risiko støtter også oppunder en viss ramme for avvik. Forvaltningen har økt avkastningen i SPN uten å øke risikoen. Samtidig er forventninger om framtidig meravkastning usikre. En høy ramme øker også sannsynligheten for perioder med store tap, noe som kan bidra til å svekke tilliten til forvalter og forvaltningsstrategien. Rammen for avvik bygger på en avveining mellom disse hensynene.

Etter en samlet vurdering er det departementets syn at dagens ramme for forventet relativ volatilitet på 3 prosentenheter bør videreføres. Departementet mener det også er naturlig å videreføre gjeldende forventning om at resultatene over tid bør tilsvare en årlig meravkastning på i størrelsesorden $\frac{1}{4}$ – $\frac{1}{2}$ prosentenheter etter kostnader. Til grunn for vurderingene ligger en antakelse om at risikotakingen i forvaltningen over tid vil øke til et mer normalt nivå. Forventningene samsvarer med Folketrygdfondets anslag og historiske resultater.

3.3 Unoterte investeringer

3.3.1 Innledning

Departementet offentliggjorde i forbindelse med framleggelsen av Meld. St. 19 (2013–2014) at en ville vurdere nærmere om det bør åpnes for at deler av SPN skal kunne investeres i eiendom og infrastruktur som ikke er notert på regulert og anerkjent markedsplass.

Mange institusjonelle investorer, som statlige investeringsfond, pensjonsselskaper og livsselskaper investerer i unotert eiendom og infrastruktur. Slike investeringer begrunnes ofte med muligheten til å spre investeringene bedre og oppnå høyere avkastning sammenliknet med noterte investeringer.

Departementet ba i brev 27. juni 2014 Folketrygdfondet legge fram analyser og vurderinger av unoterte investeringer i eiendom og infrastruktur.

3.3.2 Råd og vurderinger fra Folketrygdfondet

Folketrygdfondet la i brev 13. november 2014 fram råd og vurderinger, blant annet basert på rapporter fra to eksterne konsulentselskaper som har sett på henholdsvis unoterte investeringer i infrastruktur (Pöyry) og i næringseiendom (Akershus Eiendom AS). Brevet fra Folketrygdfondet er offentliggjort på departementets nettsider.

Folketrygdfondet anbefaler i brevet at departementet åpner opp for at SPN skal kunne investeres i unotert infrastruktur og eiendom. Det argumenteres for at en slik utvidelse av investeringsuniverset vil kunne bidra til å spre fondets risiko og øke avkastningen etter kostnader. Folketrygdfondet skriver samtidig at

«Det eksisterende datagrunnlaget gjør det krevende å konkludere klart med at inkludering av unoterte aktiva generelt gir en bedre risikojustert avkastning for en portefølje, men etter vår oppfatning vil det i denne aktivaklassen over tid finnes investeringsobjekter som kan bidra til å bedre forholdet mellom avkastning og risiko i SPN.»

Folketrygdfondet skriver at en utvidelse av investeringsuniverset til å omfatte unotert eiendom og infrastruktur ventes å gi en moderat økning i forvaltningskostnadene, men at økningen i forventet meravkastning blir større. Det legges samtidig til grunn at unoterte investeringer vil bidra til å spre risikoen i fondet.

Folketrygdfondet viser samtidig til at unoterte investeringer kan være vanskelige å omsette og har betydelige transaksjonskostnader, samt at den løpende verdsettelsen er langt mer usikker enn for noterte verdipapirer.

Folketrygdfondet peker på at det statlige eierskapet, SPNs størrelse, statens risikotoleranse og at staten ikke har behov for løpende utbetalinger fra fondet kan gi konkurransefortrinn i disse markedene. I tillegg mener Folketrygdfondet at det eksisterer overføringsverdier fra forvaltningen av noterte aksjer og obligasjoner, at de vil være en attraktiv samarbeidspartner, samt at de vil kunne utnytte en tidsvarierende likviditetspremie ved å investere i disse markedene.

Folketrygdfondet viser til at de vil ha behov for å styrke kompetansen i organisasjonen for å håndtere særskilte utfordringer ved unoterte investeringer i eiendom og infrastruktur. Dersom departementet beslutter å åpne opp for investeringer i unotert infrastruktur og eiendom vil Folketrygd-

fondet bygge opp kompetanse slik at de kan utarbeide strategiplaner og forvalte den unoterte porteføljen. Forvaltningen vil omfatte avveier mellom å investere i utviklingsprosjekter og ferdig utviklede prosjekter, risikostyring, kostnadsvurderinger, operasjonell gjennomføring, oppfølging og rapportering.

Folketrygdfondet vektlegger at markedet for unotert eiendom er relativt velutviklet med en lang historie, mens markedet for unoterte infrastrukturinvesteringer fortsatt er umodent i Norge.

Folketrygdfondet peker også på at de kun vil gjøre unoterte investeringer som bidrar til en bedre sammensetning av den samlede porteføljen og som er attraktivt priset i forhold til andre sammenliknbare investeringsalternativer som er tilgjengelige for SPN. De trekker fram at en alternativkostnadsmodell, hvor unoterte investeringer vurderes opp mot alternative investeringer i noterte aksjer og obligasjoner, kan være godt egnet for SPN. Denne modellen ble anbefalt for SPU i en rapport fra 2014 fra Ang, Brandt og Denison, og er omtalt i avsnitt 2.3.

I tråd med alternativkostnadsmodellen mener Folketrygdfondet at investeringer i unotert eiendom og infrastruktur bør skje som ledd i den aktive forvaltningen, uten at departementet fastsetter en strategisk allokering til unoterte investeringer i referanseindeksen. Hvis de enkelte investeringsbeslutningene delegeres til forvalter, mener Folketrygdfondet at de vil kunne investere selektivt og gradvis, med stor oppmerksomhet om kostnader og utviklingen i det unoterte markedet. Folketrygdfondet anbefaler likevel at departementet setter en øvre grense på 10 pst. av SPN for

investeringer i unotert eiendom og infrastruktur. En slik øvre grense begrenser omfanget av unoterte investeringer, men gir samtidig Folketrygdfondet tilstrekkelig handlingsrom.

Anbefalingen innebærer at dagens referanseindeks holdes fast, med 60 pst. aksjer og 40 pst. obligasjoner. Folketrygdfondet mener at investeringer i unotert eiendom og infrastruktur kan gjøres som aktive investeringsbeslutninger innenfor dagens ramme for avvik fra referanseindeksen, målt ved forventet relativ volatilitet på 3 prosentenheter.

3.3.3 Departementets vurderinger

Det er etter departementets vurdering behov for å arbeide videre med spørsmålet om å åpne opp for investeringer i unotert eiendom og infrastruktur i SPN og hvordan slike investeringer eventuelt bør reguleres i mandatet til Folketrygdfondet. Departementet gjør nå tilsvarende vurderinger for SPU, og vil i den forbindelse blant annet bygge på råd fra Norges Bank og en gruppe av eksterne eksperter, jf. omtale i avsnitt 2.3. En viktig del av dette utredningsarbeidet vil være innretningen av mandatet til Norges Bank og mulighetene for å forvalte unoterte investeringer etter den såkalte alternativkostnadsmodellen. Dette er samme modell som Folketrygdfondet anbefaler for eiendom og infrastruktur i SPN. Departementet legger opp til å komme tilbake med vurderinger av unoterte investeringer i eiendom og infrastruktur for både SPN og SPU i meldingen om forvaltningen av Statens pensjonsfond våren 2016.

4 Oppfølgingen av forvaltningen

4.1 Resultater i forvaltningen av Statens pensjonsfond utland

4.1.1 Markedsutviklingen i 2014

I 2014 var avkastningen i det brede aksjemarkedet på vel 9 pst. målt i lokal valuta¹. Tall fra IMF viser en vekst i verdensøkonomien i fjor på 3,3 pst. Blant de industrialiserte landene var USA en viktig bidragsyter til veksten med en samlet produksjon godt over nivået før finanskrisen. Arbeidsledigheten i USA sank gjennom året til om lag 5½ pst., som er nær likevektsledigheten slik den er anslått av den amerikanske sentralbanken. Nord-Amerika var også regionen med høyest aksjeavkastning i 2014 med drøyt 12 pst.

Storbritannia opplevde god økonomisk vekst og fallende arbeidsledighet i 2014, mens veksten i eurosonen var svak. Den samlede produksjonen i eurosonen er fortsatt lavere enn før finanskrisen, noe som må ses i sammenheng med at både husholdninger, bedrifter, banker og myndigheter har hatt behov for å styrke sine finanser. Arbeidsledigheten i eurosonen holdt seg på et høyt nivå og veksten i privat etterspørsel var svak. Selv med svak vekst var avkastningen i det europeiske aksjemarkedet positiv, men klart lavere enn i Nord-Amerika.

I Japan var den økonomiske veksten svak i 2014, blant annet som følge av at myndighetene økte merverdiavgiften i fjor vår. Aksjemarkedet oppnådde likevel en avkastning på om lag 10 pst.

Framvoksende økonomier hadde i 2014 vesentlig høyere økonomisk vekst enn industrialiserte land, men veksten var avtagende og det var store variasjoner mellom land. I Kina var veksten i 2014 på 7,4 pst., som er noe svakere enn veksten de siste årene. I India var veksten noe høyere enn tidligere år, men likevel lavere enn før finanskrisen. Flere framvoksende økonomier har vært avhengige av høye råvarepriser og hadde fallende vekstrater i fjor. I Brasil var veksten i 2014 om lag null, mens de økonomiske sanksjonene bidro til

svak vekst i Russland. Samlet sett var aksjeavkastningen i framvoksende økonomier om lag 8 pst.

Oljeprisen falt fra en topp på om lag 115 dollar per fat i juni, til under 60 dollar per fat ved utgangen av året. Økt produksjon av skiferolje i USA, samtidig som OPEC ikke reduserte sin oljeproduksjon, bidro til prisnedgangen. Økt oljeeksport fra Irak og Libya og redusert økonomisk vekst i framvoksende økonomier, bidro også til lavere oljepris.

Lave energipriser har dempet inflasjonen i mange land de siste årene, og det kraftige oljeprisfallet har forsterket denne utviklingen. Lav inflasjon og lav økonomisk vekst bidro til at flere europeiske sentralbanker i 2014 reduserte styringsrentene fra et allerede lavt nivå. Enkelte av sentralbankene hadde ved utgangen av året negative innskuddsrenter. Den europeiske sentralbanken senket styringsrenten to ganger i 2014, og startet oppkjøp av obligasjoner i obligasjonsmarkedet for å bidra til å holde lange renter lave. I USA strammet sentralbanken i fjor til pengepolitikken ved gradvis å redusere de månedlige obligasjonskjøpene som banken har gjennomført de siste årene. I fjerde kvartal ble kjøpene avsluttet.

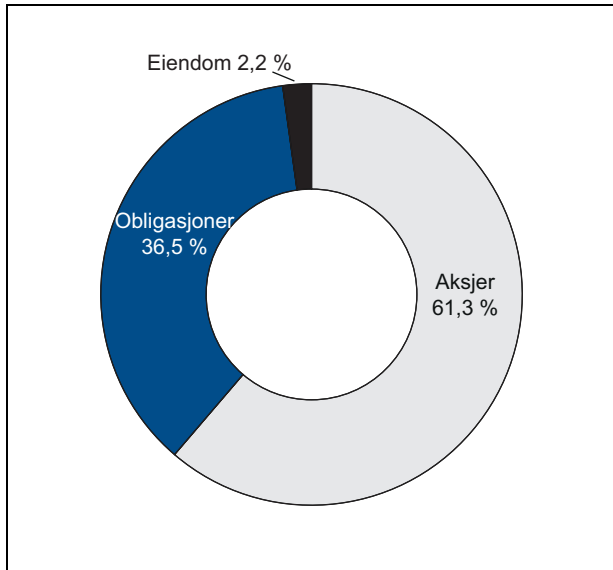
Lave korte renter, fallende inflasjon og lav økonomisk vekst bidro i fjor til at lange renter falt i mange land. Til tross for økende vekst og strammere pengepolitikk i USA falt de lange rentene også her, men noe mindre enn i Europa. Fallende lange renter bidro til høy avkastning i obligasjonsmarkedet.

4.1.2 Fondets markedsverdi

Ved utgangen av 2014 var markedsværdien av Statens pensjonsfond utland (SPU) 6 431 mrd. kroner. Fondets investeringer var fordelt med 3 940 mrd. i aksjer, 2 350 mrd. i obligasjoner og 141 mrd. i eiendom, svarende til henholdsvis 61,3 pst., 36,5 pst. og 2,2 pst., jf. figur 4.1.

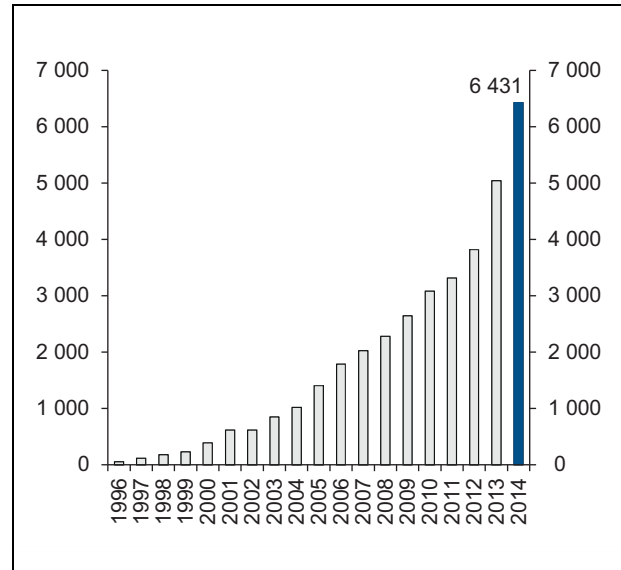
I løpet av 2014 økte markedsværdien av fondet målt i kroner med 1 393 mrd. kroner. Fondet ble tilført 150 mrd. kroner, hvorav 3 mrd. kroner ble benyttet til å dekke Norges Banks forvaltningskostnader for 2013. Figur 4.2 viser endringen i markedsverdi i 2014 og siden oppstart i 1996, for-

¹ Målt ved den globale aksjeindeksen MSCI ACWI IMI.



Figur 4.1 Fordeling av faktiske investeringer i SPU på aktivklasser ved utgangen av 2014. Prosent

Kilde: Norges Bank.



Figur 4.3 Utviklingen i markedsverdien til SPU siden oppstart. Milliarder kroner

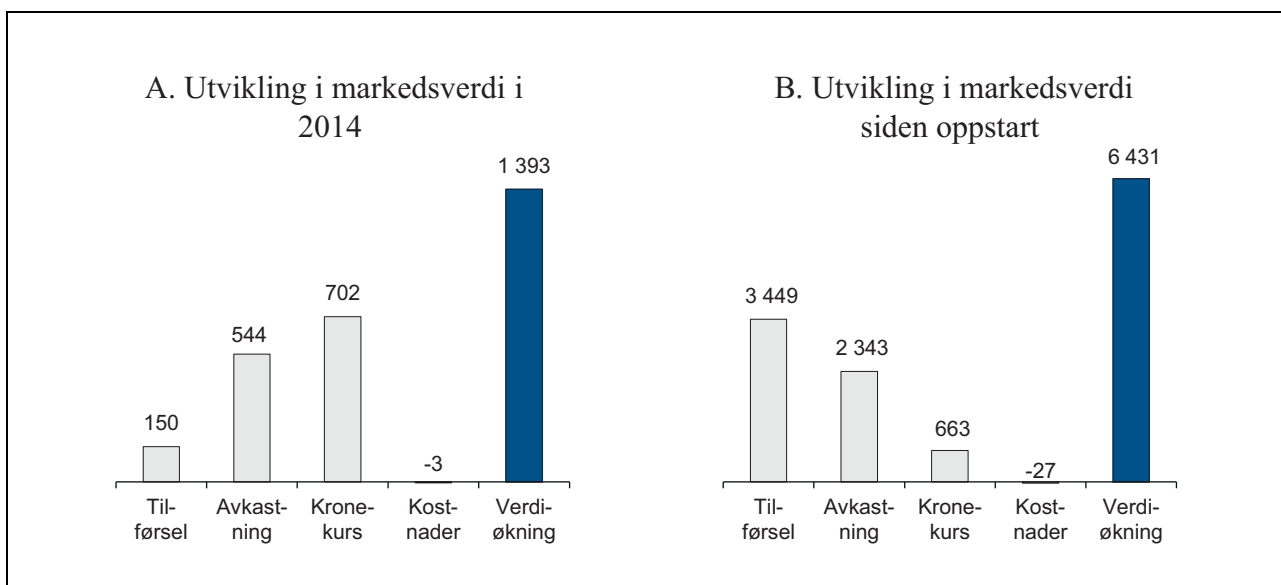
Kilde: Norges Bank.

delt på ulike komponenter. Siden oppstart er fondet tilført til sammen 3 449 mrd. kroner, mens samlet avkastning etter kostnader er 2 315 mrd. kroner. Figur 4.3 viser verdiutviklingen i fondet siden oppstart.

Ved utgangen av året var 39 pst. av fondet investert i Europa, 39 pst. i Nord-Amerika og 18 pst. i Asia og Oseania. Investeringer i Latin-Amerika, Afrika og Midtøsten utgjorde samlet sett drøyt 3 pst., mens investeringer i internasjonale organisasjoner utgjorde 1 pst. Investeringer i framvoksende

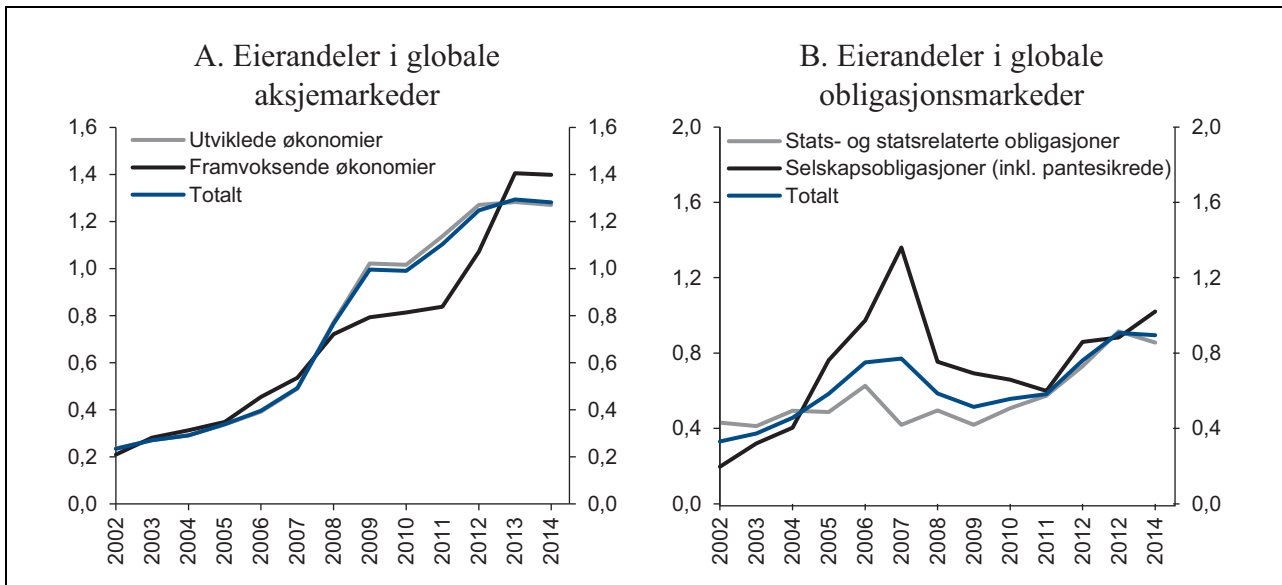
og mindre utviklede markeder utgjorde om lag 10 pst. av aksjeholdningen og 13 pst. av obligasjonsbeholdningen, jf. figur 2.4 i avsnitt 2.1 som viser regionfordelingen i fondets referanseindeks.

Ved utgangen av 2014 tilsvarte verdien av fondets aksjeportefølje en eierandel på om lag 1,3 pst. av den samlede verdien av aksjene som inngår i fondets referanseindeks. Eierandelen var noe større i framvoksende markeder enn i utviklede markeder. For obligasjonsinvesteringene utgjorde verdien av investeringene om lag 0,9 pst. av den



Figur 4.2 Utviklingen i fondets markedsverdi i 2014 og siden oppstart i 1996. Milliarder kroner

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.



Figur 4.4 SPU's eierandeler i verdens aksje- og obligasjonsmarkeder. Prosent av markedetsverdien av verdipapirene som inngår i fondets referanseindekser

Kilde: Norges Bank.

samlede verdien av obligasjonene som inngår i referanseindeksen, jf. figur 4.4. Gjennomsnittlige eierandeler både i aksje- og obligasjonsmarkedet er om lag på samme nivå som ved utgangen av 2013.

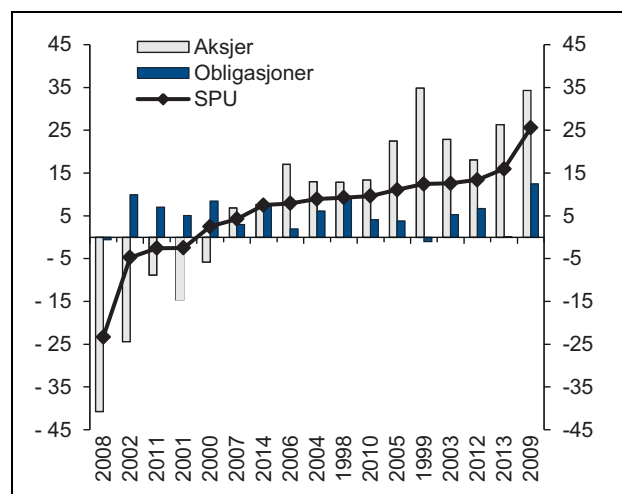
I løpet av 2014 gjorde fondet betydelige investeringer i eiendom i USA og Europa. Eiendommene var i hovedsak kontorer, kjøpesentre og logistikkbygninger. I tillegg overførte Norges Bank i løpet av fjoråret eierandeler i noterte eiendomsselskaper fra aksjeporteføljen til eiendomsporteføljen. Ved utgangen av 2014 utgjorde eiendomsporteføljen 2,2 pst. av fondets markedsverdi, mot 1,0 pst. ved inngangen til året.

Ekstern forvaltning

Ved utgangen av 2014 var 4,3 pst., tilsvarende nærmere 280 mrd. kroner, forvaltet av eksterne forvaltere. Andelen er økt noe fra utgangen av 2013. Det er i hovedsak aksjemandater i framvoksende og mindre utviklede markeder og innen små selskaper i utviklede markeder som forvaltes eksternt. Dette er markeder og segmenter der Norges Bank ikke finner det hensiktsmessig å bygge opp intern kapasitet og kompetanse, samtidig som banken anser at det er gode muligheter for å oppnå meravkastning. I tillegg er om lag 40 pst. av aksjeinvesteringene i miljømandatene forvaltet eksternt. Forvaltningskostnadene ved ekstern forvaltning er gjennomgående høyere enn ved intern forvaltning, jf. omtale av kostnader i avsnitt 4.1.5.

4.1.3 Avkastning

I rapportering av avkastningen legges det vekt på utviklingen målt i fondets valutakurv. Investeringene i SPU er rettet inn mot å oppnå høyest mulig internasjonal kjøpekraft innenfor moderat risiko. Endringer i kronekursen kan i enkelte år gi store utslag på fondets verdi målt i norske kroner. I 2014 svekket kronen seg betydelig mot blant annet dollar og euro, noe som isolert sett innebar at fondets verdi, målt i kroner, økte med drøyt 700 mrd. kroner. Verdiendringer som skyldes valuta-



Figur 4.5 Årlig nominell avkastning av SPU sortert etter størrelse. Målt i fondets valutakurv og før forvaltningskostnader. Prosent

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

Boks 4.1 Avkastning målt i fondets valutakurv og i norske kroner

Fondskapitalen i SPU utgjør hoveddelen av statens finansielle sparing. Fondets kroneverdi er derfor relevant for statens økonomi isolert sett. For eksempel er utgangspunktet for handlingsregelen at overføringene til statsbudsjettet regnes som en andel av fondets verdi målt i norske kroner. For Norge som nasjon er imidlertid fondets kroneverdi mindre relevant.

Norge har betydelige eksportoverskudd fra salget av olje og gass. Store deler av overskuddene tilfaller staten, og det meste spares i SPU. Fondet spiller derfor en viktig rolle for den nasjonale sparingen.

Salg av olje og gass gir Norge inntekter i valuta. Gjennom overføringene til SPU blir disse valutainntektene reinvestert i aksjer, obligasjoner og eiendom i internasjonal valuta. En stor del av petroleumsinntektene blir aldri vekslet om til norske kroner. For eksempel blir statens valutainntekter fra SDØE (Statens direkte økonomiske engasjement) overført direkte til Norges Bank, som så investerer inntektene i fondet.

I et nasjonalt perspektiv skal sparemidlene i SPU finansiere framtidige kjøp av varer og tjenester som er produsert internasjonalt – det vil si framtidig import. Mengden utenlandske varer og tjenester kapitalen i fondet kan finansiere, avhenger av fondets verdi målt i internasjonal valuta, og ikke av verdien målt i kroner. I tråd med dette er siktemålet med investeringene i fondet å oppnå størst mulig internasjonal kjøpekraft innenfor moderat risiko.

Selv om regnskapsoppstillingen for SPU føres i norske kroner, legges det derfor størst vekt på å rapportere fondets avkastning målt i internasjonal valuta. Det finnes ikke én bestemt valuta som er riktig for å rapportere denne avkastningen. I stedet benyttes en kurv av flere valutaer. Fondets valutakurv er en sammenvektning av de valutaer som inngår i referanseindeksen for fondets aksje- og obligasjonsinvesteringer, for tiden til sammen 34 valutaer. Måling av avkastning i internasjonal valuta er omtalt i Meld. St. 19 (2013–2014) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2013.

kursene påvirker likevel ikke fondets internasjonale kjøpekraft, jf. boks 4.1. Med mindre noe annet er oppgitt, er alle avkastningstall i dette avsnittet målt i fondets valutakurv.

Totalporteføljen

SPU fikk en samlet avkastning i 2014 på 7,6 pst. før fradrag for forvaltningskostnader, jf. tabell 4.1. Siden 1. januar 1998 har gjennomsnittlig årlig nominell avkastning av SPU vært 5,8 pst. Årlig avkastning av fondet målt i andre valutaer er oppgitt i vedlegg 1.

Aksjer

Aksjeporteføljen i SPU oppnådde i fjor en avkastning på 7,9 pst. Investeringene i Nord-Amerika ga høyest avkastning med 18,7 pst., mens avkastningen av de europeiske investeringene var 0,2 pst. og avkastningen i Asia og Oseania var 9,3 pst. Investeringer i framvoksende aksjemarkeder oppnådde en avkastning på 11,5 pst., men det var store forskjeller mellom de ulike landene.

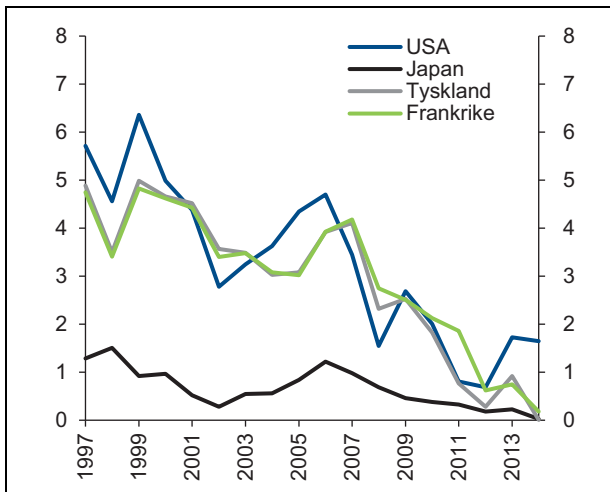
Det var også store forskjeller i avkastningen mellom ulike aksjesektorer. Mens teknologi-sektoren oppnådde høyest avkastning med 22,4 pst., ga olje- og gassektoren en avkastning på -10,5 pst.

Obligasjoner

Avkastningen av fondets obligasjonsportefølje i 2014 var 6,9 pst. Ved inngangen til året var den løpende renten på obligasjonsinvesteringene nærmere 2,4 pst. Fallende lange renter, jf. figur 4.6, bidro til at den samlede avkastningen ble betydelig høyere enn den løpende renten.

Nominelle statsobligasjoner utgjorde 55 pst. av obligasjonsinvesteringene, og disse fikk en avkastning i fjor på 6,7 pst. Selskapsobligasjoner hadde høyest avkastning av obligasjonsinvesteringene med en avkastning på 11,3 pst., mens realrenteobligasjoner fikk en avkastning på 5,6 pst. Pantesikrede obligasjoner, som i hovedsak består av obligasjoner med fortrinnsrett denominert i euro, fikk en avkastning på 3,5 pst.

Ved utgangen av 2014 var det gjennomsnittlige effektive rentenivået på fondets obligasjoner



Figur 4.6 Rente på 5-års statsobligasjoner fra utvalgte land. Prosent

Kilde: Macrobond.

2,1 pst. og durasjonen var 5,4 år. Durasjonen er et mål på den gjennomsnittlige tiden det tar før en investor kan forvente å motta hele kontantstrømmen fra en obligasjon. En obligasjonsportefølje med lang durasjon vil være mer følsom for endringer i rentenivået enn en portefølje med kort durasjon. Durasjonen ved utgangen av året var om lag et halvt år lavere i fondet enn i referanseindeksen.

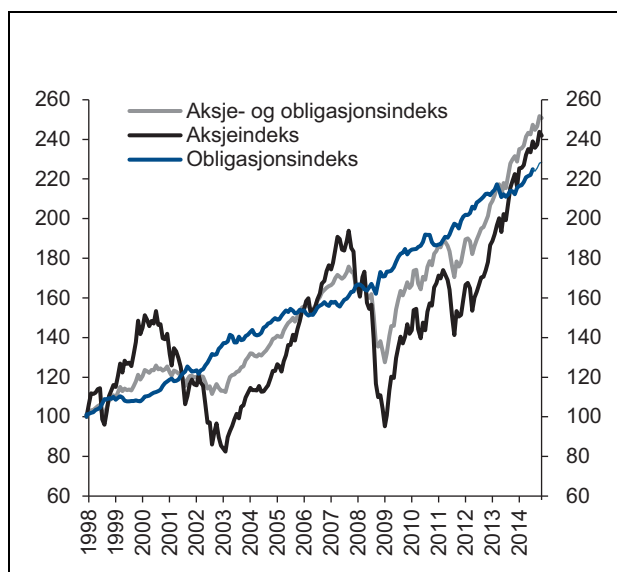
Eiendom

Samlet avkastning av eiendomsinvesteringene i 2014 var 10,4 pst. Fondets unoterte eiendomsinvesteringer oppnådde ifølge Norges Bank en avkastning på 9,6 pst. Den løpende avkastningen (netto leieinntekter) var 4,4 pst., mens verdiendring på eiendommer og gjeld ga et bidrag på 7,1 prosentenheter til den samlede avkastningen. Transaksjonskostnader ved kjøp av nye eiendommer reduserte avkastningen med 0,8 prosentenheter. Avkastningen av hver enkelt eiendom måles i lokal valuta. Eiendomsporteføljens samlede avkastning måles derimot i SPU's valutakurv. Foreløpig er eiendomsporteføljen konsentrert om de tre valutaene euro, pund og amerikanske dollar. Endringer i valutakursene kan derfor påvirke den målte avkastningen i fondets valutakurv i vesentlig grad. I 2014 bidro endringer i valutakursene til å redusere avkastningen av eiendomsporteføljen med om lag 1,0 prosentenheter. Fondets noterte eiendomsinvesteringer bidro til å øke den samlede eiendomsavkastningen.

Det tar lang tid for en indekssleverandør å samle inn data og beregne avkastningstall for unotert eiendom. I de europeiske landene hvor indekssleverandøren IPD ved utgangen av mars 2015 hadde beregnet avkastningen for 2014, var avkastningen 11,1 pst. målt som et kapitalvektet gjennomsnitt i lokal valuta. I Storbritannia er kapitalen i unotert eiendom stor samtidig som andelen av eiendomsforvaltere som rapporterer avkastningstall til IPD er høy. Avkastningen i Storbritannia har derfor stor påvirkning på den beregnende gjennomsnittsavkastningen. Unotert eiendom i Storbritannia som ble rapportert til IPD, hadde i 2014 en avkastning på 17,8 pst. Hovedbildet i Europa er at leieinntektene i 2014 i gjennomsnitt lå på 5,2 pst., mens verdiøkningen var 5,6 pst. I USA var den samlede eiendomsavkastningen 11,2 pst., fordelt på leieinntekter på 5,4 pst. og verdiøkning på 5,5 pst.

IPD utarbeider på oppdrag fra Finansdepartementet en årlig rapport om avkastningen av eiendomsinvesteringene i SPU. Avkastningen av fondets eiendomsportefølje sammenliknes med avkastningen av en indeks som inkluderer alle landene hvor IPD er representert, med unntak av Norge. Den siste rapporten viser at avkastningen av SPU's eiendomsportefølje i 2013 var 3,8 prosentenheter høyere enn avkastningen av indeksen, når alle avkastningstall omregnes til norske kroner. Den viktigste årsaken til meravkastningen var at SPU hadde en større andel av eiendomsinvesteringene enn indeksen i valutaer som styrket seg mye. Avkastningen målt i lokal valuta var derimot 1,1 prosentenheter lavere enn avkastningen av indeksen. Dette skyldes at fondet i 2013 hadde en lavere andel eiendomsinvesteringer i USA enn indeksen, som var et av markedene med best avkastning. Samtidig var en stor andel av fondets eiendomsinvesteringer i Frankrike, Sveits og Tyskland, som hadde svakere utvikling enn den samlede indeksen. Rapporten er tilgjengelig på departementets nettsider.

Norges Bank foretar en grundig gjennomgang (såkalt due diligence) av alle partene som er involvert i en eiendomstransaksjon, og av selve eiendomsobjektet, før en investering blir gjennomført. Gjennomgangen inkluderer også en vurdering av miljøfaktorer. Tiltak for å forbedre effektiviteten av energi- og vannforbruk og avfallshåndtering inngår i den kontinuerlige dialogen fondet har med sine samarbeidspartnere. Norges Bank benytter ofte eksternt ekspertise for å avdekke eventuell risiko knyttet til materialer med miljø- og helseskadelige effekter som kan påvirke eiendomsobjektets finansielle verdi over tid.



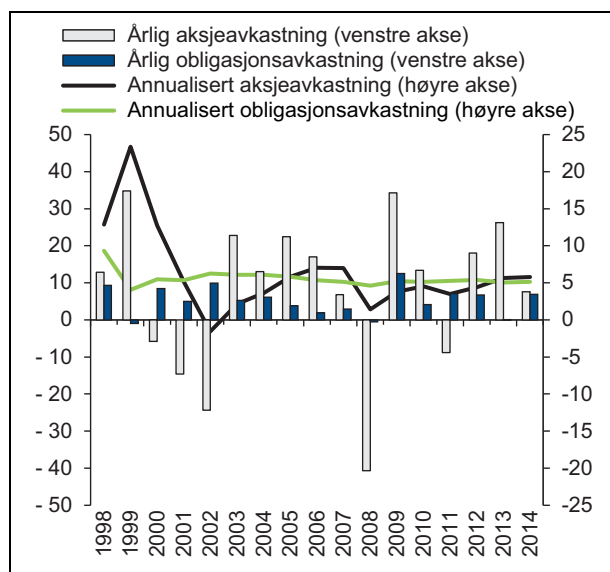
Figur 4.7 Utvikling i referanseindeksene til SPU. Indeks. 31.12.1997 = 100

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

Norges Bank legger vekt på at eiendomsinvesteringene skal følge internasjonale standarder for ansvarlig forvaltning og rapportering. Siden 2011 har Norges Bank vært medlem av Global Real Estate Sustainability Benchmark (GRESB). Banken benytter dette rammeverket for å fremme bedre rapportering om bærekraftig drift i eiendomssektoren og for å sammenlikne arbeidet med ansvarlig eiendomsforvaltning med andre aktører. Norges Bank har stilt krav til samarbeidspartnere om at de oppgir informasjon om forvaltningen av fondets eiendommer til GRESB på årlig basis. Denne informasjonen brukes systematisk i bankens samarbeid med partnere til gradvis å forbedre eiendommenes kvalitet, driftseffektivitet og miljøtilstand.

Resultater i aksjer og obligasjoner over tid

Over tid forventes en høyere avkastning av aksjer enn obligasjoner, som kompensasjon for høyere risiko. Figur 4.7 viser utviklingen i SPU's referanseindekser for aksjer og obligasjoner siden 1998. Aksjer har i denne perioden gitt om lag 0,4 prosentenheter høyere årlig avkastning enn obligasjoner, men samtidig har aksjeavkastningen svingt betydelig mer. I løpet av disse årene har det vært to perioder med betydelig nedgang i aksjekursene, både da IT-boblen sprakk i 2000 og under finanskrisen i 2008. For obligasjoner har fallende renter bidratt til høy avkastning siden 1998.



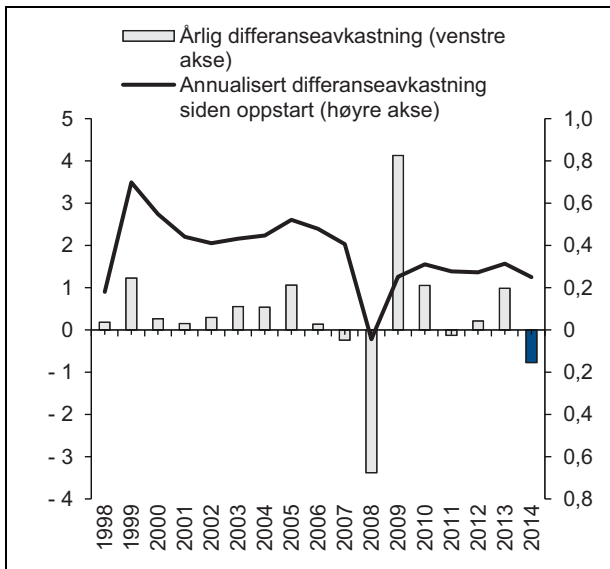
Figur 4.8 Avkastning av aksje- og obligasjonsporteføljen i SPU over tid, målt i fondets valutakurv. Prosent

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

De siste fem årene har aksjemarkedet oppnådd høyere avkastning enn obligasjoner. I denne perioden har også verdien av fondet vært vesentlig større enn tidligere, noe som har bidratt til høy aksjeavkastning målt i kroner. Ved utgangen av 2014 var samlet avkastning siden 1996 for aksjer 1 567 mrd. kroner, mens samlet avkastning for obligasjoner var 761 mrd. kroner. Samlet avkastning for eiendom var 14 mrd. kroner siden 2011. Ved utgangen av 2014 hadde avkastningen av aksjer bidratt med om lag 2/3 av den samlede avkastningen siden 1996.

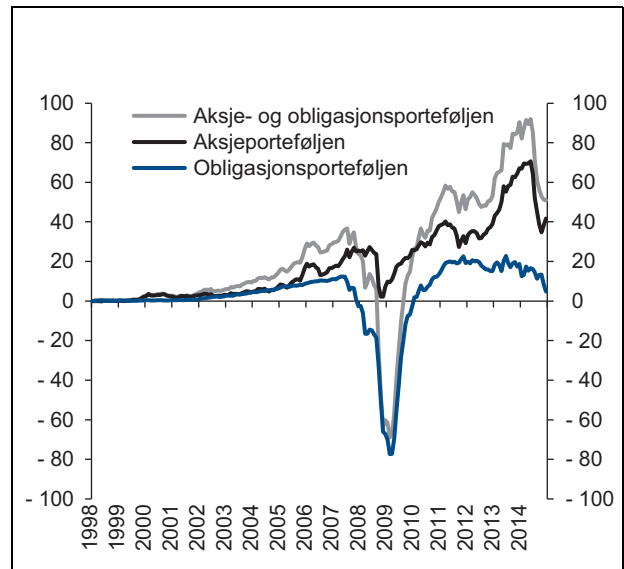
Relativ avkastning

Avkastningen av fondets investeringer sammenliknes med avkastningen av referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet. Departementet har tidligere gjort rede for at brutto meravkastning, dvs. meravkastning før fradrag for forvaltningskostnader, er et rimelig anslag på netto verdiskaping fra Norges Banks forvaltning. Samlet sett oppnådde Norges Bank i 2014 en avkastning før fradrag for kostnader som var 0,8 prosentenheter lavere enn avkastningen av referanseindeksen. For aksjeforvaltningen var mindreakstningen 0,8 prosentenheter, noe som tilsvarer anslagsvis 25 mrd. kroner, mens det var en mindreakstning i forvaltningen av obligasjonsporteføljen på 0,7 prosentenheter, svarende til om lag 14 mrd. kroner.



Figur 4.9 Utvikling i brutto meravkastning av SPU over tid. Prosentenheter

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.



Figur 4.10 Akkumulert meravkastning i SPU over tid. Milliarder kroner

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

Amerikanske aksjer oppnådde i 2014 en høyere avkastning enn europeiske aksjer. Norges Banks rapport om forvaltningen av SPU i 2014 viser til at en høyere andel europeiske aksjer og en lavere andel amerikanske aksjer i fondets portefølje enn i referanseindeksen forklarer om lag 80 pst. av det relative resultatet i aksjeporteføljen. Verdifall i selskapene Tesco, BG Group og Sprint var alene årsak til om lag 30 pst. av det negative relative resultatet i aksjeporteføljen. Andre avvik fra referanseindeksen for aksjer bidro positivt.

Mindreavkastningen i obligasjonsporteføljen skyldes at fondet gjennomgående hadde noe kortere durasjon enn referanseindeksen, og fondets portefølje økte derfor mindre i verdi enn referanseindeksen som følge av fallende renter gjennom året. Ifølge Norges Bank, kan kortere durasjon forklare om lag 140 pst. av det negative relative resultatet i obligasjonsporteføljen. Fondet hadde også en høyere andel av obligasjonsinvesteringene i framvoksende markeder enn referanseindeksen. Russiske statsobligasjoner er blant fondets største investeringer i framvoksende markeder, og avkastningen av disse investeringene var svak som følge av stigende renter og svak valutakurs. Investeringene i russiske statsobligasjoner kan forklare rundt 50 pst. av det negative resultatet i obligasjonsporteføljen. Obligasjonsinvesteringene fikk gjennom 2014 høyere løpende renteinntekter enn referanseindeksen. Det veide opp for

deler av mindreavkastningen knyttet til kortere durasjon og russiske statsobligasjoner.

Over tid har Norges Bank oppnådd en gjennomsnittlig årlig brutto meravkastning på 0,25 prosentenheter, jf. figur 4.9. Brutto meravkastning i perioden fra januar 1998 til desember 2014 kan anslås til om lag 52 mrd. kroner², jf. figur 4.10.

Realavkastning

Avkastningen av SPU i 2014 etter fradrag for forvaltningskostnader og inflasjon (netto realavkastning) var 6,3 pst., jf. figur 4.11. I perioden januar 1997 til desember 2014 var gjennomsnittlig årlig netto realavkastning 4,0 pst. Siden januar 1998 har gjennomsnittlig årlig netto realavkastning vært 3,8 pst. Det er 0,2 prosentenheter høyere enn tilsvarende tall ved utgangen av 2013.

² Beregnet ved å multiplisere meravkastningen i hver måned med kapitalen ved inngangen til måneden, for deretter å summere over alle månedene. Beregningen tar følgelig ikke med effekten av renters rente.

Tabell 4.1 Avkastning av SPU i 2014, siste 3, 5 og 10 år, samt i perioden 1998–2014, målt i fondets valutakurv og før fradrag for forvaltningskostnader. Årlig geometriske gjennomsnitt. Prosent

	2014	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	1998–2014
<i>SPU inkl. eiendom</i>					
Faktisk portefølje	7,58	12,26	8,61	6,17	5,81
Inflasjon	1,13	1,51	1,87	2,01	1,85
Forvaltningskostnader	0,06	0,06	0,07	0,09	0,09
Netto realavkastning	6,31	10,53	6,55	3,98	3,80
<i>SPU ekskl. eiendom</i>					
Faktisk portefølje	7,53	12,26	8,61	6,17	5,81
Referanseindeks	8,30	12,14	8,36	6,06	5,56
Meravkastning (prosentenheter)	-0,77	0,12	0,25	0,11	0,25
<i>Aksjeporteføljen</i>					
Faktisk portefølje	7,90	17,17	10,70	7,32	5,79
Referanseindeks	8,73	16,90	10,51	6,99	5,33
Meravkastning (prosentenheter)	-0,82	0,27	0,18	0,33	0,45
<i>Obligasjonsporteføljen</i>					
Faktisk portefølje	6,88	4,51	4,93	4,48	5,14
Referanseindeks	7,59	4,74	4,66	4,38	4,98
Meravkastning (prosentenheter)	-0,70	-0,24	0,27	0,10	0,16
<i>Eiendomsporteføljen</i>					
Faktisk portefølje	10,42	9,30			

Kilde: Norges Bank.

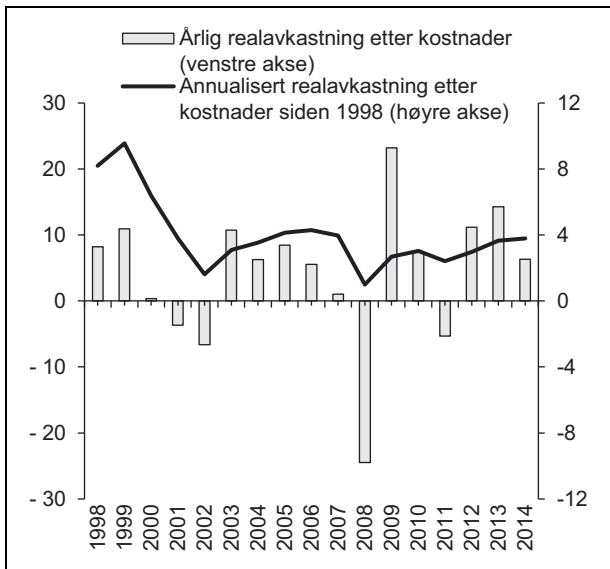
4.1.4 Risiko og rammer

Risikoen i fondet

Standardavvik er et statistisk mål på risiko som brukes til å si noe om forventede normale svingninger i fondets avkastning. Norges Bank har beregnet at forventet standardavvik for SPU er 8,2 pst., eller om lag 530 mrd. kroner, gitt fondsverdien ved utgangen av 2014. Under antakelse om normalfordelte avkastningstall over tid, vil svingningene i ett av tre år ventes å være større enn dette. Historisk har utslagene i avkastningen vært større enn det som følger av antakelser om normalfordeling.

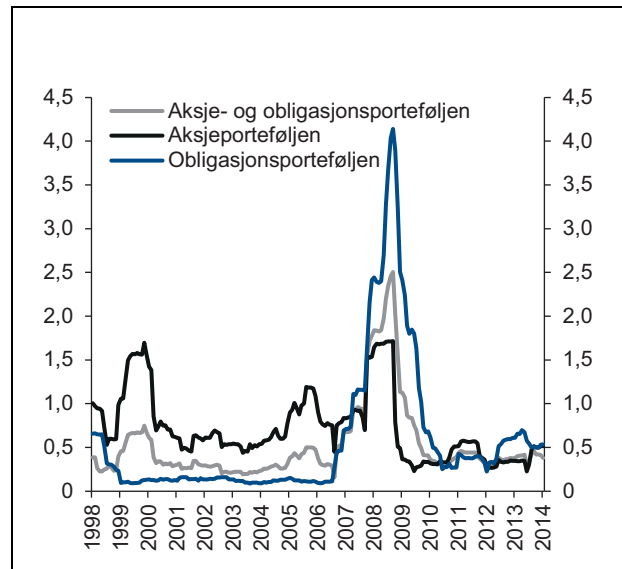
Figur 4.12 viser hvordan det realisererte standardavviket til SPUs avkastning har utviklet seg siden 1998. Standardavviket i figuren er på hvert tidspunkt beregnet for avkastningen de foregående 12 månedene. Figuren viser at risikoen målt på denne måten har variert betydelig over tid. I perioder med stor usikkerhet, som under finanskrisen i 2008–2009, vil standardavviket typisk øke. Figuren viser at risikoen målt på denne måten falt noe i løpet av 2014.

Det er utviklingen i aksjeporteføljen som i størst grad påvirker samlet risiko for fondet, mens risikoen i obligasjonsporteføljen over tid bidrar til



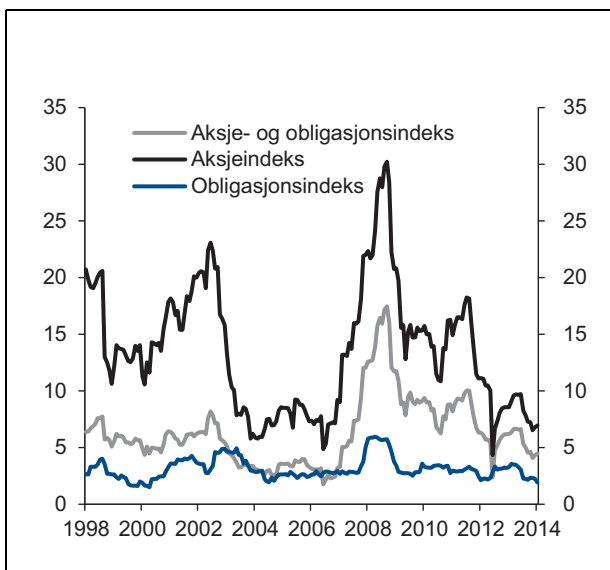
Figur 4.11 Realavkastning av SPU over tid, målt i fondets valutakurv. Prosent

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.



Figur 4.13 Rullerende 12 måneders realisert relativ volatilitet i SPU's aksje- og obligasjonsporteføljer, samt for fondet totalt. Prosentenheter

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.



Figur 4.12 Utvikling i 12 måneders rullerende standardavvik til referanseindeksene til SPU. Prosent

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

å trekke den samlede risikoen i fondet ned. Ved utgangen av 2014 var risikoen knyttet til obligasjonsinvesteringene noe lavere enn det historiske gjennomsnittet for perioden 1998–2014. Videre var risikoen for aksjer på et vesentlig lavere nivå sammenliknet med historisk gjennomsnitt.

Relativ risiko

I mandatet for SPU er det fastsatt bestemmelser for hvor mye de faktiske investeringene i SPU kan avvike fra referanseindeksen. Norges Bank har over tid benyttet deler av denne rammen for avvik. Formålet med å avvike fra referanseindeksen er å oppnå en meravkastning ved å utnytte fondets særtrekk, svakheter ved indeksen og muligheter i markedet.

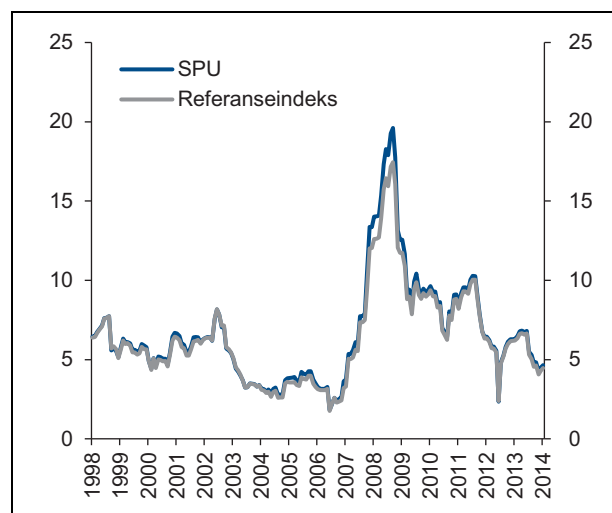
Forventet relativ volatilitet er et statistisk mål på forventede svingninger i differanseavkastningen mellom fondets investeringer og referanseindeksen. Mandatet for SPU slår fast at Norges Bank skal legge opp forvaltningen med sikte på at forventet relativ volatilitet ikke overstiger 1 prosentenheter. Dersom en antar at avkastningstallene er normalfordelte over tid, vil svingningene i ett av tre år ventes å være større enn dette. Departementet har samtidig presisert at det kan oppstå helt spesielle situasjoner hvor forventet relativ volatilitet blir høyere enn grensen på 1 prosentenheter, uten at dette vil innebære et brudd på mandatet, jf. Meld. St 15 (2010–2011) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010. Metoden for å beregne forventet relativ volatilitet fastsettes av Norges Bank og godkjennes av departementet. Ifølge Norges Bank var beregnet forventet relativ volatilitet gjennom 2014 godt under 1 prosentenheter, og ble beregnet til 0,4 prosentenheter ved utgangen av året.

Rammen for relativ risiko i mandatet for SPU gjelder forventede svinginger fram i tid. I ettertid kan det være nyttig å se om de faktiske svingningene gir samme bilde. Figur 4.13 viser relativ volatilitet basert på faktiske avvik mellom fondets avkastning og avkastningen av referanseindeksen. På hvert tidspunkt i figuren er relativ volatilitet regnet ut basert på meravkastningen de foregående 12 månedene. Ved utgangen av 2014 var den realiserte relative volatiliteten de foregående 12 månedene 0,4 prosentenheter.

Det kan oppstå situasjoner hvor faktiske avkastningsavvik mellom referanseindeksen og faktisk portefølje er større enn det som følger av forventet relativ volatilitet. Det skyldes blant annet at relativ volatilitet ikke er egnet til å fange opp alle typer risiko som kan oppstå i forvaltningen. Erfaringene fra 2008 og 2009 er et eksempel på det. Mandatet inneholder derfor supplerende rammer og krav.

Figur 4.14 viser utviklingen i standardavviket for fondet og for referanseindeksen, basert på avkastningen i rullerende 12 måneders perioder. Siden 1998 har risikoen i fondet gjennomgående vært på linje med risikoen i referanseindeksen, med unntak av under og etter finanskrisen i 2008 da risikoen i fondet var noe høyere enn i indeksen. Figuren viser dermed at det i all hovedsak er risikoen i referanseindeksen som er avgjørende for den totale risikoen i fondet, mens Norges Banks avvik fra referanseindeksen kun gir et mindre bidrag. Gjennom 2014 har risikoen i fondet vært noe høyere enn risikoen i referanseindeksen.

Hvor stor meravkastning Norges Bank har mulighet til å skape i forvaltningen av SPU avhenger blant annet av rammene som er satt i mandatet for tillatte avvik fra referanseindeksen. Meravkastning i forhold til relativ volatilitet kalles informasjonsrate, og er et ofte brukt resultatmål. Med en forventet meravkastning på om lag $\frac{1}{4}$ prosentenheter, og full utnyttelse av rammen for forventet relativ volatilitet på 1 prosentenheter, kan forventet informasjonsrate anslås til $\frac{1}{4}$. Tabell 4.2 viser at Norges Bank har oppnådd en meravkastning på linje med forventningen, samtidig som den realiserte relative risikoen har vært lavere enn rammen på 1 prosentenheter. I perioden 1998–2014 oppnådde Norges Bank en informasjonsrate på vel 0,3. Sett i forhold til utnyttelsen av rammen for relativ volatilitet er dermed meravkastningen i forvaltningen høyere enn departementets forventning.



Figur 4.14 Rullerende 12 måneders standardavvik i SPU og referanseindeksen. Prosent

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

Kredittrisiko

Obligasjonene som inngår i referanseindeksen til SPU er tilordnet en kredittkarakter av minst ett av de store kredittvurderingsbyråene. Formålet med en kredittkarakter er å indikere hvor sannsynlig det er at låntaker vil være i stand til å betale rentekostnadene og tilbakebetale lånet. Andelen obligasjoner med kredittkarakteren A³ eller svakere var ved utgangen av 2014 på 44 pst., en økning fra 29 pst. ved utgangen av 2013. I løpet av 2014 ble andelen av pantesikrede obligasjoner, samt amerikanske og noen europeiske lands statsobligasjoner redusert samtidig som andelen selskapsobligasjoner og statsrelaterte obligasjoner økte. I obligasjonsporteføljen var det flere utstedere, både selskaper og land, som fikk sin kredittverdighet nedgradert enn som ble oppgradert. Blant annet ble Japan nedgradert av Moody's, noe som innebærer at japanske statsobligasjoner ble flyttet til A-kategorien, fra AA-kategorien. Ved utgangen av 2014 utgjorde japanske statsobligasjoner om lag 8 pst. av obligasjonsporteføljen. Videre økte Norges Bank andelen statsobligasjoner utstedt av framvoksende land i 2014. Totalt sett medførte dette at obligasjonsporteføljens kredittkvalitet, målt ved

³ Standard & Poor's skala for kredittkvalitet er AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C, D, hvor AAA er beste karakter. Obligasjoner med kredittkarakter AAA til og med BBB anses å ha høy kredittverdighet og kalles «investment grade». Obligasjoner med lavere kredittkarakter anses for å ha lav kredittverdighet og kalles «high yield».

Tabell 4.2 Absolutte og relative risikomål for SPU, månedlige observasjoner. 1998–2014

	2014	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	1998–2014
<i>SPU ekskl. eiendom</i>					
Absolutt volatilitet (pst.)	4,64	5,76	7,26	8,60	7,52
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,38	0,38	0,40	0,91	0,74
Skjevhet ¹	0,13	-0,76	-0,35	-1,04	-0,97
Kurtose ¹	2,02	3,52	2,88	6,65	6,92
Informasjonsrate ²	-2,01	0,33	0,64	0,12	0,34
<i>Aksjeporteføljen</i>					
Absolutt volatilitet (pst.)	7,10	9,14	12,18	14,84	15,24
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,52	0,44	0,44	0,80	0,84
Skjevhet ¹	0,10	-0,92	-0,41	-0,93	-0,81
Kurtose ¹	2,68	4,38	3,36	5,49	4,49
Informasjonsrate ²	-1,59	0,62	0,41	0,41	0,54
<i>Obligasjonsporteføljen</i>					
Absolutt volatilitet (pst.)	1,65	2,40	2,65	3,49	3,40
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,53	0,48	0,53	1,43	1,11
Skjevhet ¹	-0,30	-0,65	-0,56	-0,47	-0,44
Kurtose ¹	2,50	3,36	3,83	4,79	4,27
Informasjonsrate ²	-1,32	-0,49	0,51	0,07	0,14

¹ Skjevhet og kurtose er mål på avvik fra symmetrien i en statisk normalfordeling. Kurtose høyere enn 3 og negativ skjevhet betyr at tap opptrer oftere og er større enn en normalfordeling skulle tilsi.

² Informasjonsrate (IR) gir forholdet mellom meravkastning ved å avvike fra referanseindeksen og størrelsen på avvikene, målt ved relativ risiko. IR måler dermed kompensasjonen ved å avvike fra referanseindeksen i forhold til størrelsen på avvikene, og viser meravkastningen som oppnås for hver prosentenheter relativ risiko. Informasjonsraten er beregnet som forskjeller mellom årlig tidsvektet avkastning av SPU og referanseindeksen, delt på annualisert standardavvik til månedlige avkastningsforskjeller.

Kilder: Norges Bank og Finansdepartementet.

kredittkarakter, ble redusert i løpet av året og dermed at kredittrisikoen i porteføljen økte.

Obligasjoner med svak kredittkarakter, såkalte høyrenteobligasjoner, inngår ikke i referanseindeksen til SPU. Det er i mandatet for SPU åpnet for at Norges Bank kan investere i slike verdipapirer, innenfor gitte rammer. Departementet har fastsatt at forvaltningen skal innrettes med

sikte på at slike obligasjoner ikke skal utgjøre mer enn 5 pst. av markedsverdien av obligasjonsporteføljen. Dette sikrer at Norges Bank ikke tvinges til å selge obligasjoner som nedgraderes. Ved utgangen av 2014 rapporterte Norges Bank at andelen obligasjoner som var klassifisert som høyrenteobligasjoner var 0,7 pst., 0,1 prosentenheter høyere enn ved inngangen til året.

Enkeltinvesteringer

Ved utgangen av 2014 eide fondet over 2 pst. i 1 205 selskaper, opp fra 1 088 ved utgangen av 2013. Antall selskaper der fondet eide mer enn 5 pst. økte til 57 selskaper, fra 45. Ved utgangen av året eide fondet aksjer i 9 134 selskaper, opp fra 8 213 selskaper ett år tidligere.

Fondets rolle er å være en finansiell investor. Det er et mål å spre risikoen på mange ulike verdipapirer. Departementet har derfor fastsatt en bestemmelse i mandatet for SPU om at fondet innenfor aksjeporteføljen maksimalt kan eie 10 pst. av de stemmeberettigede aksjene i ett enkelt selskap. Ved utgangen av 2014 var den største eierandelen i ett enkelt selskap i aksjeporteføljen 9,3 pst. Fondets største investering målt i kroner i et enkelt selskap ved utgangen av fjoråret hadde en markedsverdi på 48 mrd. kroner.

Rammer satt av Norges Bank

I tillegg til rammene uttrykt i mandatet fra Finansdepartementet for forvaltningen av SPU, er det også stilt krav om at hovedstyret i Norges Bank skal fastsette supplerende risikorammer for forvaltningen av SPU. I mandatet er det stilt krav om at endringer i de supplerende risikorammene skal legges fram for Finansdepartementet før de trer i kraft. Tabell 4.3 viser hvilke grenseverdier hovedstyret har satt for ulike risikokategorier, samt det faktiske nivået ved utgangen av 2014.

I enkelte selskaper har Norges Bank valgt å investere en mindre andel av fondet enn det som følger av referanseindeksen. I aksjeporteføljen er sammenfallet med referanseindeksen 81,3 pst. Det vil si at summen av undervektene i enkelt selskaper utgjør 18,7 pst. av aksjeporteføljens verdi, eller om lag 740 mrd. kroner. Midlene som

Tabell 4.3 Rammer for SPU fastsatt av hovedstyret i Norges Bank

Risiko	Grenser	Faktisk per 31.12.2014 (pst.)
Motpartsrisiko ¹	Maksimalt 0,5 pst. for en enkelt motpart	0,2
Kredittrisiko ²	En enkelt utsteder av obligasjoner med lavere kredittvurdering enn kategori BBB- kan maksimalt utgjøre 1 pst. av renteinvesteringene	0,1
Sammenfall ³ mellom faktiske investeringer og referanseindeksen	Aksjer minimum 60 pst.	81,3
	Obligasjonsutstedere minimum 60 pst.	69,4
Likviditetskrav for fondet eksklusive eiendom	Minst 10 pst. i statsobligasjoner utstedt av USA, Storbritannia, Tyskland, Frankrike og Japan	11,8
Belåning	Maksimalt 5 pst. av aksje- og renteinvesteringene	0,0
Verdipapirutlån	Maksimalt 35 pst. av fondet	2,8
Utstedelse av opsjoner	Maksimalt 2,5 pst. av fondet	0,0
Innlån av verdipapirer gjennom låneprogrammer	Maksimalt 5 pst. av fondet	0,0
Investering i ett enkelt aksjeselskap	Maksimalt 1,5 pst. av fondet	0,7
Midler forvaltet av en enkelt ekstern forvaltningsorganisasjon	Maksimalt 1 pst. av fondet	0,2

¹ Motpartsrisiko er risiko for at en bank eller en annen motpart ikke kan oppfylle sine forpliktelser, som for eksempel å utbetale verdien av en derivatkontrakt når denne skal gjøres opp.

² Kredittrisiko er risikoen for at en låntaker ikke kan oppfylle sine juridiske forpliktelser, som for eksempel å betale løpende renter eller å tilbakebetale lånet.

³ Sammenfall viser hvor stor andel av den faktiske porteføljen som er lik referanseindeksen. I aksjeporteføljen betyr et sammenfall på 100 pst. at den faktiske porteføljen har de samme selskapene som referanseindeksen, og med nøyaktig samme vekt for hvert selskap. Dersom den faktiske porteføljen inneholder andre selskaper enn referanseindeksen eller er over- og undervektet enkelte selskaper, vil sammenfallet være lavere.

Kilde: Norges Bank.

er frigjort ved undervektene kan brukes til å øke eierandelen i andre selskaper som inngår i indeksen eller til å investere i selskaper utenfor referanseindeksen. Norges Bank har investert i om lag 1 700 flere selskaper enn det som inngår i indeksen. Det bidrar isolert sett til å spre investeringene sammenliknet med referanseindeksen. Selskapene det er investert i er blant annet selskaper som har for lav markedsverdi og omsettelighet til å inngå i indeksen og selskaper i mindre utviklede land.

Rammer for eiendomsinvesteringene

Ifølge mandatet for forvaltningen av SPU, skal inntil 5 pst. av fondets verdi over tid investeres i eiendom. Fondets første investering i eiendomsporteføljen ble gjennomført i 2011, og Norges Bank er pålagt å spre investeringene over flere år. I tillegg er hovedstyret i Norges Bank pålagt å utforme

ytterlige rammer for å begrense risikoen i eiendomsinvesteringene, jf. tabell 4.4. I tillegg til rammene i tabell 4.4 har hovedstyret fastsatt at maksimalt 2 pst. av fondet i ett enkelt år kan investeres i eiendom.

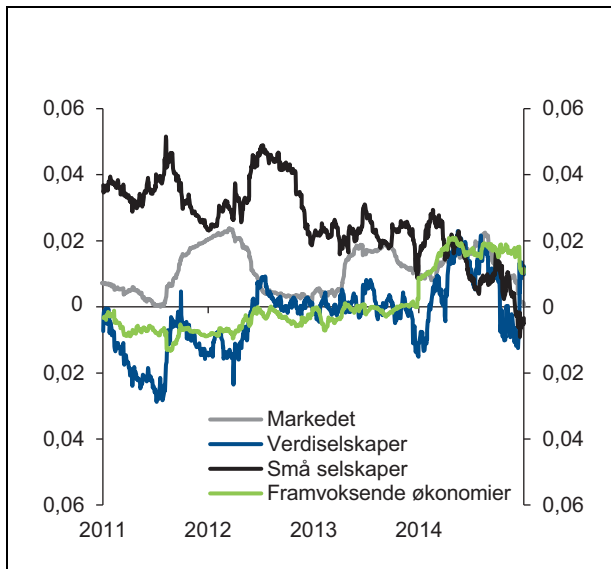
Systematiske risikofaktorer

Norges Bank skal ifølge mandatet for forvaltningen av SPU innrette forvaltningen med sikte på at den forventede differanseavkastningen er eksponert mot flere systematiske risikofaktorer. Ett eksempel på slike risikofaktorer er selskapsstørrelse. Aksjer i små selskaper har historisk hatt en annen, og over tid bedre, verdiutvikling enn aksjer i store selskaper. Størrelse måles ved markedsverdien til selskapets aksjer. Et annet eksempel er verdi. Aksjer i selskaper med lav verdsettelse («verdiaksjer») har historisk hatt en annen, og over tid bedre, avkastning enn aksjer med høy

Tabell 4.4 Rammer for SPUs investeringer i eiendom fastsatt av hovedstyret i Norges Bank

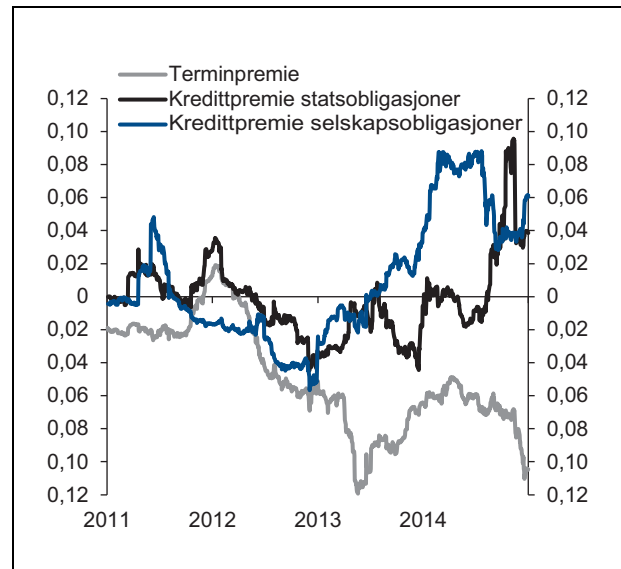
Risiko	Grenser	Faktisk per 31.12.2014 (pst.)
Land (høyeste andel)	Frankrike, Storbritannia og Tyskland: Inntil 35 pst. av fondets strategiske allokering til eiendom	13,1
	Andre land: Inntil 10 pst. av fondets strategiske allokering til eiendom	2,4
Sektorer	Kontorbygg: 0-60 pst. av fondets strategiske allokering til eiendom	24,9
	Detaljhandel: 0-60 pst. av fondets strategiske allokering til eiendom	5,5
	Øvrig eiendom: 0-30 pst. av fondets strategiske allokering til eiendom	6,4
Investeringer i eiendom i framvoksende markeder	Maksimalt 10 pst. av fondets strategiske allokering til eiendom	0,8
Investeringer i eiendom under utvikling	Maksimalt 15 pst. av eiendomsinvesteringene	1,6
Investeringer i eiendom som ikke er utleid	Maksimalt 15 pst. av eiendomsinvesteringene	5,3
Investeringer i rentebærende instrumenter	Maksimalt 25 pst. av fondets strategiske allokering til eiendom	0,0
Investeringer i noterte eiendomsaksjer	Maksimalt 25 pst. av fondets strategiske allokering til eiendom	10,3
Gjeldsgrad	Maksimalt 50 pst. av eiendomsinvesteringene	10,1
	Maksimalt 70 pst. for hver investering	51,9

Kilde: Norges Bank.



Figur 4.15 Systematiske faktorer i SPU's aksjeportefølje

Kilde: Norges Bank.



Figur 4.16 Systematiske faktorer i SPU's obligasjonsportefølje

Kilde: Norges Bank.

verdsettelse. Verdsettelse måles ved markedsverdien til selskapets aksjer i forhold til fundamentale størrelser som selskapets bokførte egenkapital, overskudd, salg eller utbytte.

Figur 4.15 viser resultatet av en analyse som forsøker å anslå betydningen av slike faktorer i aksjeporteføljen. Analysen, som er utført av Norges Bank, viser at fondets aksjeinvesteringer i 2014 hadde noe mer samvariasjon med selskaper i framvoksende land og mot den generelle utviklingen i aksjemarkedet enn referanseindeksen. Samvariasjonen synes å ha variert gjennom 2014. Norges Bank peker samtidig på at kun 2 pst. av svingningene i meravkastningen av fondets aksjeinvesteringer i 2014 kan forklares av faktorene og markedsrisiko som fanget opp av referanseindeksen. Resultatene av analysen er derfor usikre.

Figur 4.16 viser en analyse av systematiske risikofaktorer i obligasjonsporteføljen. Ifølge Norges Bank kan om lag 39 pst. av svingningene i den relative avkastningen i obligasjonsporteføljen i 2014 forklares av endringer i terminpremier. Terminpremier sier noe om forskjellen mellom renten for obligasjoner med lang og kort tid til forfall.

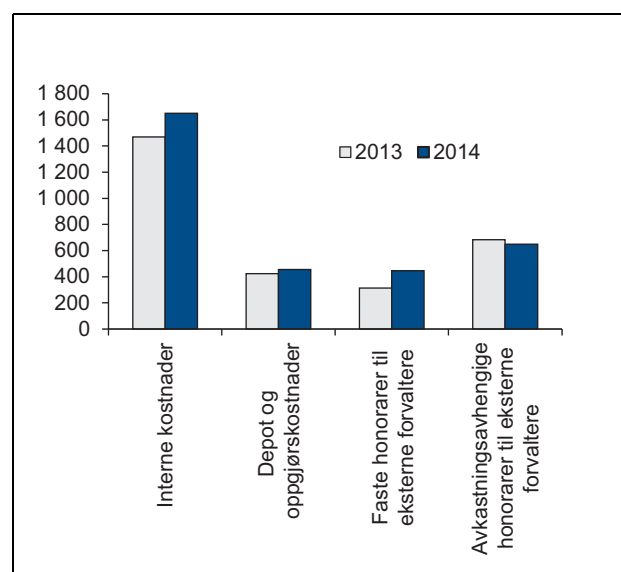
4.1.5 Kostnader

I henhold til mandatet for SPU får Norges Bank dekket faktiske forvaltningskostnader inntil en øvre grense, som for 2014 var satt til 0,09 pst. (9 basispunkter) av fondets gjennomsnittlige mar-

kedsverdi. I tillegg godtgjøres Norges Bank for den delen av honoraret til eksterne forvaltere som følger av oppnådd meravkastning.

Forvaltningskostnadene eksklusive avkastningsavhengige honorarer til eksterne forvaltere var 2,6 mrd. kroner i 2014. Det tilsvarer 0,047 pst. av fondets gjennomsnittlige markedsverdi, ned fra 0,050 pst. året før.

De samlede forvaltningskostnadene økte til 3,2 mrd. kroner i 2014, fra 2,9 mrd. kroner i 2013.



Figur 4.17 Kostnader i SPU i 2013 og 2014. Millioner kroner

Kilde: Norges Bank.

Ifølge Norges Bank økte kostnadene i hovedsak på grunn av en svakere kronekurs, høyere kostnader knyttet til eksterne forvaltere og en økning i depotkostnader som følge av mer kapital under forvaltning, jf. figur 4.17. Kostnader til ekstern forvaltning økte som følge av flere eksterne mandater og mer kapital forvaltet eksternt. Et høyere antall ansatte bidro til økte lønns- og personalkostnader. Målt som andel av forvaltet kapital, falt de samlede kostnader til 0,059 pst. i 2014 fra 0,066 pst. i 2013.

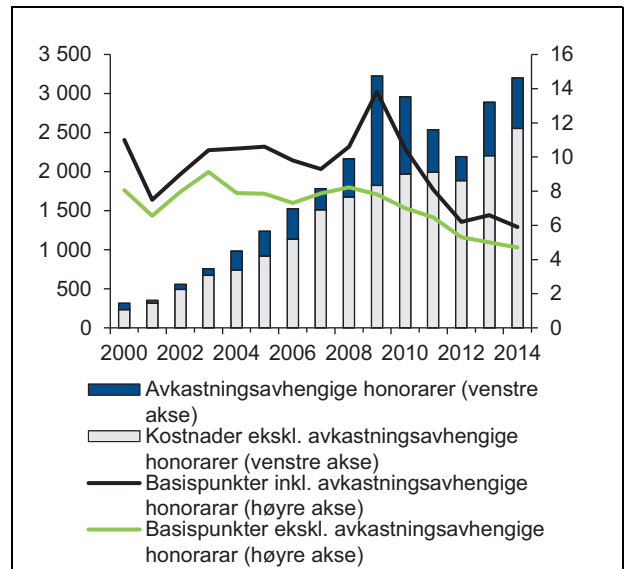
Det påløper drifts- og administrasjonskostnader i datterselskaper som er opprettet i forbindelse med eiendomsinvesteringene. I tråd med regnskapsreglene som er fastsatt for Norges Bank, trekkes disse kostnadene fra avkastningen i eiendomsporteføljen og belastes ikke forvaltningskostnadene. I 2014 utgjorde disse kostnadene 83 mill. kroner, men vil trolig øke noe framover ettersom eiendomsporteføljen vokser. Disse kostnadene inngår ved vurdering av om samlede kostnader er innenfor rammen på 9 basispunkter.

Internasjonal sammenlikning av kostnadene

Selskapet CEM Benchmarking Inc. har på oppdrag fra departementet sammenliknet fondets kostnader i 2013 med kostnadene i andre fond. Sammenlikningen viser at SPU har de laveste kostnadene av alle fondene i undersøkelsen, når kostnadene måles i forhold til forvaltet kapital. En av grunnene er at SPU har få investeringer i aktivklasser hvor kostnadene er høye, som for eksempel unoterte aksjer og eiendom. En annen grunn er at mye av kapitalen forvaltes internt i Norges Bank og at innslaget av ekstern forvaltning er lite. CEM finner også at den interne forvaltningen i Norges Bank er kostnadseffektiv sammenliknet med forvaltningen til de andre fondene. Rapporten fra CEM er offentliggjort på departementets nettsider.

Kostnadsutvikling over tid

Når de avkastningsavhengige kostnadene holdes utenfor, har forvaltningskostnadene målt i kroner økt over tid. Enkelte kostnader er avhengig av størrelsen på fondet, og de vil derfor stige når kapitalen i fondet vokser. Norges Bank har økt antall ansatte, blant annet i forbindelse med eiendomsinvesteringene. Sammen med generell lønnsøkning har det bidratt til økte interne kostnader. Kostnadsøkningen har likevel vært mindre enn økningen i fondets verdi, slik at kostnadene målt som andel av forvaltet kapital, har falt, jf.



Figur 4.18 Utvikling i forvaltningskostnadene i SPU. Målt i millioner kroner (venstre akse) og i basispunkter (høyre akse). Ett basispunkt = 0,01 pst.

Kilde: Norges Bank.

figur 4.18. Deler av kostnadene i fondet påløper i andre valutaer enn norske kroner. Svingninger i valutakursene vil derfor til en viss grad påvirke kostnadene målt i kroner.

4.1.6 Miljørelaterte investeringsmandater

I 2009 ble det besluttet å etablere særskilte mandater for miljørelaterte investeringer innenfor SPU, jf. St.meld. nr. 20 (2008–2009). Investeringene gjøres innenfor samme rammeverk som fondets øvrige investeringer og er en del av Norges Banks forvaltning. Med virkning fra 1. januar 2015 er rammen for disse mandatene økt til 30-50 mrd. kroner, opp fra 20-30 mrd. kroner, jf. Meld. St. 19 (2013–2014).

Investeringene er en del av fondets samlede portefølje, og avkastning og risiko måles mot fondets referanseindeks. Investeringene trekker derfor på den samlede rammen for relativ volatilitet. De miljørelaterte mandatene innebærer at fondet investerer relativt mer i miljørettede selskaper og bransjer enn det som følger av fondets referanseindeks. Det medfører samtidig høyere eierandeler i miljørelaterte selskaper.

Innenfor de miljørelaterte mandatene ser Norges Bank særskilt på selskaper som tilbyr energiløsninger med lave utslipp eller alternative drivstoffer, energieffektivisering og naturressursforvaltning.

Norges Bank har i en egen rapport om ansvarlig forvaltning gjort rede for investeringene i de

miljørelaterte investeringsmandatene. Ved utgangen av 2014 hadde porteføljen av miljørelaterte aksjemandater en samlet markedsverdi på 42 mrd. kroner og besto av investeringer i 220 selskaper. Avkastningen i fjor var 5,0 pst., som var om lag 3,7 prosentenheter lavere enn avkastningen av referanseindeksen for SPUs aksjeportefølje. Siden opprettelsen av mandatene for fem år siden, har gjennomsnittlig årlig avkastning vært 3,2 pst.

4.1.7 Interne referanseporteføljer

Norges Bank har etablert interne referanseporteføljer for aksje- og obligasjonsporteføljene. Referanseporteføljene tar utgangspunkt i referanseindeksen fra Finansdepartementet, men det er gjort tilpasninger for blant annet å utnytte fondets særtrekk. Avvikene mellom de interne referanseporteføljene og departementets referanseindeks skjer innenfor rammene i mandatet for SPU.

Den interne referanseporteføljen for aksjer inneholder blant annet nesten 1 800 flere selskaper enn referanseindeksen fastsatt av departementet. Det er i stor grad selskaper i mindre utviklede markeder som ikke inngår i indeksen. Fondets referanseindeks for aksjer er justert for såkalt fri flyt. Det innebærer at vektene i indeksen blir justert ned for eierandelene til store langsiktige eiere og ved krysseierskap, fordi indeksleverandøren anser at disse aksjene ikke er fritt omsettelige. De justerte vektene gir et bedre mål på antall aksjer som er tilgjengelig for finansielle investorer. For en langsiktig investor uten behov for å selge aksjer på kort sikt, gir det ikke nødvendigvis mening å redusere investeringen i et selskap fordi selskapet har store langsiktige eiere. I den interne referanseporteføljen foretar derfor Norges Bank en annen justering for fri flyt enn den referanseindeksen har.

Den interne referanseporteføljen for obligasjoner inkluderer blant annet obligasjoner fra flere framvoksende land enn referanseindeksen, og justeringer for statsfinansiell styrke ved investeringer i statsobligasjoner.

Den interne referanseporteføljen for aksjer fikk en avkastning på 8,5 pst. i 2014. Det var 0,2 prosentenheter lavere enn avkastningen av referanseindeksen fastsatt av departementet. Forskjellen skyldes i stor grad at den interne referanseporteføljen hadde en større andel europeiske aksjer og en mindre andel amerikanske aksjer enn referanseindeksen.

Den interne referanseporteføljen for obligasjoner fikk en avkastning på 7,4 pst. i 2014, noe som var 0,2 prosentenheter lavere enn avkastningen av referanseindeksen. Forskjellen skyldes hovedsakelig at den interne referanseporteføljen hadde en større andel statsobligasjoner fra framvoksende markeder enn referanseindeksen fastsatt av departementet.

4.1.8 Departementets vurderinger

I 2014 var det god avkastning i de brede aksje- og obligasjonsmarkedene. Særlig var avkastningen i obligasjonsmarkedet høy, gitt det lave rentenivået ved inngangen til året. Ytterligere fall i rentenivåene gjennom året bidro til det.

Avkastningen i både aksje- og obligasjonsporteføljen var i fjor lavere enn i referanseindeksen. Samlet var avkastningen av SPUs investeringer 0,8 prosentenheter lavere enn referanseindeksen. Norges Bank har omtalt de viktigste bidragene til mindreakstningen i årsrapporten for 2014. Departementet legger vekt på utviklingen i resultatene over tid. Departementet er tilfreds med at gjennomsnittlig årlig brutto avkastning siden 1998 har vært om lag $\frac{1}{4}$ prosentenheter høyere enn referanseindeksen, som er på nivå med forventningen som departementet tidligere har uttrykt.

Norges Bank har etablert interne referanseporteføljer som avviker fra de referanseindeksene som er gitt i mandatet fra departementet. Avvikene skjer innenfor rammene i mandatet. Departementet er positiv til at de interne referanseporteføljene kan bidra til at fondet utnytter sine særtrekk for å bedre forholdet mellom avkastning og risiko. De interne referanseporteføljene kan også bidra til økt åpenhet om den operasjonelle gjennomføringen av forvaltningen av fondet.

Unoterte eiendomsinvesteringer er et nytt investeringsområde for Norges Bank. Det er nødvendig å bygge kompetanse og erfaring med denne aktivaklassen, og det vil ta tid.

Departementet er tilfreds med at forvaltningskostnadene er redusert som andel av forvaltningskapitalen de siste årene. Sammenliknet med andre fond er kostnadene lave. Dette tyder på at Norges Bank utnytter stordriftsfordeler i forvaltningen. Departementet legger vekt på en kostnadseffektiv forvaltning, men er forberedt på at kostnadene framover kan øke noe i takt med at andelen eiendomsinvesteringer i fondet øker. Departementet er også innforstått med at endringer i kronekursen kan påvirke kostnadsnivået.

4.2 Resultater i forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge

4.2.1 Markedsutviklingen i 2014

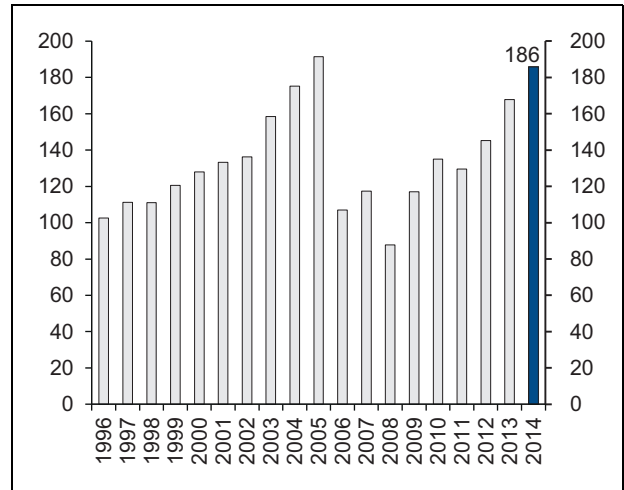
Det var en positiv utvikling i det norske aksjemarkedet gjennom 2014. Hovedindeksen på Oslo Børs (OSEBX) steg med 5 pst. Indeksen var ved halvårsskiftet på sitt høyeste nivå noensinne, men falt noe tilbake i andre halvår blant annet som følge av et fall oljeprisen på nærmere 50 pst. Også andre nordiske aksjemarkeder hadde en god utvikling i fjor med en avkastning for svenske, danske og finske aksjer på henholdsvis 15 pst. (OMXSB-indeksen), 22 pst. (OMXCB-indeksen) og 11 pst. (OMXHB-indeksen) målt i lokal valuta.

Rentene på norske statsobligasjoner med lang tid til forfall var ved utgangen av 2014 på et vesentlig lavere nivå enn ved inngangen til året. Mens renten på 10-årige norske statsobligasjoner var 3,0 pst. ved inngangen til året, var tilsvarende rente 1,6 pst. ved utgangen av 2014. Også renten på norske statslån med kort tid til forfall og kredittpåslagene for obligasjonslån utstedt av norske banker og industribedrifter falt gjennom fjoråret. Rentemarkedene i Sverige, Danmark og Finland hadde en tilsvarende utvikling.

4.2.2 Fondets markedsverdi

Markedsverdien til SPN var 185,7 mrd. kroner ved utgangen av 2014. Det innebærer en økning på 17,9 mrd. kroner sammenliknet med verdien ved inngangen til året, jf. figur 4.19. Verdien av aksjeporteføljen utgjorde 107,9 mrd. kroner, hvorav norske aksjer utgjorde 89,1 mrd. kroner mens verdien av aksjeinvesteringene i de øvrige nordiske landene var 18,8 mrd. kroner, jf. figur 4.20. Obligasjonsporteføljen hadde en verdi ved utgangen av 2014 på 77,8 mrd. kroner, fordelt på 65,3 mrd. kroner i obligasjoner fra norske utstedere og 12,5 mrd. kroner i obligasjoner fra utstedere i andre nordiske land.

Den sterke utviklingen i aksjemarkedene i første halvår i fjor førte til at andelen aksjer i fondet økte. Utviklingen i aksjemarkedet utløste etter hvert en tilbakevekting av aksjeandelen i referanseindeksen til den faste vekten på 60 pst., jf. avsnitt 3.1. Tilbakevektingen innebar at nærmere 8 mrd. kroner ble overført fra aksjeporteføljen til obligasjonsporteføljen i løpet av andre og tredje kvartal.

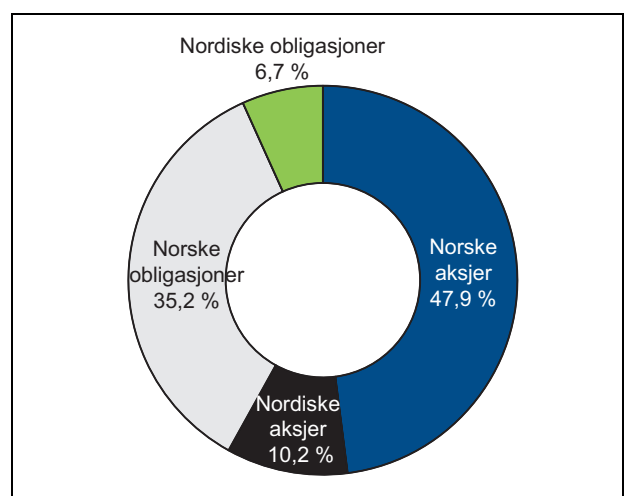


Figur 4.19 Utvikling i markedsverdien til SPN 1996–2014. Milliarder kroner¹

¹ Fram til og med 2005 var en vesentlig del av kapitalen i SPN plassert som kontolån til statskassen. I desember 2006 ble Folketrygdfondets deltakelse i kontolånsordningen avsluttet, og 101,8 mrd. kroner av fondets kapital ble tilbakebetalt til staten.

Kilde: Folketrygdfondet.

SPN er en betydelig aktør i det norske aksjemarkedet. Sammenliknet med verdien av alle aksjer notert på Oslo Børs, utgjorde verdien av fondets norske aksjeportefølje ved utgangen av 2014 om lag 5 pst. av aksjemarkedet. Målt som andel av de aksjene som inngår i hovedindeksen på Oslo Børs, som er fondets referanseindeks for norske aksjer, utgjorde kapitalen i SPNs norske aksjeportefølje om lag 10 pst. av markedet. I



Figur 4.20 Fordeling av SPNs faktiske investeringer på aktivaklasser ved utgangen av 2014. Prosent

Kilde: Folketrygdfondet.

resten av Norden er SPN en relativt sett mindre aktør. Fondets nordiske aksjeportefølje utgjorde under 0,5 pst. av verdien av aksjene som inngår i den nordiske aksjeindeksen (VINX) ved utgangen av 2014, når Norge og Island holdes utenom.

4.2.3 Avkastning

Totalporteføljen

Samlet avkastning av SPN i 2014 var 10,7 pst. målt i norske kroner og før fradrag for forvaltningskostnader, jf. tabell 4.5. Avkastningen av både aksje- og obligasjonsporteføljen bidro positivt til samlet avkastning. Siden januar 1998 har SPN hatt en gjennomsnittlig årlig avkastning på 7,3 pst.

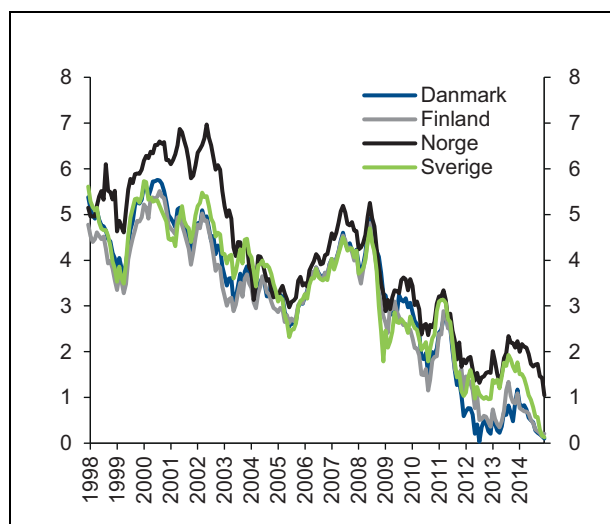
Aksjer

Aksjeporteføljen oppnådde i 2014 en avkastning på 10,7 pst. For de norske selskapene i aksjeporteføljen var avkastningen 8,6 pst., mens den var 21,8 pst. for de nordiske selskapene målt i norske kroner. Samtidig som nordiske aksjer i gjennomsnitt steg mer enn norske aksjer gjennom året, svekket den norske kronen seg med om lag 1,4 pst. mot den svenske kronen og over 8,5 pst. mot euro og danske kroner i samme periode. Det bidro til ytterligere å trekke opp avkastningen av de nordiske selskapene i aksjeporteføljen målt i norske kroner.

Obligasjoner

Obligasjonsporteføljen ga en avkastning i fjor på 9,8 pst. Avkastningen i den norske delen av obligasjonsporteføljen var 8,6 pst., mens de nordiske obligasjonene fikk en avkastning på 16,1 pst. målt i norske kroner. Renteutviklingen var relativt lik i Norge og i de andre nordiske landene. Den høye avkastningen av de nordiske obligasjonene skyldes dels at den norske kronen svekket seg mot svenske og danske kroner og euro i 2014.

Både i Norge og de øvrige nordiske landene falt lange statsrenter betydelig gjennom 2014, noe som bidro til kursgevinst og dermed økt avkastning av obligasjonsporteføljen. Renteni-vået er fortsatt noe høyere i Norge enn i de andre nordiske landene. Dette bidrar til høyere løpende avkastning av norske statsobligasjoner. Ved utgangen av året hadde norske statsobligasjoner med fem år til forfall en rente på om lag 1,1 pst. Renten på svenske, danske og finske statsobligasjoner med samme løpetid var i størrelsesorden 0,1-0,2 pst. jf. figur 4.21.



Figur 4.21 Renten på 5-års statsobligasjoner i de nordiske landene 1998–2014. Prosent

Kilde: Macrobond.

Durasjonen i obligasjonsporteføljen var 4,8 år ved utgangen av 2014, som er på linje med durasjonen i referanseindeksen.

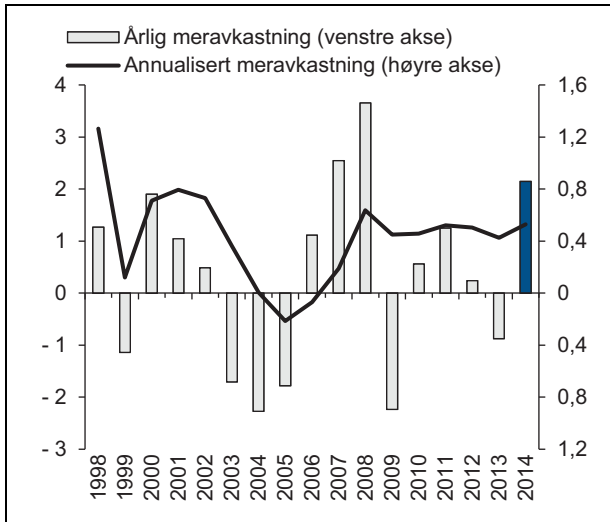
Private bedrifter må normalt betale en høyere rente enn staten for å låne penger, noe som bidrar til at selskapsobligasjoner historisk har hatt en noe høyere avkastning enn statsobligasjoner. I 2014 falt påslaget som bedrifter må betale over renten på statsobligasjoner videre, noe som ytterligere bidro til å øke avkastningen av selskapsobligasjonene.

Relativ avkastning

Avkastningen av fondets investeringer sammenliknes med avkastningen av referanseindeksen fastsatt av departementet. Samlet sett oppnådde Folketrygdfondet i 2014 en avkastning som var 2,1 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen.

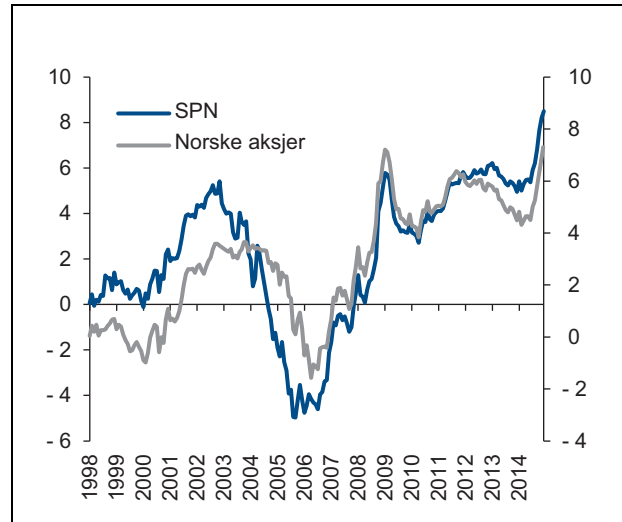
Avkastningen i aksjeporteføljen var 3,3 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen. For de norske selskapene i aksjeporteføljen var avkastningen 3,7 prosentenheter høyere enn referanseindeksen, mens investeringene i de øvrige nordiske selskapene oppnådde en avkastning som var 1,2 prosentenheter høyere. Det relative resultatet i 2014 gjenspeiler at Folketrygdfondet investerte mindre i oljeserviceselskaper i 2014 enn det som fulgte av referanseindeksen, og mer enn referanseindeksen i fiskeoppdrettselskaper.

Folketrygdfondets investeringsstrategi er basert blant annet på vurderinger av forutsigbar-



Figur 4.22 Utvikling i brutto meravkastning i SPN 1998–2014. Prosentenheter

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.



Figur 4.23 Akkumulert meravkastning i SPN 1998–2014. Milliarder kroner

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

het og kvalitet i selskapenes forventede kontantstrømmer. Folketrygdfondet vil ofte velge ikke å investere, eventuelt investere mindre enn referanseindeksen, i selskaper med høy finansiell eller operasjonell risiko. Strategien slo positivt ut i 2014. Folketrygdfondets vurdering var at finansiell og operasjonell risiko var høy i flere oljeserVICESelskaper.

Avkastningen av obligasjonsporteføljen var 0,6 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen. Avkastningen var 0,7 prosentenheter høyere enn referanseindeksen for de norske obligasjonene og 0,1 prosentenheter lavere for de nordiske obligasjonene. Forskjellen mellom samlet avkastning av obligasjonsporteføljen og referanseindeksen kan i stor grad tilskrives en høyere andel selskapsobligasjoner og lavere kredittverdighet på selskapsobligasjonene.

Siden 1998 har Folketrygdfondet oppnådd en avkastning som er 0,53 prosentenheter høyere enn avkastningen av referanseindeksen, jf. figur 4.22. Departementet har beregnet at brutto meravkast-

ning for SPN i perioden 1998–2014 samlet tilsvarer om lag 8,5 mrd. kroner⁴, jf. figur 4.23. Finansdepartementet har tidligere uttrykt en forventning til årlig netto verdiskaping fra forvaltningen av SPN på $\frac{1}{4}$ – $\frac{1}{2}$ prosentenheter, jf. avsnitt 3.2.

I perioden 1998–2014 har den gjennomsnittlige årlige meravkastningen i den norske aksjeporteføljen vært 1,5 prosentenheter, mens meravkastningen i den norske obligasjonsporteføljen har vært 0,3 prosentenheter. SPN var ikke investert i nordiske aksjer og obligasjoner før henholdsvis mai 2001 og februar 2007. Sammenlikninger over kortere perioder viser at de nordiske porteføljene gjennomgående har hatt noe lavere meravkastning enn de norske porteføljene, jf. tabell 4.5.

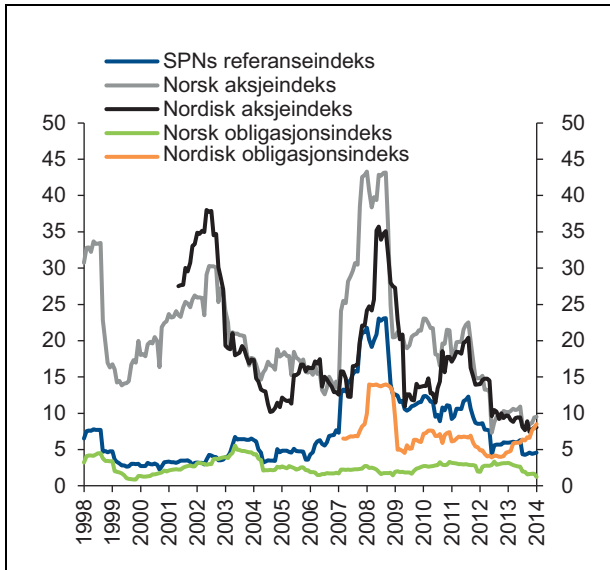
⁴ Brutto meravkastning i kroner er beregnet ved å multiplisere meravkastningen i hver måned med kapitalen ved inngangen til måneden, for deretter å summere over alle månedene. Beregningen tar følgelig ikke med effekten av renters rente.

Tabell 4.5 Avkastning av SPN i 2014, siste 3, 5 og 10 år, samt i perioden 1998–2014, målt i norske kroner. Årlig geometrisk gjennomsnitt. Prosent

	2014	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	1998–2014
<i>SPN</i>					
Faktisk portefølje	10,65	12,82	9,73	7,78	7,34
Referanseindeks	8,51	12,29	9,02	6,89	6,81
Meravkastning (prosentenheter)	2,14	0,54	0,71	0,89	0,53
<i>Aksjer (Norge og Norden samlet)</i>					
Faktisk portefølje	10,66	16,44	10,87	10,23	8,11
Referanseindeks	7,36	16,07	10,26	9,49	6,69
Meravkastning (prosentenheter)	3,30	0,37	0,60	0,75	1,43
<i>Norske aksjer</i>					
Faktisk portefølje	8,61	14,85	9,96	10,17	8,27
Referanseindeks	4,95	14,38	9,17	9,30	6,78
Meravkastning (prosentenheter)	3,65	0,47	0,80	0,87	1,49
<i>Nordiske aksjer¹</i>					
Faktisk portefølje	21,84	25,33	15,80	10,17	
Referanseindeks	20,59	25,48	16,37	9,79	
Meravkastning (prosentenheter)	1,25	-0,15	-0,57	0,38	
<i>Obligasjoner (Norge og Norden samlet)</i>					
Faktisk portefølje	9,75	6,95	7,13	6,07	6,29
Referanseindeks	9,19	6,03	6,16	5,39	6,06
Meravkastning (prosentenheter)	0,56	0,92	0,97	0,67	0,23
<i>Norske obligasjoner</i>					
Faktisk portefølje	8,63	6,38	6,89	6,01	6,25
Referanseindeks	7,94	5,40	5,83	5,27	5,99
Meravkastning (prosentenheter)	0,70	0,98	1,06	0,73	0,27
<i>Nordiske obligasjoner²</i>					
Faktisk portefølje	16,12	10,05	8,33		
Referanseindeks	16,26	9,50	7,86		
Meravkastning (prosentenheter)	-0,15	0,54	0,47		
<i>Realavkastning</i>					
Inflasjon	2,01	1,63	1,72	1,91	2,00
Kostnader	0,08	0,09	0,08	0,07	0,05
Netto realavkastning	8,39	10,92	7,79	5,69	5,19

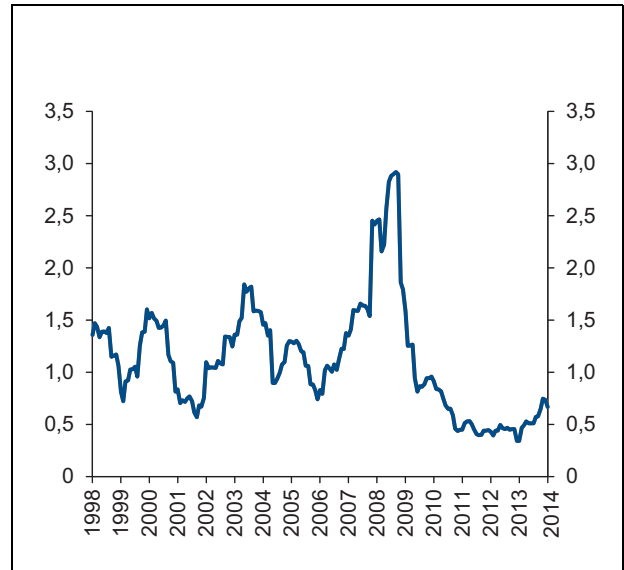
¹ De nordiske aksjeinvesteringene startet opp i mai 2001.² De nordiske obligasjonsinvesteringene startet opp i februar 2007.

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.



Figur 4.24 Utvikling i 12-måneders rullerende standardavvik til referanseindeksene til SPN. Prosent

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.



Figur 4.25 Rullerende 12-måneders realisert relativ volatilitet i SPN. 1998–2014. Prosent

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

4.2.4 Risiko og rammer

Risikoen i SPN

Standardavviket er et mål på forventede normale svingninger i fondets avkastning. Folketrygdfondet har beregnet at forventet standardavvik for SPN var 8,7 pst. eller om lag 16 mrd. kroner basert på verdien av fondet ved utgangen av 2014. Under en antakelse om normalfordelte avkastningstall over tid, vil svingningene i ett av tre år ventes å være større enn dette. Tabell 4.6 viser imidlertid at avkastningen av SPN historisk har avvirket noe fra en normalfordeling. Dette tilsier at svingninger på mer enn 16 mrd. kroner kan forventes å inntreffe noe oftere.

Figur 4.24 viser historiske svingninger i avkastningen av referanseindeksen til SPN og delindeksene for norske og nordiske aksjer og obligasjoner siden 1998. De realiserte standardavvikene i figuren er basert på avkastningen de foregående tolv månedene. Beregnet på denne måten falt risikoen gjennom 2014 for alle delindeksene utenom for den nordiske obligasjonsindeksen. Risikoen i aksjeindeksene var i fjor lav sammenliknet med gjennomsnittet siden 1998. Det er svingninger i aksjekurser som i størst grad påvirker samlet risiko for fondet, mens svingninger i obligasjonskurser bidrar til å redusere den samlede risikoen.

Relativ risiko

I mandatet for SPN er det fastsatt at Folketrygdfondet skal legge opp forvaltningen med sikte på at forventet relativ volatilitet ikke skal overstige 3 prosentenheter. Forventet relativ volatilitet er et statistisk mål på forventede svingninger i differanseavkastningen mellom faktisk portefølje og referanseindeksen. Ifølge Folketrygdfondet, har forventet relativ volatilitet gjennom 2014 ligget i intervallet 0,6-1,1 prosentenheter. Ved utgangen av 2014 var forventet relativ volatilitet 0,7 prosentenheter, som er litt lavere enn ved inngangen til året. Folketrygdfondet utnytter dermed en mindre del av rammen på 3 prosentenheter.

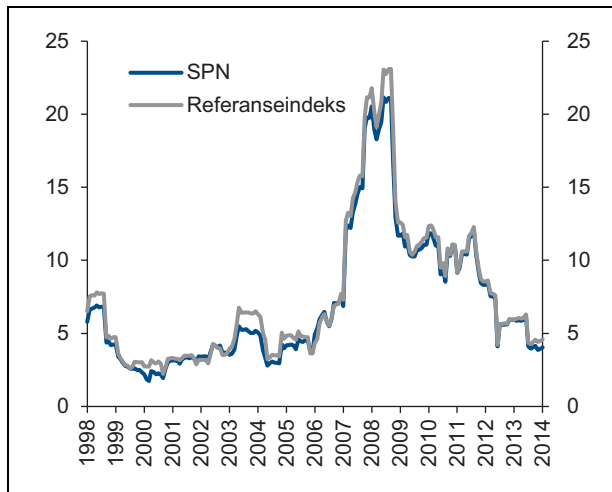
Realisert relativ volatilitet er et uttrykk for hvor store svingningene i meravkastning har vært historisk. De siste tolv månedene har realisert relativ volatilitet vært om lag 0,7 prosentenheter, jf. figur 4.25 og tabell 4.6. Et lavt nivå på realisert relativ volatilitet de siste 12 månedene må ses i sammenheng med at det på månedsbasis var sammenhengende høy meravkastning i siste halvår av 2014, noe som medførte små svingninger i meravkastningen. Både forventet og realisert relativ volatilitet var ved utgangen av 2014 på et lavt nivå sammenliknet med gjennomsnittet siden 1998. Relativ volatilitet påvirkes også av svingningene i markedet. I perioder med større markedssvingninger må en derfor regne med at relativ volatilitet vil øke.

Tabell 4.6 Absolutte og relative risikomål for SPN. Årlige tall basert på månedlige observasjoner

	2014	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	1998–2014
<i>SPN</i>					
Absolutt volatilitet (pst.)	4,04	6,19	8,27	10,39	8,39
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,67	0,59	0,64	1,27	1,27
Skjevhet ¹	0,32	-0,87	-0,29	-1,14	-1,25
Kurtose ¹	1,62	5,29	3,46	6,85	9,35
Informasjonsrate ²	3,21	0,92	1,11	0,70	0,42
<i>Norske aksjer</i>					
Absolutt volatilitet (pst.)	8,48	11,09	15,19	20,38	21,19
Relativ volatilitet (prosentenheter)	1,37	1,16	1,26	3,04	3,80
Skjevhet	-0,15	-0,60	-0,06	-1,21	-0,96
Kurtose	2,04	4,63	3,42	6,46	5,34
Informasjonsrate	2,66	0,40	0,63	0,29	0,39
<i>Nordiske aksjer</i>					
Absolutt volatilitet (pst.)	7,95	10,74	13,52	16,44	
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,73	0,71	0,79	1,44	
Skjevhet	0,24	-0,90	-0,80	-0,42	
Kurtose	2,99	4,99	4,76	5,00	
Informasjonsrate	1,71	-0,20	-0,72	0,27	
<i>Norske obligasjoner</i>					
Absolutt volatilitet (pst.)	1,21	2,24	2,32	2,36	2,47
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,19	0,38	0,63	0,82	0,84
Skjevhet	0,49	-0,88	-0,35	0,18	0,20
Kurtose	3,78	3,70	3,00	3,10	3,52
Informasjonsrate	3,64	2,56	1,68	0,90	0,32
<i>Nordiske obligasjoner</i>					
Absolutt volatilitet (pst.)	8,48	6,26	6,29		
Relativ volatilitet (prosentenheter)	0,20	0,25	0,30		
Skjevhet	-0,11	0,23	0,05		
Kurtose	1,60	2,50	2,87		
Informasjonsrate	-0,74	2,15	1,57		

¹ Skjevhet og kurtose er mål på avvik fra symmetrien i en statistisk normalfordeling. Kurtose høyere enn 3 og negativ skjevhet betyr at tap opptrer oftere og er større enn en normalfordeling skulle tilsi.

² Informasjonsrate (IR) gir forholdet mellom meravkastning ved å avvike fra referanseindeksen og størrelsen på avvikene, målt ved relativ volatilitet. IR måler dermed kompensasjonen ved å avvike fra referanseindeksen i forhold til størrelsen på avvikene, og viser meravkastningen som oppnås for hver prosentenheter relativ volatilitet. Informasjonsraten er beregnet som forskjellen mellom årlig tidsvektet avkastning av SPN og referanseindeksen, delt på annualisert standardavvik til månedlige avkastningsforskjeller.



Figur 4.26 Rullerende 12-måneders standardavvik i SPNs faktiske portefølje og i referanseindeksen. 1998–2014. Prosent

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

Figur 4.26 viser utviklingen i rullerende 12-måneders standardavvik både for referanseindeksen til SPN og fondets faktiske portefølje. I store deler av perioden siden 1998 har standardavviket vært noe lavere i den faktiske porteføljen enn i referanseindeksen. Dette gjelder spesielt i perioder der svingningene i markedet har økt, jf. avsnitt 3.2. Dette kan tilskrives Folketrygdfondets forvaltningsstrategier. Figuren viser at det i all hovedsak er referanseindeksen som har betydning for den samlede risikoen i fondet, men at Folketrygdfondets forvaltning i perioder har bidratt til å redusere totalrisikoen noe.

Kredittrisiko

Samlet kredittkvalitet i obligasjonsporteføljen, målt ved kredittkarakter, var om lag uendret gjennom 2014. Andelen lån med kredittkarakter A⁵ eller lavere var på samme nivå som ved utgangen av 2013, men Folketrygdfondet har i 2014 redusert andelen av de minst kredittverdige lånene, såkalte høyrenteobligasjoner.

Høyrenteobligasjoner inngår ikke i referanseindeksen til SPN. I mandatet for SPN er det gitt adgang for Folketrygdfondet til å investere i slike obligasjoner. Det er stilt krav om at Folketrygdfondet skal legge opp forvaltningen med sikte på at høyrenteobligasjoner under normale markedsforhold ikke utgjør mer enn 25 pst. av markedsverdien av selskapsobligasjonene i obligasjonsporteføljen. Ved utgangen av 2014 utgjorde høyrenteobligasjoner drøyt 8 pst. av selskapsobligasjonene i obligasjonsporteføljen, eller om lag 6 pst. av hele obligasjonsporteføljen.

Enkeltinvesteringer

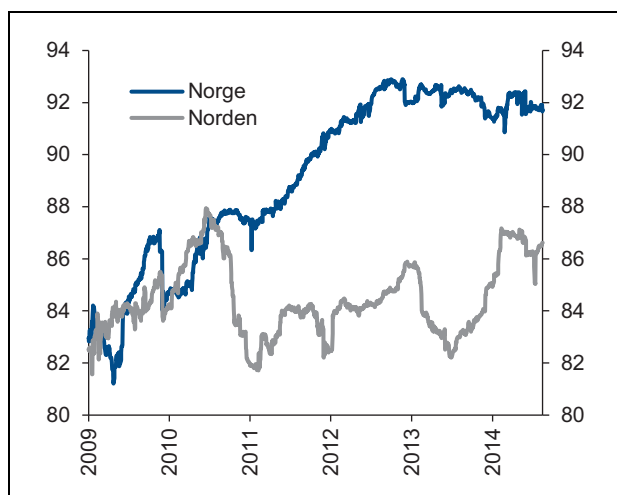
SPN er en relativ stor aktør i det norske aksjemarkedet. Ved utgangen av 2014 eide fondet over 10 pst. i tre selskaper, og over 5 pst. i 30 selskaper, jf. tabell 4.7. Totalt var SPN investert i 50 selskaper i det norske aksjemarkedet. I det nordiske markedet er SPN en vesentlig mindre aktør, med en eierandel på over 1 pst. i kun ett av de 94 selskapene fondet var investert i i 2014.

⁵ Standard & Poor's skala for kredittkvalitet er AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C, D, hvor AAA er beste karakter. Obligasjoner med kredittkarakter AAA til og med BBB anses å ha høy kredittverdighet og kalles med et samlebegrep «investment grade». Obligasjoner med lavere kredittkarakter anses for å ha lav kredittverdighet og kalles høyrenteobligasjoner eller «high yield».

Tabell 4.7 SPNs eierandeler i norske og nordiske aksjeselskaper i 2014

Antall selskaper hvor eierandelen er større enn	Norske aksjer	Nordiske aksjer
10 pst.	3	0
5 pst.	30	0
1 pst.	49	1
0,5 pst.	50	9
0,1 pst.	50	81
Totalt antall selskaper SPN er investert i	50	94

Kilde: Folketrygdfondet.



Figur 4.27 Sammenfall mellom SPNs faktiske aksjeporteføljer og referanseindeksene 2009–2014. Prosent

Kilde: Folketrygdfondet.

SPNs rolle er å være en finansiell investor, og det er derfor et mål å spre risikoen på mange ulike verdipapirer. Departementet har fastsatt at SPN maksimalt kan eie 15 pst. av aksjene i et enkelt norsk selskap, og maksimalt 5 pst. av aksjene i selskap fra de øvrige nordiske landene. Ved utgangen av 2014 var den største eierandelen i et norsk selskap 10,7 pst. Blant de nordiske selskapene var største eierandel 1,1 pst.

Sammenfall

Graden av sammenfall er et mål på hvor stor andel av den faktiske porteføljen som er helt lik referanseindeksen. Dersom sammenfallet er 100 pst. består den faktiske porteføljen av de samme selskapene som referanseindeksen og hvert selskap utgjør like mye av den faktiske porteføljen som referanseindeksen. Dersom den faktiske porteføljen inneholder aksjer i selskaper som ikke inngår i referanseindeksen, eller Folketrygdfondet velger å vekte opp enkelte selskaper og vekte ned andre, vil sammenfallet reduseres.

Sammenfallet mellom norske aksjer og referanseindeksen har økt de siste årene. Siden slutten av 2011 har sammenfallet ligget i overkant av 90 pst., jf. figur 4.27. Utviklingen de siste årene tyder på at porteføljen er blitt likere referanseindeksen. For nordiske aksjer har det vært større variasjoner i sammenfallet med referanseindeksen. Ved utgangen av 2014 var sammenfallet om lag 91 pst. for norske aksjer og 87 pst. for nor-

diske aksjer. Det vil si at summen av undervektene i enkeltelskaper utgjør 9 pst. av norske aksjer, eller om lag 8 mrd. kroner. Tilsvarende undervekt i nordiske selskaper som inngår i referanseindeksen utgjør om lag 2,4 mrd. kroner. Midlene som er frigjort ved undervektene kan brukes til å øke eierandelen i andre selskaper som inngår i indeksen eller til å investere i selskaper utenfor referanseindeksen.

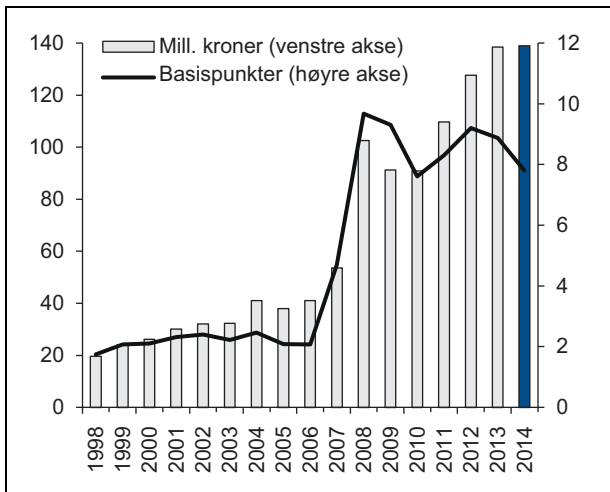
4.2.5 Kostnader

I mandatet fra departementet er det fastsatt at Folketrygdfondet får dekket faktiske forvaltningskostnader innenfor en øvre ramme. Rammen settes som et kronebeløp på bakgrunn av et begrunnet forslag fra Folketrygdfondet, der kostnadene framkommer som summen av enkeltkomponenter. Departementet setter en ramme for samlede kostnader og tar ikke stilling til hver enkelt kostnadskomponent.

For 2014 ble det fastsatt en kostnadsramme på 165 mill. kroner. De samlede forvaltningskostnadene i 2014 utgjorde 144 mill. kroner. I tillegg kom investeringer på om lag 4 mill. kroner. Samlede utgifter var dermed 148 mill. kroner, noe som er 17 mill. kroner lavere enn den øvre rammen. Samlede forvaltningskostnader inkluderer 4 mill. kroner til forvaltningen av Statens obligasjonsfond i første halvår 2014. Forvaltningskostnader knyttet til SPN utgjør dermed 140 mill. kroner. Målt som andel av gjennomsnittlig kapital til forvaltning utgjorde kostnadene til SPN i 2014 7,8 basispunkter (0,078 pst.).

Figur 4.28 viser utviklingen i forvaltningskostnadene over tid. Kostnadene har økt siden 2006, noe som i særlig grad skyldes at det er stilt strengere krav til styring og kontroll av risiko og rapportering. Dette har medført et behov for investeringer på systemsiden og flere ansatte.

Selskapet CEM Benchmarking Inc. sammenlikner på oppdrag fra departementet kostnadene i SPN med kostnadene i andre fond internasjonalt. I rapporten for 2013 framgår det at kostnadene i SPN er vesentlig lavere enn for andre sammenliknbare fond. Dette skyldes hovedsaklig at SPN ikke er investert i aktivaklasser som uovertede aksjer og eiendom, som generelt har høye kostnader. CEM finner imidlertid at kostnadene i SPN er lave selv når en justerer for forskjeller i aktivasammensetning. Den viktigste forklaringen er at all forvaltning av SPN gjøres internt i Folketrygdfondet, og at den interne forvaltning-



Figur 4.28 Utvikling i forvaltningskostnadene i SPN 1998–2014. Millioner kroner (venstre akse) og basispunkter (høyre akse)

Kilde: Folketrygdfondet.

gen har lave kostnader sammenliknet med andre fond.

4.2.6 Departementets vurderinger

2014 var et år med varierende avkastning i de nordiske aksjemarkedene, mens avkastningen i obligasjonsmarkedene generelt var høy på grunn av økte kurser på obligasjoner som følge av fallende rentenivåer. Den norske kronen svekket seg mot valutaene i de andre nordiske landene, noe som bidro til at avkastningen fra investeringer i disse landene ble høy målt i norske kroner.

Folketrygdfondet oppnådde en samlet avkastning i 2014 som var om lag 2,1 prosentenheter høyere enn referanseindeksen, før fradrag for forvaltningskostnader. Departementet har merket seg den gode meravkastningen i fjor i både aksje- og obligasjonsforvaltningen. Departementet legger vekt på utviklingen i resultatene over tid, og er tilfreds med at årlig gjennomsnittlig brutto meravkastning siden 1998 har vært om lag 0,5 prosentenheter. Dette er noe i overkant av departementets uttrykte forventning til meravkastning over tid.

Departementet har videre merket seg at Folketrygdfondet utnytter en mindre andel av rammen for avvik fra referanseindeksen målt ved forventet relativ volatilitet, jf. avsnitt 3.2. Samtidig må en forvente at relativ volatilitet vil kunne øke noe dersom risikoen i markedet tiltar.

Kostnadene i Folketrygdfondet har økt betydelig de siste årene, noe som må ses i sammenheng med strengere krav til styring og kontroll av risiko enn tidligere. Til tross for denne økningen,

er kostnadene lave sammenliknet med andre fond. Departementet er tilfreds med at forvaltningen av SPN synes å være kostnadseffektiv, og legger vekt på en kostnadseffektiv forvaltning også framover.

Det vises også til den brede gjennomgangen av Folketrygdfondets forvaltning av SPN i avsnitt 3.2.

4.3 Oppfølgingen av rammeverket for forvaltningen

4.3.1 Uavhengig gjennomgang av avkastningstallene

Selskapet Spaulding Group gjennomgår på oppdrag fra departementet avkastningstallene i SPU. Selskapet verifiserer også at avkastningstallene samsvarer med GIPS (Global Investment Performance Standards). En egen GIPS-rapport er tilgjengelig på Norges banks nettsider (www.nbim.no).

På oppdrag fra departementet mottar Spaulding Group beholdningsdata direkte fra Norges Banks depotbank for aktivklassene aksjer og obligasjoner. Eiendomsporteføljen består i hovedsak av unoterte aktiva, og det foreligger derfor ikke tilsvarende data for denne aktivklassen. Basert på depotbankdata beregner Spaulding Group avkastningen målt i norske kroner for aksjer og obligasjoner. Tilleggsdata fra Finansdepartementet om SPUs referanseindekser brukes til å kontrollberegne avkastningstall målt i fondets valutakurv.

Spaulding Groups kontrollberegninger for regnskapsåret 2014 viser ingen avvik fra Norges Banks rapporterte avkastningstall. Rapporten er offentliggjort på departementets nettsider.

4.3.2 Folketrygdfondets rammeverk for styring og kontroll av risiko knyttet til aktiv forvaltning

Folketrygdfondets revisor (Ernst & Young) har som del av Finansdepartementets oppfølging av forvaltningen av SPN gjennomgått Folketrygdfondets rammeverk for styring og kontroll av risiko knyttet til aktiv forvaltning. Med dette menes de risikostyrings- og kontrollprosesser for markeds- og kredittrisiko som er etablert for å støtte gjennomføringen av den aktive forvaltningen. Markedsrisiko er risiko for endring i markedsverdi som et resultat av bevegelser i observerte priser i markedet, mens kredittrisiko er risiko for at en utsteder av et verdipapir ikke er i stand til å betale renter og/eller avdrag ved forfall, underlegges konkursbehandling eller settes under offentlig administrasjon. Som del av oppdraget har revisor

blant annet gjennomgått styrende dokumenter og annet relevant skriftlig materiale, hatt møter med ledere og ansatte i Folketrygdfondet og gjennomgått relevante prosesser for styring og kontroll av risiko knyttet til aktiv forvaltning.

Revisor har ikke vurdert om Folketrygdfondets investeringsstrategier er hensiktsmessige eller hvorvidt den aktive forvaltningen har gitt tilfredsstillende resultater. Revisor har heller ikke vurdert om risikoene som Folketrygdfondet har identifisert er fullstendige og dekkende for virksomheten, eller om prosedyrene er fulgt, gjennomført på en konsistent måte og hvem som har utført dem.

Revisor konkluderer i rapporten med at Folketrygdfondets rammeverk for styring og kontroll av risiko knyttet til aktiv forvaltning i det alt vesentlige er utformet i samsvar med målekriteriene, og at rammeverket i det alt vesentlige er implementert slik det er utformet per i dag. Vurderingen er basert på Folketrygdfondets gjeldende risikoprofil. Det understrekes i rapporten at dersom produktspekteret av finansielle instrumenter endres vesentlig eller rammene øker, kan forhold som er vurdert uvesentlige i dag bli mer betydelige og dermed måtte revurderes i forhold til en ny risikoprofil.

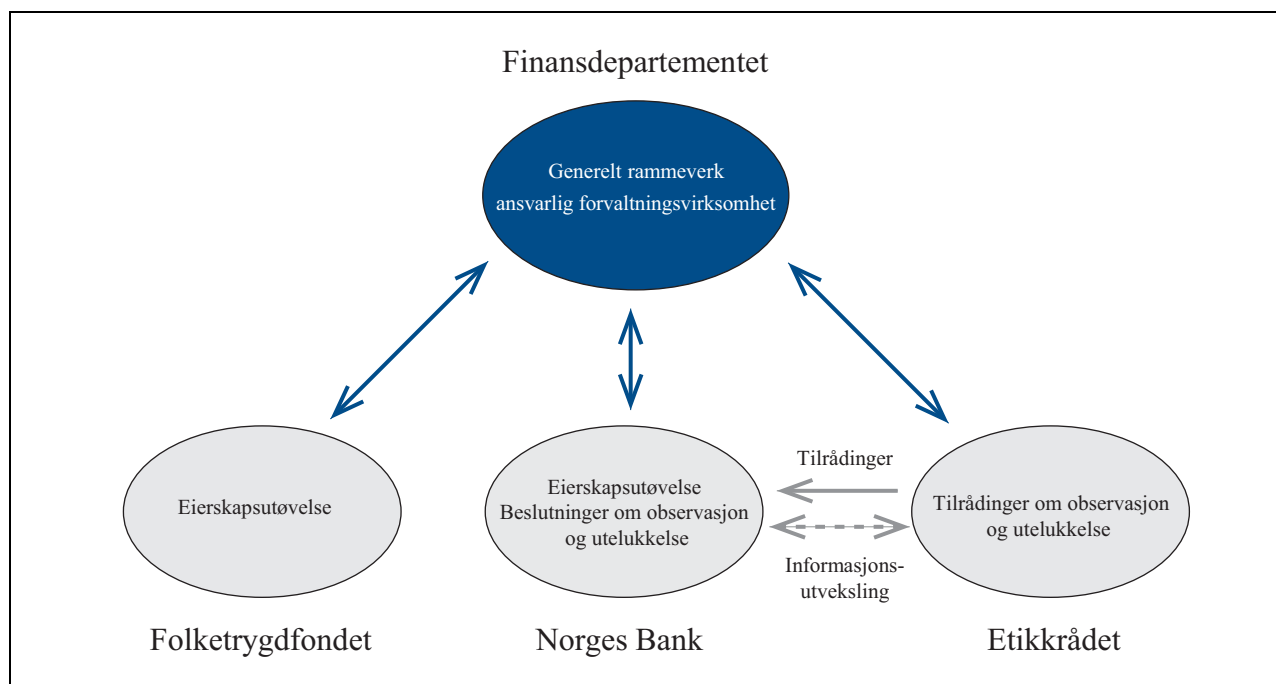
Attestasjonsuttalelsen er offentliggjort på departementets nettsider.

4.4 Arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet

4.4.1 Innledning

Finansdepartementet har ansvaret for den overordnede strategien for ansvarlig forvaltning av Statens pensjonsfond. Departementet har tatt inn bestemmelser om ansvarlig forvaltning i mandatene til Norges Bank og Folketrygdfondet. Departementet har også fastsatt egne retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra Statens pensjonsfond utland som regulerer Norges Banks og Etikkrådets arbeid. Finansdepartementet følger opp og rapporterer til Stortinget om arbeidet med ansvarlig forvaltning i de to fondene.

Innenfor rammene av mandater og retningslinjer fra departementet, foretar Norges Bank og Folketrygdfondet investeringsbeslutninger og utøver eierrettigheter uavhengig av departementet. Etikkrådet gir råd om utelukkelse og observasjon av selskaper til Norges Bank. Rådene gis i henhold til kriterier som er fastsatt av departementet og forankret i Stortinget. Figur 4.29 viser rolle- og ansvarsfordelingen for ansvarlig forvaltningsvirksomhet i Statens pensjonsfond.



Figur 4.29 Rolle- og ansvarsfordelingen – ansvarlig forvaltningsvirksomhet i Statens pensjonsfond

Kilde: Finansdepartementet.

Boks 4.2 Grunnprinsipper for ansvarlig forvaltningsvirksomhet i Statens pensjonsfond

FNs Global Compact

FNs Global Compact gir anvisning på ti overordnede prinsipper utledet fra Verdenserklæringen om menneskerettigheter, ILO-erklæringen om grunnleggende prinsipper og rettigheter i arbeidslivet, samt Rio-erklæringen om miljø og utvikling. Prinsippene er generelle og sier blant annet at selskaper skal respektere menneskerettighetene og ikke være delaktige i brudd på disse, opprettholde organisasjonsfrihet og kollektiv forhandlingsrett, samt fjerne alle former for tvangsarbeid, barnarbeid og diskriminering i arbeidslivet. Videre skal selskaper støtte føre-var prinsippet i miljøspørsmål, fremme større miljøansvar og utvikling og utbredelse av miljøvennlig teknologi, samt motarbeide alle former for korrupsjon, herunder utpressing og bestikkelser.

Global Compact har som hovedmålsetting å gjøre de ti prinsippene til en del av forretningsvirksomheten i bedrifter over hele verden og å fremme aktiviteter og partnerskap som bidrar til å innfri FNs mål om en bærekraftig utvikling.

Tilslutningen til Global Compact betyr at en forplikter seg til å gjøre sitt beste for å drive sin virksomhet i tråd med de ti prinsippene. Global Compact er i dag verdens største initiativ for næringslivets samfunnsansvar med over 12 000 medlemmer fra mer enn 145 land. Medlemmene deltar i en årlig rapportering om arbeidet med prinsippene. Resultatene offentliggjøres i en årlig «Global Corporate Sustainability Report».

OECDs retningslinjer for eierstyring og selskapsledelse

Disse retningslinjene omhandler i hovedsak grunnlaget for effektiv eierstyring og selskapsledelse, aksjonærenes rettigheter og nøkkelfunksjoner i eierskap, rimelig og rettferdig behandling av aksjonærer, åpenhet og innsyn, samt styrets ansvar og forpliktelser.

Prinsipper for god eierstyring og selskapsledelse («Corporate Governance»), kan beskrives som retningslinjer som klargjør rolledelingen mellom eierne, styret og ledelsen i selskapet.

Det pågår et revideringsarbeid av disse retningslinjene i OECD.

OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper

Statene som har sluttet seg til OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper er forpliktet til å fremme retningslinjene og etablere et såkalt nasjonalt kontaktpunkt. For selskaper uttrykker retningslinjene frivillige og ikke-rettslige anbefalinger om hvordan flernasjonale virksomheter forventes å utvise samfunnsansvar. Det er i prinsippet opp til den enkelte virksomhet å vurdere hvordan retningslinjene kan tas i bruk så langt det passer for den enkelte virksomhet. Retningslinjene ble endret i 2011, da det blant annet ble tatt inn et kapittel om menneskerettigheter. De gjeldende retningslinjene slår fast at bedriftene bør unngå å forårsake eller bidra til negativ påvirkning gjennom egen virksomhet eller gjennom forretningsrelasjoner. Videre gis det veiledning for hvordan selskaper bør følge opp sine leverandørkjeder. Retningslinjene anbefaler også at selskapene følger opp prinsippet om due diligence, som kan beskrives som at selskapene skal foreta aktsomhetsvurderinger, for å sikre at de lever opp til sitt ansvar. Arbeidstakerrettighetene er også styrket og oppdatert i henhold til ILOs trepartserklæring om grunnleggende prinsipper for multinasjonale selskaper og sosiale hensyn. Selskaper anbefales å legge seg på en føre-var-tilnærming på de fleste områder som dekkes av retningslinjene. Det pågår et arbeid i OECD for ytterligere å klargjøre hva retningslinjene innebærer og hvilke forventninger det i praksis er rimelig å stille til ulike aktører i finanssektoren.

Boks 4.2 (forts.)

Prinsipper for ansvarlig investeringsvirksomhet (PRI)

PRI («Principles for Responsible Investment») ble lansert i 2006 og støttes av FNs Environment Programme Finance Initiative (UNEP FI) og FNs Global Compact. Initiativet er rettet mot kapitaleiere, kapitalforvaltere og deres profesjonelle samarbeidspartnere. Prinsippene går blant annet ut på at en skal ta hensyn til miljø, samfunnsmessige forhold og selskapsstyring i forvaltningen og i eierskapsutøvelsen. Innarbeiding av slike hensyn vil også få følger for hvilken type informasjon investorer ber om å få fra selskaper og hva selskapene forventes å rapportere om. PRI har for tiden rundt 1 230 medlemmer, hvorav 270 kapitaleiere, 780 kapitalforvaltere og 180 finansielle tjenesteytere. Norges Bank bidro i utformingen av prinsippene. Finansdepartementet rapporterer til PRI om

arbeidet med prinsippene i forvaltningen av henholdsvis SPU og SPN blant annet basert på innspill fra Norges Bank og Folketrygdfondet. PRI-rapporteringen har de siste årene vært i endring, og i mars 2014 rapporterte departementet for første gang under den nye rapporteringsmodellen. Departementet har også bidratt i det forutgående arbeidet med en prøverapportering. Det har over noe tid pågått en gjennomgang av PRI sin ledelses- og styringsmodell og strukturering. Arbeidet er nå inne i slutfasen og det er blant annet foreslått en noe forenklet styringsmodell. Basert på arbeidet er det blant annet utarbeidet nye vedtekter. Medlemmene er blitt invitert til å komme med innspill under arbeidet som har pågått og departementet og forvalterne har fulgt de ulike prosessene. Det er også introduserte en ny finansieringsmodell og lagt frem en strategiplan for perioden 2015–2018.

Målet med investeringene i Statens pensjonsfond er å oppnå høyest mulig avkastning innenfor et moderat risikonivå. Med utgangspunkt i rollen som finansiell investor skal fondet være en ansvarlig investor. Departementet legger til grunn at god avkastning på lang sikt er avhengig av en bærekraftig utvikling i økonomisk, miljømessig og samfunnsmessig forstand og har i mandatene til henholdsvis Norges Bank og Folketrygdfondet stilt krav om at slike forhold skal integreres i forvaltningsvirksomheten.

Mandatene innebærer at arbeidet blant annet skal baseres på internasjonalt anerkjente standarder som FNs Global Compact, OECDs retningslinjer for eierstyring og selskapsledelse («OECD Principles of Corporate Governance») og OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper («OECD Guidelines for Multinational Enterprises»). Disse internasjonale standardene gir normer for god selskapsstyring, og stiller forventninger til god selskapspraksis i håndteringen av miljømessige og samfunnsmessige forhold, jf. boks 4.2.

I tråd med mandatene har Norges Bank og Folketrygdfondet nedfelt egne prinsipper for utøvelsen av ansvarlig forvaltningsvirksomhet og forventninger til selskapene.

Figur 4.30 viser utviklingen av strategien for ansvarlig forvaltningsvirksomhet i SPU over tid.

Etter Stortingets behandling av Meld. St. 19 (2013–2014) har departementet blant annet fastsatt nye retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra SPU, samt foretatt enkelte endringer i mandatet til Norges Bank. Endringene trådte i kraft 1. januar 2015 og er et resultat av et langsiktig arbeid med å styrke arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet i fondet, blant annet ved å tydeliggjøre målsettingen og etablere en kjede av virkemidler for dette arbeidet. De gjennomførte endringene er nærmere omtalt i kapittel 5.

Finansdepartementet offentliggjorde 4. april 2014 at en hadde opprettet en ekspertgruppe for å vurdere SPUs investeringer i kull- og petroleumselskaper og virkemiddelbruk knyttet til slike selskaper. Departementets vurderinger basert på gruppens rapport og mottatte høringsinnspill er omtalt i avsnitt 2.7.

Også for SPN er strategien for ansvarlig investeringsvirksomhet blitt utviklet over tid. Folketrygdfondet hadde tidligere ett sett prinsipper for eierskapsutøvelse og ett sett etiske prinsipper. For å bedre gjenspeile helheten i arbeidet valgte styret i 2011 å erstatte disse med et samlet sett av prinsipper for Folketrygdfondets ansvarlige investeringspraksis.

Strategien og virkemiddelbruken i den ansvarlige forvaltningsvirksomheten bygger



Figur 4.30 Utvikling av strategien for ansvarlig forvaltningsvirksomhet i SPU

Kilde: Finansdepartementet.

langt på vei på en felles plattform for SPU og SPN. Strategien og virkemiddelbruken i den ansvarlige forvaltningsvirksomheten i Norges Bank og Folketrygdfondet er nærmere omtalt i avsnittene 4.4.2 og 4.4.3. Observasjon og utelukkelse av selskaper er omtalt i avsnitt 4.4.4.

4.4.2 Ansvarlig forvaltningsvirksomhet i Statens pensjonsfond utland

Utgangspunktet for Norges Banks arbeid med ansvarlig forvaltningsvirksomhet følger av man-

datet fra Finansdepartementet samt retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra Statens pensjonsfond utland.

Av § 1-3 i mandatet framgår det at Norges Bank skal søke å oppnå høyest mulig avkastning, innenfor de rammer som følger av mandatet. Banken skal ikke være investert i selskaper som er utelukket etter bestemmelsene i retningslinjer for observasjon og utelukkelse. Videre skal Norges Bank integrere arbeidet med en ansvarlig forvaltningsvirksomhet i forvaltningen av SPU.

Kapittel 2 i mandatet omtaler de overordnede forventningene til arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet nærmere. Norges Bank skal søke å etablere en kjede av virkemidler i arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet og fastsette et bredt sett av prinsipper for dette arbeidet. Prinsippene skal legge til grunn at investeringene har en lang tidshorison, og at porteføljen skal være bredt plassert. Prinsippene skal baseres på hensynene til god selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold, i tråd med internasjonalt anerkjente standarder. Bidrag til forskning og utvikling av gode standarder samt miljørelaterte investeringer er også del av arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet.

Det følger av mandatet at prinsippene, og bruken av virkemidlene for å understøtte disse, skal offentliggjøres. Norges Bank la 5. februar 2015 for første gang fram en egen rapport om ansvarlig forvaltning. Rapporten viser at Norges Bank benytter en rekke virkemidler i sitt arbeid og at disse kan deles inn i tre områder: Standardsetting, eierskap og risikohåndtering. En nærmere redegjørelse for Norges Banks arbeid gis nedenfor.

Standardsetting

Innenfor arbeidet med standardsetting prioriterer Norges Bank brede internasjonale prinsipper og standarder, samt enkelte virksomhetsspesifikke standarder. Banken fremmer også forskning som er relevant for arbeidet med ansvarlig forvaltning. Banken har videre kontakt med regulerende myndigheter og deltar i konsultasjoner om nye regelverk.

Norges Bank støtter løpende utviklingen av utvalgte internasjonale standarder. I sin rapport om ansvarlig forvaltning fra 5. februar i år viser Norges Bank til at den arbeider med standarder som retter seg mot bransjer, virksomheter i utvalgte land, og andre utvalgte temaer. For eksempel har banken gjennom flere år arbeidet særskilt med å støtte standarder som kan fremme barns rettigheter, slik som UNICEFs prinsipper for barns rettigheter og næringsliv. Da FNs veiledende retningslinjer for næringsliv og menneskerettigheter ble etablert, skrev Norges Bank under på et investoropprop til støtte for retningslinjene.

I rapporten om ansvarlig forvaltning vises det til at Norges Bank i 2014 arbeidet særskilt med OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper og relevansen for finansiell sektor. Banken bidro blant annet under OECDs årlige konferanse om ansvarlig næringsliv. Banken leverte også

høringsinnspill til OECD i forbindelse med revisjonen av OECDs prinsipper for selskapsstyring. Norges Bank bidro videre under den årlige konferansen til Columbia University om bærekraft, der temaet var internasjonale standarder for bærekraftige direkteinvesteringer i andre land. Banken leverte også innspill til Climate Disclosure Standards Board (CDSB), som utvikler en standard for selskapers rapportering av klimarelatert risiko. I dette rammeverket er nå også risiko knyttet til vann og skog blitt integrert. Som finansiell investor og deltaker i markeder for verdipapirer påvirkes fondet av finansmarkedsregulering. Norges Bank publiserte i 2012 et diskusjonsnotat (#13–2012) med en analyse av grunnlaget for vel fungerende finansmarkeder og årsaken til at slike markeder er viktige for å nå langsiktige mål i forvaltningen av fondet. I 2014 arbeidet banken blant annet med flere av forslagene om ny finansmarkedsregulering fra European Securities Markets Authority (ESMA). Norges Bank bidro totalt med ni innspill knyttet til internasjonale standarder og markedsreguleringer i 2014. Innspillene er offentliggjort på bankens nettsider.

Norges Bank deltar i ulike samarbeidsforum og investorinitiativer. I 2014 ble Norges Bank medlem av skogprogrammet i CDP. Informasjon banken får tilgang til ved hjelp av initiativer som CDP, benyttes i forvaltningen av fondet. Norges Bank leverte i 2014 et innspill til Corporate Governance Network (ICGN) sine reviderte retningslinjer for selskapsstyring.

Norges Bank framhever forskning som et særskilt nyttig virkemiddel innen områder der det er mange uavklarte spørsmål, som sammenhengen mellom bærekraft og lønnsom forretningsdrift. I 2014 startet banken blant annet et forskningsprosjekt med Columbia University og andre akademiske institusjoner. Prosjektet ser på hvordan bærekraft og ansvarlighet kan virke inn på selskapers lønnsomhet og skal utvikle et statistisk modelleringsverktøy for å vurdere slik risiko og de finansielle konsekvensene av dette. Prosjektet tar i hovedsak for seg gull- og koppergruvedrift.

Eierskapet

Virkemidlene Norges Bank har i eierskapsutøvelsen er stemmegivning på generalforsamlinger, fremming av aksjonærforslag og deltakelse i styrende organer, dialog med selskaper og kontakt med styrene. I eierskapsutøvelsen tar banken utgangspunkt i at ansvaret for et selskaps forretningsstrategi og drift er lagt til styret og ledelsen. Oppfølging av selskaper der fondet har de største

beholdningene prioriteres, ettersom disse beholdningene har størst betydning for fondets avkastning og risiko.

Banken skriver i rapporten om ansvarlig forvaltning for 2014 at stemmegivning er en av de viktigste formelle mulighetene investorer har til å uttrykke synspunkter, støtte eller holde selskapsstyrer ansvarlige og til å påvirke selskapene. Banken har etablert et sett med stemmeprinsipper som danner grunnlag for stemmegivningen. Disse reflekterer prioriteringer i OECDs prinsipper. Prinsippene bidrar til konsistent stemmegiving og at stemmegivingen er i tråd med fondets langsiktige strategi. Norges Bank stemte i 2014 på 105 228 forslag på 10 519 generalforsamlinger. 97 pst. av forslagene ble fremmet av selskapene, mens 3 pst. ble fremmet av aksjonærene. Ettersom styret har en sentral rolle for selskapets verdiskaping og langsiktige strategi, har banken særlig stor oppmerksomhet rettet mot valg av styreleder og styrets sammensetning. Fra og med tredje kvartal 2013 blir stemmegivningen publisert på nettsidene til Norges Bank dagen etter at stemmen er avgitt. Banken opplyste i 2014 at den i utvalgte selskaper vil offentliggjøre sine stemmeintensjoner i forkant av generalforsamlingene. Norges Bank skriver i rapporten om ansvarlig forvaltning at den vil gjøre dette for selskapene der den mener forhåndsannonsering kan påvirke utfallet og at den vil starte med dette i 2015.

Norges Bank prioriterer også å delta i enkelte nominasjonsprosesser gjennom å være med i valgkomiteer eller ha direkte dialog med styrets leder.

I 2013 etablerte Norges Bank et rådgivende utvalg for eierskapsarbeid for å styrke den langsiktige eierskapsutøvelsen. Utvalget vurderte flere temaer i 2014, blant annet om eierskapsprinsipper og interne retningslinjer og prosedyrer for bankens eierskapsutøvelse, samt vedrørende stemmegiving og selskapsdialog.

I rapporten om ansvarlig forvaltning er det vist til at det i løpet av 2014 ble avholdt mer enn 2 500 møter mellom representanter for fondet og selskapenes ledelse og spesialister i selskapet. Det er styret og ledelsen som har ansvaret for et selskapsstrategi og drift. Banken viser i sin rapport til at de viktigste kontaktpunktene for banken som aksjonær er styreleder og styrerepresentanter. Norges Bank oppfordrer selskapene til å være åpne i sin offentlige kommunikasjon. I møtene med selskapene adresserte Norges Bank selskapenes planer, strategier og økonomiske stilling, inkludert spørsmål knyttet til selskapsstyring, miljø og samfunnsmessige forhold. Det er i rapporten vist til at prioriteringene av selskaper normalt gjøres på basis

av investeringens verdi, eierandel, utvalgte temaer og særskilte selskapsesifikke utfordringer. I 2014 prioriterte banken også dialog med selskaper som det anser som bransjeledende og med selskaper der driften har skapt utfordringer i lokalmiljøet. I løpet av året hadde banken blant annet fokus på hovedtemaene aksjonærrettigheter, styresammensetning og rapportering av karbonutslipp og andre bærekraftselementer i selskapsdialogen.

Finansdepartementet besluttet i oktober 2013 å be Norges Bank gjennom eierskapsutøvelsen å ta opp miljømessige konsekvenser av gruvedrift med selskapet AngloGold Ashanti. I 2014 møtte Norges Bank representanter fra ledelsen i selskapet ved flere anledninger. Banken har rapportert om at AngloGold Ashanti i 2014 har begynt å modernisere deler av driften ved Obuasi-gruven. Arbeidet har en lang tidshorison. Departementet ba også om at de miljømessige forholdene i Nigerdeltaet inkluderes i eierskapsarbeidet med Royal Dutch Shell og Eni. I løpet av året har Norges Bank møtt representanter fra selskapene ved flere anledninger. Banken er blitt informert om videre framdrift i arbeidet og hvordan dette skal måles. Arbeidet har en lang tidshorison. Royal Dutch Shell har i løpet av 2014 annonsert salg av landbasert virksomhet i Nigerdeltaet ut fra kommersielle og sikkerhetsmessige hensyn.

Risikohåndteringen

I rapporten om ansvarlig forvaltning viser Norges Bank til at den i 2014 videreutviklet sitt arbeid med risikoovervåking av selskaper i porteføljen. Internasjonale standarder, slik som OECDs retningslinjer for flernasjonale selskaper, har vært nyttig for utviklingen av bankens risikorammeverk. Bankens risikobaserte tilnærming innebærer at den foretar overordnede og mer generelle vurderinger for deretter å se på enkelte forhold mer inngående. Det ses etter forhold som kan ha en vesentlig innvirkning på et enkelt selskap eller fondets samlede investeringer. Norges Bank må gjøre prioriteringer for at eierskapsarbeidet og risikohåndteringen skal ha best mulig effekt. En del av fondets investeringsstrategi er å spre investeringene bredt på selskaper, sektorer og land. Norges Bank eier aksjer i mer enn 9 000 selskaper i tilsammen 75 land. Banken konsentrerer seg om selskaper der fondet har størst investeringer målt i markedsverdi og selskaper som opererer i særskilt utsatte sektorer. Selv om eierandelene er relativt lave i gjennomsnitt, er likevel fondet blant de største aksjonærene i mange selskaper.

Norges Bank skriver i sin årsrapport om forvaltningen av SPU og rapporten om ansvarlig forvaltning at den analyserer risiko knyttet til land, markeder og selskaper, inkludert risikovurderinger av problemstillinger vedrørende selskapsstyring og miljømessige og samfunnsmessige forhold.

Når Norges Bank analyserer landrisiko vurderes blant annet risiko for voldelige konflikter, brudd på menneskerettigheter og politisk terror. Videre vurderes rettssystemet, beskyttelse av eiendomsrett og korrupsjonsrisiko. Ettersom banken har økt investeringene i framvoksende markeder, legges det særlig vekt på å analysere nye markeder.

Som del av ni sektoranalyser analyserte banken i løpet av 2014 totalt 481 selskaper. I tre av ni sektoranalyser vurderte Norges Bank deler av gruvesektoren. Det gjaldt kullgruveselskaper, og utvinning av gull, platina og andre edelmetaller og generell gruvevirksomhet. Analysene så særskilt på vurderinger av miljømessige sider ved driften. Miljømessige og samfunnsmessige utfordringer kan være knyttet til spesifikke gruver, og det kan også være systematisk risiko knyttet til særskilte geografiske områder. I løpet av året så banken også nærmere på sementproduksjon og utfordringer knyttet til klimagassutslipp. Gjennom to sektoranalyser så banken på klimarisiko knyttet til elektrisitetsproduksjon og oljesand. Videre utarbeidet banken en sektoranalyse av papirproduksjon der det ble sett spesielt på bærekraftig skogdrift og sertifiseringsordninger.

I 2014 utarbeidet banken også 135 selskapsrapporter med vurdering av miljømessige og/eller samfunnsmessige forhold.

Norges Bank har videre et langsiktig risikoanalysearbeid innenfor de definerte fokusområdene. Banken arbeider med mulig finansiell risiko knyttet til klimaendringer og bruk av vannressurser. Banken måler videre selskapenes rapportering og arbeid med barns rettigheter.

For bedre å forstå fondets klimarisiko, har banken i 2014 beregnet klimagassutslipp fra selskapene i aksjeporteføljen. Høye utslippstall på selskapsnivå kan gi opphav til klimarisiko, blant annet gjennom fremtidige regulatoriske endringer eller teknologisk utvikling. Banken mener at et godt utgangspunkt er å kjenne til klimagassutslipp målt i forhold til selskapenes størrelse. Bankens analyser bygger på utstrakt bruk av modellering fra leverandører, i og med at ikke alle selskaper rapporterer tilstrekkelig standardiserte data.

I løpet av året gjorde Norges Bank tilpasninger i fondets aksjeportefølje, som bidro til å

reduere fondets samlede utslippsintensitet. Bankens målinger viser at den samlede utslippsintensiteten etter dette er lavere i aksjeporteføljen enn i referanseindeksen for aksjer. Mange usikkerhetsmomenter, som forskjeller i metode og uklare datagrunnlag, gjør at resultatene ikke gir et fullgodt bilde av klimarisikoen på lang sikt knyttet til selskaper og sektorer. Norges Bank vil fortsette arbeidet med å bedre sin forståelse av fondets finansielle risiko som følge av klimaendringer i 2015, jf. avsnitt 2.8. Det er etter bankens vurdering behov for ytterligere analyser og støtte til forskning om klimarisiko på både selskaps- og sektornivå og for finansmarkedene som helhet.

Gjennom de særskilte miljørelaterte investeringsmandatene har Norges Bank siden 2009 opprettet interne og eksterne forvaltningsmandater som er rettet mot selskaper som bidrar til å redusere miljøproblemer. Disse mandatene er nærmere omtalt i avsnitt 2.6 og 4.1.6. Norges Bank har så langt i hovedsak investert i børsnoterte selskaper. I 2014 etablerte banken et særskilt mandat for å investere i grønne obligasjoner.

I tillegg til å prioritere ut fra hvor eierskapsarbeidet og risikohåndteringen kan ha størst effekt for den samlede porteføljen, har Norges Bank valgt ut særskilte fokusområder innen miljømessige og samfunnsmessige forhold:

- barns rettigheter
- klimaendringer
- vannforvaltning

I sitt strategidokument for 2014–2016 har banken uttalt at det kan komme til ytterligere fokusområder mot slutten av strategiperioden.

For hvert av disse fokusområdene har Norges Bank formulert forventninger til hvordan selskaper kan håndtere risiko og rapportere om sine aktiviteter. Banken publiserte 13. mars 2015 et oppdatert forventningsdokument som blant annet konkretiserer forventningene til selskapers styrer på klimaområdet.

Hvert år vurderer banken om en rekke selskaper har retningslinjer, strategier, virksomhetsplaner og rapporter som indikerer om de er godt rustet til å håndtere slik risiko. Funnene blir benyttet som grunnlag for kontakt med selskaper som har manglende eller svak rapportering. Dialogen følger en prosess der banken i første omgang kontakter selskapets styreleder og ber om et formelt svar innen en viss tidsperiode. Dersom Norges Bank ikke mottar svar eller svaret er ufullstendig, vil den følge opp videre. Dersom forventningene

ikke oppfylles kan banken i siste instans stemme imot gjenvalg av styremedlemmer. Vurderingene rettes mot utvalgte sektorer som banken mener det er spesielt relevante å se på. Norges Bank foretok i 2014 931 selskapsvurderinger, som samlet utgjorde 25 pst. av aksjeporteføljens markedsverdi.

I noen tilfeller følges risikoovervåkingen opp med selskapskontakt eller gjennom tilpasninger i porteføljen, såkalte nedslag. Norges Bank har de siste årene gjennomført risikobaserte tilpasninger av porteføljen, basert på en finansiell helhetsvurdering av risiko, der miljø- og samfunnsmessige forhold inngår. Denne typen nedslag trekker på fondets ramme for relativ volatilitet i og med at disse selskapene i stor grad inngår i referanseindeksen fastsatt av departementet. Norges Bank viser i sin rapport om ansvarlig forvaltning til at den vurderer geografisk eksponering, hvilke sektorer som er mest relevante og om en aktivitet utgjør hoveddelen av et selskaps samlede virksomhet. Banken forsøker å identifisere forhold som påvirker forretningsmessig utvikling i de ulike sektorene. For eksempel gjennomførte banken i 2012 en risikovurdering knyttet til klimændringer som følge av tropisk avskoging. På bakgrunn av dette solgte banken seg blant annet ut av 23 selskaper som etter bankens vurdering ikke produserte palmeolje på en bærekraftig måte. I 2013 gjennomførte banken en risikovurdering av sektorer hvor miljøutfordringene er særlig store, og på bakgrunn av dette arbeidet solgte banken seg blant annet ut av 27 gruveselskaper. I 2014 solgte banken seg ut av 49 selskaper innen oljesand, kullgruvevirksomhet, kraftproduksjon, sementproduksjon og generell gruvedrift og utvinning av edelmetall.

4.4.3 Ansvarlig forvaltningsvirksomhet i Statens pensjonsfond Norge

Styret i Folketrygdfondet har fastsatt prinsipper for ansvarlig investeringspraksis som bygger på «Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse» (NUES), PRI og OECDs prinsipper for eierstyring og selskapsledelse. Prinsippene gir overordnede rammer for hvordan Folketrygdfondet arbeider med spørsmål knyttet til miljø, samfunnsmessige forhold og selskapsstyring som et ledd i å nå målet om høyest mulig avkastning over tid. Folketrygdfondet har blant annet publisert prinsipper for ansvarlig investeringspraksis og redegjort for sin eierskapsutøvelse på sine hjemmesider.

Satsingsområder i eierskapsarbeidet

Aktiv oppfølging av selskapene bidrar etter Folkestrygdfondets syn både til lavere risiko og god verdiutvikling i porteføljen over tid. Som finansiell investor engasjerer Folketrygdfondet seg i sentrale eierspørsmål som kapitalstruktur og strategi, styresammensetning, lederlønn, god selskapsstyring og rapportering og åpenhet. For å sikre aksjonærverdier ser Folketrygdfondet det også som viktig å følge opp selskapenes lederlønnspolitikk.

I tråd med mandatet for SPN stiller Folketrygdfondet krav til selskapsstyring og selskapenes håndtering av miljø og samfunnsmessige forhold. For å tydeliggjøre sine forventninger har Folketrygdfondet utarbeidet veiledende dokumenter for selskapenes arbeid med lederlønsordninger, finansielle mål og kapitalstruktur, menneskerettigheter og arbeidstakerrettigheter, miljø og anti-korrupsjon. Veiledningene skal bidra til å vise hvilke retningslinjer Folketrygdfondet forventer at selskapene har, og hvordan det forventes at selskapene følger opp og rapporterer innenfor hvert område.

Veiledningene er forankret i Folketrygdfondets prinsipper for ansvarlig investeringspraksis og bygger på FNs Global Compact og NUES.

Integrering av hensyn til god selskapsstyring, miljø- og samfunnsmessige forhold

Folketrygdfondets prinsipper for ansvarlig investeringspraksis gjelder for alle fondets investeringer. Det benyttes imidlertid ulike metoder i oppfølgingen av de ulike delporteføljene. I 2012 utarbeidet Folketrygdfondet dokumentet «Folketrygdfondets eierskapsutøvelse» som viser hvordan fondet utøver sitt eierskap i norsk og nordisk næringsliv. Dokumentet er tilgjengelig på Folketrygdfondets nettsider.

Folketrygdfondet har integrert arbeidet med ansvarlig investeringspraksis både i investeringsvirksomheten og i eieroppfølgingen av selskapene. For 2014 utga Folketrygdfondet en eierrapport som en integrert del av sin årsrapport.

Som en hjelp til å håndtere risiko forbundet med miljø-, samfunnsmessige forhold og selskapsstyring (såkalte ESG-spørsmål), har Folketrygdfondet i flere år utarbeidet ESG-analyser for alle norske selskaper i aksjeporteføljen. Fondet har i tillegg tilgang til ESG-analyser utarbeidet av ekstern tjenesteleverandør for en del norske selskaper og for alle nordiske selskaper. Analysene

danner grunnlag for individuell oppfølging av selskapene.

Med bakgrunn i en totalvurdering av ESG for norske selskaper, har Folketrygdfondet definert noen fokusområder det arbeides særskilt med. I 2014 valgte Folketrygdfondet å prioritere arbeidet med selskapenes finansielle mål og kapitalstruktur, klimagassutslipp og tilknyttet rapportering, utfordringer knyttet til bærekraft i fiskeoppdrett og selskapers arbeid mot korrupsjon.

I forvaltningen av norske aksjer legger Folketrygdfondet vekt på å ha en konstruktiv dialog om samfunnsansvar og tar opp aktuelle problemstillinger knyttet til miljø- og samfunnsmessige forhold med selskapene. Gjennom dialog med selskapene kan Folketrygdfondet følge opp selskapenes håndtering av aktuelle utfordringer, og ved behov også søke å påvirke selskapet i en retning som anses forenlig med Folketrygdfondets prinsipper. I det norske aksjemarkedet har Folketrygdfondet løpende møter og kontakt med ledelsen i selskapene, og med styreleder i saker som hører inn under styrets ansvar. I fondets årsrapport for 2014 opplyser Folketrygdfondet at de det siste året har hatt dialog med 40 selskaper i Norge om sentrale eierspørsmål og konkrete hendelser. Dette kommer i tillegg til den løpende kontakten fondet har med selskapene som en del av den daglige forvaltningen. Det innebærer en relativt markant økning fra 2013 i antall selskaper der fondet har hatt en dialog om eierspørsmål og gjenspeiler fondets styrkede satsing på å ta opp finansielle mål og kapitalstruktur i dialog med selskapenes ledelse.

CO₂-analyse av porteføljen

Folketrygdfondet arbeider med å få informasjon knyttet til klimarisiko bedre integrert i forvaltningsarbeidet. CO₂-analyse av investeringsporteføljen er en måte å gjøre dette på. Folketrygdfondet bruker informasjon fra slike analyser som et bidrag til selskapsanalysene og i dialog med de enkelte selskapene. Gjennom dialog vil fondet forsikre seg om at selskapene er bevisst sin egen klimarisiko og har en strategi og tiltak for å håndtere denne risikoen.

Ansvarlig forvaltningsvirksomhet i renteporteføljen og for nordiske aksjer

I løpet av de siste årene har Folketrygdfondet videreutviklet praksisen knyttet til ansvarlig forvaltningsvirksomhet for renteporteføljen og for nordiske selskaper i aksjeporteføljen. Dette omfat-

ter inngåelse av avtale med ekstern tjenesteleverandør om overvåking av porteføljen og hjelp til å utarbeide analyser og gå i dialog med selskapene dersom det avdekkes hendelser som må følges opp. Det innebærer at alle Folketrygdfondets investeringer nå er gjenstand for løpende overvåking. I fondets årsrapport for 2014 opplyser Folketrygdfondet at den eksterne tjenesteleverandøren i løpet av året har gjennomført dialog med seks nordiske selskaper om blant annet menneskerettigheter, arbeidstakerrettigheter og miljø.

I tillegg til løpende overvåking av utstederne i renteporteføljen, uttaler Folketrygdfondet at de har som mål ytterligere å integrere ESG-analyser i den løpende kredittvurderingen. Folketrygdfondet mener at måten en utsteder håndterer miljø- og samfunnsmessige forhold på, sier noe om kredittrisikoen. Dersom en slik tilnærming blir mer alminnelig blant investorene, kan dette over tid få betydning for selskapenes finansieringskostnad.

For investeringer i aksjer og obligasjoner utstedt av nordiske selskaper, skal eventuelle beslutninger om utelukkelse av nordiske selskaper på bakgrunn av tilrådinger fra Etikkrådet for SPU også skal gjøres gjeldene for verdipapirer eid av Folketrygdfondet, jf. avsnitt 5.3.

Generalforsamlinger og valgkomitéer

Folketrygdfondet stemmer på generalforsamlingene i samtlige selskaper der det er aksjonær. Det innebærer at Folketrygdfondet totalt har stemt på 48 ordinære generalforsamlinger og 8 ekstraordinære generalforsamlinger i selskaper notert på Oslo Børs i 2014. Folketrygdfondet stemte i perioden mot 10 forslag på generalforsamlingene fra styrene i fire forskjellige selskaper. Forslagene gjaldt blant annet lederlønn og opsjonsprogrammer.

For nordiske selskaper har Folketrygdfondet avgitt stemmer på til sammen 108 generalforsamlinger i 2014, samtlige ved fullmakt med stemmeinstruks. I Norden har Folketrygdfondet stemt mot, eller avstått fra og stemme, for tilsammen 33 forslag fra styrene i selskapene. Forslagene gjaldt blant annet lederlønn og styrehonorarer.

Folketrygdfondet legger vekt på at valgkomiteenes arbeid med å sette sammen kompetente styrever er av stor betydning. Folketrygdfondet er selv representert i seks valgkomiteer i norske selskaper. I tillegg deltar fondet i fire bedriftsforsamlinger og tre representantskap.

Folketrygdfondet rapporterer årlig om sin utøvelse av eierrettigheter i fondets årsrapport.

Både forklaringer på stemmegivingen og eierrapporteringen er tilgjengelige på Folketrygdfondets nettsider (www.ftf.no).

Bransjesamarbeid og samarbeid med andre investorer

Som en del av arbeidet med ansvarlig forvaltningspraksis deltar Folketrygdfondet i flere samarbeidsprosjekter og initiativer.

Folketrygdfondet har siden 2008 vært tilsluttet de FN-støttede prinsippene for ansvarlige investeringer (PRI). Folketrygdfondet deltar også i CDP (tidligere kjent som Carbon Disclosure Project), som årlig utarbeider en spørreundersøkelse om bedrifters klimagassutslipp. Informasjon samlet inn gjennom CDP blir innarbeidet i Folketrygdfondets selskapsanalyser og brukt i eieroppfølgingen.

Folketrygdfondet er en aktiv deltaker i Styreinstitutet, Norske Finansanalytikerers Forening og Eierforum. Folketrygdfondet har videre vært en av initiativtakerne til og et aktivt medlem av Norsif, Norsk forum for ansvarlige og bærekraftige investeringer, som er en forening for kapital-eiere, forvaltere, tjenestetilbydere og bransjeorganisasjoner som har aktivitet i Norge. Norsif har mange internasjonale søsterorganisasjoner, blant annet i de skandinaviske landene. Som faglig forum skal Norsif fremme kunnskap om og bidra til utviklingen av fagområdet ansvarlige investeringer.

4.4.4 Observasjon og utelukkelse av selskaper

Etter retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra Statens pensjonsfond utland skal selskaper utelukkes dersom de produserer visse produkter eller selger våpen til bestemte stater. Selskaper kan også utelukkes dersom det foreligger en uakseptabel risiko for at de medvirker til eller selv er ansvarlige for grovt uetisk aktivitet. Selskaper kan settes til observasjon hvis det er tvil om vilkårene for utelukkelse er oppfylt, om utviklingen framover i tid eller der det av andre årsaker finnes hensiktsmessig. Kriteriene for produktbasert og atferdsbasert utelukkelse er tilgjengelige på departementets nettsider, mens en oversikt over selskapene som er utelukket eller satt til observasjon på grunnlag av disse kriteriene, er tilgjengelige på Norges Banks nettsider.

Ved utgangen av februar i år var totalt 60 selskaper utelukket og ett selskap satt til observasjon. Det er siden forrige melding til Stortinget om forvaltningen av Statens pensjonsfond avsluttet observasjon for ett selskap, mens ett selskap er

tatt inn igjen i investeringsuniverset etter råd fra Etikkrådet. Videre er 10 tilrådinger i tilsammen 8 saker der det ikke er fattet noen endelig beslutning om observasjon eller utelukkelse, offentliggjort på Etikkrådets nettsider. I to av disse sakene, trakk Etikkrådet tilbake tidligere tilrådinger fordi grunnlaget for opprinnelige tilrådte utelukkelse ble endret mens saken var til behandling i Finansdepartementet.

Seks av sakene falt inn under overgangsbestemmelsen i § 12 bokstav b i de nye retningslinjene for observasjon og utelukkelse fra SPU, nærmere omtalt under avsnitt 5.2.

Departementet har, etter råd fra Etikkrådet om observasjon eller utelukkelse, tidligere bestemt at Norges Bank skal følge opp tre selskaper gjennom eierskapsutøvelse, jf. avsnitt 4.4.2.

Produktbasert utelukkelse

Retningslinjene fastslår at fondets midler ikke skal investeres i selskaper som selv eller gjennom enheter det kontrollerer:

- Produserer våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper,
- produserer tobakk, eller
- selger våpen eller militært materiell til stater som er omfattet av ordningen for statsobligasjonsunntak omtalt i mandatet for forvaltningen av SPU § 3-1 annet ledd bokstav c.

I Revidert nasjonalbudsjett 2004 ble det gitt en uttømmende liste over våpen som inngår i de produktbaserte utelukkelseskriteriene. Listen omfatter kjemiske våpen, biologiske våpen, antipersonellminer, udetekterbare fragmenter, brannvåpen, blindende laservåpen, klasevåpen og kjernevåpen. Fondet skal ikke investeres i selskaper som utvikler eller produserer sentrale komponenter til denne typen våpen.

Kriteriet for å utelukke selskaper som produserer tobakk, er begrenset til selve tobakksproduktet og omfatter ikke tilhørende produkter som filter og smakstilsetninger eller salg av tobakksprodukter. Alle selskaper som selv eller gjennom enheter de kontrollerer dyrker tobakksplanter eller bearbeider tobakk fram til sluttproduktet, skal utelukkes.

Det følger av mandatet fra Finansdepartementet til Norges Bank at SPU i visse tilfeller kan avskjæres fra å investere i rentebærende instrumenter utstedt av stater. SPU er ikke et utenrikspolitisk instrument, og det er kun i særskilte situasjoner der det er rettet omfattende internasjonale

sanksjoner eller tiltak som Norge har sluttet opp om, at det er slike begrensninger på investeringer i statsobligasjoner. Retningslinjer for observasjon og utelukkelse § 2 første ledd bokstav c fastslår at fondets midler ikke skal være investert i selskaper som «selger våpen eller militært materiell til stater som er omfattet av ordningen for statsobligasjonsunntak omtalt i mandatet for forvaltningen av SPU § 3-1 annet ledd bokstav c.» Statsobligasjonsunntaket ble innført i 2010 og gjelder for tiden Nord-Korea, Syria og Iran. Etikkrådet har så langt ikke identifisert noen selskaper som selger våpen eller militært materiell til disse statene. Da Myanmar tidligere var inkludert på denne listen, var ett selskap utelukket. Denne utelukkelsen er senere blitt reversert.

Etikkrådet benytter et eksternt konsulentfirma som løpende overvåker selskapene i fondets portefølje og de selskapene som er utelukket fra fondet for produksjon i strid med retningslinjene. Etikkrådet samarbeider i tillegg med andre finansinstitusjoner om et konsulentoppdrag for å kartlegge selskaper som produserer klasevåpen.

Normalt vil Etikkrådet kontakte selskaper hvis det er grunn til å tro at de har produksjon som er i strid med fondets retningslinjer. Dersom selskaper bekrefter rådets opplysninger, avgir rådet en tilråding om å utelukke selskapet. Selskaper som ikke besvarer henvendelsen, blir anbefalt utelukket hvis Etikkrådets dokumentasjon viser at selskapene med stor sannsynlighet har produkter som omfattes av utelukkelseskriteriene. Ved å følge denne prosedyren sikter rådet mot å oppnå en rimelig grad av sikkerhet for at selskaper som produserer produkter i strid med retningslinjene blir utelukket fra fondet. Det er likevel ingen garanti for at alle selskaper til enhver tid blir fanget opp av rådets overvåkingssystem.

39 selskaper er utelukket fra fondet på grunnlag av de produktbaserte kriteriene. Av disse er 18 selskaper utelukket som følge av produksjon av våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper, mens 21 selskaper er utelukket fordi de produserer tobakk. Ingen selskaper er utelukket grunnet salg av våpen eller militært materiell til stater som er omfattet av ordningen for statsobligasjonsunntaket.

Atferdsbasert utelukkelse

Et selskap kan utelukkes fra fondet hvis det er en uakseptabel risiko for at selskapet medvirker til eller selv er ansvarlig for:

- Grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene, som for eksempel drap, tortur, frihetsberøvelse, tvangsarbeid, de verste former for barnearbeid,
- alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner,
- alvorlig miljøskade,
- grov korrupsjon, eller
- andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer.

Etikkrådet skriver i sin årsmelding for 2014 at det identifiserer selskaper som bør vurderes ved nyhetsovervåking, henvendelser fra interessegrupper, og systematiske gjennomganger av problemområder. Rådet benytter blant annet et eksternt konsulentfirma som løpende identifiserer nyheter på mange språk om selskapene i porteføljen. Rådet innhenter informasjon fra forskningsmiljøer, internasjonale og nasjonale organisasjoner mm. og setter ut konsulentoppdrag. Etikkrådet mottar og vurderer også henvendelser fra personer og organisasjoner som ber rådet vurdere selskaper eller problemstillinger.

Etikkrådet studerer videre enkelte problemstillinger eller sektorer der det etter rådets vurdering er særlig sannsynlig at selskaper kan ha virksomhet i strid med retningslinjene. Slike sektorstudier starter normalt med at rådet engasjerer en ekspert på området for å kartlegge alle selskaper i porteføljen med en viss type virksomhet og samle informasjon om de selskapene som kan ha virksomhet i strid med retningslinjene. På grunnlag av konsulentrapporten vurderer rådet hvilke selskaper det bør se nærmere på. Det skjer blant annet ut fra omfang og alvor av normbruddene, selskapenes tilknytning til normbruddene og sannsynligheten for framtidige normbrudd.

Blant sakene som kommer fram gjennom nyhetssøk, henvendelser og sektorstudier, velger Etikkrådet ut de tilfellene som synes å være mest alvorlige for videre undersøkelser. Etikkrådet legger blant annet vekt på hvor grovt normbruddet er, om et selskap beskyldes for flere uetiske forhold, om det er sannsynlig at normbrudd vil fortsette, og om det er mulig å dokumentere de forholdene som selskapet er anklaget for. Hensikten er å identifisere selskaper der det er en uakseptabel risiko for at brudd på de etiske retningslinjene pågår, og at slike brudd vil fortsette framover.

I arbeidet med å dokumentere påståtte normbrudd benytter Etikkrådet i stor grad konsulent-selskaper, forskere og frivillige organisasjoner i det landet der de påståtte normbruddene finner

sted. Slike oppdrag kan for eksempel omfatte feltarbeid og innhenting og vurdering av informasjon og dokumentasjon som underbygger påståtte normbrudd.

Etikkrådet har siden 2010 gjennomgått SPUs investeringer i selskaper som er involvert i flere typer virksomhet som kan forårsake alvorlige miljøproblemer. I 2014 har Etikkrådet videreført dette arbeidet blant annet på følgende områder: Ulovlig hogst og annen særlig ødeleggende hogst, ulovlig fiske og annen særlig ødeleggende fiskeaktivitet samt virksomhet med omfattende konsekvenser på særlig verdifulle verneområder. Rådet har avsluttet studiene av svært ødeleggende damprosjekter og urangruver. Rådet vil likevel fortsette å se på enkeltelskaper i disse kategoriene.

Etikkrådet undersøker og overvåker kontinuerlig brudd på utelukkelseskriteriene i retningslinjene. Etikkrådet har i 2014 vurdert flere selskaper som er anklaget for medvirkning til menneskerettighetsbrudd innenfor naturressursutvinning, jordbruk, matvareproduksjon og tekstilproduksjon. Rådet har særlig fokusert på tvangsarbeid og de verste former for barnarbeid i selskaper med virksomhet i Asia som bruker fisk som råvare i produksjonen, eller som kjøper bomull, garn, stoff eller klær.

Under korrupsjonskriteriet ser Etikkrådet særlig på selskaper som har virksomhet i bransjer og land som ifølge internasjonale rangeringer er særlig utsatt for korrupsjon. Selskaper der det finnes troverdige beskyldninger om grov korrupsjon, blir undersøkt nærmere. I 2014 avsluttet Etikkrådet en sektorstudie i bygg- og anleggsbransjen og igangsatte nye sektorstudier i olje- og gassbransjen og i forsvarsindustrien. I tillegg ble det i 2014 igangsatt undersøkelser av enkeltelskaper hvor informasjon om grov korrupsjon har kommet fram gjennom den løpende nyhetsrapporteringen.

Etikkrådet kontakter selskaper på et tidlig stadium i utredningen av sakene. Selskapene bes om å besvare spørsmål eller sende rådet konkrete dokumenter. I 2014 kontaktet Etikkrådet 39 selskaper. Tidvis ber selskaper om å få møte rådet. I 2014 møtte rådet 18 selskaper. Etikkrådet legger vekt på å få informasjon direkte fra selskaper, men avgir også tilrådinger om selskaper som ikke besvarer rådets henvendelser.

I alt er 21 selskaper utelukket fra SPU etter disse kriteriene, og av disse er 13 selskaper utelukket fordi de anses å forårsake grov miljøskade. Tre av selskapene er utelukket på grunnlag av medvirkning til grove eller systematiske krenkelsers av menneskerettighetene, mens to selskaper er utelukket på grunnlag av andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer, og tre er utelukket på grunnlag av alvorlige krenkelsers av individets rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner.

Observasjon

Ett selskap er satt til observasjon under kriteriet grov korrupsjon. I observasjonsperioden følger Etikkrådet blant annet med på hvordan selskapet utvikler sine systemer for å hindre korrupsjon, hvordan selskapet håndterer etterforskning av korrupsjonshendelser som ligger tilbake i tid, og om det dukker opp påstander om nye tilfeller av korrupsjon. Ett selskap har i to år stått til lukket observasjon under krig- og konfliktkriteriet, men ble i 2014 tatt av observasjonslisten.

Etikkrådet vil framover informere Norges Bank årlig om status for selskapene som er satt til observasjon og avgi ny tilråding om selskapene etter at observasjonsperioden er sluttført.

5 Videreutvikling av rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond

5.1 Innledning

Finansdepartementet er i lov om Statens pensjonsfond gitt ansvaret for forvaltningen av Statens pensjonsfond. Fondet består av Statens pensjonsfond utland (SPU) og Statens pensjonsfond Norge (SPN). Den operasjonelle forvaltningen av de to delene av fondet ivaretas av henholdsvis Norges Bank og Folketrygdfondet. Forvaltningen er regulert i mandater fastsatt av departementet. Mandatene inneholder bestemmelser om referanseindekser, plasseringsrammer, ansvarlig forvaltningsvirksomhet, risikostyring og rapportering. Departementets regulering av forvaltningen av Statens pensjonsfond er rammepreget og prinsippbasert, og forutsetter at Norges Bank og Folketrygdfondet fastsetter mer detaljerte interne regler.

Rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond bygger på en klar ansvars- og rolledeling både mellom eier og forvalter, og mellom de ulike organene som fører tilsyn og kontroll med fondet. I tidligere meldinger til Stortinget om forvaltningen av Statens pensjonsfond er det gjort nærmere rede for dette rammeverket, jf. Meld. St. 27 (2012–2013) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2012.

Departementet arbeider løpende med å videreutvikle rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond. Det legges vekt på at rammeverket skal være tilpasset investeringsstrategien, og på at styringsstruktur og regulering er i tråd med ledende praksis internasjonalt.

Det samlede rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond er tilgjengelig på departementets nettsider. Utfyllende regler om forvaltningen fastsatt av hovedstyret i Norges Bank og styret i Folketrygdfondet er tilgjengelige på forvalternes respektive nettsider (www.nbim.no og www.ftf.no).

5.2 Endringer i rammeverket for ansvarlig forvaltningsvirksomhet for Statens pensjonsfond utland

5.2.1 Innledning

I dette avsnittet gjøres det rede for departementets oppfølging av Stortingets behandling av planene for endringer i rammeverket for ansvarlig forvaltningsvirksomhet for SPU som departementet la fram i fjorårets melding, jf. Meld. St. 19 (2013–2014) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2013 og Innst. 200 S (2013–2014).

Departementet legger vekt på at SPU skal forvaltes på en ansvarlig måte. Strategien for ansvarlig forvaltningsvirksomhet er blitt utviklet over tid. Departementet ba i januar 2013 Strategirådet for SPU om å vurdere hvordan de samlede ressursene og kompetansen i departementet, Etikkrådet for Statens pensjonsfond utland (Etikkrådet) og Norges Bank best kunne utnyttes.

Strategirådet la fram sin rapport i november 2013. Etter en høring av rapporten, ble det i Meld. St. 19 (2013–2014) lagt opp til å samle virkemidlene på ett sted, herunder å flytte beslutningskompetansen i observasjon- og utelukkelsessaker fra departementet til Norges Bank. Stortinget la til grunn at ordningen med et uavhengig Etikkråd skulle opprettholdes, og at Etikkrådets anbefalinger om observasjon eller utelukkelse skal sendes Norges Bank, som treffer beslutninger i slike saker. Tilrådingene skal fortsatt offentliggjøres. Stortinget la videre til grunn at Etikkrådet skal oppnevnes av departementet etter innstilling fra Norges Bank.

Stortingets behandling medfører ikke endringer i kriteriene for observasjon og utelukkelse. Disse kriteriene skal fortsatt være bestemt av politiske myndigheter.

På bakgrunn av Stortingets behandling av Meld. St. 19 (2013–2014), fastsatte departementet 18. desember 2014 nye retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra Statens pensjonsfond utland og vedtok enkelte endringer i mandatet for forvaltningen av SPU. Samme dag oppnevnte departementet medlemmer til Etikkrådet

etter innstilling fra Norges Bank. Endringene i rammeverket ble vedtatt med virkning fra 1. januar 2015. Medlemmene av Eikkrådet ble oppnevnt med virkning fra samme dato.

Departementet skal også framover følge opp Norges Banks og Etikkrådets arbeid og rapporter om dette i de årlige meldingene til Stortinget om forvaltningen av Statens pensjonsfond.

Departementet vil evaluere den nye organiseringen i forbindelse med framleggelsen av de årlige meldingene om Statens pensjonsfond. Departementet vil komme tilbake til gjennomføringen av slike evalueringer i meldingen om forvaltningen av Statens pensjonsfond våren 2016.

Departementet viser for øvrig til at begrepet «*ansvarlig investeringsvirksomhet*» både i retningslinjene og i mandatet for SPU er endret til «*ansvarlig forvaltningsvirksomhet*». Departementet mener «*forvaltningsvirksomhet*» er mer dekkende for det samlede virkeområdet for dette arbeidet.

5.2.2 Oppnevningsprosedyre for Etikkrådet

Etikkrådet er siden opprettelsen 19. november 2004 blitt oppnevnt av departementet. Et flertall i finanskomitéen la i Innst. 200 S (2013–2014) opp til at departementet heretter skal oppnevne medlemmer til Etikkrådet etter innstilling fra Norges Bank. Det ble lagt til grunn at det fortsatt skal sikres en faglig sterk sammensetning av Etikkrådet.

Med virkning fra 1. januar 2015 har departementet oppnevnt fem medlemmer, samt utpekt leder og nestleder til Etikkrådet etter innstilling fra Norges Bank. Ordningen med at Etikkrådet har sitt eget sekretariat, og at det skal avgi årlig rapport om sin virksomhet til departementet, er videreført. Etikkrådets oppgaver framgår av retningslinjer 18. desember 2014 for observasjon og utelukkelse fra Statens pensjonsfond utland.

5.2.3 Retningslinjer for observasjon og utelukkelse

Etiske retningslinjer for det daværende Petroleumsfondet ble fastsatt av Finansdepartementet 19. november 2004, basert på forslag i NOU 2003: 22 Forvaltning for fremtiden. I 2008 gjennomførte departementet en evaluering av de etiske retningslinjene. Resultatet fra evalueringen og forslag til endringer ble lagt fram i St.meld. nr. 20 (2008–2009) Om forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2008. Stortinget ga sin tilslutning til forslagene, jf. Innst. S. nr. 277 (2008–2009). På denne bakgrunn ble nye retningslinjer fastsatt 1. mars 2010. Disse retningslinjene er nå opphevet

som følge av fastsettelsen av nye retningslinjer 18. desember 2014. Forskjellen mellom de opphevede og de nye retningslinjene følger i hovedsak av den nye arbeidsdelingen i arbeidet med observasjon og utelukkelse av selskaper fra SPU.

Kriteriene for observasjon og utelukkelse er uendret. Fondet skal som tidligere ikke være investert i selskaper som produserer tobakk, produserer våpen som ved normal anvendelse bryter med grunnleggende humanitære prinsipper, eller selger våpen eller militært materiell til stater som er omfattet av statsobligasjonsunntaket i mandatet for forvaltningen av SPU. Enkeltelskaper kan fortsatt utelukkes der det er en uakseptabel risiko for at selskapet medvirker til eller selv er ansvarlig for grove eller systematiske krenkelser av menneskerettighetene, alvorlige krenkelser av individers rettigheter i krig eller konfliktsituasjoner, alvorlig miljøskade, grov korrupsjon eller andre særlig grove brudd på grunnleggende etiske normer.

Utelukkelse av selskaper fra fondets portefølje

De opphevede retningslinjene for observasjon og utelukkelse viste til fondets investeringsunivers. Samtidig viste § 1 om retningslinjenes virkeområde til at de omfattet selskaper i fondets portefølje. For å klargjøre at Etikkrådets råd og Norges Bank beslutninger om observasjon og utelukkelse skal gjelde selskaper som er i fondets portefølje, er dette presisert i § 1 om virkeområde.

Offentlighet om beslutninger

Det er lagt opp til at alle beslutninger Norges Bank treffer i henhold til retningslinjene, også opphevelser av tidligere vedtak, skal skje etter råd fra Etikkrådet, jf. § 1 tredje ledd og § 6 første ledd. Dette sikrer at alle saker behandles likt både hva gjelder krav til begrunnelse og offentlighet.

Omleggingen medfører at det er Norges Bank, og ikke departementet, som skal føre en offentlig liste over selskaper som er satt til observasjon eller utelukket fra SPU, jf. § 8 annet ledd.

Økt vekt på bredden i et selskaps aktiviteter

Det uttrykkes i Innst. 200 S (2013–2014) at det bør vurderes hvordan retningslinjene kan justeres «*(...) slik at Norges Bank kan legge økt vekt på bredden i et selskaps aktiviteter (...)*». Dette er søkt ivarettatt i § 6 annet ledd annet punktum, der det går

fram at banken i sin vurdering av om et selskap skal utelukkes blant annet kan vurdere bredden i selskapets virksomhet og styring. Det er i § 6 annet ledd tredje punktum vist til at relevante momenter i disse vurderingene kan være selskapets retningslinjer for og arbeid med ivaretagelse av god selskapsstyring og miljø- og samfunnsmessige forhold, og om selskapet bidrar i positiv retning overfor dem som rammes eller tidligere er blitt rammet av selskapets atferd.

Sammenhengende kjede av virkemidler og entydig kommunikasjon

Det uttales videre i Innst. 200 S (2013–2014) at en ønsker å styrke intensjonen med endringene i 2009 om «et samspill mellom virkemidlene». Det vises også til Strategirådets anbefaling om en «*sammenhengende kjede av virkemidler*». Dette gjenspeiles i krav til og målsetting for hvordan virkemidlene skal brukes, jf. § 6 tredje ledd og § 7 første ledd. Norges Bank og Etikkrådet må sammen finne gode og praktiserbare løsninger for hvordan dette skal oppnås. Kravene må ses i sammenheng med at det flere steder i § 7 er lagt opp til at banken og Etikkrådet skal legge til rette for informasjonsutveksling og koordinering av sitt arbeid.

I Innst. 200 S (2013–2014) uttrykkes det et ønske om «*bedre kommunikasjon og integrering av arbeidet mellom Norges Bank og Etikkrådet*» samt at Norges Banks og Etikkrådets kommunikasjon med selskapene skal «*oppfattes utad som entydig*». Dette gjenspeiles i flere bestemmelser i § 7 i retningslinjene, som blant annet legger opp til bedre koordinering og bedre informasjonsutveksling om kontakten med enkeltelskaper.

Departementet legger til grunn at Etikkrådet og Norges Bank sammen etablerer gode rutiner og hensiktsmessige arbeidsformer for å tydeliggjøre ansvarslinjer og å bidra til god kommunikasjon og integrering av arbeidet.

I de nye retningslinjene er det videre tatt inn en bestemmelse om at Etikkrådet regelmessig skal evaluere sitt arbeid, jf. § 4 åttende ledd.

Tilråding fra Etikkrådet som ikke var ferdigbehandlet i departementet 1. januar 2015

De nye retningslinjene inneholder en overgangsbestemmelse (§ 12) for tilrådinger departementet ikke hadde ferdigbehandlet innen utgangen av fjoråret. Tilråding om selskaper som ikke var i fondets portefølje ved årsskiftet er avsluttet uten videre behandling i departementet. Etikkrådets

tilråding i de aktuelle sakene ble offentliggjort 26. januar 2015 samtidig med offentliggjøringen av rådets årsmelding for 2014. Tilråding om selskaper som var i fondets portefølje ved årsskiftet er i tråd med overgangsbestemmelsen sendt tilbake til Etikkrådet for videre håndtering.

Bestemmelser som ikke er videreført

Det gikk fram av § 3 annet ledd i de opphevede retningslinjene at en beslutning om observasjon kunne unntas offentlighet dersom «særlige hensyn» tilsa det. Etersom bestemmelsen har vært i bruk kun i ett tilfelle og beslutningsmyndigheten i observasjonssaker nå flyttes til Norges Bank som også har ansvar for eierskapsutøvelsen, har departementet ansett at det ikke lenger er behov for bestemmelsen. Bestemmelsen er på denne bakgrunn ikke videreført i de nye retningslinjene.

Videre fulgte det av de opphevede retningslinjene at Etikkrådet «*gir etter anmodning fra Finansdepartementet tilråding om hvorvidt en investering kan være i strid med Norges folkerettslige forpliktelser*». Bestemmelsen var en videreføring fra 2001, da utelukkelsesmekanismen var basert på folkerettsstridig virksomhet og rammeverket for det tidligere Petroleumsfondets folkerettsråd. Som følge av at Etikkrådet skal gi sine råd til Norges Bank og at departementets rolle endres, er denne bestemmelsen ikke videreført.

5.2.4 Mandatet for Statens pensjonsfond utland

Stortingets behandling medfører også behov for enkelte endringer i mandatet for forvaltningen av SPU. De vesentligste av disse gjennomgås nedenfor.

Klargjøring av målsettingen for arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet

I Meld. St. 19 (2013–2014) uttalte departementet at omtalen i mandatet om sammenhengen mellom bærekraftig utvikling og god avkastning på sikt må forstås som en presisering innenfor den overordnede målsettingen om høyest mulig avkastning. Denne sammenhengen må ses i lys av fondets svært langsiktige tidshorisont og den brede spredningen av investeringene. For å tydeliggjøre denne sammenhengen og målsettingen for forvaltningen av SPU, ble det i meldingen lagt opp til å samle relevante bestemmelser i mandatets kapittel 1 i en ny målformulering. Mandatets § 1-3 er endret i tråd med dette.

For å tydeliggjøre ovennevnte sammenheng ytterligere, er det samtidig inntatt en samlebestemmelse (§ 2-2) om prinsipper for den ansvarlige forvaltningsvirksomheten.

Stortinget har ved flere anledninger, blant annet i Innst. S. nr. 277 (2008–2009), jf. St.meld. nr. 20 (2008–2009), sluttet seg til at Norges Bank skal utøve eierrettighetene uavhengig av departementet. Samtidig med klargjøringen av målsettingen for bankens arbeid med ansvarlig forvaltningsvirksomhet, er det tatt inn en presisering i § 1-2 tredje ledd om at banken skal utøve fondets eierrettigheter uavhengig av departementet.

I likhet med retningslinjene for observasjon og utelukkelse § 6 tredje ledd, er det i mandatets § 2-1 presisert et krav om at virkemidlene må ses i sammenheng, jf. flertallsmerknaden i Innst. 200 S (2013–2014) om at «banken skal søke å etablere en kjede av virkemidler».

Rapportering

Rapporteringskravet i § 6-1 er i nytt sjuende ledd foreslått utvidet ved at det på egnet måte skal rapporteres om «arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet», jf. kapittel 2 i mandatet. Rapporteringen skal omfatte hvordan prinsippene for arbeidet med ansvarlig forvaltningsvirksomhet er integrert i forvaltningen, herunder bruken av virkemidler og virkningen av eierskapsarbeidet. Videre er det lagt opp til at Norges Bank i forbindelse med kvartals- og årsrapporteringen skal redegjøre for beslutninger i henhold til retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra SPU og oppdatere den offentlige listen over selskaper som er utelukket eller satt til observasjon, jf. § 6-1 nytt fjerde ledd.

I brev til Norges Bank 21. oktober 2014 er det uttalt at departementet forventer at banken som del av rapporteringen i henhold til § 6-1 sjuende ledd, vil informere om sin dialog med enkelt-selskaper på en egnet måte, jf. omtale i Meld. St. 19 (2013–2014).

Øvrige endringer

I tråd med omtalen i Meld. St. 19 (2013–2014) er det tatt inn i mandatet § 2-3 at banken skal bidra til forskning innen ansvarlig forvaltningsvirksomhet. Det er videre inntatt i § 3-1 tredje ledd at banken skal ha retningslinjer for utelukkelse og gjeninkludering av selskaper i fondets investeringsunivers og referanseindeks når beslutninger om uteluk-

kelse og gjeninkludering treffes i henhold til retningslinjer for observasjon og utelukkelse fra Statens pensjonsfond utland.

Statsobligasjonsunntaket

Det følger av forvaltningsmandatet for SPU at fondet ikke kan investeres i rentebærende instrumenter utstedt av stater eller statsrelaterte utstedere i de unntakstilfeller der departementet har avskåret slike investeringer på bakgrunn av at det er vedtatt særlig omfattende FN-sanksjoner, eller andre internasjonale tiltak av særlig stort omfang rettet mot et bestemt land og Norge har sluttet opp om tiltakene.

Ordlyden i statsobligasjonsunntaket, § 3-1 annet ledd bokstav c, ble justert med virkning fra 1. januar 2015 for å klargjøre skillet mellom FN-sanksjoner som automatisk vil være bindende for Norge, og andre restriktive tiltak som krever en særskilt oppslutning fra norsk side.

Miljørelaterte investeringsmandater mv.

I Meld. St. 19 (2013–2014) ble det lagt opp til å øke intervallet for markedsverdien av de miljørelaterte investeringsmandatene fra 20-30 mrd. kroner til 30-50 mrd. kroner. Stortinget sluttet seg til dette, jf. Innst. 200 S (2013–2014). Den nye rammen for de miljørelaterte investeringsmandatene er tatt inn i mandatet for SPU.

Kravet om at Norges Bank i årsrapporteringen skal gi en særskilt redegjørelse for miljørelaterte investeringer, jf. § 6-1 femte ledd bokstav b, er videreført. Redegjørelsen for de miljørelaterte investeringene skal omfatte blant annet omfang, strategi, aktivatype og en beskrivelse og vurdering av hvordan en ivaretar intensjonen med disse investeringene. Det er også inntatt et nytt krav om en særskilt redegjørelse for investeringer i framvoksende markeder og fornybar energi, jf. § 6 femte ledd bokstav c.

5.3 Endringer i rammeverket for Statens pensjonsfond Norge

Departementet vil vurdere behovet for å justere mandatet for forvaltningen av SPN i lys av de endringene i mandatet for forvaltningen av SPU som er omtalt i avsnitt 5.2.

Del II
Temaartikler

6 Relativ volatilitet

6.1 Innledning

I Statens pensjonsfond utland (SPU) og Statens pensjonsfond Norge (SPN) brukes forventet relativ volatilitet for å ramme inn hvor store avvik Norges Bank og Folketrygdfondet kan ta fra referanseindeksen. I mandatet for forvaltningen av SPU har departementet fastsatt en ramme for forventet relativ volatilitet på én prosentenhet. For SPN er rammen satt til tre prosentenheter. I denne temaartikkelen analyseres forhold som påvirker relativ volatilitet, herunder betydningen av antall verdipapirer i referanseindeksen.

6.2 Forhold som påvirker relativ volatilitet

6.2.1 Modell

For å belyse hvordan egenskapene ved indekser, porteføljer og markedet kan påvirke relativ volatilitet, er det her benyttet en enkel simuleringsmodell. Formålet er å illustrere hvordan enkelte faktorer påvirker relativ volatilitet, heller enn å gi et eksakt anslag på relativ volatilitet.

Modellen simulerer utviklingen i en aksjeforfølge og aksjeindeks over ti perioder. I første periode har alle aksjene som inngår i indeksen like stor vekt. Det er lagt til grunn at aksjeforføljen inneholder kun 90 pst. av aksjene som inngår i indeksen. Det innebærer at hver aksje har noe høyere vekt i aksjeforføljen enn i indeksen.

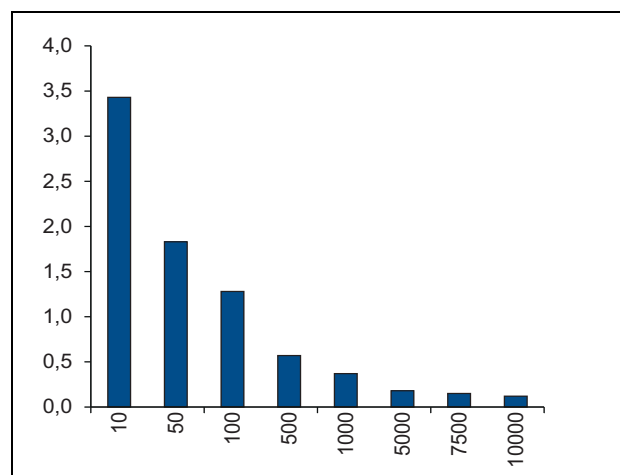
Avkastningen til alle aksjene er trukket fra en statistisk sannsynlighetsfordeling med standardavvik på 35 pst. Modellen er utformet slik at gjennomsnittlig korrelasjon mellom aksjene er om lag 0,2. Det tilsvarer om lag gjennomsnittlig standardavvik og korrelasjon de siste tre årene for aksjene som inngår i hovedindeksen på Oslo Børs. De beregningstekniske forutsetningene innebærer en forenkling sammenliknet med hvordan aksjekurser faktisk utvikler seg. I en global portefølje vil blant annet landrisiko, sektorrisiko, valutarisiko og systematiske risikofaktorer påvirke både avkastningen, standardavviket og samvariasjonsegenskapene til aksjene.

Utviklingen til porteføljen og referanseindeksen vil variere mellom hver simulering, noe som innebærer at relativ volatilitet også varierer. Modellen er gjentatt hundre ganger, og gjennomsnittlig relativ volatilitet for alle simuleringene er beregnet.

6.2.2 Antall verdipapirer i referanseindeksen

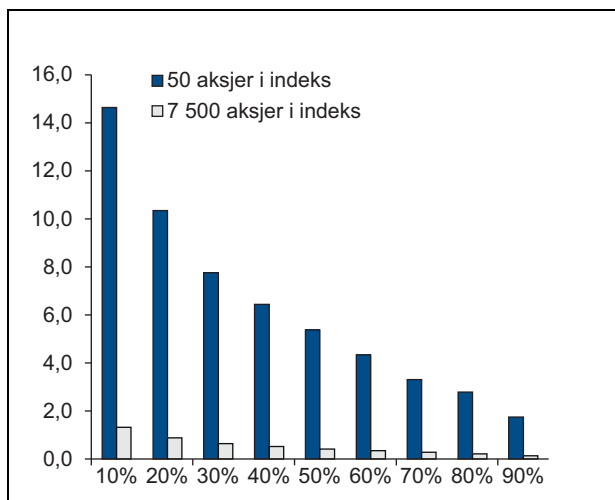
Antall verdipapirer i referanseindeksen kan ha stor påvirkning på beregningen av relativ volatilitet. Når antall selskaper øker, spres avvikene fra indeksen over flere aksjer, og selskapsespesifikke svingninger får dermed mindre betydning. Referanseindeksen for SPNs investeringer i norske aksjer er hovedindeksen på Oslo Børs, som inneholder i overkant av 50 aksjer. Til sammenlikning inneholder SPU's referanseindeks om lag 7 500 aksjer.

Figur 6.1 viser hvordan antall selskaper i en aksjeindeks kan påvirke beregningen av relativ volatilitet, gitt forutsetningene over. En portefølje med en referanseindeks som inneholder 50 aksjer vil med disse forutsetningene få en relativ volatilitet på 1,8 prosentenheter. Tilsvarende vil en portefølje med en referanseindeks med 7 500 aksjer få en relativ volatilitet på 0,1 prosentenhet.



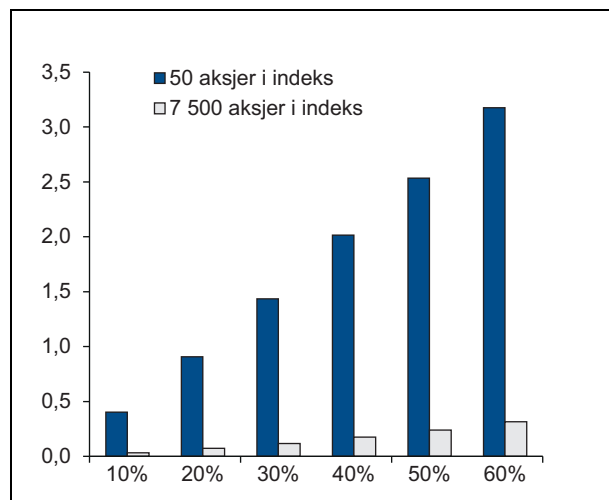
Figur 6.1 Relativ volatilitet ved økende antall aksjer i referanseindeks. Prosentenheter

Kilde: Finansdepartementet.



Figur 6.2 Relativ volatilitet ved økende sammenfall mellom portefølje og referanseindeks. Prosentenheter

Kilde: Finansdepartementet.



Figur 6.3 Relativ volatilitet ved økende markedsvolatilitet. Prosentenheter

Kilde: Finansdepartementet.

6.2.3 Sammenfall mellom portefølje og referanseindeks

Simuleringsmodellen er utformet slik at sammenfallet, eller andelen av porteføljen og indeksen som er identiske, er 90 pst. i første periode. Til sammenlikning hadde SPNs investeringer i norske aksjer et sammenfall med referanseindeksen på i overkant av 90 pst. ved utgangen av 2014, mens aksjeinvesteringene i SPU på samme tidspunkt hadde et sammenfall med referanseindeksen på drøyt 80 pst. Når sammenfallet øker, blir det enten færre avvik fra referanseindeksen, eller de enkelte avvikene blir isolert sett mindre. Figur 6.2 viser at relativ volatilitet faller med økende sammenfall.

6.2.4 Markedsvolatilitet

Gjennomsnittlig volatilitet for aksjene som inngår i hovedindeksen på Oslo Børs har de siste tre årene vært om lag 35 pst. Under finanskrisen var gjennomsnittlig volatilitet over 50 pst. Høy markedsvolatilitet bidrar også til høy relativ volatilitet. Figur 6.3 viser hvordan den beregnede relative volatiliteten øker når standardavviket til fordelingen som aksjeavkastningene trekkes fra, endres.

6.2.5 Samvariasjon

Høy samvariasjon (korrelasjon) mellom aksjer vil normalt redusere den relative volatiliteten. Ved høy samvariasjon beveger aksjekursene seg i stor grad i samme retning. Konsekvensen av å velge

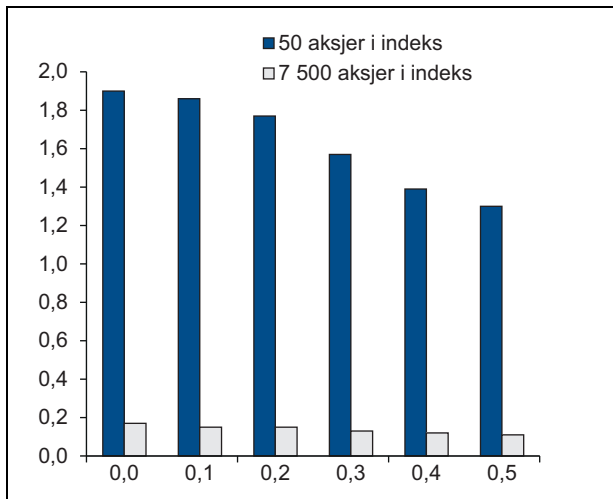
én aksje framfor en annen er da liten, siden de med stor sannsynlighet vil ha en tilnærmet lik utvikling. Figur 6.4 viser hvordan relativ volatilitet utvikler seg når gjennomsnittlig samvariasjon mellom enkeltaksjer øker.

Det er normalt at samvariasjonen mellom aksjer øker i perioder med høy markedsvolatilitet. Gjennomsnittlig samvariasjon for aksjene som inngår i hovedindeksen på Oslo Børs var i perioden desember 2006 til desember 2009 om lag 0,2. Det er litt høyere enn samvariasjonen i perioden januar 2012 til desember 2014. Mellom ulike industrisektorer var det derimot større forskjeller i samvariasjon i de to periodene, med høyere samvariasjon under finanskrisen enn i treårs-perioden fram til utgangen av 2014.

6.2.6 Indeksendringer

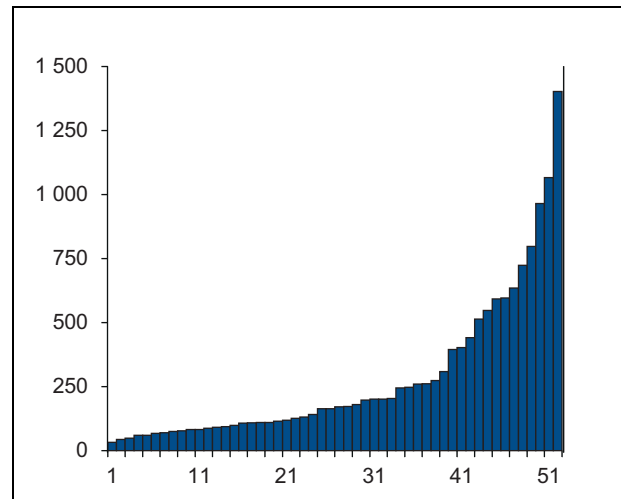
Sammensetningen av indekser endres regelmessig. For eksempel blir sammensetningen av hovedindeksen på Oslo Børs endret hvert halvår. Slike indeksendringer kan gi opphav til relativ volatilitet mellom en portefølje og referanseindeksen.

For å unngå utslag på relativ volatilitet kan en forvalter handle i aksjene som går inn eller ut av indeksen samme dag som indeksen endres. Dersom det handles aksjer for store beløp i løpet av kort tid, kan det påvirke aksjekursene. Aksjekursene det handles til kan da bli mindre gunstige enn hvis handlingene fordeles over en lengre tidsperiode. Andre markedsaktører kan også utnytte



Figur 6.4 Relativ volatilitet ved økende korrelasjon mellom enkeltaksjer. Prosentenhet

Kilde: Finansdepartementet.



Figur 6.5 Antall handelsdager det tar for SPN å kjøpe eller selge indeksvekt i selskapene som inngår i referanseindeksen. Daglig handel er antatt å tilsvare 15 pst. av samlet omsetning i hver aksje.

Kilder: Oslo Børs, Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

kjent informasjon om hvordan en forvalter med stor portefølje endrer sammensetningen av investeringene ved indeksendringer, noe som kan gi store indirekte transaksjonskostnader. Ønsket om lav relativ volatilitet må derfor veies opp mot størrelsen på transaksjonskostnadene.

SPN er en relativt stor aktør i det norske aksjemarkedet, og verdien av den norske aksjeforføljen tilsvarer om lag 10 pst. av alle aksjene som inngår i hovedindeksen på Oslo Børs. Figur 6.5 viser hvor mange dager det i gjennomsnitt vil ta å kjøpe eller selge indeksvekt av aksjene som inngår i hovedindeksen. Figuren er basert på at SPN daglig handler for et beløp som tilsvarer 15 pst. av handelsvolumet i hver enkelt aksje. I det mest likvide selskapet vil det ta drøyt 30 dager å handle aksjene, mens det vil ta over 1 400 handelsdager i det minst likvide selskapet. Figuren viser at det er en utfordring for en aktør på SPNs størrelse å tilpasse porteføljen til indeksendringer i løpet av kort tid.

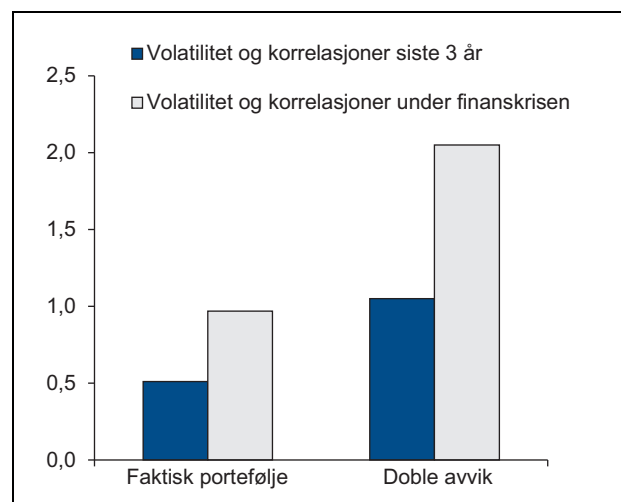
6.2.7 Endringer i avvik fra indeks og markedets volatilitet

Rammene for forventet relativ volatilitet for SPN og SPU gjelder for en portefølje som består av både aksjer og obligasjoner. Figur 6.6 viser beregnet relativ volatilitet for SPN ved utgangen av 2014. Det er benyttet en enkel modell for å illustrere virkningen med utgangspunkt i SPNs portefølje av aksjer og obligasjoner. Modellen er utfor-

met slik at over- og undervekter i norske aksjer kan justeres, mens obligasjonsporteføljen og de nordiske aksjeinvesteringene bygger på den faktiske utviklingen i SPNs investeringer.

Basert på markedsutviklingen i årene 2012–2014 er forventet relativ volatilitet for SPN beregnet til om lag 0,5 prosentenheter ved utgangen av 2014.

Dersom en benytter kursutviklingen til aksjer og obligasjoner for årene 2007 til 2009, øker beregnet forventet relativ volatilitet til 1,0 prosentenheter.



Figur 6.6 Relativ volatilitet i SPN med ulike avvik. Prosentenheter

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

Ved utgangen av 2014 var sammenfallet mellom SPNs norske aksjeinvesteringer og referanseindeksen om lag 91 pst., opp fra 83 pst. ved utgangen av 2008. Dersom en beregningsteknisk dobler avvikene i den norske aksjeporteføljen ved utgangen av 2014, blir sammenfallet mellom porteføljen og referanseindeksen om lag på

samme nivå som ved utgangen av finanskrisen. Med markedsutviklingen i årene 2012–2014 ville relativ volatilitet for en slik portefølje vært om lag 1,1 prosentenheter for hele fondet. Med markedsutviklingen under finanskrisen ville beregnet relativ volatilitet vært nær 2,1 prosentenheter.

7 Statistiske analyser av resultatene i Statens pensjonsfond Norge

7.1 Innledning

I denne temaartikkelen gis en mer detaljert analyse av resultatene i Folketrygdfondets forvaltning av SPN, jf. omtale i avsnitt 3.2. Det er lagt vekt på å belyse følgende spørsmål:

- Har Folketrygdfondet oppnådd meravkastning over tid?
- Hvilke forhold har bidratt til resultatene?
- Hvilken betydning har forvaltningen hatt for forholdet mellom avkastning og risiko i SPN?

Analysen er spesielt innrettet mot de norske aksje- og obligasjonsporteføljene i SPN ettersom disse

utgjør 85 pst. av referanseindeksen fastsatt av Finansdepartementet.

SPN har en lang tidshorisont for investeringene. Resultatene vurderes derfor over lengre perioder. I analysen vektlegges perioden siden 2007 da det ble etablert et nytt rammeverk for forvaltningen av SPN. Ettersom det var en gjennomgang av Folketrygdfondets forvaltning i 2010 presenteres også analyser av resultatene for de siste fire årene.

Folketrygdfondets forvaltning av SPN har gitt meravkastning i perioden 1998–2014, samt i delperiodene 2007–2014 og 2011–2014, jf. tabell 7.1. Både forvaltningen av aksjer og obligasjoner har bidratt til meravkastningen.

Tabell 7.1 Meravkastning i SPN samlet og i de norske aksje- og obligasjonsporteføljene.¹

SPN	1998–2014		2007–2014		2011–2014	
Gjennomsnitt (prosentenheter per måned)	0,04 (0,07)		0,09 (0,01)		0,06 (0,01)	
Relativ volatilitet ² (prosentenheter per måned)	0,37		0,38		0,16	
Informasjonsrate ³	0,10		0,23		0,35	
Kurtose ⁴	7,94		11,81		2,48	
Skjevhet ⁴	0,80		1,47		0,33	
Norske porteføljer	1998–2014		2007–2014		2011–2014	
	Aksjer	Obligasjoner	Aksjer	Obligasjoner	Aksjer	Obligasjoner
Gjennomsnitt (Prosentenheter per måned)	0,09 (0,12)	0,02 (0,12)	0,12 (0,04)	0,08 (0,00)	0,06 (0,10)	0,09 (0,00)

¹ Analysen er basert på månedstall, og meravkastning er beregnet som aritmetisk gjennomsnitt. P-verdier for estimerte gjennomsnitt er gitt i parentes. P-verdier lavere enn 0,05 tilsier at en påstand om at avkastningen har vært lavere eller lik avkastningen av referanseindeksen kan forkastes med høy statistisk utsagnskraft.

² Relativ volatilitet er standardavviket til meravkastningen, uttrykt på månedsbasis.

³ Informasjonsrate er forholdet mellom meravkastning og relativ volatilitet, uttrykt på månedsbasis.

⁴ Kurtose og skjevhet er mål på avvik fra symmetrien i en statistisk normalfordeling. Kurtose høyere enn 3 og negativ skjevhet betyr at tap opptrer oftere og er større enn en normalfordeling skulle tilsi.

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

Statistiske tester kan brukes til å si noe om meravkastningen skyldes tilfeldigheter eller om den kan tilskrives forvaltningen til Folketrygdfondet. Tabell 7.1 viser at meravkastningen med høy sannsynlighet skyldes forvaltningen til Folketrygdfondet, og at resultatene ikke er utslag av tilfeldigheter.¹

7.2 Bidrag til meravkastning

Finansforskningen viser at vridninger av investeringene mot aktiva med bestemte kjennetegn som lav markedsverdi, relativ lav prising og lav omsettelighet, historisk har gitt høyere avkastning enn en markedsvektet portefølje. Slike kjennetegn omtales som faktorer, og systematiske vridninger av investeringene mot slike aktiva kalles faktorstrategier. I det norske markedet er det mer usikkert om faktorstrategier har gitt meravkastning.²

Svingninger i avkastningen som følge av faktorstrategier kan i lengre perioder gi mindre avkastning sammenliknet med referanseindeksen, og utslaget kan forsterkes i perioder med fallende markeder. Hvilken betydning faktorer har hatt for den oppnådde meravkastningen kan der-

for si noe om risikoprofilen i SPN. Risiko knyttet til verdipapirvalg er derimot selskapsspesifikk og kan lettere reduseres ved å spre avvikene fra indeksen over flere verdipapirer.

Ved å beregne hvordan meravkastningen har svingt i takt med faktorer kan en søke å få innsikt i betydningen av slike faktorer for oppnådd avkastning og risiko. Samvariasjon kan være et resultat av særskilte faktorstrategier, men kan også være et resultat av summen av flere selskapsspesifikke verdipapirvalg.

I analysene nedenfor er det benyttet fire faktorer som også ble benyttet ved gjennomgangen av Folketrygdfondets forvaltning i 2010, jf. Meld. St. 15 (2010–2011) Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2010.³ To av faktorene som benyttes i analysen, *størrelse* og *verdi*, er knyttet til aksjemarkedet.⁴ Faktoren *størrelse* måler avkastningsforskjellen mellom selskaper med lav og høy markedsverdi. Faktoren *verdi* måler avkastningsforskjellen mellom selskaper med høy bokført verdi relativt til markedsverdi og selskaper med lav bokført verdi relativt til markedsverdi. For obligasjonsmarkedet benyttes faktorene *kreditt* og *termin*.⁵ *Kreditt* er et

¹ Gjennomsnittlig månedlig meravkastning i SPN siden 2007 er statistisk signifikant større enn null med et signifikansnivå på 1 pst.

² Se Johnsen (2011) og Næs, Skjeltorp og Ødegård (2008).

³ Faktorene inngikk i analysene til Nagy og Sørensen (2011).

⁴ Faktoren *størrelse* gir avkastningsforskjellen mellom OSESX-indeksen basert på de selskapene med lavest markedsverdi på Oslo Børs og OBX-indeksen som inneholder de 25 største selskapene på Oslo Børs. Faktoren *verdi* gir avkastningsforskjellen mellom MSCI Norway Standard Value Index og MSCI Norway Standard Growth Index.

Tabell 7.2 Systematiske faktorer i forvaltningen av norske aksjer og obligasjoner¹

	1998–2014	2007–2014	2011–2014
<i>Aksjer</i>			
Størrelse	-0,15 (0,03)	0,09 (0,39)	-0,21 (0,15)
Verdi	-0,10 (0,17)	0,03 (0,76)	-0,35 (0,01)
<i>Obligasjoner</i>			
Kreditt	0,12 (0,09)	0,32 (0,00)	-0,17 (0,24)
Termin	-0,32 (0,00)	0,12 (0,26)	-0,25 (0,09)

¹ Tabellen viser partielle korrelasjoner mellom meravkastning og risikofaktorene. P-verdier fra å teste om den partielle korrelasjonen er ulik null er gitt i parentes. P-verdier lavere enn 0,05 tilsier at en påstand om ingen korrelasjon kan forkastes med høy statistisk utsagnskraft.

Kilder: Folketrygdfondet, MSCI, Bloomberg, Macrobond og Finansdepartementet.

Tabell 7.3 Risiko knyttet til Folketrygdfondets avvik fra referanseindeksen. Prosent¹

	1998–2014	2007–2014	2011–2014
Referanseindeksen	98,3	99,1	99,5
Avvik fra referanseindeksen	1,7	0,9	0,5
Sum	100	100	100

¹ Tabellen viser andelen av svingningene i SPN som kan forklares av henholdsvis svingninger i referanseindeksen og avvik fra referanseindeksen. Anslagene er basert på månedsdata.

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

mål på avkastningsforskjellen mellom mer risikable selskapsobligasjoner og statsobligasjoner. *Termin* gir avkastningsforskjellen mellom statsobligasjoner med lang tid til forfall og korte statsrenter.

Tabell 7.2 viser at meravkastningen i den norske aksjeporteføljen har hatt en negativ samvariasjon med faktoren *størrelse* over perioden fra 1998. Folketrygdfondet synes dermed å ha investert mer i aksjer med høy markedsverdi og mindre i aksjer med lav markedsverdi sammenliknet med referanseindeksen. Samme tendens kan tillegges forvaltningen siden 2011. For perioden siden 2007 sett under ett har imidlertid samvariasjon med faktorer avtatt. Varierende grad av samvariasjon over tid kan indikere at Folketrygdfondet har utnyttet tidsvariasjon i faktorpremiene i aksjemarkedet.

Folketrygdfondet viser i brev 16. desember 2014 til at det historisk har blitt lagt vekt på at risikotakingen i aksjeporteføljen skal være dominert av selskapsespesifikke forhold. Aksjeforvaltningen har som målsetting å skape meravkastning ved å blant annet investere i såkalte kvalitetsselskaper og å unngå selskaper med høy risiko. En slik strategi vil kunne gi et større innslag av selskaper med høy markedsverdi. Samvariasjonen med faktoren *størrelse* i tabell 7.2 samsvarer med Folketrygdfondets uttalte strategi. Samtidig vil strategien kunne gi et større innslag av selskaper som er relativt lavt priset, og dermed medføre en positiv samvariasjon med faktoren *verdi*. Meravkastningen har imidlertid hatt samvariasjon som er negativ eller nær null med faktoren *verdi* over de

analyserte periodene, og signifikant negativ i perioden fra 2011.

Folketrygdfondet peker på at aksjeforvaltningen også kan gi et større innslag av aksjer med lav volatilitet i avkastningen og lavere omsettelighet enn referanseindeksen. På grunn av manglende data i det norske markedet har det ikke vært foretatt en kvantitativ analyse med disse faktorene.

Resultatene i tabell 7.2 indikerer at den norske obligasjonsporteføljen historisk har hatt perioder med en vesentlig annen rente- og kredittrisiko enn referanseindeksen. Resultatene viser også at betydningen av faktorene har variert over tid, noe som samsvarer med en strategi for å utnytte tidsvariasjon i faktorene i obligasjonsmarkedet. Avvikene fra referanseindeksen samsvarer med et større innslag av selskapsobligasjoner i SPN siden 2007.

Samlet betydning av faktorer for meravkastningen kan si noe om risikoprofilen i SPN. Siden 2007 kan faktorene *størrelse*, *verdi*, *kreditt* og *termin* forklare om lag 20 pst. av svingningene i meravkastningen i SPN. Den begrensede betydningen av faktorer peker, i tråd med Folketrygdfondets vurderinger i brev 16. desember 2014, mot at selskapsespesifikke verdipapirvalg er en viktig del av forvaltningsstrategien.

7.3 Forholdet mellom avkastning og risiko

Risikoen i SPN bestemmes i all hovedsak av referanseindeksen fastsatt av departementet. I perioden siden 2007 kan svingninger i referanseindeksen forklare over 99 pst. av svingningene i SPN, jf. tabell 7.3.

Svingninger som følge av avvik fra referanseindeksen utgjør dermed en liten andel av de totale svingningene i SPN. Samtidig kan ulike avvik fra referanseindeksen påvirke risikoprofilen forskjellig. Det finnes ikke ett mål som fanger opp alle

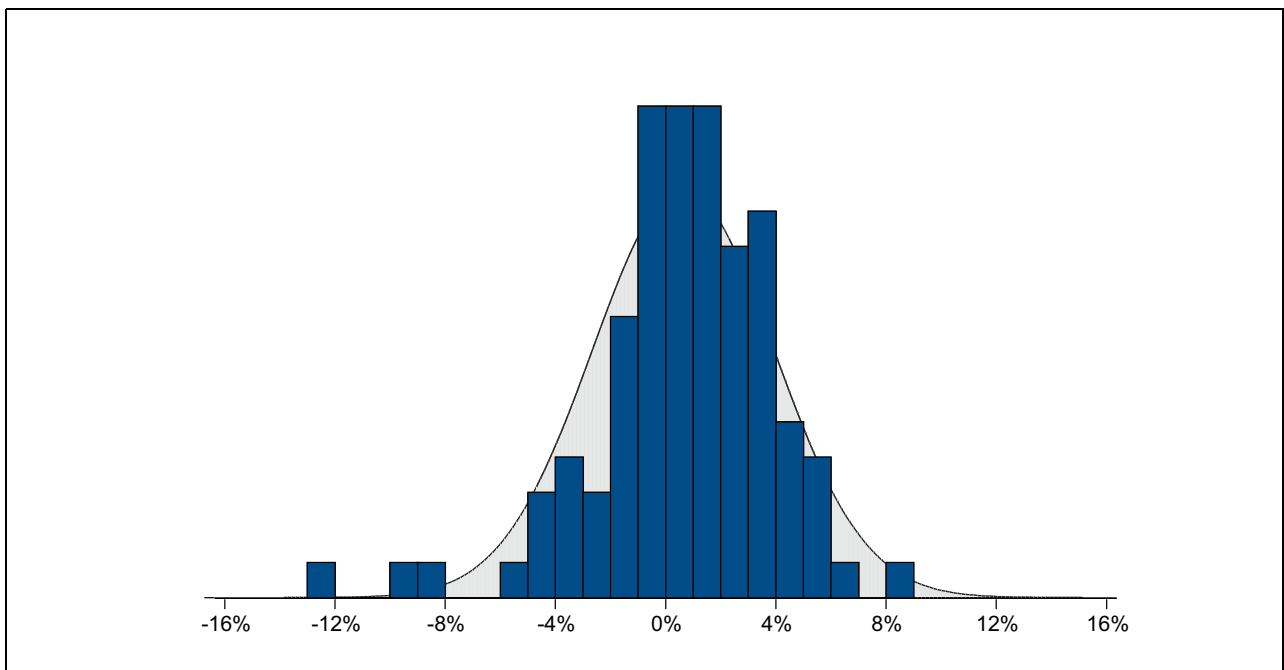
⁵ Faktoren *kreditt* gir avkastningsforskjellen mellom femårs swap-kontrakter og femårs statsobligasjoner. Kredittfaktoren er kun en tilnærming til kredittpremien på norske selskapsobligasjoner basert på motpartsrisikoen i swap-kontrakter. Denne kredittfaktoren er mindre sensitiv for bevegelser i kredittpåslag enn selskapsobligasjoner. Faktoren *termin* gir avkastningsforskjellen mellom femårs statsobligasjoner og tremåneders statskasseveksler.

Tabell 7.4 Risiko og forholdet mellom avkastning og risiko i SPN og referanseindeksen. Prosent¹

	1998–2014		2007–2014		2011–2014	
	SPN	Ref.indeks	SPN	Ref.indeks	SPN	Ref.indeks
Standardavvik	8,4	9,0	11,4	12,1	7,2	7,4
Nedsiderisiko	8,2	8,6	9,9	10,4	6,1	5,8
Sharpe-rate	0,45	0,37	0,44	0,33	0,93	0,81
Justert Sharpe-rate	0,40	0,34	0,41	0,31	0,82	0,74

¹ Annualiserte standardavvik, nedsiderisiko og Sharpe-rater er basert på månedstall. Justert Sharpe-rate tar hensyn til skjevhet og kurtose i avkastningsfordelingen, jf. Pezier og White (2006).

Kilder: Folketrygdfondet, Macrobond og Finansdepartementet.

Figur 7.1 Avkastningsfordeling i SPN siden 2007. Prosent¹

¹ Figuren viser hyppigheten i månedlig avkastning siden 2007 i prosent (blå), og en normalfordeling med samme gjennomsnitt og standardavvik (grå).

Kilder: Folketrygdfondet og Finansdepartementet.

sider ved risiko. Fravær av ett enkelt måltall gjør det naturlig å bruke flere metoder og tilnærminger. Investorer kan også ha ulike risikopreferanser og vektlegge risikomål forskjellig. Tabell 7.4 viser flere ulike mål på risiko og forholdet mellom avkastning og risiko i SPN.

Standardavviket er et vanlig mål på risiko, og sier noe om spredningen i avkastningen rundt gjennomsnittet. Både høyere og lavere avkastning sammenliknet med gjennomsnittet vektlegges likt. Ved å beregne standardavviket kun for de periodene der avkastningen har vært negativ, uttrykkes såkalt nedsiderisiko. Et slikt risikomål antar at

investorene kun vektlegger sannsynligheten for tap. Tabell 7.4 viser at både standardavviket i SPN og nedsiderisikoen har vært lavere enn for referanseindeksen i perioden siden 2007.

Sharpe-raten er et mål på forholdet mellom avkastning utover risikofrie plasseringer og risikoen, målt ved standardavviket. Sharpe-raten er dermed et mål på kompensasjonen ved å bære risiko, og viser avkastningen som oppnås for hver prosentenhet risiko.⁶ Dersom Sharpe-raten er høyere for SPN enn for referanseindeksen kan det tyde på at forvaltningen har bidratt til å bedre forholdet mellom avkastning og risiko. Resultatene i

tabell 7.4 viser at Sharpe-raten er høyere for SPN enn for referanseindeksen i alle periodene.

Aktive forvaltningsstrategier kan generelt innebære risiko for perioder med store tap. Det er vanlig å anta at investorer ønsker å begrense slik risiko og at de foretrekker mer jevnt fordelte resultater. Figur 7.1 viser fordelingen til avkastningen i SPN siden 2007 sammenlignet med en normalfordeling med samme gjennomsnitt og standardavvik. Figuren viser at tapene inntreffer oftere og er større enn normalfordelingen skulle tilsi. En såkalt justert Sharpe-rate forsøker å ta hensyn til slike asymmetrier i avkastningen slik at en kan få et anslag på forholdet mellom avkastning og risiko som tar mer hensyn til slike tap.⁷ Tabell 7.4 viser at forvaltningen har bedret forholdet mellom avkastning og risiko også når det tas hensyn til slik risiko.

⁶ Sharpe-raten er definert som forholdstallet $\frac{r_p - r_f}{\sigma_p}$, der r_p er avkastning, r_f er risikofri rente og σ_p er standardavviket til avkastningen.

⁷ Justeringen reduserer Sharpe-raten i tilfeller med negativ skjevhet og kurtose høyere enn 3. En slik justering tar dermed hensyn til såkalt «halerisiko», risikoen for måneder med stor negativ avkastning. Se Pezier og White (2006). Justeringen forutsetter sterke antakelser om kapitaleiers preferanser gjennom nyttefunksjonen. Det gjør fortolkninger av justeringen vanskelig.

7.4 Referanser

- Johnsen, T. (2011). Evaluering av aktiv forvaltning for Statens pensjonsfond Norge, www.regjeringen.no/spf
- Nagy, Z., Sørensen, L. Q. (2010). Report on active management of the Norwegian Government Pension Fund – Norway, www.regjeringen.no/spf
- Næs, R., Skjæltorp, J. A., Ødegård, B. A. (2008). Hvilke faktorer driver kursutviklingen på Oslo Børs, *Norsk Økonomisk Tidsskrift*, 123, 36-81.
- Pezier, J., White, A. (2006). The Relative Merits of Investable Hedge Fund Indices and of Funds of Hedge Funds in Optimal Passive Portfolios, *ICMA Centre Discussion Papers in Finance*, Henley Business School, Reading University.

Finansdepartementet

tilrår:

Tilråding fra Finansdepartementet 10. april 2015 om Forvaltningen av Statens pensjonsfond i 2014 blir sendt Stortinget.

Vedlegg 1**Historiske tabeller**

Tabell 1.1 Avkastning av SPU i 2014, siste 3, 5, og 10 år, samt i perioden 1998–2014, målt i norske kroner. Årlig geometrisk gjennomsnitt. Prosent

	2014	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	1998–2014
<i>SPU inkl. eiendom</i>					
Faktisk portefølje	24,23	18,36	12,35	7,68	6,48
Norsk inflasjon ¹	2,01	1,63	1,72	1,91	2,00
Forvaltningskostnader	0,06	0,06	0,07	0,09	0,09
Avkastning justert for kostnader og inflasjon	21,72	16,40	10,38	5,58	4,31
<i>SPU ekskl. eiendom</i>					
Faktisk portefølje	24,18	18,37	12,36	7,69	6,48
Referanseindeks	25,06	18,24	12,09	7,57	6,23
Meravkastning (prosentenheter)	-0,89	0,13	0,26	0,11	0,25
<i>Aksjeporteføljen</i>					
Faktisk portefølje	24,61	23,55	14,51	8,85	6,28
Referanseindeks	25,56	23,26	14,32	8,51	5,82
Meravkastning (prosentenheter)	-0,95	0,29	0,19	0,33	0,45
<i>Obligasjonsporteføljen</i>					
Faktisk portefølje	23,43	10,19	8,54	5,97	5,81
Referanseindeks	24,24	10,44	8,26	5,87	5,64
Meravkastning (prosentenheter)	-0,81	-0,25	0,28	0,10	0,16

¹ Inflasjon gitt i tabellen er ikke basert på inflasjon målt i fondets valutakurv, men på norske KPI-tall.

Kilder: Norges Bank, Macrobond og Finansdepartementet.

Tabell 1.2 Nominell avkastning av SPU og inflasjon¹ i utvalgte valutaer og målt i fondets valutakurv. Årlig geometrisk gjennomsnitt. Prosent

År	Fondets valutakurv		NOK		USD		EUR		GBP	
	Avk.	Inflasjon	Avk.	Inflasjon	Avk.	Inflasjon	Avk.	Inflasjon	Avk.	Inflasjon
1997	9,07	1,75	10,83	2,62	-4,01	2,29	11,87	1,54	-0,16	1,82
1998	9,26	0,92	19,75	2,25	15,87	1,56	7,63	1,16	14,59	1,56
1999	12,44	1,28	13,84	2,30	7,92	2,21	26,43	1,04	11,40	1,32
2000	2,49	2,02	6,53	3,13	-2,91	3,36	3,66	2,16	4,75	0,87
2001	-2,47	1,17	-5,34	3,03	-6,93	2,85	-1,87	2,34	-4,48	1,18
2002	-4,74	1,91	-19,09	1,29	4,76	1,58	-11,11	2,29	-5,30	1,27
2003	12,59	1,57	19,96	2,45	24,92	2,28	3,92	2,02	12,34	1,36
2004	8,94	2,37	3,93	0,44	14,16	2,66	5,94	2,19	6,45	1,34
2005	11,09	2,33	14,28	1,59	2,22	3,39	17,80	2,15	14,32	2,04
2006	7,92	2,13	5,89	2,26	15,16	3,23	3,01	2,20	1,01	2,30
2007	4,26	3,12	-3,90	0,76	10,20	2,83	-0,61	2,15	8,35	2,35
2008	-23,31	1,42	-6,66	3,79	-27,62	3,86	-23,87	3,26	0,21	3,63
2009	25,62	1,82	7,88	2,11	30,77	-0,37	26,69	0,28	16,42	2,12
2010	9,62	1,98	9,49	2,47	8,81	1,68	16,37	1,57	12,23	3,34
2011	-2,54	2,84	-1,39	1,24	-3,96	3,12	-0,75	3,12	-3,25	4,45
2012	13,42	1,98	6,70	0,77	14,42	2,09	12,66	2,48	9,39	2,84
2013	15,95	1,41	25,11	2,13	14,77	1,48	9,81	1,38	12,63	2,52
2014	7,58	1,13	24,23	2,01	0,52	1,59	14,47	0,43	6,78	1,51
1998–2014	5,81	1,85	6,48	2,00	6,37	2,31	5,73	1,87	6,71	2,11
1997–2014	5,99	1,84	6,72	2,03	5,77	2,31	6,06	1,85	6,32	2,10

¹ Inflasjon i enkeltvalutaene gitt i tabellen er ikke basert på inflasjon målt i fondets valutakurv, men på KPI-tall for hvert enkelt land/valutaområde.

Kilder: Norges Bank, Macrobond, Thomson Reuters Datastream og Finansdepartementet.

Vedlegg 2

Ord og uttrykk

Aktivaallokering

Med aktivaallokering menes fordelingen av kapital under forvaltning på ulike aktivaklasser. En skiller mellom allokering på strategisk og taktisk nivå. Den strategiske aktivaallokeringen vil gi uttrykk for eiers grunnleggende risikopreferanser og avkastningsforventninger, og kommer i Statens pensjonsfond til uttrykk gjennom referanseindeksene. Forvalter kan i den grad investeringsmandatet åpner for det, drive taktisk aktivaallokering. Det innebærer at en aktivt velger å avvike fra den strategiske aktivaallokeringen ut fra vurderinger av hvorvidt en aktivaklasse er over- eller underpriset relativt til en annen. Se *aktivaklasser*.

Aktivaklasser

Aktivaklasser er ulike typer eller klasser av finansielle eiendeler. I referanseindeksen for SPU inngår tre aktivaklasser: aksjer, obligasjoner og eiendom. I SPN inngår to aktivaklasser: aksjer og obligasjoner. Se *obligasjon*.

Aktiv forvaltning

Aktiv forvaltning innebærer at forvalter ut fra analyser og vurderinger setter sammen en portefølje som avviker fra referanseindeksen kapitaleier har fastsatt. Målet med slike avvik er å oppnå en meravkastning sammenliknet med avkastningen av referanseindeksen. I SPN og SPU har Finansdepartementet fastsatt kvalitative og kvantitative rammer som regulerer avviket fra referanseindeksen. Se *differanseavkastning*, *faktisk referanseindeks*, *indeksforvaltning*, *strategisk referanseindeks* og *relativ volatilitet*.

Aritmetisk avkastning

Gjennomsnittlig aritmetisk avkastning utgjør middelverdien av alle tallene i en tidsserie. Den beregnes ved å summere avkastningen i de ulike tidsperiodene og dele på antall tidsperioder. Se *avkastning* og *geometrisk avkastning*.

Avkastning

Historisk avkastning beregnes som endring i markedsverdi fra et gitt tidspunkt til et annet, og omtales ofte som absolutt avkastning. Se *aritmetisk og geometrisk avkastning*, *differanseavkastning* og *forventet avkastning*.

Differanseavkastning

Differanseavkastning er bidraget fra den aktive forvaltningen til avkastningen av de investerte midlene, og måles som avkastningsforskjellen mellom faktisk portefølje og referanseindeksen. Positiv differanseavkastning betegnes meravkastning, mens negativ differanseavkastning betegnes mindreaktning. Se *faktisk portefølje* og *faktisk referanseindeks*.

Diversifisering

Risikoen i en portefølje kan normalt reduseres ved å inkludere flere aktiva i porteføljen. Dette kalles risikospredning eller diversifisering. Diversifisering er bakgrunnen for at referanseindeksen til Statens pensjonsfond er spredt på flere aktivaklasser og et bredt utvalg av land, sektorer og selskaper. Diversifisering kan bedre forholdet mellom forventet avkastning og risiko. Se *aktivaklasser*.

Durasjon

Durasjon er et mål på hvor lang tid det er, i gjennomsnitt, til kontantstrømmene (kuponger og hovedstol) fra en obligasjon kommer til utbetaling. Verdien av en obligasjon er følsom for rentendringer, og følsomheten øker med durasjonen. Se *obligasjon*.

Eksternalitet

Eksternaliteter er kostnader eller gevinster ved produksjon eller konsum som ikke belastes beslutningstakeren. Et eksempel på en negativ eksternalitet er kostnader knyttet til miljøskade. Lønnsomheten i et selskap reflekterer ikke nødvendigvis de samfunnsmessige kostnadene av

skader på miljøet forårsaket av produksjonen. En ikke-priset kostnad innebærer at den samfunnsøkonomiske kostnaden er høyere enn det produsenten selv betaler. Eksternalitetene leder således til markedssvikt og ineffektiv bruk av ressurser sammenliknet med tilfeller der den fulle samfunnsøkonomiske kostnaden er priset.

Faktisk portefølje

Faktisk portefølje betegner de samlede investeringene som fondets består av. Faktisk portefølje vil normalt avvike fra referanseindeksen (aktiv forvaltning). Se *aktiv forvaltning*, *faktisk referanseindeks* og *strategisk referanseindeks*.

Faktisk referanseindeks

Den faktiske referanseindeksen for SPU og SPN tar utgangspunkt i den strategiske referanseindeksen. Den strategiske referanseindeksen angir fordelingen på aktivaklasser og inneholder et gitt antall verdipapirer, som er bestemt av de kriterier indeksleverandøren legger til grunn for inkludering i indeksen. Aktivaklassene vil imidlertid ha ulik verdiutvikling over tid, noe som medfører at den faktiske referanseindeksens fordeling på aktivaklasser beveger seg bort fra de strategiske vektene. For å hindre at avviket fra de strategiske vektene blir for stort, har departementet fastsatt regler for tilbakevektning av andelen aksjer i den faktiske referanseindeksen. Se *strategisk referanseindeks* og *tilbakevektning*.

Innenfor fastsatte rammer for forvaltningen kan sammensetningen av faktisk portefølje avvike fra det som følger av den faktiske referanseindeksen. Ettersom rammene for avvik er relativt små, vil fondets avkastning og risiko i stor grad være bestemt av den faktiske referanseindeksen. Den faktiske referanseindeksen er utgangspunktet for måling av differanseavkastning og risiko i forvaltningen. Se *aktiv forvaltning*, *differanseavkastning* og *faktisk portefølje*.

Faktorer

Faktorer påvirker avkastningen i et bredt sett av investeringer. Investorer vil kunne kreve en forventet avkastning ut over risikofri rente for å være eksponert mot systematiske faktorer. Dette kalles faktorpremier. Kjente systematiske faktorer i aksjemarkedet er markedsrisiko, størrelse, verdi, momentum, likviditet og volatilitet. Viktige systematiske faktorer i obligasjonsmarkedet er termin, kreditt og likviditet, med tilhørende

faktorpremier. Se *diversifisering* og *systematisk risiko*.

Forventet avkastning

Forventet avkastning er et statistisk mål på middelverdien i fordelingen over alle mulige utfall, og er lik gjennomsnittlig avkastning av en investering hvis denne ble gjentatt mange ganger. Hvis det ved en investering er 50 pst. sannsynlighet for 20 pst. verdistigning, 25 pst. sannsynlighet for 10 pst. verdistigning, og 25 pst. sannsynlighet for 10 pst. verdireduksjon, er den forventede avkastningen $(20 \times 0,5) + (10 \times 0,25) + (-10 \times 0,25) = 10$ pst. Forventet avkastning kan beregnes ved hjelp av historiske avkastningsserier, eller basert på framoverskuende modellsimuleringer. Se *avkastning*.

Framvoksende markeder

Framvoksende markeder brukes som betegnelse på finansmarkedene i enkelte land som ikke enda regnes som utviklede økonomier. Det eksisterer ikke et entydig sett av kriterier som definerer hvorvidt et marked er framvoksende. Ved investeringer i noterte aksjemarkeder er det vanlig å benytte klassifiseringene til indeksleverandører som FTSE. FTSE klassifiserer framvoksende markeder blant annet basert på bruttonasjonalinntekt per innbygger og egenskaper ved markedet, som størrelse, omsettelighet og regulering.

Fundamental analyse

Fundamental analyse har primært som formål å kartlegge faktorene som påvirker et aktivas framtidige (forventede) kontantstrøm. I en fundamental analyse av et aksjeselskap vil vurderinger av selskapets inntekter, kostnader og investeringer stå sentralt. Fundamental analyse brukes blant annet til verdsettelse av selskaper. I aktive forvaltningsstrategier vil investor ofte kjøpe aksjer som vurderes som lavt verdsatt i aksjemarkedet i forhold til selskapets fundamentale verdi. Investor forventer da at selskapets fundamentale verdi over tid vil bli gjenspeilet i aksjekursen. Se *aktiv forvaltning*.

Geometrisk avkastning

Geometrisk avkastning (eller tidsvektet avkastning) angir den gjennomsnittlige vekstraten til en investering. Jo større variasjon det er i den årlige avkastningen, jo større blir forskjellen mellom

geometrisk og aritmetisk beregnet avkastning. I kvartals- og årsrapporter er det mest vanlig å rapportere avkastning over tid som et geometrisk gjennomsnitt. Se *aritmetisk avkastning*.

Indeks

En indeks inneholder et sett med aktiva bestemt ut fra de utvelgelseskriterier som indeksleverandøren har lagt til grunn, og angir en gjennomsnittlig avkastning for de aktivaene som inngår i indeksen. Indekser utarbeides av børser, konsultantselskaper, aviser og investeringsbanker. De kan for eksempel være land-, region-, markedsvekt- eller sektorbasert. Hvis det er mulig å investere en portefølje i tråd med sammensetningen av indeksen, kalles indeksen investerbar. Dette vil typisk være tilfellet for svært likvide verdipapirer, som børsnoterte aksjer. Derimot vil en indeks over utviklingen i unotert eiendom ikke være investerbar. Når en indeks brukes som avkastningsmål for en bestemt portefølje med verdipapirer, kalles den en referanseindeks. Se *indeksforvaltning*, *faktisk referanseindeks* og *strategisk referanseindeks*.

Indeksforvaltning

Med indeksforvaltning (eller passiv forvaltning) menes at forvaltningen er innrettet mot at den faktiske porteføljen i størst mulig grad skal gjenspeile sammensetningen av referanseindeksen. Dersom sammensetningen av den faktiske porteføljen er eksakt lik sammensetningen av referanseindeksen, vil avkastningen av faktisk portefølje og referanseindeksen være lik, sett bort fra transaksjonskostnader og før fradrag for forvaltningskostnader. Dersom referanseindeksen omfatter mesteparten av de omsatte verdipapirene i markedet, vil man ved indeksforvaltning oppnå en avkastning som gjenspeiler avkastningen i markedet samlet. Avkastningen som følger av en bred markedseksponering kalles ofte beta-avkastning. Se *indeks*, *faktisk* og *strategisk referanseindeks*.

Inflasjon

Inflasjon er en økning i det generelle prisnivået.

Inflasjonsrisiko

Inflasjonsrisiko er risiko for tap av kjøpekraft som følge av uventet høy inflasjon. Se *inflasjon*.

Institusjonell investor

Institusjonelle investorer er organisasjoner som har som formål å drive investeringsvirksomhet, gjerne på vegne av klienter. Institusjonelle investorer vil typisk forvalte store porteføljer fordelt på flere aktivaklasser og geografiske markeder. Eksempler på institusjonelle investorer er pensjonsfond, forsikringsselskaper, verdipapirfond og statlige investeringsfond. Banker og hedgefond kan også regnes som institusjonelle investorer.

Internasjonal kjøpekraftsparitet

Dersom et bredt sett av varer koster det samme regnet i felles valuta, uavhengig av i hvilket land varene er produsert eller i hvilken valuta varene i utgangspunktet er priset, kalles det internasjonal kjøpekraftsparitet. Det er etter hvert blitt bred støtte blant forskere for synet om at internasjonal kjøpekraftsparitet er gyldig på lang sikt. Kjøpekraftsparitet spiller en sentral rolle i å måle valutarisiko. Hvis varer uansett koster det samme, har det ingen betydning hvor en kjøper varene fra. Følgelig er det ingen valutarisiko. Se *valutarisiko*.

Investerbarhet

Med investerbarhet menes i hvilken grad en investeringsidé eller -regel kan gjennomføres i praktisk kapitalforvaltning.

Kapitalverdimodellen

Kapitalverdimodellen er en likevektsmodell for prising av verdipapirer (eller en portefølje av verdipapirer) med usikker framtidig avkastning. I modellen er det en lineær sammenheng mellom forventet avkastning ut over risikofri rente og avkastningen i det samlede markedet for risikable investeringer.

Korrelasjon

Korrelasjon angir graden av og retningen på samvariasjonen mellom to variabler. Dersom korrelasjonen er perfekt positiv betyr det at variablene alltid beveger seg helt i takt. Dersom korrelasjonen er null, betyr det at det ikke er noen form for samvariasjon. Perfekt negativ korrelasjon betyr at variablene alltid beveger seg i helt motsatt takt. Med mindre det er perfekt positiv korrelasjon mellom avkastningen på enkeltinvesteringer, vil en kunne

redusere risikoen i en portefølje ved å spre investeringene på flere aktiva. Se *diversifisering*.

Kredittrisiko

Kredittrisiko er risikoen for tap som følge av at en utsteder av et verdipapir eller en motpart i en verdipapirhandel ikke oppfyller sine juridiske forpliktelser, for eksempel som følge av konkurs. Se *motpartsrisiko*.

Likviditetspremie

Likviditetspremie er en forventet kompensasjon for å investere i verdipapir som ikke er enkle å omsette. Kompensasjonen er betaling for å gjøre det mulig for motparten å gjennomføre ønsket handel. I praksis er likviditetspremier vanskelige å definere og måle. Se *risikopremier*.

Markedseffisiens

Markedseffisiens innebærer at prisen på en finansiell eiendel, slik som en aksje eller obligasjon, til enhver tid gjenspeiler all tilgjengelig informasjon om eiendelens fundamentale verdi. Dersom denne hypotesen er korrekt, vil det være umulig for en forvalter konsistent å oppnå meravkastning ved fundamental analyse. Se *aktiv forvaltning* og *fundamental analyse*.

Markedsrisiko

Markedsrisiko er risikoen for at verdien på en verdipapirportefølje skal endre seg som følge av brede bevegelser i markedspriser på aksjer, valutaer, råvarer og renter. Det er vanlig å legge til grunn at høyere markedsrisiko gir høyere forventet avkastning. Se *forventet avkastning*.

Markedsverdivekter

En portefølje eller indeks er markedsverdivektet når investeringene i hvert enkelt aktivum inngår med en vekt tilsvarende aktivaenes andel av markedets samlede verdi. Se *indeks*.

Meravkastning

Se *differanseavkastning*.

Mindreavkastning

Se *differanseavkastning*.

Motpartsrisiko

Motpartsrisiko er risikoen for tap som følge av at en kontraktsmotpart ikke oppfyller sine juridiske forpliktelser. Se *kredittrisiko*.

Nominell avkastning

Oppnådd avkastning målt i løpende priser, dvs. uten justering for prisstigning (inflasjon). Se *avkastning*, *inflasjon* og *realavkastning*.

Obligasjon

En obligasjon er et omsettelig lån med en løpetid på mer enn ett år. Obligasjoner innfris av utsteder (låntaker) ved forfall, og i perioden fra utstedelse til forfall betaler utsteder en rente til eierne av obligasjonene (såkalt kupong). De fleste obligasjoner er basert på en fast nominell rente, dvs. at kupongen er et på forhånd bestemt beløp. Obligasjoner finnes i flere varianter, bl.a. med flytende rente, uten kupong eller med løpende nedbetaling.

Operasjonell risiko

Operasjonell risiko er risikoen for økonomiske tap eller tap av renommé som følge av svikt i interne prosesser, menneskelige feil, systemfeil, eller andre tap som skyldes eksterne forhold som ikke er en konsekvens av markedsrisikoen i porteføljen. Det knyttes ingen forventet avkastning til operasjonell risiko. I styringen av operasjonell risiko må en imidlertid balansere hensynet til å holde sannsynligheten for slike feil lav mot kostnadene som påløper som følge av økt kontroll, overvåking mv.

Passiv forvaltning

Se *indeksforvaltning*.

Prinsipal-agent-problem

Prinsipal-agent-problemer beskriver situasjoner der det ikke er fullt interessesammenfall mellom oppdragsgiver (prinsipalen) og den som utfører oppdraget (agenten). I tilfeller der prinsipalen og agenten har ulik informasjon, kan agenten foreta valg som ikke nødvendigvis tjener prinsipalen. I kapitalmarkedene vil slike situasjoner generelt kunne oppstå både mellom kapitaleier og kapitalforvalter og mellom kapitalforvalter og ledelsen i selskapene en investerer i.

Realavkastning

Realavkastning er oppnådd nominell avkastning justert for prisstigning (inflasjon). Dette kan også betegnes som avkastning målt i faste priser eller i kjøpekraft. Se *inflasjon* og *nominell avkastning*.

Relativ avkastning

Se *differanseavkastning*.

Relativ volatilitet

Kapitaleier vil normalt sette rammer for hvor stor risiko forvalter kan ta. En vanlig framgangsmåte er å fastsette en referanseindeks sammen med grenser for hvor mye den faktiske porteføljen kan avvike fra referanseindeksen. Finansdepartementet har i mandatene til Norges Bank og Folketrygdfondet oppstilt en grense i form av mål for forventet relativ volatilitet, som er det forventede standardavviket til differanseavkastningen mellom den faktiske porteføljen og referanseindeksen. Over tid, og gitt noen statistiske forutsetninger, innebærer dette at om hele rammen utnyttes vil faktisk avkastning i to av tre år avvike fra avkastningen av faktisk referanseindeks med mindre enn oppstilt grense, uttrykt i prosentenheter. Se *aktiv forvaltning*, *differanseavkastning*, *faktisk portefølje*, *faktisk referanseindeks* og *standardavvik*.

Risiko

Risiko er et mål som sier noe om sannsynligheten for at en hendelse skal inntreffe, og konsekvensen av denne (for eksempel i form av tap eller gevinst). Det knytter seg ulike dimensjoner til risiko. En viktig dimensjon er skillet mellom risiko som kan tallfestes og risiko som vanskelig lar seg kvantifisere. Et eksempel på det første er markedsrisikoen for investeringer i verdipapirmarkedet. Et eksempel på det andre er den operasjonelle risikoen i en portefølje. Standardavvik er en vanlig måte å tallfeste risiko på. Se *markedsrisiko*, *operasjonell risiko*, *kredittrisiko*, *systematisk risiko* og *standardavvik*.

Risikopremie

Se *risikofaktorer*.

Samvariasjon

Se *korrelasjon*.

Sannsynlighetsfordeling

En sannsynlighetsfordeling er en modell som beskriver den relative hyppigheten av mulige verdier som en usikker (stokastisk) variabel kan ta. Den mest kjente sannsynlighetsfordelingen er normalfordelingen, som er symmetrisk om middelverdien (forventningsverdien). Fordelinger som ikke er symmetriske kalles ofte skjevfordelte. Fordelinger der ekstremutfall (store eller små) er mer sannsynlige enn i normalfordelingen kalles fordelinger med «fete» eller «tunge» haler.

Standardavvik

Standardavvik er et mål som ofte benyttes på risikoen i en portefølje. Det viser hvor mye verdien av en variabel (her porteføljens avkastning) kan ventes å svinge rundt sin gjennomsnittsverdi. Dersom det ikke er noen variasjon er standardavviket lik 0. Jo høyere standardavvik, desto større svingninger (volatilitet) eller risiko i forhold til gjennomsnittsavkastningen. Ved å kople standardavviket til en sannsynlighetsfordeling, kan en si noe om hvor sannsynlig det er at porteføljen vil falle i verdi med mer enn x prosent eller stige i verdi med mer enn y prosent i løpet av en gitt periode.

Dersom avkastningen er normalfordelt vil den i 68 pst. av tilfellene være under ett standardavvik fra gjennomsnittlig avkastning. I 95 pst. av tilfellene vil avkastningen ligge innenfor to standardavvik. Empiriske undersøkelser av avkastningen i verdipapirmarkedene indikerer imidlertid at svært lav og svært høy avkastning forekommer oftere enn hva en ville vente hvis avkastningsratene var normalfordelt. Dette omtales som «fete haler». Se *sannsynlighetsfordeling* og *risiko*.

Strategisk referanseindeks

Departementets overordnede investeringsstrategi for Statens pensjonsfond kommer til uttrykk gjennom strategiske referanseindekser for SPN og SPU. Strategisk referanseindeks angir en fast fordeling av fondskapitalen mellom de ulike aktivaklasser, og for SPN også en fast fordeling på regioner. Strategisk referanseindeks er en detaljert beskrivelse av aktivaallokeringen. Se *aktivaallokering* og *aktivaklasser*.

Systematisk risiko

Systematisk risiko er den delen av risikoen til et verdipapir eller portefølje som ikke kan diversifiseres bort ved å eie flere verdipapirer.

Den systematiske risikoen reflekterer økonomiens iboende usikkerhet. Investorer kan ikke diversifisere seg bort fra nedgangstider, manglende tilgang på kreditt og likviditet og markedskollaps mv. I henhold til finanst teori vil høyere systematisk risiko kompenseres for i form av høyere forventet avkastning. Se *diversifisering og risikofaktorer*.

Tilbakevekting

Departementet har fastsatt strategiske referanseindekser for SPU og SPN med en fast aksjeandel, og for SPN også en fast fordeling på regioner. Ettersom avkastningen utvikler seg forskjellig i hver aktivaklasse og region, vil aksjeandelen i porteføljen over tid bevege seg bort fra den strategiske andelen. Fondet har derfor en faktisk referanseindeks som tillates å avvike noe fra den strategiske sammensetningen, og regler for tilbakevekting av denne indeksen. Når avvikene blir for store, kjøpes og selges de nødvendige aktiva for å bringe faktisk referanseindeks i overensstemmelse med strategisk referanseindeks. Se *faktisk og strategisk referanseindeks*.

Unoterte investeringer

Unoterte investeringer er investeringer i aktiva som ikke handles på regulerte markedsplasser.

Valutakurv

SPU plasseres utelukkende i utenlandske verdipapirer, og dermed kun i papirer som omsettes i

andre valutaer enn norske kroner. Avkastningen av SPU i norske kroner vil dermed ikke bare variere med markedsutviklingen i de internasjonale verdipapirmarkedene, den vil også variere med valutaendringer mellom norske kroner og de valutaer fondet er investert i. For fondets internasjonale kjøpekraft er imidlertid kronekursutviklingen ikke relevant. For å måle avkastningen uavhengig av kronekursutviklingen, beregnes avkastningen også i internasjonal valuta. Dette gjøres med utgangspunkt i fondets valutakurv som er sammenvekting av de valutaer som inngår i referanseporteføljen.

Valutarisiko

Investeringene vil kunne ha en annen fordeling på land og valutaer enn de varene og tjenestene de skal finansiere. Endringer i internasjonale valutakurser vil derfor påvirke hvor mange varer og tjenester som kan kjøpes. Dette kalles (real-)valutarisiko. Internasjonal kjøpekraftsparitet spiller en sentral rolle når det gjelder å måle slik valutarisiko. Se *internasjonal kjøpekraftsparitet*.

Volatilitet

Variasjon i avkastning. Måles i standardavvik. Se *standardavvik*.

Vedlegg 3

Unoterte investeringer i SPN

Brev fra Folketrygdfondet til Finansdepartementet 13. november 2014

Sammendrag

Vi viser til Finansdepartementets brev av 27.06.2014, hvor det bes om Folketrygdfondets analyser og vurderinger av om unoterte investeringer som eiendom og infrastruktur bør inngå i forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge (SPN).

Etter en samlet vurdering er det Folketrygdfondets oppfatning at det vil kunne være positivt for SPN om det åpnes for unoterte investeringer i eiendom og infrastruktur. Dette er illikvide aktiva som i utgangspunktet er godt egnet for et langsiktig fond med lite behov for likviditet og som har en kompetent forvalter. Basert på Folketrygdfondets særtrekk og kompetanse, mener vi at en slik utvidelse av investeringsuniverset kan bidra til å spre fondets risiko og øke avkastningen etter kostnader.

Unoterte aktiva skiller seg fra dagens mer likvide investeringsalternativer i SPN ved at de kan være vanskelige å omsette, transaksjonskostnadene er vesentlige og det er større usikkerhet knyttet til løpende verdsetting. Det eksisterende datagrunnlaget gjør det krevende å konkludere klart med at inkludering av unoterte aktiva generelt gir en bedre risikojustert avkastning for en portefølje, men etter vår oppfatning vil det i denne aktivaklassen over tid finnes investeringsobjekter som kan bidra til å bedre forholdet mellom risiko og avkastning i SPN. For at investering i unoterte aktiva skal styrke SPNs risikojusterte avkastning over tid, fordrer det imidlertid etter vårt syn en styringsstruktur og et mandat som legger til rette for at investeringsbeslutningene skjer med et langsiktig perspektiv og med stor oppmerksomhet mot kostnadene og mulighetene for sikring av vår andel av verdiene. I lys av særtrekkene ved investering i unoterte aktiva i vårt investeringsunivers, mener vi slike hensyn best ivaretas om investeringsbeslutningene i utstrakt grad delegeres til forvalter, dvs. at investering i unoterte aktiva skjer som ledd i vår aktive forvaltning, framfor at departementet fast-

setter en strategisk allokering til unoterte investeringer i referanseindeksen.

Ved investering i unoterte aktiva ser vi for oss at Folketrygdfondet vil være en selektiv investor som samarbeider med andre aktører med spesiell utviklings- og driftskompetanse, og hvor oppbygging av en portefølje av unoterte aktiva vil skje gradvis og over tid i takt med at vi bygger opp kompetanse, vinner erfaring og identifiserer egnede investeringsobjekter. Vi legger til grunn at investering i unoterte aktiva kan håndteres innenfor dagens overordnede risikoramme for forventet relativ volatilitet, og tilrår at det fastsettes en øvre grense på 10 prosent unoterte aktiva som andel av SPN.

En utvidelse av investeringsuniverset til å inkludere unoterte investeringer i eiendom og infrastruktur vil øke handlingsrommet i Folketrygdfondets langsiktige aktive forvaltning. Investering i unoterte aktiva vil gi en moderat økning i Folketrygdfondets kostnader, men vi mener at økningen i meravkastningen blir større. Samtidig vil unoterte investeringer bidra til å spre risikoen i den aktive forvaltningen.

Dagens organisasjon har relevant kompetanse på generell kapitalforvaltning, noterte aksjeinvesteringer innen eiendom og obligasjonsinvesteringer innen eiendom og infrastruktur. Folketrygdfondet har lang erfaring med å investere et stort fond i et finansmarked med tidvis svak likviditet. Dette har gitt Folketrygdfondet et langsiktig perspektiv i forvaltningen, som er nødvendig ved forvaltning av unoterte investeringer. Det vil i tillegg være behov for å styrke vår kompetanse for å håndtere de særskilte utfordringene som følger av å skulle treffe beslutning om og følge opp relativt store og skreddersydde transaksjoner i illikvide aktiva. Vi legger til grunn at disse aktivitetene skal være integrert i dagens organisasjon med felles organisasjonskultur og verdi grunnlag.

Mens markedet for unoterte eiendomsinvesteringer er relativt velutviklet og har en lang historie som investeringsobjekt, er markedet for infra-

strukturinvesteringer fremdeles umodent. Dersom det er ønskelig å utvikle markedet for infrastruktur i Norge, vil dette blant annet avhenge av beslutninger hos ulike offentlige myndigheter om omfanget av infrastrukturinvesteringer og offentlig eierskap.

Innledning

Formålet med dette brevet er å bidra til å sette departementet i stand til å fatte en prinsippbeslutning om SPNs mandat bør utvides til å inkludere unoterte investeringer som eiendom og infrastruktur. Dersom departementet fatter en slik beslutning, gjenstår viktige forberedelser før de første unoterte investeringene eventuelt kan gjennomføres. I en slik prosess vil vi komme nærmere inn på mer detaljerte forhold som departementet tar opp i brevet, herunder investeringsstrategi for unoterte aktiva, risikostyring, organisering, kostnader, operasjonell gjennomføring, oppfølging og rapportering.

Vi har i våre analyser og vurderinger fokusert på markedet for unoterte investeringer i Norge. Ved oppbygging av nye investeringsaktiviteter legger vi vekt på å gå gradvis fram og bygge erfaring. Således finner vi det naturlig i første omgang å konsentrere oss om Norge, hvor vi har sterkest kompetanse og lengst erfaring, og vurdere utvidelser til de øvrige nordiske landene i vårt investeringsunivers ved en senere anledning.¹ I tråd med departementets brev er oppmerksomheten videre rettet mot unoterte investeringer i eiendom og infrastruktur (og ikke unoterte aksjeinvesteringer i annen forretningsmessig virksomhet som «private equity», såkorninvesteringer osv.). Vi har i tillegg lagt særlig vekt på de særskilte styringsmessige utfordringene knyttet til unoterte og illikvide investeringer, siden datagrunnlaget gir mindre grunnlag for å trekke klare konklusjoner om aktivklassens overordnede avkastnings-, risiko- og korrelasjonsegenskaper enn tilfellet er for noterte investeringer.

Som ledd i våre saksforberedelser har vi konsultert investorer det er naturlig for oss å sammenlikne oss med og uavhengige eksperter. Vi har innhentet to eksterne rapporter om investeringer i eiendom og infrastruktur utarbeidet av hhv. Akershus Eiendom og Pöyry. Disse følger som vedlegg til dette brevet.

Det framgår av de eksterne rapportene at det er et visst erfaringsgrunnlag for å vurdere investeringsfaglige sider ved det norske markedet for næringseiendom. Markedet for infrastruktur er på sin side umodent og fragmentert, samtidig som det pågår prosesser som muligens kan resultere i mer velutviklede markeder over tid. Det er imidlertid tilgjengelig analyser med internasjonale erfaringer, som i en globalisert verden kan antas å være relevante også for norske forhold. Det vises spesielt til Finansdepartementets grundige vurderinger av eiendomsinvesteringer og illikviditetspremier i Statens pensjonsfond utland, blant annet i St.meld. nr 16 (2007–2008) og Meld. St. 27 (2012–13), samt arbeidsnotatet om infrastruktur utarbeidet av Norges Bank Investment Management (NBIM discussion note #2–2013). En rapport laget for departementet av CEM Benchmarking gir også noe informasjon om aktivfordeling, avkastning og kostnader for sammenliknbare fond.²

Generelt om unoterte investeringer

Investeringer i unotert eiendom og infrastruktur er generelt lite likvide, transaksjonskostnadene er forholdsvis store, og det er usikkerhet knyttet til den løpende verdsettingen. Slike unoterte investeringer kan være svært vanskelige å avhende på kort sikt, men gir oftest opphav til en relativt stabil og sikker kontantstrøm over flere år. Investeringsobjektene er gjerne heterogene med ulike risikoegenskaper, som både reflekterer prosjektets usikkerhetsmomenter (for eksempel knyttet til budfase, byggefase, løpende forvaltning, leietakeres betalingsvilje, egenkapitalandel, finansieringsmodell) og usikkerhet av mer overordnet karakter (for eksempel politikk og reguleringer, makroøkonomisk utvikling, risikofri rente, risikoaversjon). Det kan være krevende å lage klare definisjoner for om et prosjekt bør kategoriseres som eiendom eller infrastruktur. Prosessene fram til en investering finner sted er typisk arbeidsintensive og tidkrevende, med krav til lokalkunnskap og utstrakt bruk av juridisk kompetanse. Transaksjonene kan være relativt store, innebære særskilte selskapskonstruksjoner og aksjonæravtaler, og ha finansieringsstrukturer med ulike egenkapital- og fremmedkapitaltransjer. Det kan påløpe vesentlige kostna-

¹ Ref. også dagens referanseindeks for SPN, som har en fordeling på 85 prosent i Norge og 15 prosent i Danmark, Finland og Sverige.

² Så sant ikke annet er oppgitt, er kildegrunnlaget i dette brevet rapportene fra Akershus eiendom, Pöyry og CEM, samt St. meld. nr. 16 (2007–2008), Meld. St. 27 (2012–2013) og NBIM discussion note #2-2013.

Tabell 3.1 Ulike investeringsalternativer

	Direkte	Indirekte
Unoterte	Direkte investeringer, prosjektfinansiering	Unoterte fond
Noterte	Aksjer, obligasjoner	Noterte fond

der for å forberede en investering, mens avkastningen fordeles over lang tid.

Unoterte investeringer i eiendom og infrastruktur er en relativt vanlig aktivaklasse for langsiktige investorer internasjonalt. CEMs rapport viser en samlet allokering nær 10 prosent i snitt for fond det er naturlig å sammenlikne SPN med, mens allokeringen kan være vesentlig høyere for fond som har hatt stor tro på denne aktivaklassen. Eiendom og infrastruktur oppfattes av aktører å ha avkastnings- og risikoegenskaper som ligger mellom obligasjoner og aksjer, hvor deler av avkastningen kan henføres til at investorer krever en kompensasjon for svak likviditet (illikviditetspremie). Samtidig legger flere aktører vekt på at det følger med en særskilt type risikoeksponering som man ikke kan oppnå med en enkel kombinasjon av noterte aksjer og obligasjoner, slik at inkludering av unoterte aktiva kan bidra til å bedre forholdet mellom avkastning og risiko i en portefølje. Det er imidlertid krevende å trekke klare konklusjoner om avkastnings- og risikoegenskapene til unoterte aktiva generelt på grunnlag av statistiske analyser.³

Enkelte investorer oppgir i tillegg å legge vekt på at aktivaklassen gir en bedre inflasjonssikring enn nominelle obligasjoner. Videre gir unoterte investeringer i eiendom og infrastruktur eksponering overfor stabile kontantstrømmer, samtidig som den løpende verdsettelsen viser mindre variasjoner enn likvide instrumenter, som er egenskaper noen aktører setter pris på. For enkelte investorer kan gunstig skattemessig behandling også være en motivasjon for å investere i unoterte aktiva.

Det er ulike måter å investere i eiendom og infrastruktur på, og de forskjellige alternativene gir eksponering for ulike risikofaktorer og har ulike forvaltningskostnader. Tabellen nedenfor illustrerer dette som et valg mellom noterte eller

unoterte investeringer og mellom direkte eller indirekte investeringer. I en slik matrise vil unoterte investeringer typisk ha høyere likviditetsrisiko og forvaltningskostnader enn noterte investeringer, og direkte investeringer ha høyere prosjektspesifikk og regulatorisk risiko enn indirekte investeringer.

Hvilke løsninger en investor velger, vil avhenge av hvilke alternativer som er tilgjengelige og investorens særtrekk og preferanser. I Norge har det generelt vært lite tilbud av noterte aksjer med direkte eksponering overfor eiendom og infrastruktur.

I en vurdering av om unoterte investeringer i eiendom og infrastruktur egner seg for SPN, vil Folketrygdfondet legge mest vekt på denne aktivaklassens bidrag til å bedre forholdet mellom risiko og forventet avkastning (etter kostnader) i fondet. Vi legger dermed lite vekt på forhold som inflasjonssikring, mer stabile avkastningsmålinger og skattehensyn.⁴ Videre har vi merket oss internasjonale erfaringer som understreker viktigheten av å oppnå eksponeringen uten at man pådrar seg for høye kostnader⁵, dvs. at man i utgangspunktet er varsom med å investere i konstruksjoner med mange ledd og mellommenn.

Det finnes noe tallmateriale for avkastning på norsk næringseiendom over tid og enkelte erfaringer fra infrastrukturprosjekter, men en robust vurdering av avkastnings-, risiko- og korrelasjonsegenskapene til eiendom og infrastruktur må i betydelig grad basere seg på internasjonale erfaringer. Også internasjonalt er det lite offentlig tilgjengelige data og få tilgjengelige studier av avkastnings- og risikoegenskapene til unoterte aktiva, spesielt for infrastruktur. Historisk avkastning for indekser for unoterte aktiva har videre en

³ For eksempel viser Finansdepartementet i Meld. St. 27 (2012–2013) til en rapport som vurderer potensialet for å høste illikviditetspremier i ulike aktivaklasser, hvor forfatterne peker på at tallgrunnlaget ikke er godt nok til å ta stilling til om det finnes illikviditetspremier i unoterte markeder som eiendom.

⁴ Dersom slike forhold vektlegges i så stor grad av andre investorer at det i vesentlig grad påvirker prising av aktivaene, vil dette isolert sett redusere vår interesse for slike investeringer.

⁵ CEM viser at kostnadene ved forvaltning av unoterte aktiva generelt sett er høyere enn forvaltning av noterte aktiva, men at det også er store variasjoner avhengig av forvaltningsmodell (intern/ekstern, direkte/fondskonstruksjoner osv.).

tendens til å undervurdere risikoen. Sammenliknet med indekser for noterte aktiva, har indekser for unoterte aktiva få omsetninger bak seg og verdsettelse skjer ofte ved bruk av takseringer eller metoder som gir mindre utslag fra en periode til en annen. Slike indekser tar ofte utgangspunkt i et begrenset antall investeringsobjekter uten belåning, som ikke alltid vil være representativt for avkastningsegenskapene til de faktiske prosjektene en investor plasserer i. Tilsvarende skal man være varsom med å legge til grunn så store diversifikasjonsgevinster som man kan få inntrykk av når man ser avkastningsseriene til unoterte aktiva opp mot noterte aksjer og obligasjoner.

Kort oppsummert legger vi til grunn at forventet avkastning og risiko ved unoterte aktiva generelt ligger et sted mellom noterte aksjer og obligasjoner, men at det er stor variasjon internt i aktivaklassen som kan knyttes til prosjektspesifikke forhold. Vårt perspektiv er at det i denne aktivaklassen over tid vil finnes investeringsobjekter som kan bidra til å øke den risikojusterte avkastningen til porteføljen.

Markedet for unoterte investeringer i eiendom

Næringseiendom er et samlebegrep på all eiendom som ikke benyttes som egen bolig. Dette er en heterogen sektor med en sammensatt gruppe investeringsobjekter med ulik risikoeksponering og ulike aktører. Sentrale segmenter inkluderer kontorbygg, handel, hotell, lager og logistikk, industri og produksjonsbygg, helse og skole, boligutleie, samt objekter som grenser opp mot infrastruktur. De største segmentene for investorer er kontorbygg og handel. Internasjonalt oppfattes boligutleie å være en interessant kategori for finansielle investorer, siden dette segmentet har en annen risikoeksponering enn øvrig næringseiendom, men tilbudet av slik eiendom i Norge for finansielle investorer har vært begrenset⁶. Bredde av investorkategorier er stor, og enkelte peker også på at skattemessige forhold kan være en motivasjonsfaktor for noen investorer.

Et alternativ for investorer er å investere i børsnoterte selskaper med eiendomseksponering, men i Norge er det liten tradisjon for børsnoterte eiendomsselskaper. I dag er det kun Nor-

wegian Property, Olav Thon Eiendomsselskap og Entra Eiendom som er notert ved Oslo Børs. Norwegian Property har eiendommer for ca. 14 mrd. kroner, mens Entra er nesten dobbelt så stort og er den ledende aktøren på kontoreiendom i Oslo med en markedsandel på i underkant av 6 prosent. Olav Thon Eiendomsselskap har sin hovedeksponering mot kjøpesentre. Norwegian Property og Olav Thon har over lengre tid vært handlet til relativt store rabatter i forhold til underliggende verdier. Dette skyldes nok dels svak likviditet i aksjene, men også andre selskapsspesifikke forhold har vært nevnt (som for eksempel uheldige transaksjoner, forhold ved gjennomføringen av investeringsprosjekter, sårbar finansieringsstruktur mv.). Investorer har nok også merket seg at andre børsnoterte eiendomsselskaper (Linstow, Avantor) er blitt tatt av børs på lave kurser i forhold til underliggende verdier.

Et sentralt spørsmål for en stor aktør som Folketrygdfondet er om vi kan oppnå en vesentlig eiendomseksponering for SPNs kapital innen rimelig tid om vi skulle ønske det. Med utgangspunkt i at omsetningen av større unoterte næringseiendommer i Norge de siste ti årene i snitt har ligget på i underkant av 40 mrd. kroner per år, synes det som at det er mulig å etablere en vesentlig eiendomseksponering i løpet av noen år om det skulle vurderes som formålstjenlig.⁷

Prisingen av unoterte aktiva påvirkes av faktorer som også er viktige for det noterte aksjemarkedet og obligasjonsmarkedet. De siste årenes fall i risikofri rente og risikopremier har løftet verdien av både aksjemarkeder, obligasjonsmarkeder og unoterte aktiva. Det betyr samtidig at historiske avkastningsserier trolig overvurderer forventet avkastning av unoterte så vel som noterte aktiva i årene framover. En analyse fra Swedbank⁸ rapporterer at kontoreiendom i Oslo i snitt har gitt 11 prosent årlig avkastning siden 1983, som er 3 prosentpoeng lavere enn aksjer og 2 prosentpoeng høyere enn obligasjoner. Analysen anslår videre en forventet framtidig avkastning på 6 prosent (forutsatt flate realleier og ingen videre reprising av aktivaklassen), som er noe lavere enn for aksjer og noe høyere enn for obligasjoner.

⁶ Sammenliknet med andre land eier husholdningene i Norge i stor grad sin egen bolig. Videre er det et vesentlig omfang av husholdninger og små aktører på tilbudssiden i markedet for utleie av boliger.

⁷ Om man for eksempel skulle investere 5 prosent av SPN i eiendom over ti år, ville det innebære plasseringer på i størrelsesorden 1 mrd. kroner i året.

⁸ Avkastning på kontoreiendommer i Oslo 1982–2013, Peter Hermanrud, Swedbank, 27.5.14.

Markedet for unoterte investeringer i infrastruktur

Infrastrukturinvesteringer omfatter nettverk av faste anlegg som leverer tjenester som er sentrale for at samfunnet skal fungere (for eksempel vei, jernbane, kraftnett, vann og avløp), slik at bruksfrekvensen ofte er lite følsom for konjunktursvingninger. Det er ofte høye kapitalkostnader, og aktørene opererer i tilnærmede monopoler der inntekten er gjenstand for offentlig regulering. En del land har relativt lang erfaring med privat eierskap av infrastruktur (for eksempel Australia, Storbritannia og USA), mens i de fleste andre land har infrastruktur vært assosiert med offentlig eierskap. Behov for konsolidering av offentlige finanser, kombinert med et stort og udekket investeringsbehov, gjør imidlertid at det i større grad åpnes for privat eierskap av infrastruktur. Enkelte observatører peker også på mulige effektiviseringsgevinster ved å involvere private aktører, mens andre samtidig minner om tilhørende styringsutfordringer for det offentlige.

Infrastrukturinvesteringer oppfattes som interessante blant mange langsiktige kapitalforvaltere på grunn av egenskaper som stabil kontantstrøm over lang tid med en viss inflasjonsbeskyttelse og sikkerhet i fysiske eiendeler. Norsk infrastruktur er i stor grad offentlig eid, og det er lite innslag av infrastrukturinvesteringer i Norge blant norske institusjonelle investorer.

På et overordnet nivå er det grunn til å anta at flere av de samme faktorene som taler for å investere i eiendom også gjør seg gjeldende for infrastruktur, men at infrastrukturprosjekter også har noen særtrekk. Som det framgår av NBIMs arbeidsnotat om infrastruktur, er det store utfordringer knyttet til å utarbeide representative avkastningsserier for infrastrukturprosjekter. De avkastningsseriene som er utarbeidet internasjonalt, viser generelt at investeringer i infrastrukturaktiva har bedret en porteføljes risiko- og avkastningsegenskaper, men det er stor variasjon mellom de ulike prosjektene og en skal være varsom med å legge for optimistiske forutsetninger til grunn for framtiden.

Markedet for infrastrukturinvesteringer i Norge er fremdeles umodent. Dersom det er ønskelig å utvikle markedet for unoterte infrastrukturinvesteringer, vil Folketrygdfondet kunne bidra slik vi gjør i de noterte markedene. I tråd med SPN-mandatets bestemmelse om ansvarlig forvaltning, arbeider vi for velfungerende og effektive markedsplasser, samt gode standarder og hensiktsmessig adferd fra utstedere, tilretteleggere og investorer.

Det er imidlertid viktig å presisere at nøkkelen til å utvikle markedet for infrastruktur ligger hos ulike offentlige myndigheter: tilbudet av infrastrukturaktiva avhenger av beslutninger om omfanget av infrastrukturinvesteringer og offentlig eierskap, og etterspørselen etter infrastrukturaktiva fra langsiktige finansielle investorer avhenger av det offentlige regelverket investorene opererer innenfor og deres vurdering av regulatorisk og politisk risiko.

Infrastrukturinvesteringer skiller seg fra eiendomsinvesteringer ved at inntektene i større grad er påvirket av offentlig fastsatte tariffer og reguleringer. Siden dette oftest er prosjekter med lang løpetid, betyr det at investorers vurdering av graden av forutsigbarhet i myndighetsutøvelse vil være en sentral faktor bak deres betalingsvillighet og aktivaenes prising.⁹ Pöyry-rapporten viser til at det i dag er enkelte hindringer som må adresseres før det er et godt grunnlag for utvikling av et norsk infrastrukturmarked med betydelig deltakelse av finansielle investorer. Internasjonale pensjons- og infrastrukturfond, hvis interesse og deltakelse er ønskelig om man vil utvikle en markeds plass i tråd med god internasjonal praksis, er ifølge rapporten noe varsomme i sin vurdering av norske infrastrukturprosjekter. Samtidig er norske livsforsikringsselskaper og pensjonskasser underlagt forsikringsvirksomhetsloven og den tilhørende kapitalforvaltningsforskriften, som setter klare begrensninger på omfanget av disse investorernes plasseringer i infrastruktur.

Folketrygdfondets særtrekk

I vår strategiske plan for hvordan vi forvalter SPN¹⁰, legger vi vekt på at vårt særpreg i forhold til andre aktører har betydning for hvordan vi bør innrette investeringsvirksomheten. Ved vår vurdering av unoterte investeringer, tar vi på samme måte utgangspunkt i våre særtrekk og mulige fortrinn. Fondet SPN og organisasjonen Folketrygdfondet har en statlig eier med et langsiktig perspektiv. Vi har et klart og godt rammeverk som legger til rette for hensiktsmessig kapitalforvaltning i tråd med fondets formål, og vi oppfattes ofte å være en attraktiv samarbeidspartner av andre aktører. Det å forvalte fellesskapets midler betyr samtidig at det er høye forventninger til effektiv

⁹ Denne problemstillingen er analog med diskusjoner innen pengepolitikken om viktigheten av at sentralbanken holder hva den lover for å bygge tillit og redusere uønskede risikopremier.

¹⁰ Er tilgjengelig på www.fff.no

og ansvarlig drift, og at vi må legge stor vekt på å ha godt omdømme og tillit, ikke bare hos vår eier, men også hos markedet og allmennheten.

Rammevilkårene for forvaltningen tilsier en investeringsadferd med lengre tidshorison enn mange andre investorer. I vår forvaltning av SPN kan vi legge til grunn mindre behov for likviditet, høyere risikobærende evne og større toleranse for store verdiendringer. Det gir grunnlag for å opptre motsyklisk og langsiktig, en krevende men lønnsom investeringsadferd som fordrer en gjennomarbeidet og robust strategi med solid forankring både internt i Folketrygdfondet og eksternt overfor eier og allmennhet. En lang tidshorison gir samtidig god anledning til å investere i finansmarkeder som tidvis er lite likvide, og dermed høste en særskilt illikviditetspremie. Størrelsen på slike illikviditetspremier varierer over tid, slik at det kreves en tålmodig, grundig og aktiv forvaltning hvor vi må være forberedt på at porteføljen vil avvike en del fra referanseindeksen over lengre tid.

Folketrygdfondet investerer SPN i eget navn og er blant de største institusjonelle enkeltinvestorene i det norske finansmarkedet. Investert kapital utgjør nær 5 prosent av det noterte aksjemarkedet (10 prosent når det justeres for fri flyt) og nesten 3 prosent av obligasjons- og sertifikatmarkedet. Dette betyr at det tar lang tid å foreta store endringer i porteføljens eksponering og at vi har en særskilt interesse i å legge et langsiktig perspektiv til grunn for vår investeringsvirksomhet. Størrelse gir også anledning til å delta i store transaksjoner, å utnytte stordriftsfordeler i forvaltningen, og gir en viss mulighet til å påvirke markedsplassens rammevilkår og funksjonsevne. En stor og langsiktig investor som Folketrygdfondet er opptatt av ansvarlig investeringsvirksomhet. En aktiv og ansvarlig utøvelse av våre eier- og kreditorrettigheter er viktig for å ivareta våre finansielle interesser. I tillegg vil vi gjennom ansvarlig investeringsvirksomhet bidra til en mer velfungerende markedsplass og redusert miljørisiko og samfunnsmessig risiko i vårt investeringsunivers.

Folketrygdfondet har gjennom sine 20 år med aksjeforvaltning og 40 år med renteforvaltning bygget opp en bred kompetanse innen kapitalforvaltning og opparbeidet lang erfaring fra det norske kapitalmarkedet. Ved en vurdering av en mulig åpning for unoterte investeringer i eiendom og infrastruktur, legger vi vekt på at vi allerede har anledning til å investere i unoterte aksjer i selskaper som har intensjon om å bli notert, samt at vi har erfaring som investor i børsnoterte eiendomsselskaper og i obligasjoner tilknyttet eien-

dom og infrastrukturinvesteringer. Folketrygdfondet har lang erfaring i å investere et stort fond i et finansmarked med tidvis svak likviditet. Dette har gitt Folketrygdfondet et langsiktig perspektiv i forvaltningen, som er nødvendig ved forvaltning av unoterte investeringer.

I tillegg vil det være behov for å styrke vår kompetanse når det gjelder å håndtere store og skreddersydde transaksjoner med betydelige direkte eierandeler i markeder der lokalkunnskap er en klar fordel. I en slik aktivaklasse, som er preget av særskilte selskapskonstruksjoner tilpasset prosjektenes egenart og hvor medinvestorer og samarbeidspartnere kan ha ulike forventninger og interesser, vil vi måtte legge betydelig vekt på å ha gode aksjonæravtaler som ivaretar våre interesser og sikrer oss vår andel av kontantstrømmen og realisering av eventuell verdistigning.

Om vi skal søke å identifisere mulige fortrinn Folketrygdfondet kan ha som eiendomsinvestor, kan vår størrelse, høye risikobærende evne og ansvarlige investeringsprofil gjøre oss til en attraktiv samarbeidspartner for aktører som ønsker en seriøs og langsiktig medinvestor i store prosjekter. Vi har samtidig respekt for at dette er et relativt godt utviklet marked med etablerte aktører som har informasjonsfortrinn i forhold til en ny investor.

I tillegg til å legge vekt på Folketrygdfondets kompetanse og særtrekk i forhold til andre aktører i eiendoms- og infrastrukturmarkedet, forventer vi å skape merverdier gjennom allokeringens beslutninger. Med vår langsiktige og motsykliske investeringsstrategi vil det være positivt å ha tilgang til en aktivaklasse med investeringsobjekter som har noen andre risikoegenskaper enn investeringsalternativene i vårt eksisterende investeringsunivers.

Også i infrastrukturmarkedet kan egenskaper som størrelse, høy risikobærende evne og ansvarlig investeringsprofil gjøre oss til en attraktiv samarbeidspartner for aktører som ønsker en seriøs og langsiktig investor i store prosjekter. Mens det finnes internasjonale kapitalforvaltere med mer spisset kompetanse på særskilte områder innen infrastruktur, kan vår erfaring i Norge muligens være et fortrinn som både potensielle tilbydere av infrastrukturprosjekter og medinvestorer kan verdsette. Vår lange erfaring med obligasjonsinvesteringer, herunder i infrastrukturprosjekter, gjør at vi kan være en bidragsyter for å utvikle et mer velfungerende infrastrukturmarked.

Vårt særtrekk som offentlig eid kapitalforvalter kan også skape noen særegne utfordringer i

en markedsplass hvor offentlige myndigheter har en nøkkelrolle. Selv om Folketrygdfondets investeringsadferd utelukkende vil være motivert av finansielle avkastnings- og risikovurderinger i tråd med vårt mandat, kan vårt offentlige eierskap skape forventninger om å ta også andre hensyn. Man kan også tenke seg elementer av omdømmerisiko for Folketrygdfondet om vi skulle være investert i et infrastrukturprosjekt med stor interesse fra allmennhetens side som blir gjenstand for negativ omtale. Det gjøres også oppmerksom på at vår vurdering av om et prosjekts avkastnings- og risikoegenskaper er attraktive, ofte vil måtte ha sitt motstykke i en betalingsvilje hos en offentlig eier av prosjektet. Om Folketrygdfondet skal investere deler av SPN i infrastruktur, er det viktig at forutsetningene for en slik aktivitet er godt forankret.

Organisering og styring

Folketrygdfondets anbefaling om at SPN bør kunne investeres også i unotert eiendom og infrastruktur, forutsetter at det etableres et hensiktsmessig mandat som tar hensyn til denne aktivaklassens særtrekk. Unoterte aktiva er gjerne vanskelige å omsette, transaksjonskostnadene er vesentlige og det er større usikkerhet knyttet til verdsettingen, noe som gjør at investorer forventer en særskilt kompensasjon (illikviditetspremie) sammenliknet med å investere i mer likvide noterte markeder. For at investering i unoterte aktiva skal styrke SPNs risikojusterte avkastning over tid, fordrer det at investeringsbeslutningene skjer med et langsiktig perspektiv og med stor oppmerksomhet mot kostnadene ved investeringene og mulighetene for sikring av vår andel av verdiene. En vellykket forvaltning av unoterte aktiva krever etter vårt syn en vesentlig grad av delegering til forvalter, gode overordnede styringsparametre, samt tillit mellom kapitaleier og forvalter.

Vår tilrådning er at SPNs eksponering overfor unoterte aktiva finner sted ved at Folketrygdfondet gis anledning til å investere i slike aktiva samtidig som dagens referanseindeks (med 60 prosent aksjer og 40 prosent obligasjoner) holdes uendret, dvs. at departementet ikke fastsetter en strategisk allokering til unoterte investeringer i referanseindeksen. En slik styringsmodell stimulerer til en langsiktig forvaltning med vekt på høyest mulig avkastning etter kostnader til moderat risiko for SPN samlet, samtidig som den tar høyde for at det er usikkerhet knyttet til størrelsen på markedet for unoterte investeringer i årene som kommer.

Vi legger vekt på at en utvidelse av investeringsuniverset til å inkludere unoterte aktiva vil øke handlingsrommet i aktiv forvaltning på områder som passer godt for en stor og langsiktig investor som Folketrygdfondet. Vi mener at våre særtrekk og fortrinn, vårt verdigrunnlag, vår investeringsfilosofi og vår lange erfaring samlet sett gir et solid grunnlag for å fortsette å skape meravkastning med lave kostnader.

Folketrygdfondets aktive forvaltning har siden 1998 og fram til utgangen av 3. kvartal 2014 bidratt med en gjennomsnittlig årlig meravkastning på 0,49 prosentpoeng. Vår aktive risikotaking (avvik fra referanseindeksen) har av ulike årsaker avtatt de senere årene til et nivå som neppe er konsistent med såpass høy meravkastning i årene som kommer, men vi legger til grunn at det på sikt vil materialisere seg nye investeringsmuligheter som kan gi en høyere risikotaking¹¹. Om vårt investeringsunivers utvides til å inkludere unotert eiendom og infrastruktur, er det naturlig å anta at dette over tid vil bidra til å heve vår forventede meravkastning (etter kostnader) og bidra til en risikospredning i den aktive forvaltningen. En mer langsiktig aktiv forvaltning vil samtidig gi lengre perioder med avvik mellom SPNs og referanseindeksens avkastning, et forhold som både eier og forvalter må være innforstått med for at man skal lykkes.

Vi legger til grunn at dagens overordnede risikoramme for forventet relativ volatilitet fortsatt er en egnet begrensning de nærmeste årene, også om det åpnes for å investere i unoterte aktiva. Siden aktivaklassen preges av svak likviditet og utfordringer knyttet til verdsetting, vil den operasjonelle risikostyringen sammenliknet med noterte instrumenter i større grad måtte baseres på også andre risikomål enn forventet relativ volatilitet. Investering i unoterte aktiva kan føre til utslag i risikomålet forventet relativ volatilitet som oppleves å være større enn det en bredere vurdering av risiko kan tilsi¹². Aktivaklassen kan omfatte både egenkapitalinvesteringer og fremmedkapitalinvesteringer.

Vi tilrår at det i mandatet fastsettes en øvre grense på andelen unoterte aktiva i SPN, som vil fungere som en ytterligere beskrankning på omfanget av slike investeringer. Vårt perspektiv er at en slik øvre grense bør gi tilstrekkelig hand-

¹¹ Se nærmere omtale i vår strategiske plan, tilgjengelig på www.fff.no.

¹² For eksempel vil en unotert investering med stabil verdsetting, som kan sies å redusere fondets samlede risiko, kunne føre til en vesentlig oppgang i forventet relativ volatilitet pga. verdiendringer i referanseindeksen.

lingsrom til å høste de fordeler man ønsker av en slik forvaltning, og vi vil tilrå at grensen settes til 10 prosent. Det legges til grunn at oppbyggingen og utviklingen av Folketrygdfondets investeringer i denne aktivaklassen vil skje over lengre tid, i takt med at vi bygger opp kompetanse, vinner erfaring og identifiserer egnede investeringsobjekter. Hvilke typer investeringsprosjekter som vi vil fokusere på, vil på samme måte utvikles over tid. Vårt utgangspunkt er at vi vil være en selektiv investor som investerer i samarbeid med andre aktører med spesiell utviklings- og driftskompetanse. Vi vil legge vekt på å finne kostnadseffektive investeringsmodeller, i tråd med vår investeringsfilosofi.

En vellykket forvaltning av unoterte aktiva krever en moderat økning i driftskostnadene. Folketrygdfondet skal imidlertid også framover kjennetegnes som en kostnadseffektiv forvalter. Vi legger til grunn en moderat økning i bemanningen for å bygge en kjernekompetanse innen unoterte investeringer, som så kan trekke på eksterne ressurser etter behov. Vi har respekt for at kjernekompetanse innen unoterte investeringer kan ha en noe annen investeringskultur enn dagens forvaltningsorganisasjon som er rettet mot likvide og noterte markeder, men vi legger til grunn at forvaltning av unoterte aktiva skal være integrert i dagens organisasjon med felles organisasjonskultur og verdigrunnlag.¹³

Unoterte investeringer vil først finne sted om det foreligger investeringsobjekter som etter Folketrygdfondets oppfatning bidrar til en bedre sammensetning av den samlede porteføljen og som er attraktivt priset i forhold til andre sammenliknbare investeringsalternativer som er tilgjengelige for SPN. En alternativkostnadsmodell¹⁴ kan således synes å være et fleksibelt og nyttig verktøy i Folketrygdfondets forvaltning for å bidra til disiplinerte og langsiktige investeringsbeslutninger i unoterte aktiva. Med en slik modell setter man sammen et avkastningsmål for et unotert investeringsprosjekt basert på prosjektets risikoegenskaper i forhold til noterte aksje- og obligasjonsindekser. Dette avkastningsmålet gir uttrykk for alternativkostnaden for det unoterte prosjektet, og er samtidig et hjelpemiddel for å fastslå i hvilken grad man skal finansiere et unotert pro-

sjekt ved å redusere aksjebeholdningen eller obligasjonsbeholdningen. En god styring av investeringsbeslutninger i unoterte aktiva med lang investeringshorisont er imidlertid krevende, og ulike styringsmodeller har forskjellige fordeler og ulemper. Alternativkostnadsmodellen skal gi egnede insentiver på lang sikt til gode investeringsbeslutninger. På kort sikt kan det likevel være krevende å vurdere risikoen og avkastningen til de unoterte investeringene når verdien på disse ikke varierer i takt med avkastningsmålet (siden sistnevnte er knyttet til likvide markeder hvor verdsettelsen er mer volatil på kort sikt enn verdsettelsen av unoterte prosjekter).

Vårt perspektiv er at investering i unoterte aktiva skal bidra til risikospredning for SPN samlet, og vi tilrå at det ikke fastsettes særskilte krav til diversifisering internt i den unoterte aktivaklassen.

For å sikre tillit også til denne delen av forvaltningen, vil vi legge vekt på å formidle innsyn og innsikt i hva slags investeringsrisiko som tas, samtidig som det rapporteres om beholdninger, avkastning og egnede risikomål. De særegne egenskapene til unoterte investeringer tilsier at disse styres og rapporteres som en særskilt aktivaklasse separat fra dagens aksjeportefølje og obligasjonsportefølje. Vi legger videre til grunn at de relevante prinsipper for verdivurdering, avkastningsmåling og risikostyring minst oppfyller internasjonalt anerkjente standarder og metoder. Folketrygdfondets prinsipper for ansvarlig investeringspraksis vil gjelde også for denne aktivaklassen, og forvaltningen vil reflektere aktivaklassens særtrekk. Vår investorrolle i unoterte aktiva vil på enkelte områder være noe annerledes enn den vi følger i noterte markeder. Store eierandeler tilsier at vi må vurdere en tettere og mer direkte eieroppfølging, herunder påta oss styreverv, for å ivareta våre finansielle interesser.

Dersom departementet beslutter at SPNs mandat skal utvides til å inkludere unoterte investeringer i eiendom og infrastruktur, gjenstår viktige forberedelser som Folketrygdfondet må gjennomføre før de første unoterte investeringene kan iverksettes. Sentralt blant disse er oppbygging av særskilt kompetanse og utarbeidelse av en strategiplan for unoterte investeringer. I en slik prosess vil vi komme nærmere inn på investeringsstrategi for unoterte aktiva (herunder avveiningen mellom å investere i utviklingsprosjekter eller ferdig utviklede prosjekter), risikostyring, organisering, kostnader, operasjonell gjennomføring, oppfølging og rapportering.

¹³ Som en illustrasjon: vi ser for oss en «håndfull antall ansatte» i tillegg til dagens bemanning på ca. 50, som vil være omfattet av samme verdigrunnlag, administrative bestemmelser og lønnsrammer som den øvrige delen av organisasjonen.

¹⁴ Ref. omtale i departementets brev av 27.06.2014 og Meld. St. 19 (2013–2014).

Det vil også være nødvendig å vurdere enkelte tilpasninger i den øvrige forvaltningen av å investere i unoterte aktiva, for å sikre at SPNs samlede eksponering (for eksempel overfor illikviditet) er i tråd med vår målsetting.

Med vennlig hilsen

Folketrygdfondet

Erik Keiserud

Styreleder

Olaug Svarva

Administrerende direktør

Vedlegg

Vedlegg 4

Miljørelaterte investeringsmandater i Statens pensjonsfond utland

Brev fra Norges Bank til Finansdepartementet 21. november 2014

Norges Bank skal i henhold § 2-4 i mandatet for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland (SPU) etablere mandater som er miljørelaterte. Mandatene skal etableres innenfor de generelle rammene som gjelder for forvaltningen, jf. mandatets § 3-5. Markedsverdien av disse mandatene skal i dag normalt utgjøre mellom 20 og 30 milliarder kroner.

Departementet varsler i brev 24. juni 2014 at de vil øke intervallet for de miljørelaterte investeringsmandatene, og at slike investeringer fremover normalt skal utgjøre mellom 30 og 50 milliarder kroner, jf. Meld. St. 19 (2013–2014) og Stortingets behandling av denne, jf. Innst. 200 S (2013–2014). Departementet skriver videre i brevet at de ønsker å utrede mulighetene for å gjennomføre en eventuell økning av fondets investeringer i fornybar energi innenfor det eksisterende programmet for miljørelaterte investeringsmandater.¹ Banken er i denne forbindelse bedt om å vurdere enkelte forhold. Bankens vurderinger følger i dette brevet. Et vedlegg til brevet gir ytterligere tallmateriale og bakgrunnsinformasjon. Her finnes også en beskrivelse av indeksene vi omtaler i dette brevet.

Effekt på forventet avkastning, risiko og eierandel

Departementet har bedt banken å vurdere virkningene for forventet avkastning, risiko og eierandel av en ytterligere økning og eventuell spissing av de miljørelaterte mandatene mot sektoren fornybar energi. Fornybar energi er en av flere sektorer disse mandatene i dag kan investeres i.

¹ De miljørelaterte investeringsmandatene omfatter i dag investeringer i børsnoterte aksjer og såkalte «grønne» obligasjoner. Grønne obligasjoner er obligasjoner hvor midlene som hentes inn på ulike måter øremerkes klimavennlige prosjekter. For å forsikre seg om at midlene som hentes inn går til formålet, stiller investorer ofte krav om en uavhengig vurdering.

Effekt på forventet avkastning

Kravet om å etablere miljørelaterte investeringsmandater innebærer at departementet legger føringer på hvordan banken skal bruke frihetsgradene vi er gitt i gjennomføringen av forvaltningsoppdraget. En eventuell spissing av mandatene mot sektoren fornybar energi innebærer enda strengere føringer. Vi deler vurderingen til Ang et. al (2014)² at denne typen føringer ikke nødvendigvis gir grunn til å forvente en bedring i forholdet mellom risiko og avkastning i porteføljen.

De miljørelaterte mandatene er i dag konsentrert til deler av aksjemarkedet som kan egne seg godt for aktiv forvaltning. Forventet meravkastning fra våre valg av verdipapirer vil likevel være liten sammenlignet med den potensielle effekten på avkastningen som følge av økte investeringer i miljørelaterte selskaper. Dette er en avkastningsrisiko som banken er pålagt å ta i forvaltningen.

Effekt på risiko

Avkastningen på aksjer i selskaper som omfattes av de miljørelaterte mandatene, har svingt mer, og ikke i takt med avkastningen på fondets brede aksjeportefølje.³ Selv om sektoren i dag fremstår som mer moden enn i 2009, da mandatene ble etablert, vil teknologirisiko og risikoen for endringer i rammebetingelsene (direkte subsidier, skatteincentiver, reguleringer o.l.) kunne gi opphav til store svingninger i avkastningen fremover. Investeringene vil derfor måtte forventes å bidra til å

² Ang A., M.W. Brandt and D.F. Denison (2014), *Review of the Active Management of the Norwegian Government Pension Fund Global*, rapport til Finansdepartementet side 98: «Implementing this mandate requires taking deviations from the benchmark, since the benchmark's weights are not computed with this consideration in mind. This is a mandated move away from market weights, but it may not be associated with long-run excess returns».

³ Jf. Norges Banks brev til departementet 12. mars 2014 om vår erfaring med de miljørelaterte investeringsmandatene.

øke markedsrisikoen i fondet. Dette gjelder fremfor alt dersom mandatene spisses inn mot sektoren fornybar energi, hvor svingningene de siste årene har vært spesielt store.

De miljørelaterte investeringsmandatene trekker i dag på bankens ramme for relativ volatilitet fordi banken pålegges å investere på en måte som avviker fra referanseindeksen. Norges Banks beregninger viser at en allokering på 50 milliarder kroner til miljørelaterte mandater vil kunne legge beslag på om lag 10 basispunkter av bankens ramme for relativ volatilitet.⁴ I perioder med større svingninger i aksjekursene, vil investeringene kunne legge beslag på mer av rammen. Dersom allokeringen på 50 milliarder kroner forutsettes spisset inn mot sektoren fornybar energi, vil dette kunne legge beslag på om lag 20 basispunkter av rammen. For beregningene av relativ risiko har vi benyttet to indekser som søker å fange opp «rendyrkede» miljøelskaper.⁵ Effekten på relativ volatilitet skyldes at kursene på aksjene som inngår i disse indeksene har svingt mer enn og i utakt med de brede markedene. I tillegg har selskapene som inngår en annen valutasammensetning, geografisk fordeling og faktoreksponering enn øvrige selskaper i fondets referanseindeks for aksjer.

Effekt på eierandel

Økte investeringer i miljørelaterte selskaper vil, alt annet like, innebære at eierandelen i disse selskapene blir høyere enn fondets gjennomsnittlige eierandel i andre selskaper. Våre beregninger viser at en allokering på 50 milliarder til «rendyrkede» miljøelskaper vil kunne føre til at gjennom-

snittlig eierandel øker med om lag 1,8 prosentpoeng. Dersom investeringene forutsettes konsentrert til «rendyrkede» børsnoterte fornybar energiselskaper, vil gjennomsnittlig eierandel øke med 6,8 prosentpoeng.⁶

Beregningene av virkningene på forventet avkastning, risiko og eierandel legger til grunn at hele beløpet på 50 milliarder investeres i børsnoterte aksjer. Dersom deler av beløpet investeres i grønne obligasjoner, vil dette kunne bidra til å redusere markedsrisikoen og den relative risikoen.⁷

Oppsummert er det bankens vurdering at en videre økning av rammen for miljørelaterte investeringsmandater vil øke markedsrisikoen i fondet. I tillegg øker avstanden til referanseindeksen og gjennom dette den relative risikoen i forvaltningen. Økningen i risiko vil kunne bli spesielt stor dersom investeringene spisses mot fornybar energiaksjer. Det er usikkert om økningen i risiko gir grunnlag for å forvente høyere avkastning fremover.

Investeringsuniverset

Departementet har bedt banken beskrive størrelsen på, og den geografiske fordelingen av, markedet for investeringer i fornybar energi innenfor børsnoterte aksjer og såkalte «grønne» obligasjoner. Markedet for slike investeringer utgjør i dag en forholdsvis liten andel av mulighetsområdet for nye investeringer i fornybar energi.⁸ De fleste nye investeringer finner sted i form av prosjektfinansiering. Disse prosjektene er hovedsakelig unoterte infrastrukturprosjekter finansiert gjennom en kombinasjon av egenkapital og lån.

⁴ Anslaget på 10 basispunkter tar utgangspunkt i størrelsen på fondet i norske kroner ved utgangen av juni 2014, og er basert på historiske indeksmedlemmer. Beregningene tar utgangspunkt i markedsforholdene siste ti år.

⁵ Vi har på samme måte som i vårt brev 12. mars 2014 brukt miljøindeksen FTSE ET 50 som utgangspunkt for beregningen av risikoprofilen på de miljørelaterte investeringsmandatene. FTSE ET 50 er FTSEs mest likvide «rendyrkede» miljøindeks og den indeksen vi har tilstrekkelig lang tidshistorikk til å gjennomføre denne typen beregninger. «Rendyrket» er av FTSE definert som selskaper hvor mer enn 50 prosent av virksomheten kan tilskrives miljørelaterte aktiviteter. I likhet med andre miljøindekser har sammensetningen av FTSE ET 50 endret seg mye over tid. Bare 26 prosent av selskapene som var i indeksen siste kvartal av 2007 var fortsatt i indeksen ved utgangen av andre kvartal 2014. Estimat på risiko vil derfor avhenge av om beregningene tar utgangspunkt i nåværende eller historiske indeksmedlemmer. For beregningene av relativ risiko ved en spissing av mandatene har vi benyttet *FTSE ET 50 Renewable and Alternative Energy*. Se nærmere beskrivelse i vedlegget.

⁶ Beregningene tar utgangspunkt i markedsverdien av fondet ved utgangen av juni 2014 og forutsetter at overvekten etableres ved at 50 milliardene investeres i en markedsvektet portefølje identisk med *FTSE ET 100* og *FTSE ET 100 Renewable and Alternative Energy*. FTSE ET 100 er på samme måte som FTSE ET 50 en «rendyrket» (pure play) indeks, men omfatter flere selskaper. Begrenset tilgang til historiske data gjør at vi ikke har kunne benyttet denne noe bredere indeksen (ET 100) for beregningene av risiko.

⁷ Det vises til vedlegget for en diskusjon av ulike typer av grønne obligasjoner. Antagelsen at investeringer i grønne obligasjoner vil kunne bidra til å redusere markedsrisikoen, hviler på en forutsetning at obligasjonsinvesteringene i første rekke konsentreres til grønne obligasjoner av høy kredittkvalitet.

⁸ I henhold til data fra Bloomberg New Energy Finance kom om lag 5 prosent av ny kapital til fornybar investeringer fra det noterte aksjemarkedet. Se <http://about.bnef.com/press-releases/global-trends-renewable-energy-investment-2014/> (september 2014).

Børsnoterte aksjer

En mulig tilnærming til definisjon av investeringsuniverset kan være å ta utgangspunkt i en miljøindeks fra en av indeksleverandørene. FTSE utarbeider i dag både en smal, teknologifokusert indeks (FTSE ET) og en noe bredere indeks (FTSE EO). Selskaper som har mer enn 50 prosent av virksomheten innen miljørelaterte aktiviteter, kan inngå i den smale indeksen. Den bredere indeksen omfatter selskaper hvor mer enn 20 prosent av virksomheten kan tilskrives miljørelaterte aktiviteter. Innenfor hver av disse indeksene er det mulig å skille ut segmentet *Renewables and Alternative Energy*. Ved utgangen av juni 2014 var det 26 selskaper med en samlet markedsverdi på 64 milliarder amerikanske dollar i FTSEs *ET 100 Renewables and Alternative Energy*. Tilsvarende tall for *FTSE EO Renewables and Alternative Energy* var 92 selskaper med en samlet markedsverdi på 236 milliarder amerikanske dollar. Til sammenligning var verdien av FTSEs globale aksjeindeks ved samme dato i underkant av 44 000 milliarder amerikanske dollar.

Vi har i vedlegget sammenlignet FTSEs miljøindekser med tilsvarende produkter fra noen av de andre indeksleverandørene. Et fellestrekk ved flere disse miljøindeksene er at det har vært store endringer i sammensettingen av disse indeksene over tid. Endringene gjenspeiler den underliggende dynamikken og forholdsvis høye risikoen i disse segmentene. Nye selskaper har blitt opprettet, etablerte selskaper har måtte omstrukturere (fusjoner/fisjoner) og noen av selskapene har gått konkurs. Måten indeksene er definert på, i form av et krav til at en minimumsandel av virksomheten skal kunne tilskrives miljørelaterte aktiviteter, har også bidratt til at selskaper har gått ut og inn av indeksen. Vår gjennomgang viser videre at indekseleverandørene utøver stor grad av skjønn i konstruksjonen av indeksene, og at det ikke er bred enighet om skjønnsutøvelsen.⁹ Bare 19 prosent av aksjene som inngår i FTSEs «rendyrkede» miljøindeks finnes igjen i MSCIs tilsvarende produkt. FTSE opplyser at indeksen er utviklet for å brukes som utgangspunkt for derivater, indeksfond og

⁹ Det er også flere børsnoterte selskaper som ikke inngår i noen av disse indeksene. Et eksempel er såkalte «YieldCos». Et «YieldCo» er et børsnotert selskap som er opprettet med hensikt å eie fysiske installasjoner som genererer stabile, kontraktsfestede kontantstrømmer. Eierformen er mye brukt innenfor fornybar energi og har klare likhetstrekk med børsnoterte eiendomsfond (REITs) og børsnoterte infrastruktur fond (MLPs). Investeringer i slike selskaper må antas å ha andre avkastnings- og risiko egenskaper enn investeringer i teknologifokuserte selskap.

børsnoterte fond (ETF). Disse brukerne har helt andre behov enn en stor langsiktig investor.

Grønne obligasjoner

Det finnes ingen entydig definisjon av begrepet grønne obligasjoner. Vi har i vedlegget sett nærmere på to grønne obligasjonsindekser, en fra S&P og en fra Barclays. Mens S&P-indeksen karakteriserer en obligasjon som grønn så sant den markedsføres som det, foretar Barclays i samarbeid med MSCI en særskilt vurdering. Barclays' kriterier ser ut til å ligge nær opp til de såkalte «*Green Bond Principles*».¹⁰ Ulike typer obligasjoner kan i henhold til disse prinsippene kvalifisere som grønne – fra obligasjoner utstedt av institusjoner som Verdensbanken med kredittvurdering AAA, til obligasjoner uten kredittvurdering utstedt for å finansiere byggingen av for eksempel en vindmøllepark.

Ettersom det ikke finnes noen entydig definisjon av begrepet, er det også utfordrende å anslå størrelsen på markedet og valutafordelingen for grønne obligasjoner. I følge estimater fra Bloomberg var det per midten av september 2014 utstedt grønne obligasjoner for i overkant av 40 milliarder amerikanske dollar. Disse obligasjonene er i all hovedsak utstedt i euro og amerikanske dollar. I tillegg er en ikke ubetydelig andel av obligasjonene av historiske årsaker utstedt i svenske kroner.¹¹

Markedet for grønne obligasjoner er i kraftig vekst, men fortsatt lite i forhold til størrelsen på totalmarkedet for obligasjoner.¹² På investorsiden domineres segmentet for grønne obligasjoner av institusjonelle investorer som kjøper obligasjonene med en intensjon om å holde dem til forfall. Dette kan bidra til at de grønne obligasjonene i mindre grad vil være tilgjengelige i annenhåndsmarkedet, og at mulighetene for å gjennomføre nye investeringer begrenses til utstedelse av nye grønne obligasjoner. Innslaget av obligasjoner i de miljørelaterte mandatene vil derfor de neste årene være forholdsvis beskjedent.

Vår gjennomgang av investeringsuniverset for fornybar energi viser at investeringsmulighetene i

¹⁰ «*The Green Bond Principles*» er en frivillig markedsstandard for grønne obligasjoner utviklet av kommersielle aktører som er aktive i dette markedet. Se for eksempel <http://www.icmagroup.org/Regulatory%20Policy-and-Market-Practise/green-bonds/s>

¹¹ Den svenske banken SEB var tidlig ute med å tilrettelegge grønne obligasjoner, og har fortsatt en ledende rolle i dette markedet. Som en følge av dette er en stor andel av obligasjonene utstedt i svenske kroner.

¹² Markedsverdien på *Barclays Global Aggregate* var ved utgangen av september 2013 på om lag 44 000 milliarder amerikanske dollar.

hovedsak ligger utenfor fondets investeringsunivers slik dette er definert i dag. Markedet for børsnoterte fornybar energiaksjer og grønne obligasjoner er lite. De tilgjengelige miljøindeksene gjenspeiler valg indeksleverandørene har tatt, og dekker ikke alle mulighetene som finnes.

Kostnader

Banken legger opp til at en forholdsvis stor andel av midlene i de miljørelaterte mandatene vil være forvaltet eksternt. Dette tilsier at forvaltningen vil være dyrere enn forvaltningen av øvrige fondsmidler, jf. vårt brev 12. mars 2014 hvor den historiske forvaltningskostnaden for de eksterne miljømandatene ble anslått til om lag 80 basispunkter i gjennomsnitt. Transaksjonskostnadene vil avhenge av størrelsen og profilen på mandatene. Økte investeringer i mindre, lite likvide selskaper, vil kunne innebære noe høyere transaksjonskostnader enn det som er normalt for fondet.

Potensielle tilleggseffekter

Departementet har bedt banken kommentere om fondets investeringer i fornybar energiselskaper kan ha betydning for selskapenes kapitalkostnad og eller -tilgang. Det er etter bankens vurdering liten grunn til å anta at en eventuell økning i fondets investeringer i fornybar energi vil ha store effekter på selskapenes kapitalkostnader så lenge investeringene gjennomføres i velfungerende, likvide markeder hvor prisen på aksjen eller obligasjonen gjenspeiler all tilgjengelig informasjon. Vi finner for eksempel ingen systematisk forskjell i prisingen mellom sammenlignbare grønne og ikke-grønne obligasjoner fra samme utsteder.¹³

Bankens investeringer i børsnoterte aksjer vil i all hovedsak gjennomføres i form av investeringer i selskaper som allerede er noterte, og vil i så måte ikke representere ny kapital til selskapene. Det er videre vår erfaring at børsnoterte fornybar energiselskaper i dag verken har større eller mindre problemer med å hente inn ny kapital enn

sammenlignbare selskaper i andre sektorer. Når det gjelder bankens investeringer i grønne obligasjoner vil disse i større grad finne sted i form av investeringer i førstehåndsmarkedet, og således i representere ny kapital. Hvorvidt denne kapitalen kommer i tillegg til eller istedenfor annen obligasjonsgjeld er usikkert.

Dersom fondets investeringer i børsnoterte fornybar energiaksjer og grønne obligasjoner blir omfattende og andre investorer velger å følge etter, vil dette over tid kunne bidra til en segmentering av markedet. En slik segmentering vil kunne gi grunnlag for å forvente lavere kapitalkostnad for selskapene og lavere forventet avkastning på investeringer i slike aksjer og obligasjoner.¹⁴

Departementet har bedt om bankens kommentarer eller synspunkter på måling og rapportering av eventuelle bidrag til miljøet fra de miljørelaterte investeringsmandatene. Det er bankens vurdering at slike bidrag er vanskelig å måle og at det er utfordrende å isolere effekten av bankens økte investeringer. Selskapene og prosjektene vi investerer i vil i ulik grad kunne ha positive miljøbidrag, det være seg direkte i form av reduserte CO₂-utslipp eller mer indirekte gjennom utvikling av ny teknologi.

De miljørelaterte investeringsmandatene innebærer at banken vil øke investeringene i en liten del av markedet. Som vi skriver i strategiplanen for Norges Bank Investment Management, tar vi sikte på å rapportere om de miljørelaterte investeringsmandatene som en særskilt allokering og angi risiko og avkastning separat.

Med hilsen

Øystein Olsen

Yngve Slyngstad

Vedlegg (tilgjengelig på departementets nettsider)
Environmental Indices-Risk Assessment.

¹³ I vedlegget har vi som en illustrasjon sammenligningen av prisingen av obligasjoner utstedt av franske EDF. Motivasjonen fra utsteders side for å utstede en grønn obligasjon fremfor en ordinær obligasjon ser i første rekke ut til å være knyttet til muligheten til å tiltrekke seg en bredere investorbase.

¹⁴ Se Hong H. og M Kacperczyk (2009), *The price of sin: The effect of social norms on markets*. Artikkelen diskuterer hvordan det at enkelte investorer på grunn av sosiale normer ikke kan investere i særskilte børsnoterte aksjer, påvirker selskapenes kapitalkostnad og forventet avkastning. Investorer som ikke er pålagt de samme sosiale normene, vil kunne forvente høyere avkastning på sine investeringer.

Vedlegg 5

Gjennomgang av Folketrygdfondets forvaltning av Statens pensjonsfond Norge

Brev fra Folketrygdfondet til Finansdepartementet 16. desember 2014

Vi viser til Finansdepartementets brev av 27. juni 2014, hvor det bes om at Folketrygdfondet bidrar med analyser og vurderinger av gjennomføringen av forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge (SPN). Som utfyllende bakgrunnsmateriale til dette brevet, vil vi vise til følgende to vedlegg: (a) Strategisk plan for forvaltningen av SPN og (b) Analyser og vurderinger av resultatene ved forvaltningen av SPN. Vi finner at dagens rammer for forvaltningen av SPN er hensiktsmessige og foreslår ingen endringer i dette brevet, men vi vil samtidig vise til eget brev av 13. november 2014 vedrørende unoterte investeringer i eiendom og infrastruktur.

Strategisk plan

Strategisk plan for forvaltningen av SPN er nylig fastsatt av styret, og vil bli gjort offentlig tilgjengelig på vår hjemmeside før nyttår. Planen beskriver Folketrygdfondets strategi for forvaltningen av SPN og tar utgangspunkt i det mandat Finansdepartementet har fastsatt samt de særpreg som kjennetegner SPN og Folketrygdfondet, slik som styringsstruktur, langsiktighet og risikobærende evne, lite behov for likviditet, størrelse og erfaring.

Folketrygdfondet skal være en ansvarlig eier og investor som bidrar til verdiskaping i selskapene og til velfungerende markeder. Folketrygdfondet skal oppnå høy avkastning over tid for SPN ved å løfte markedets samlede avkastning og ved å skape meravkastning sammenliknet med det brede markedet.

Meravkastningen skal skapes langs flere akser i tråd med våre fortrinn, og risikotakingen vil variere over tid avhengig av investeringsmulighetene. Vi mener at våre særtrekk og fortrinn, vårt verdigrunnlag, vår investeringsfilosofi og vår lange erfaring samlet sett gir et solid grunnlag for å fortsette aktiv forvaltning av SPN og skape meravkastning med lave kostnader. Aktiv forvaltning egner seg bedre enn passiv forvaltning av SPN fordi:

- Likviditeten i det norske finansmarkedet er varierende og tidvis dårlig.
- Risikoeksponeringen som følger av referanseindeksen egner seg ikke alltid for en langsiktig investor.
- Det er en gjensidig sammenheng mellom ansvarlig investeringspraksis og aktiv forvaltning.

I tillegg til å utnytte særskilte avkastningsmuligheter med lav risiko som følger av porteføljens særtrekk, vil vi peke på følgende kilder til meravkastning som er viktige for både rente- og aksjeforvaltningen:

- Vi velger kvalitetsselskaper, hvor vi er komfortable med å ha et langsiktig perspektiv.
- Vi høster likviditetspremier.
- Vi drar nytte av at risikopremier, og dermed forventet avkastning, varierer over tid.

Historisk har vi lagt vekt på at risikotakingen i aksjeporteføljen skal være dominert av selskaps-spesifikke forhold, og i renteporteføljen av generell kreditt- og likviditetsrisiko. Dette tar vi med oss videre, men vi legger samtidig vekt på at strategien må videreutvikles i årene som kommer, slik at vår investeringsvirksomhet er godt tilpasset nye utfordringer og muligheter. Nye aktiviteter skal som hovedregel være avledet av våre særtrekk og fortrinn, og vi legger til grunn at Folketrygdfondet fortsatt skal være en kostnadseffektiv forvalter.

Folketrygdfondet har over tid skapt vesentlige merverdier i kapitalforvaltningen sammenliknet med referanseindeksen. Det gir oss tillit til den strategien som har vært fulgt for forvaltningen av SPN gjennom mange år. Vi finner også støtte for sentrale elementer i strategien i akademiske arbeider. I strategisk plan søker vi å beskrive hvordan strategien kan knyttes til såkalte systematiske risikofaktorer som identifiseres i empiriske studier¹.

Når det gjelder våre anslag for forventet gjennomsnittlig meravkastning og risikotaking (målt ved relativ volatilitet), legger vi vekt på følgende:

- Vi har hatt gode resultater i den aktive forvaltningen over tid. Historisk meravkastning er litt i overkant av, men konsistent med, den etablerte målsettingen om en årlig meravkastning i forhold til referanseindeksen på 0,4 prosentpoeng (før forvaltningskostnader).
- Siden investeringsmuligheter og forventet avkastning varierer over tid, skal også vår risikotaking variere over tid. Vår aktive risikotaking har avtatt etter finanskrisen, og er for tiden på et nivå som isolert sett tilsier en meravkastning betydelig lavere enn målsettingen. På lang sikt legger vi fortsatt til grunn at det vil materialisere seg nye investeringsmuligheter som gir grunnlag for risikotaking og meravkastning i tråd med den etablerte målsettingen.

Avkastning og risiko

I vedlagte rapport «Analyser og vurderinger av resultatene i forvaltningen av Statens pensjonsfond Norge» analyseres avkastning og risiko i SPN, samt for aksje- og renteporteføljen hver for seg. Analysen er utført for årene 1998 til 2014². Hovedvekten i analysen er lagt på perioden etter at mandatet ble lagt om, dvs. perioden 2007–2014, og siste fire år, dvs. perioden 2011–2014. Alle tallene vi oppgir her er beregnet som tidsvektet avkastning, og er oppgitt som årlig geometrisk gjennomsnitt. Meravkastning er oppgitt som forskjell mellom årlig avkastning for porteføljen og årlig avkastning for referanseindeksen. Vi vil trekke frem følgende:

- Avkastningen har vært 7,4 prosent årlig for hele perioden 1998–2014. Den årlige meravkastningen var på 1,1 prosentpoeng for perioden 2007–2014 og på 0,5 prosentpoeng for perioden 2011–2014. Det er bedre enn det fastsatte målet om en årlig meravkastning på 0,4 prosentpoeng.
- Resultatet av den aktive forvaltningen viser at meravkastningen har vært positiv for alle de tre

tidsperiodene både for hele SPN og for de to delporteføljene.

- Risikojustert meravkastning viser at Folketrygdfondets aktive forvaltning av SPN har bidratt til å bedre forholdet mellom avkastning og risiko sammenlignet med referanseindeksen.
- Analysen viser at meravkastningen i stor grad forklares av momenter vi har pekt på som sentrale i vår strategiske plan for forvaltningen av SPN.
- Analyse av eksponeringen mot systematiske risikofaktorer som vi har foretatt med bruk av regresjonsanalyser, indikerer at meravkastningen i stor grad er skapt av verdipapirutvelgelse og i mindre grad eksponering mot systematiske faktorer. Den valgte metoden estimerer effekten av en konstant eksponering, mens eksponeringen mot systematiske faktorer i porteføljen har variert over tid. I strategisk plan peker vi på tidsvarierende eksponering som et redskap i den aktive forvaltningen.

Resultatene av den aktive forvaltningen av SPN har vært gode, både for SPN og for aksje- og renteporteføljen.

Kostnader og verdiskaping

Folketrygdfondets kostnader med forvaltningen av SPN har i perioden etter omlegging av mandatet i 2007 og frem til 2009 økt som andel av kapitalen. Årsaken til dette er i hovedsak økte systemkostnader knyttet til portefølje- og risikosystemer. I perioden 2009 til 2014 har kostnadene variert mellom 8 basispunkter og 10 basispunkter av SPNs kapital. Dette er et svært lavt kostnadsnivå sammenlignet med andre forvaltere, jf. de beregninger det kanadiske firmaet CEM Benchmarking gjennomfører på oppdrag for Finansdepartementet.

Verdiskaping ved aktiv forvaltning og brutto differanseavkastning kan ikke sammenlignes direkte. Våre analyser av relevante kostnads- og inntektskomponenter ved passiv forvaltning støtter imidlertid opp under at brutto meravkastning er et godt uttrykk også for netto verdiskaping ved aktiv forvaltning. Analysene viser at de generelt lave kostnadene forbundet med forvaltning av SPN ikke ville vært svært mye lavere ved en rent passiv forvaltning.

Risikostyring

I vedlegget «Analyser og vurderinger av resultatene i forvaltningen av Statens pensjonsfond

¹ Se for eksempel rapporten *The Norwegian Government Pension Fund's potential for capturing illiquidity premiums (2013)* av Frank de Jong og Joost Driessen, samt boken *Expected Returns (2011)* av Antti Ilmanen. Disse beskriver empiriske resultater som understøtter aksjeforvaltningens fokus på kvalitetsselskaper (verdifaktor) samt renteforvaltningens fokus på strukturelle og tidsvarierende kreditt- og likviditetspremier.

² I rapporten er resultatene vist ved utgangen av tredje kvartal 2014. Når endelige resultater for 2014 foreligger, vil analysen oppdateres.

Norge» gis en beskrivelse av Folketrygdfondets risikostyring. Her fremgår det blant annet at:

- Folketrygdfondet følger forskrift om risikostyring og internkontroll («risikostyringsforskriften») fastsatt av Finanstilsynet så langt denne passer.
- Folketrygdfondets styre fastsetter prinsipper for risikostyring, investeringsmandat til administrerende direktør, strategisk plan for forvaltningen, prinsipper for ansvarlig investeringspraksis, adm. direktørs stillingsinstruks og prinsipper for godtgjørelse av ansatte.
- Adm. direktør fastsetter retningslinjer med mer detaljerte krav til risikostyring og kontrollaktiviteter samt gir skriftlige fullmakter knyttet til investeringsvirksomheten.
- Alle ledere har ansvar for risikostyring innen sitt ansvars- og myndighetsområde. Risikovurderinger er en integrert del av forretningsprosessene og omfatter også utkontrakterte tjenester.
- Rammer for finansiell risiko overvåkes løpende i Folketrygdfondets overvåkingssystemer, og eventuelle hendelser registreres i et hendelsesregister. Brudd på rammer satt av Finansdepartementet eller styret offentliggjøres i årsrapport for Folketrygdfondet og kvartalsrapporter for Statens pensjonsfond Norge.
- Det gjennomføres årlige drøftelser med styret for å evaluere Folketrygdfondets risikostyring, avkastningsmåling og internkontrollsystem.

Passiv forvaltning

Departementet ber om vår vurdering av mulige konsekvenser av en mer passiv forvaltning av SPN. I den offentlige debatten framstilles det ofte som at passiv forvaltning har mindre investerings-

risiko og lavere forvaltningskostnader enn aktiv forvaltning. Dette perspektivet bør nyanseres.

En modell hvor kapitaleier fastsetter en referanseindeks, klargjør eiers risikovillighet og tydeliggjør hvilket ansvar som tilligger henholdsvis kapitaleier og forvalter. Som anført tidligere i brevet og utdypet i strategisk plan, er det imidlertid flere forhold som etter vårt syn tilsier at det ikke er forsvarlig å investere SPN slavisk i tråd med en referanseindeks som ikke nødvendigvis er tilpasset SPNs særtrekk. Å redusere Folketrygdfondets ansvar og legge om til en mer passiv forvaltning av SPN vil isolert sett øke porteføljens risiko (mindre risikospredning), redusere avkastningen etter kostnader, bidra til et mindre velfungerende finansmarked (stor markedspåvirkning når indekssendringer finner sted i et tidvis lite likvid kapitalmarked) og gi mindre gjennomslagskraft i den ansvarlige investeringspraksisen. Hensynet til så vel kapitaleiers som forvalters renommé tilsier at en eventuell omlegging til mer passiv forvaltning bør være godt analysert og vel begrunnet i tråd med de internasjonalt anerkjente standarder som for øvrig legges til grunn i forvaltningen. På denne bakgrunn vil vi fraråde en passiv forvaltning av SPN.

Med vennlig hilsen

Folketrygdfondet

Erik Keiserud

Styreleder

Olaug Svarva

Administrerende direktør

Vedlegg (tilgjengelig på departementets nettsider).

- Strategisk plan for forvaltning av SPN
- Analyser og vurderinger

Vedlegg 6

Finansiell risiko som følge av klimaendringer

Brev fra Norges Bank til Finansdepartementet 5. februar 2015

Norges Bank viser til Finansdepartementets brev 2. desember 2014 der departementet ber Norges Bank gjøre rede for sitt arbeid for å kunne integrere hensynet til finansiell risiko som følge av klimaendringer i porteføljen, og status i sentrale internasjonale initiativer på dette feltet der banken deltar. Finansdepartementet ber videre Norges Bank vurdere muligheten for å ta initiativ til vitenskapelige analyser av finansiell risiko som følge av klimaendringer og hvordan et slikt initiativ kan innrettes for å bidra til relevant kunnskap om denne type finansielle risiko for et fond som Statens pensjonsfond utland (SPU). Sist ber Finansdepartementet Norges Bank vurdere om det norske finansinitiativet (NFI) er et riktig virkemiddel i denne sammenheng.

Vi har hatt klima som et fokusområde i forvaltningen siden 2006 og har over tid arbeidet med å kunne integrere hensynet til finansiell risiko som følge av klimaendringer i forvaltningen av SPU. Arbeidet er fremdeles under utvikling. Ansvarlig forvaltning omfatter i dag arbeid med standardsettene, interaksjon med selskaper samt risikostyring, og er integrert i investeringsprosessen. Vi har også opparbeidet kunnskap om relevante klimaproblemsstillinger gjennom forvaltningen av de miljørelaterte investeringene, der vi blant annet investerer i selskaper som leverer teknologi og løsninger innen fornybar energi, energieffektivisering og utslippsreduksjon.

Forvaltningen av SPU og finansiell risiko som følge av klimaendringer

Norges Banks arbeid med finansiell risiko som følge av klimaendringer tar utgangspunkt i investeringsstrategien og fondets finansielle målsetting. Aktiviteter som er tilknyttet vårt arbeid med klimaforhold i forvaltningen er nærmere omtalt under, og omfatter blant annet samarbeid med utvalgte internasjonale standardsettene, forventninger rettet til selskaper om hvordan de kan ta hensyn til relevante klimaforhold i sin virksomhet og rapportering, oppfølging av forventninger,

interaksjon med selskaper, stemmegiving, kartlegging av klimagassutslipp fra selskaper i porteføljen, fundamental analyse, risikoanalyse og porteføljetilpasninger.

Vi har utarbeidet forventningsdokumenter om klimaendringer, vannressurser og barns rettigheter. Dokumentene inneholder en beskrivelse av våre forventninger til hvordan selskapene kan integrere slike utfordringer i virksomheten sin. Gjennom forventningsdokumentet på klima har Norges Bank uttrykt en klar forventning om at selskaper integrerer hensynet til klimarisiko i sin styring av virksomheten. Vi er særskilt opptatt av styringsprosesser, rapportering og åpenhet fra selskapenes side. Forventningsdokumentet om klima ble første gang lagt frem i 2009, og ble senere oppdatert i 2012. Vi har igangsatt en prosess for å revidere forventningsdokumentet på ny i løpet av første kvartal 2015. Vi legger opp til å innhente eksterne innspill i dette arbeidet.

Hvert år gjennomfører vi sektorundersøkelser for å kartlegge i hvilken grad selskaper i særlig utsatte sektorer oppfyller våre forventninger. Gjennom dette arbeidet danner vi oss et bilde av selskapenes oppfølging av egen klimarisiko på overordnet nivå. Funnene våre kan benyttes i dialog med selskapene og kan danne grunnlag for ytterligere analyser av enkelt-selskaper eller sektorer, eller mer målrettet eieraktivitet på enkelt-selskapsnivå.

Norges Bank ønsker å prioritere eierskapsaktiviteter der vi forventer størst positive effekter for porteføljen. Selskapsdialog er i hovedsak rettet mot store investeringer. I 2014 var aksjonærrettigheter, styresammensetning, karbonutslipp og rapportering, og åpenhet i forbindelse med bærekraftrapportering prioriterte temaer i vår selskapsdialog innen ansvarlig forvaltning. Vi har blant annet bedt flere olje- og gasselskaper om å bedre sin rapportering om sitt arbeid med klimaendringer.

Norges Bank har gradvis bygget opp intern kapasitet for fundamental analyse av enkelt-selskaper. I våre investeringsbeslutninger vurderer vi

utsiktene til sektorer eller selskapers fremtidige inntjening. I tillegg til sektorspesifikke eller selskapspesifikke forhold, vurderer vi også for eksempel generelle rammevilkår og etterspørselsutsikter. I slike vurderinger inngår også forutsetninger om fremtidige klimaendringer, klimapolitikk og mulig endring av reguleringer. Vi kan stille spørsmål til styrene om selskapenes forretningsstrategier eller kapitalallokering. Vi har i 2015 sendt brev der vi spør om kraftselskapers planer for overgangen til et mindre utslippsintensivt energisystem, og til gruveselskaper om deres syn på en mulig bransjeutvikling i retning av å skille ut kullvirksomhet.

Vi har startet et arbeid med sikte på å kartlegge klimagassutslipp fra selskapene vi investerer i. Arbeidet, og de første resultatene, er omtalt i vår rapport om ansvarlig forvaltningsvirksomhet for 2014. En generell utfordring for dette arbeidet er at det ikke finnes en standardisert metode for å gjennomføre slike beregninger. Tilgangen på data er også varierende og ulike dataleverandører benytter ulike beregningsmetoder. En ekstra utfordring er at vi har en svært bred portefølje av selskaper og at selskapenes rapportering om utslipp varierer.

Vi har samarbeidet med eksterne leverandører for å forbedre målingen og rapporteringen av utslippsinformasjon fra selskapene i porteføljen. Vi har videre arbeidet for å oppnå bedre forståelse av kvaliteten på informasjonen som er tilgjengelig og de forskjellige modellene dataleverandører benytter i beregninger av klimagassutslipp på selskapsnivå. Informasjonen om klimagassutslipp kan brukes som et element i risikostyringen.

Informasjon om selskapers klimagassutslipp alene gir imidlertid ikke et fullgodt bilde av eventuell klimarisiko på selskaps- eller porteføljenivå. Informasjonen er heller ikke tilstrekkelig til at den kan anvendes direkte i investeringsøymed. Risiko- og investeringsvurderinger må ta inn over seg et bredere sett av forhold, slik som selskapenes virksomhet og planer, næringsstrukturer og rammevilkår.

Vårt arbeid har videre gitt seg utslag i porteføljetilpasninger der selskapers strategier rettet mot klimaforhold har inngått som en del av en vurdering av selskapers forretningsmodell og virksomhetenes bærekraft over tid. I 2014 solgte vi oss ut av 22 selskaper med virksomhet innen kullutvinning, oljeutvinning fra oljesand, sementproduksjon og kraft fra kull på bakgrunn av slike vurderinger. Gjennom våre miljørelaterte investeringsmandater investerer vi ekstra i miljøteknologi. Finansdepartementet besluttet i 2014 at disse

investeringene skal økes fra 20-30 milliarder kroner til 30–50 milliarder kroner. Investeringene vil blant annet spres på selskaper innen fornybar energi, energieffektivisering, vann- og avfallshåndtering, og forurensningskontroll.

Investorinitiativer, forskning og vitenskapelige analyser

Norges Bank har, jf. omtalen ovenfor, allerede i flere år sett på klimaproblematikk og gradvis utviklet arbeidet innenfor dette temaet. Det er vår oppfatning at dette arbeidet også hos andre investorer er i en utviklingsfase. I tillegg til å arbeide direkte med selskaper og med ledende dataleverandører, deltar Norges Bank i internasjonale initiativer som er rettet mot klimaforhold. Vi er medlem av CDP (tidligere kjent som Carbon Disclosure Project) for å bidra til standardisering av selskapsrapportering av klimarisiko. Informasjon som fremkommer ved hjelp av initiativer som CDP kommer til nytte i forvaltningen av fondet.

Vi leverte i 2014 innspill til Climate Disclosure Standards Board (CDSB), som utvikler en standard for rapportering av klimarelatert risiko. I dette rammeverket har CDSB nå integrert risiko knyttet til vann og skog. Rammeverket skal hjelpe selskaper å inkludere miljørelatert informasjon i ordinær rapportering. Utviklingen av rammeverket har innvirkning på CDPs årlige informasjonsinnsamling om risiko knyttet til klima, vann og skog. I 2011 undertegnet vi Global Investor Statement on Climate Change sammen med 285 andre investorer.

Det finnes en rekke internasjonale klimainitiativer rettet mot selskaper og investorer. Norges Bank vil fortsette å støtte de initiativene vi mener er særskilt relevante gitt vår virksomhet. Vi vil oppfordre selskaper til å rapportere om sine klimagassutslipp, sin dialog med myndigheter om klimaforhold og sine strategier for å møte klimautfordringene.

Vi vil bidra til analyse og forskning innen ansvarlig forvaltningsvirksomhet med sikte på få mer kunnskap om forhold som er relevante for investeringsporteføljens avkastning og risiko på lang sikt. Norges Bank ser positivt på muligheten for å ta initiativ til akademiske studier av finansiell risiko for fondet som følge av klimaendringer, og legger opp til å igangsette et slikt arbeid i 2015. Forskning er et særskilt nyttig virkemiddel innen områder der graden av usikkerhet er stor, og det er behov for å belyse problemstillinger teoretisk og empirisk.

Klimarisiko omfatter komplekse problemstillinger og flere ulike fagfelt. Norges Bank vil

avgrense sin aktivitet til områder som er særlig relevante for forvaltningen av fondet. Ulike virkemidler kan tas i bruk i det videre arbeidet. Både intern analyse, arbeid med dataleverandører og internasjonale investorinitiativer samt akademisk forskning, er relevant for å belyse klimaspørsmålet ytterligere.

Det norske finansinitiativet (NFI) skal styrke det vitenskapelige grunnlaget for Norges Bank Investment Management i forvaltningen av Statens pensjonsfond utland. NFI har opprettet et eget program for å gi incentiver til akademisk forskning på temaer innen finansiell økonomi som er av særskilt interesse for den langsiktige forvaltningen av fondet. Slike temaer inkluderer spørsmål om porteføljeteori, markedenes virkemåte og selskapsstyring. NFI er et aktuelt virkemiddel for å legge til rette for vitenskapelige analyser av finansiell risiko som følge av klimaendringer.

Norges Bank kan også selv gjennomføre forskningsprosjekter. Vi har i flere år deltatt i Harvard Institutional Investors Forum. I 2014 startet vi et forskningsprosjekt med Columbia University og andre akademiske institusjoner, som ser på hvordan bærekraft og ansvarlighet kan virke inn på gruveselskapers lønnsomhet. Forskningsoppdrag av denne typen, med samarbeid med ledende akademiske institusjoner, kan også være aktuelle i vårt arbeid med å belyse sider ved finansiell risiko som følge av klimaendringer. Vi sikter mot å arbeide med forskningsrettede temaer om finansiell risiko som følge av klimaendringer over flere år og vil gi mer informasjon om fremdriften og resultatene av vårt arbeid i den årlige rapporteringen om forvaltningen av SPU.

Med hilsen

Øystein Olsen

Yngve Slyngstad

Vedlegg 7**Referanseindeksen for Statens pensjonsfond utland**

Brev fra Norges Bank til Finansdepartementet 25. februar 2015

Mandatet for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland fastsetter at aksjeandelen i fondets faktiske referanseindeks skal vektet tilbake dersom aksjeandelen i referanseindeksen siste handledag i måneden avviker mer enn fire prosentpoeng fra den strategiske vekten. Tilbakevektningen gjennomføres ved at aksjeandelen i den faktiske referanseindeksen settes til 60 prosent ved utgangen av påfølgende måned.

Norges Bank rapporterer her om gjennomføringen av tilbakevektningen høsten 2013, jf. mandatets § 1-6 femte ledd. Med utgangspunkt i våre erfaringer foreslår banken en justering av metoden for hvordan den faktiske referanseindeksen skal tilbakevektes. Banken foreslår ingen endringer i betingelsen for når en tilbakevektning skal gjennomføres.

Tilbakevektning av den faktiske referanseindeksen høsten 2013

Aksjeandelen i referanseindeksen var 64,2 prosent ved utgangen av september 2013. I tråd med bestemmelsene i mandatet ble aksjeandelen i referanseindeksen vektet tilbake til 60 prosent 31. oktober 2013. På det tidspunktet var aksjeandelen i referanseindeksen 64,8 prosent. 4,8 prosent av fondet utgjorde på dette tidspunktet 231 milliarder kroner, og den isolerte effekten på forventet relativ volatilitet av en slik reduksjon i aksjeandelen i referanseindeksen ble estimert til 56 basispunkter.¹

Det vil i praksis ikke ville være mulig for banken å tilpasse porteføljen på samme måte som referanseindeksen tilbakevektes. For å sikre en kostnadseffektiv tilpasning må banken bruke lengre tid. Vi valgte å gjennomføre hoveddelen av tilpasningene over en periode på fire måneder med start ved utgangen av august 2013.² Muligheten til å gjennomføre store handler på en kostnadseffektiv måte over et kort tidsrom varierer mellom regi-

oner og markedssegmenter. Det amerikanske aksjemarkedet er normalt mer likvid enn de europeiske aksjemarkedene, selv om begge regionene betraktes som modne aksjemarkeder. Fondets strategiske vekt i Europa bidrar til å forsterke utfordringene som følger av disse likviditetsforskjellene.³ Videre er markedet for statsobligasjoner i utviklede markeder ofte mer likvide enn markedene for selskapsobligasjoner og statsobligasjoner i fremvoksende markeder. Disse forskjellene legger føringer på hvordan banken kan gjennomføre tilpasningene av porteføljen, og innebærer at det praksis vil være utfordrende å fastslå når tilpasningen til ny referanseindeks er ferdigstilt.

Banken skal i henhold til mandatet for forvaltningen rapportere om anslåtte kostnader ved en tilbakevektning. Banken brukte fire måneder på tilpasningen. Vi har på grunnlag av standard modeller estimert transaksjonskostnadene ved en slik tilpasning til om lag 600 millioner kroner.⁴ Vi har for sammenligning også estimert transaksjonskostnadene dersom banken hadde foretatt tilpasningen over fem handledager. En slik tilpasning ville ha ligget tettere opp mot hvordan referanseindeksen faktisk justeres og bidratt til å redusere den relative risikoen i forvaltningen i perioden. Transaksjonskostnadene er i så fall estimert til i overkant av en milliard kroner. Denne typen beregninger er usikre og estimatet på transak-

² Vi vurderte det på dette tidspunkt som sannsynlig at betingelsen for tilbakevektning ville være oppfylt ved utgangen av september 2013.

³ Aksjene i fondets referanseindeks for aksjer er tilordnet faktorer avhengig av landtilhørighet, jf. § 3-3 (2) i mandatet. Utviklede markeder i Europa har en landfaktor på 2,5, USA og Canada 1, øvrige utviklede markeder 1,5 og fremvoksende markeder 1,5. En landfaktor på 2,5 prosent i Europa mot 1 i USA betyr at gjennomsnittlig eierandel, (målt som andel av aksjer som er umiddelbart tilgjengelige), i europeiske selskaper er 2,5 ganger større enn i selskaper notert i USA.

⁴ BECS (Best Execution Consulting Services) er en samling av databaserte verktøy for å analysere forventede transaksjonskostnader i forkant av en handel i markedet. BECS er basert på transaksjonsmodeller som analyserer likviditet og volatilitet i de enkelte aksjene og som gir et estimat på total transaksjonskostnad. BECS er eid av Citigroup.

¹ Effekten av en endring på 4 prosentpoeng er estimert til 47 basispunkter.

sjonskostnader vil avhenge av markedssituasjonen på det tidspunktet tilpasningen gjennomføres. Spesielt gjelder dette estimatet for transaksjonskostnader ved store og gjentatte handler i obligasjonsmarkedene. Tilpasningen til ny faktisk referanseindeks ble gjennomført i en periode med svært god likviditet i finansmarkedene. Dette bidro til å redusere transaksjonskostnadene.

Tilbakevekten ble gjennomført i samme tidsrom som flere andre store endringer i den faktiske referanseindeksen, som for eksempel tilpasning til nye regionvekter for aksjer og den årlige justeringen av BNP-vektene i obligasjonsindeksen. Flere samtidige endringene i referanseindeksen gjør det utfordrende å isolere porteføljeendringer som følger direkte av tilbakevekten. Dette bidrar til å øke usikkerheten om estimatet for faktiske transaksjonskostnader, og gjør det også mer utfordrende å rapportere eventuell mer- eller mindre avkastning ved tilbakevekten.

Justering av regel for tilbakevektning

Aksjeandelen i den faktiske referanseindeksen settes i dag til 60 prosent en måned etter at betingelsen for tilbakevektning er oppfylt. Vår erfaring fra høsten 2013 tilsier at det er behov for å justere metoden for hvordan referanseindeksen tilbakevektes.

Fondet har vokst mye siden gjeldende regel for tilbakevektning ble fastsatt i 2012. Båndet for tilbakevektning er også bredere enn hva som var bankens opprinnelige råd. Gitt dagens fondsstørrelse vil hver enkelt tilbakevektning kunne innebære kjøp og salg av verdipapirer for mer enn 500 milliarder kroner. For å sikre kostnadseffektiv tilpasning av porteføljen vil banken måtte bruke lang tid på gjennomføringen. Banken vil i mindre grad enn tidligere kunne påregne å benytte tilførsler til å foreta nødvendige tilpasninger. Lavere tilførsler, både absolutt og målt i forhold til fondets samlede verdi, innebærer at det meste av tilpasningen i etterkant av en tilbakevektning vil måtte finne sted gjennom faktiske kjøp og salg av verdipapirer i markedene.

Avvikene som oppstår mellom referanseindeksen og porteføljen i perioder banken foretar en tilpasning til ny referanseindeks, vil kunne dominere den relative risikoen i forvaltningen og den rapporterte mer- eller mindre avkastningen. Rapportert mer- eller mindre avkastning vil ikke gi et riktig bilde av om Norges Bank har gjennomført porteføljetilpasningene på en effektiv måte. Det er derfor vår vurdering at metoden for hvordan den faktiske referanseindeksen settes bør ligge tettere

opp mot en prosess det vil være mulig å følge i den operative forvaltningen.

Vårt forslag til ny metode er at den faktiske referanseindeksen justeres gradvis i flere trinn. Forslaget innebærer at tilbakevekten vil kunne ta lenger tid dersom aksjeandelen faller utenfor båndet på fire prosentpoeng i perioden. Vi har etter en samlet vurdering kommet frem til at metoden for hvordan den faktiske referanseindeksen tilbakevektes ved fremtidige tilbakevektninger bør unntas offentlighet. Metoden bør fastsettes av departementet etter råd fra Norges Bank. Dersom banken finner at det er behov for å justere metoden for hvordan referanseindeksen tilbakevektes, kan banken gi et slikt råd i forbindelse med rapporteringen etter en tilbakevektning.

Departementet skriver i brev til Norges Bank 24. juni 2014 om Meld. St. 19 (2013-214) at de legger opp til å endre mandatet for forvaltningen av SPU på en måte som innebærer at utslagene i forventet relativ volatilitet som følge av en tilbakevektning av referanseindeksen skal holdes utenfor rammen for avvik fra referanseindeksen. En forutsetning for denne endringen er at banken rapporterer nærmere om virkningen på relativ volatilitet og meravkastning. Erfaringene fra tilbakevektningen høsten 2013 er at disse effektene vanskelig kan isoleres fra bankens øvrige investeringsbeslutninger.

Bankens forslag

Banken foreslår at nåværende § 1-6 fjerde ledd i mandatet for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland endres til:

Dersom aksjeandelen i den faktiske referanseindeksen siste handledag i måneden avviker med mer enn fire prosentpoeng fra vekten i den strategiske referanseindeksen, skal aksjeandelen vektes tilbake til 60 prosent. Departementet fastsetter, etter råd fra Norges Bank, nærmere bestemmelser for hvordan den faktiske referanseindeksen tilbakevektes.

Bankens råd om hvordan den faktiske referanseindeksen skal tilbakevektes fremgår av vedlegg til dette brevet.

Videreutvikling av rammeverket for forvaltningen

I vårt brev til departementet 31. januar 2014 ga vi departementet råd om videreutvikling av rammeverket for forvaltningen av fondet. Departementet mottok samtidig råd fra en gruppe eksperter om

mulige endringer i rammeverket for forvaltningen av Statens pensjonsfond utland.⁵ Forslaget fra ekspertene innebærer at banken tillegges et noe større ansvar for fondets samlede avkastning. I et slikt regime vil det være naturlig å vurdere å delegere ansvaret for fastsettelse av reglene for tilbakevekting av referanseindeksen til banken.

Banken kan da fastsette regler for tilbakevekting som i større grad tar hensyn til faktiske markedsforhold.

Med hilsen

Øystein Olsen

Yngve Slyngstad

⁵ Ang A., M.W. Brandt and D. Denison – Review of the Active Management of the Norwegian Government Pension Fund Global, January 2014.

Vedlegg (unntatt offentlighet)

Bestilling av publikasjoner

Offentlige institusjoner:

Departementenes sikkerhets- og serviceorganisasjon

Internett: www.publikasjoner.dep.no

E-post: publikasjonsbestilling@dss.dep.no

Telefon: 22 24 00 00

Privat sektor:

Internett: www.fagbokforlaget.no/offpub

E-post: offpub@fagbokforlaget.no

Telefon: 55 38 66 00

Publikasjonene er også tilgjengelige på

www.regjeringen.no

Omslagsillustrasjon: Bjørn Sæthren, 07 Media AS

Trykk: 07 Oslo AS – 04/2015

